

kvartalni monitor

EKONOMSKIH TRENDOVA I POLITIKA U SRBIJI

broj 6 • jul–septembar 2006

IZDAVAČI

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

Centar za visoke ekonomske studije
Lazarevačka 1, Beograd
E-mail: ceves@ceves.org.yu
<http://www.ceves.org.yu>

BILTEN IZLAZI KVARTALNO

REDAKCIJSKI SAVET

Jurij Bajec
Pavle Petrović
Branko Urošević
Boško Živković
Stojan Stamenković

REDAKCIJA

Sonja Avlijaš
Danko Brčerević
Jasna Dimitrijević
Vuk Đoković
Goran Radosavljević
Katarina Stanić

Kori Udovički (glavni i odgovorni urednik)

Duško Vasiljević (urednik: trendovi)

Boško Živković (urednik: finansije)

Jelena Ždrale, Olivera Anđelković (izvršni urednici)

SARADNICI U OVOM BROJU

Ivan Kalafatić
Predrag Petrović
Marina Vojvodičan
Milica Zvijer

LEKTURA

Anka Jakšić

GRAFIČKO OBLIKOVANJE

Stefan Ignjatović

SLOG I PRELOM

Maja Tomić

OBLIKOVANJE KORICA

Nikola Drinčić

ŠTAMPARIJA

Alta Nova

TIRAŽ

700 primeraka

© 2006 Centar za visoke ekonomske studije

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

Najtoplije se zahvaljujemo Agenciji za međunarodni razvoj SAD (USAID) i Bearing Point-u – njihovom partneru na projektu Podrška ekonomskog razvoja Srbije (SEGA) – koji su omogućili objavljivanje ove publikacije.

Sadržaj

Uvodnik	5	2. Makroekonomski značaj pokazatelja o nenaplativim kreditima.	47
TRENDOVI	7	3. Nenaplativi krediti u privredama u tranziciji	48
1. Pregled	7	4. Mikroekonomski značaj nenaplativih kredita i metodologija za njihovo praćenje	49
Izabrani pokazatelji – tabela	9	5. Nenaplativi krediti u Srbiji	49
2. Međunarodno okruženje	10	6. Zaključak.	53
3. Cene i devizni kurs	12		
4. Zaposlenost i zarade	16		
5. Privredni rast	19		
6. Platni bilans i spoljna trgovina	25		
7. Fiskalni tokovi i politika	31		
8. Monetarni tokovi i politika	35		
9. Finansijska tržišta	43		
POD LUPOM	47		
<i>Pod lupom 1:</i>			
Nenaplativi krediti u Srbiji – koja je prava mera?	47		
<i>Jasna Dimitrijević</i>			
1. Dečnicija nenaplativog kredita.	47	<i>Pod lupom 2:</i>	
		Uticaj privatizacije na zaštitu životne sredine u Republici Srbiji.	55
		<i>Lidija Udovički, Goran Radosavljević</i>	
		1. Šteta od zagađenja i potrebna ulaganja u životnu sredinu	55
		2. Zakonska regulativa.	56
		3. Zaključna razmatranja	59
		ANALITIČKI PRILOG	61

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

Nova privreda – Privredni subjekti nastali pod privatnom inicijativom.

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

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

Notacija

12-m – indeks ili rast u odnosu na 12 meseci ranije ili u odnosu na isti period prethodne godine. Pravilan pravopisni oblik dvanaestomesežni, 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

ITd – indeks troškova života

M1 – gotov novac u opticaju i depoziti po viđenju.

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

NDA – neto domaća aktiva

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

Skraćenice

BDP – bruto domaći proizvod

BDV – bruto dodata vrednost

EPS – Elektroprivreda Srbije

EU – Evropska Unija

JIE – jugoistočna Evropa

FZR – Fond za razvoj Republike Srbije

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

MMF – Međunarodni monetarni fond

MSP – mala i srednja preduzeća

NBS – Narodna banka Srbije

OECD – Organisation for Economic Co-operation and Development

PDV – porez na dodatu vrednost

QM – Kvartalni monitor

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

RZS – Republički zavod za statistiku Srbije

SDI – strane direktne investicije

SDŠ – stara devizna štednja

SMTK – Standardna međunarodna trgovinska klasifikacija

ZZP – Zajam za preporod Srbije

Uvodnik



Naša očekivanja s kraja prošle godine su se ostvarila. Privreda Srbije u 2006. snažno je krenula napred i to na širokom frontu. Nadamo se da se naša očekivanja, tačnije, naše strepnje za narednu godinu, neće ostvariti. Bolje rečeno, ne moraju se ostvariti. Taj verovatni scenario mogao bi biti izbegnut – uz malo sreće, ako izbori daju jasne rezultate i hrabar ekonomski tim u Vladi Srbije, budući da će ekonomska stabilnost bitno zavisiti od fiskalne politike koju bude preduzela nova Vlada.

Počnimo od 2006. godine u kojoj je postignuta stabilizacija rasta cena sa skoro 18% na kraju 2005. na 7% koliko očekujemo da dostigne na kraju 2006. Kao i svaka stabilizacija, i ova ima cenu u usporavanju privrednog rasta i gubitku konkurentnosti. U našem slučaju usporavanje tekućeg privrednog rasta, po svemu sudeći, za sada je blago, a gubitak u konkurentnosti, iako velik, ne čini se neizdrživ, imajući u vidu iskustvo drugih zemalja u tranziciji. Izgleda, da bi situacija teško mogla biti bolja. Preciznija analiza bi, međutim, pokazala da je postignuta stabilizacija na vrlo krhkim nogama i da njena cena pretila da postane vrlo visoka. Čini se da će sve zavisiti od fiskalne politike u narednom periodu.

Priznajemo da lošom fiskalnom politikom “pretimo” već iz broja u broj. Nažalost, ovoga puta nije reč o tome da fiskalna politika ne sme da popusti, već da mora hitno i radikalno da se zategne. Makroekonomska “čuda” koja su obeležila ovu godinu – brz privredni rast, apresijacija dinara i ogromni troškovi restriktivne monetarne politike – dešavala su se u kontekstu umerene fiskalne politike. Potom je u avgustu, baš u trenutku kad bi u svakom osmišljenom stabilizacionom naporu fiskalna zatezanjem priskočila monetarnoj politici u pomoć, naša fiskalna politika naglo je olabavila kurs. Nažalost, nije reč samo o uobičajenom predizbornom popuštanju. U toku proteklih meseci ekspanzivna fiskalna pozicija ugrađena je u obaveze države i regulativu na duži rok. O tome problemu se više govori u odeljku o fiskalnoj politici Trendova.

Situacija je krhka i zbog nemoći koju pokazuje monetarna politika. Uprkos tome što realni (evro) prinosi na hartije NBS u poslednjih šest meseci iznose

gotovo 40%, monetarna ekspanzija u tom periodu ostala je značajna (12-m nominalni rast M2 u Q3 iznosi 35,1%). NBS je uspeła da obuzda kreditiranje malih domaćih privrednika bez pristupa bankama lociranim u inostranstvu. Ekstremnim poskupljenjem bankarskih kredita uspeła je uglavnom da smanji intermedijaciju našeg bankarskog sistema, i poveća aktivnost banaka u susednim zemljama. Inflaciju je, pak, usporila apresijacija kursa: prvo, jer je smanjila dinarsku protivvrednost monetarne mase (koja se u najvećoj meri sastoji iz deviza) i drugo, jer su tri meseca nakon što je dinar počeo da jača – uvozne cene počele da padaju.

Šta to znači za 2007. godinu? Odgovor na to pitanje zavisi od fiskalne i monetarne politike u narednoj godini. Inflacija nije dubinski istisnuta iz sistema. Ukoliko nova vlada ne napravi zaokret, ugrađeno povećanje fiskalnog deficita vrlo brzo će opet da je rasplamsa. Bitnije ubrzanje inflacije dogodiće se već u prvoj polovini godine, ali ovog puta njega neće pratiti ubrzavanje privrednog rasta. NBS može da koči ovo rasplamsavanje inflacije daljom apresijacijom kursa, ali to ne bismo preporučili. Dalja apresijacija kursa sasvim bi sigurno dovela do uništavanja upravo propupelog izvoza – on i sad trpi. Primena *ciljanja inflacije*, kao slepe mantre, ima smisla samo u uravnoteženijim privredama, sa dubljim finansijskim tržištem.

Naravno, ako nova vlada snažno zategne fiskalnu politiku još tokom prvog kvartala naredne godine, ekspanzivni efekat tekuće fiskalne politike neće se mnogo osetiti, a inflacija može ostati ispod dvocifrenog nivoa. Fiskalni balans mora se vratiti na nivo iz prve polovine ove godine, a to je moguće samo ako se sprovede niz mera među kojima je *prva* – stavljanje *ad acta* tzv. Nacionalnog investicionog plana, a *druga* – povećanje poreskih izvora koji će da kompenzuju gubitke usled smanjenja poreza na dohodak građana. To znači da će depoziti države u bankarskom sektoru početi da dostižu vrtoglave nivoe, i da će mnogi u javnosti početi to da kritikuju. Takvu kritiku treba prosto izdržati. Kao što pokazuje tekst Pod Lupom 2, pred Srbijom su, samo u oblasti zaštite životne sredine vrtoglavi izdaci, a kamoli oni ako se napravi pravi inventar dugoročnih investicionih potreba.

Takvo zatezanje centralna banka trebalo bi da proprati smanjenjem kamatnih stopa kako bi zaustavila skupu spiralu priliva inostranog kapitala koji trenutno dotiče – direktno u repo ugovore. Verujemo da bi i u ovom drugom scenariju dalja blaga apresijacija kursa bila potrebna, a ne isključujemo i mogućnost da će na neko vreme biti potrebno i administrativno ograničavanje tempa rasta kredita, pogotovo stanovništvu.

Kao što loša makroekonomska politika koja se stalno ponavlja pravi dugoročnu štetu, tako, nažalost, ni dobra makroekonomska politika koja se stalno ponavlja nije dovoljna za održiv dugoročni rast. Gledano iz globalne perspektive, svetski porast cene nafte opet je počeo s generisanjem viška kapitala koji se po svaku cenu nudi manje razvijenim zemljama. Setimo se da je svetska dužnička kriza usledila nekoliko godina posle prvog naftnog šoka. Nisu sve zemlje tada zapale u nevolje – već samo one koje pozajmljena sredstva nisu ulagala u povećanje proizvodnje i produktivnosti svojih privreda. Naš spoljnotrgovinski bilans može se popravljati samo ako naša produktivnost bude rasla brže od apresijacije kursa, a proizvodnja mora rasti dovoljno brzo da servisiramo dug. Srbija vrvi od produktivnih prilika za investicije jer drugačije ne možemo da objasnimo visoku stopu servisiranja bankarskih kredita u Srbiji, uprkos visokim kamatama, o čemu govori naš tekst Pod Lupom 1, a na osnovu podataka Kreditnog biroa Udruženja banaka Srbije.

Ipak, “oporavak” kao izvor rasta biće uskoro potrošen. Nova Vlada mora da stvori državu koja ima kapacitet da pomogne privredi, ne pomoću budžetskih kredita, već pomoću kvalitetnijih i jeftinijih javnih usluga, pomoću izgradnje infrastrukture u skladu s ekonomskim, a ne političkim, prioritetima, pomoću jasnih i predvidivih pravila ekonomske igre – jednakih za sve igrače. Takva država najbolje se sprema uz pomoć i poziv Evrope. Na novoj Vladi je da taj poziv obezbedi, i to što pre kako se vrata ne bi zatvorila.

Opraštajući se od Srbije i QM-a na neko vreme, želim da kažem da sam sa svoje strane u proteklih šest godina učinila što sam mogla da doprinesem izgradnji tog kapaciteta. Stvarala sam ga u Ministarstvu finansija, u Ministarstvu energetike, u Narodnoj banci, tako što sam vraćala naše stručnjake iz dijaspore da rade za dobro Srbije, i tako što sam obučavala sjajne mlade ljude za nove, složene, poslove. Posle promene vlasti 2004. godine taj kapacitet je u velikoj meri razjuren. Stoga sam se potpuno okrenula profesiji. Pre nešto više od godinu dana prvi broj QM-a gotovo u potpunosti, napisala sam sama. Ovaj broj proizveo je redakcijski tim na njegovim koricama, uz moje tek marginalne intervencije. Ponosim se njime. Sredstva za budućnost QM-a obezbedjena su na duže vreme. Ne sumnjam da će Ekonomski fakultet, osnivač FREN-a, umeti ovaj kapacitet dalje da razvija.



TRENDOVI

1. Pregled

Razvoj makroekonomskih događaja u Q3 je direktna posledica mera monetarne politike. Monetarno zatezanje i veća fleksibilnost kursa doveli su do snažne nominalne apresijacije dinara i značajnog smanjenja inflacije, kako ukupne tako i bazne (tako da je ona sada na najnižem nivou od 2003. godine). Sa druge strane, sve su jasniji signali o usporavanju privredne aktivnosti (mada su neophodni dodatni podaci da bi se doneo čvršći zaključak o tome da li je u pitanju samo privremeno usporavanje ili dugoročnija tendencija).

Tokom Q3 započet je zaokret u ekonomskoj politici koji karakteriše okretanje monetarne politike ka ciljanju inflacije i smanjenje konsolidovanog fiskalnog suficita usled rasta javne potrošnje. U Q4 rast državnih trošenja je ubrzan, pre svega u funkciji predizborne kampanje vladajućih partija. Ocenjuje se da će efekat realizovanih promena u monetarnoj i fiskalnoj politici na privrednu aktivnost, inflaciju i spoljnotrgovinski deficit biti umeren i da će se ispoljiti tek tokom Q1 i Q2 2007. godine. Očekuje se da bi znatno veći (negativan) uticaj na privredu imala realizacija ekspanzivne politike koju je odlazeća Vlada planirala za 2007. godinu.

Trend usporavanja inflacije koji traje u celom Q3, nastavlja se i osnažuje i u oktobru i novembru (12-m IMC pada sa 15,6 iz Q2 na 12,5 u Q3 i 9,3 i 8,8 u oktobru tj. novembru). Glavni uzroci usporavanja inflacije su nominalna apresijacija dinara i odlaganje podizanja cena koje su pod administrativnom kontrolom. Dok je u Q3 usporavanje inflacije bilo najvećim delom posledica sputavanja nebazne inflacije, od septembra počinje da primetno usporava i bazna inflacija. To je prvenstveno posledica promena u monetarnoj politici NBS – dinar od jula snažno nominalno apresira u odnosu na evro (nominalni kurs u novembru je 8,5% niži od onog sa kraja Q2). Zbog predstojećeg podizanja cena pod administrativnom kontrolom (koja su, zbog predizborne kampanje, odložena za narednu godinu) i smirivanja nominalne apresijacije dinara, možemo očekivati osetnije ubrzanje inflacije u Q1 2007. godine.

Ukupna zaposlenost je od marta do septembra nastavila da opada (za nešto više od 20 hiljada). Iako je time dostignut najniži nivo od 2003. godine, situacija, ipak, ne mora biti alarmantna kako to na prvi pogled izgleda. Bez posla su, po svemu sudeći, uglavnom ostajali radnici koji su u prethodnom periodu bili samo formalno zaposleni, tj. nisu ni primali plate. S druge strane, rast mase zarada i rast prosečne zarade nastavljeni su i u Q3, doduše uz blago usporavanje u odnosu na Q2.

Privredni rast u Q3 je i dalje visok i iznosi oko 6% u odnosu na isti period prethodne godine. Međutim, restriktivne mere monetarne politike ostavljaju posledice na privredu. Industrijska proizvodnja u Q3 ima 12-m rast od 3,9%, što je nešto niže od onog iz prve polovine godine (5,7%). No, vidljivije posledice će tek uslediti. Naime, iako lideri industrijske proizvodnje ubrzavaju svoj rast, ostatak industrije, koji je osetnije pogođen restriktivnom monetarnom politikom, usporava. Kako se prostor za dalje ubrzanje rasta lidera smanjuje, ukoliko ostatak industrije ne “uhvati priključak” sa liderima, u Q4 možemo očekivati značajnije usporavanje ukupne industrijske proizvodnje.

Slična situacija je i u spoljnotrgovinskom sektoru: performanse su naizgled zadovoljavajuće – izvoz snažno raste (12-m rast u Q3 od 34,3%), dok rast uvoza ostaje umeren (13,7%). Međutim, pažljiva analiza na mesečnom nivou otkriva slabljenje performansi širokih izvoznih grupa. Rast izvoza je pre svega posledica izuzetnih performansi metalurške industrije, u kojoj dominiraju velika preduzeća koja nisu direktno pogođena poskupljivanjem kredita, niti apresijacijom dinara. Zbog toga se nameće pitanje održivosti dobrih performansi spoljne trgovine, naročito u svetlu posledica koje će imati apresijacija na izvoz i uvoz. Bilans tekućeg računa pogoršava se (sa -10,3%

BDP u Q2 na -10,6% BDP u Q3) zbog nižeg deviznog priliva kroz menjačke poslove, koji je, opet, posledica snažne nominalne apresijacije. Kapitalni račun, zahvaljujući pre svega prodaji Mobtela, beleži rekordan saldo (2,4 milijarde evra priliva u Q3). Bruto devizne rezerve NBS su u Q3 porasle za 1727 miliona evra, od čega sopstvene rezerve iznose 369 miliona.

Konsolidovani rashodi sektora države u Q3 nagoveštavaju najavljeni zaokret u fiskalnoj politici. Za razliku od Q2 kada se ispoljilo prilično zatezanje, tj. sporiji rast rashoda od prihoda, u Q3 realan rast rashoda (5,2% u odnosu na isti kvartal prethodne godine) je veći od realnog rasta prihoda (koji, kada se isključi priliv od licence za mobilnu telefoniju, iznosi 5,1% u odnosu na isti kvartal prethodne godine). Ekspanzivna fiskalna politika biće vidljiva već u Q4 2006, ali zabrinjavaju mogući očekivani efekti novih zakonskih i ustavnih rešenja koji stupaju na snagu sledeće godine.

Visoka obavezna rezerva na zaduživanje banaka u inostranstvu, i velike količine ponuđenih visokoprinosnih repo plasmana nastavljaju da utiču na usporavanje rasta domaćih kredita nedržavnom sektoru (12-m nominalni rast, korigovan za kurs evra, se smanjuje sa 55,1% u Q2 na 47,5% u Q3). Kratkoročni kredit privredi je u Q3 potpuno zaustavljen. Međutim, izuzetan prirast depozita preduzeća (skoro 400 miliona evra u Q3) kao i podaci iz platnog bilansa zemlje (zaduživanje preduzeća u inostranstvu je u Q3 poraslo za preko 600 miliona evra) pokazuju da je zaustavljanje rasta bankarskih kredita privredi kompenzovano direktnim zaduživanjem privrede u inostranstvu. Visoki prirast repo plasmana (291 milion evra u Q3 i oko 700 miliona evra u Q4) i izuzetno veliki prilivi neto deviznih rezervi NBS (366 miliona evra u Q3 i očekivanih preko 700 miliona u Q4) – ukazuju na to da prinosi na repo ugovore počinju nezavisno da privlače prilive deviza iz inostranstva (zbog kursno-kamatne arbitraže). Time se otvara začarani krug kada NBS otkupljuje povećane prilive deviza braneći kurs od dalje apresijacije (NBS u Q4 počinje po prvi put da brani kurs od dalje apresijacije neto otkupom deviza na međubankarskom tržištu), te tako emitovane dinare opet povlači novim repo ugovorima da ne bi narušila stabilizovanu inflaciju. Na ovaj način se, teorijski, inflacija i kurs mogu beskonačno da brane – u krug – ali se postavlja pitanje kolika je cena te monetarne politike. Pitanje te cene se još više nameće ako uzmemo u obzir i izazov koji pred monetarnu politiku stavlja najavljena fiskalna ekspanzija u Q4 i u 2007. godini.

U tekstu Pod lupom 1 analiziramo od nedavno uspostavljene podatke Kreditnog biroa Udruženja banaka Srbije o nenaplativim kreditima. Glavni zaključak je da je učešće nenaplativih kredita u ukupnim kreditima (9,1%) mnogo manje nego što to govori do sada korišćen pokazatelj (preko 20%) računat po metodologiji o klasifikaciji potraživanja banaka prema stepenu naplativosti koju propisuje NBS. Objašnjavamo važnost ovog zaključka i sugerišemo pažljivo praćenje tog novog pokazatelja, u situaciji visokog rasta kredita kroz koju srpski bankarski sektor danas prolazi.

U tekstu Pod lupom 2, bavimo se temom troškova ekološke štete koju su napravila velika preduzeća, a kojima u narednih godinu dana predstoji privatizacija. Autori teksta postavljaju pitanje da li će biti ispunjena zakonska obaveza o usmeravanju dela privatizacionih prihoda u fondove za remedijaciju do sada učinjene ekološke štete. Takođe, ukazuju na izuzetan ekonomsko-pravni značaj ovog pitanja i na činjenicu da na srednji rok od tih odluka može da zavisi uspešno ekonomsko integrisanje s evropskim tržištem.

Srbija: izabrani makroekonomski pokazatelji, 2004–2006¹⁾

	godišnji podaci		kvartalni podaci							
	2004	2005	2005				2006			
			Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Oktoibar
Cene i kurs										
			12-m rast²⁾							
Maloprodajne cene - ukupno	10,1	16,5	16,9	17,2	17,1	17,8	14,8	15,6	12,5	9,3
Maloprodajne cene - bazna inflacija ³⁾	7,7	14,9	14,9	16,0	14,4	14,4	11,2	10,9	10,4	7,8
Realni kurs dinar/evro (baza dec.02=100)	106,3	105,8	106,4	106,7	105,8	104,5	102,7	100,3	95,5	93,3
Nominalni kurs dinar/evro (prosek perioda) ⁴⁾	72,62	82,94	80,24	81,89	83,92	85,71	87,09	86,87	83,25	80,92
Privredni rast										
			12-m realni rast²⁾							
BDP (u mlrd. dinara)	1.431	1.750	...	...	...	...	...	...	...	...
BDP	9,3	6,8	6,7	8,0	6,7	5,9	6,7	6,6	6,2	...
Industrijska proizvodnja	7,1	0,8	-3,1	-1,5	3,2	3,2	5,3	6,1	3,9	1,6
Prerađivačka industrija	9,7	-0,7	-5,9	-4,1	3,6	1,8	7,5	6,2	4,4	1,3
Prosečna mesečna neto plata (u din)	14.108	17.478	15.140	17.122	17.969	19.680	19.284	21.126	21.986	22.340
Fiskalni podaci										
			u % BDP				12-m realni rast			
Javni prihodi	41,2	40,1	5,4	-0,5	-0,6	1,3	4,7	3,8	5,1	...
Javni rashodi	-40,0	-38,3	-2,6	-2,0	-2,5	0,7	8,1	-2,4	5,2	...
			u mlrd.dinara							
Konsolidovani bilans	17,5	33,8	4,9	3,9	9,9	15,2	0,4	16,5	11,2	...
Analitički bilans (def. FREN) ⁵⁾	-7,7	-2,9	2,4	-13,4	0,8	7,3	-4,0	-0,8	0,8	...
Platni bilans										
			u mil.evra, tokovi							
Uvoz robe	-8.302	-8.249	-1.497	-2.100	-2.234	-2.478	-2.139	-2.494	-2.541	-916
Izvoz robe	2.991	3.736	812	1.012	1.019	1.112	1.039	1.244	1.368	489
Bilans tekućeg računa	-2.197	-1.843	-325	-290	-519	-656	-679	-469	-633	-262
Strane direktne investicije	773	1.200	262	240	495	236	164	545	1.671	218
NBS bruto devizne rezerve (+ znači povećanje)	229	1.857	202	281	454	738	375	1.286	1.727	-223
Monetarni podaci⁶⁾										
			u mil.dinara, stanja na kraju perioda²⁾							
NBS neto sopstvene rezerve ⁷⁾	94.541	165.812	106.426	127.552	149.663	165.812	173.288	215.123	235.146	248.577
NBS neto sopstvene rezerve ⁷⁾ , u mil.evra	1.183	1.939	1.313	1.541	1.767	1.939	1.994	2.501	2.868	3.110
Kreditni nedržavnom sektoru	263.292	413.615	290.513	316.028	356.294	413.615	460.370	499.011	512.298	512.897
Devizna štednja stanovništva	110.714	190.136	124.107	141.477	162.667	190.136	207.609	222.105	243.421	243.015
M2 (12-m realni rast, u %)	16,1	20,8	12,5	22,1	22,4	20,8	24,9	20,1	20,1	22,4
Kreditni nedržavnom sektoru (12-m realni rast, u %)	20,8	26,4	21,7	22,4	23,9	26,4	38,4	37,1	27,8	25,6

Izvor: FREN.

1) Detaljni podaci (mesečne serije) dati su na internet stranici, www.fren.org.yu.

2) Ukoliko drugačije nije naznačeno.

3) Definicija bazne inflacije se razlikuje od one iz prošlog broja QM. Videti fusnotu 1) u odeljku Trendova Cene i devizni kurs.

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

5) Analitički bilans prema FREN definiciji na rashodnoj strani uključuje i otplate starih (domaćih) dugova, konkretno otplatu stare devizne štednje, zajma za preporod Srbije, duga penzionerima, itd. Ovako definisan rezultat meri likvidnosni efekat koji transakcije države imaju na privredu.

6) Monetarni podaci za oktobar su, zbog promene metodologije po kojoj ih NBS objavljuje, metodološki homogenizovani sa ranijom serijom.

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

2. Međunarodno okruženje

Dobri rezultati evropskih ekonomija u Q3 daju osnova za optimistička očekivanja privrednog rasta Evrope u nastavku godine. S druge strane, privredni rast u SAD nastavlja da usporava. Zbog značajnog pada cena nafte i ostalih sirovina, inflacija je pod kontrolom u svim regionima. Imajući u vidu rezultate u Q3, očekuje se da će u sledećem kvartalu referentna kamatna stopa u evrozoni rasti, dok će u SAD i Japanu referentne kamatne stope ostati na istom nivou kao i u Q3.

Tabela T2-1. Svet: privredni rast i inflacija, 2004–2005

U %	Realni BDP						Troškovi života	
	realni rast		godišnji desezonirani realni rast				u odnosu na preth. god.	
	2005	2006	Q4 2005	Q1 2006	Q2 2006	Q3 2006	Q2 2006	Q3 2006
Svet ukupno	3,2	3,6	3,5	4,6	3,5	2,9	3,0	...
od čega:								
SAD	3,5	3,3	1,7	5,6	2,6	2,2	4,0	2,1
Kanada	2,9	2,8	2,5	3,6	2,0	2,0	2,6	...
Japan	2,7	2,8	3,2	3,2	1,5	2,0	0,2	...
Kina	10,2	10,6	11,5	8,8	13,1	10,4	1,4	...
Indija	8,4	8,0	9,8	12,4	7,7	6,0	5,9	...
Evro zona	1,5	2,7	1,0	3,1	2,7	2,6	2,0	2,1
Nemačka	1,1	2,8	0,0	3,2	4,4	2,6	2,1	1,6
Francuska	1,2	2,1	...	1,8	4,9	0,0	1,7	1,9
Velika Britanija	1,9	2,6	2,3	2,6	2,8	3,0	2,2	2,4
Italija	0,1	1,9	0,0	3,1	2,6	1,3	2,3	2,3
Rusija	6,4	7,0	8,7	5,1	9,9	10,0	9,6	...
Bugarska	5,5	5,5	5,5	5,6	...	...	4,7	6,7
Rumunija	4,1	6,9	4,3	...	...	...	7,5	5,9
Mađarska	4,1	3,8	4,1	2,9	4,1	2,9	2,6	4,6
Hrvatska	3,8	...	5,6	6,0	...	...	...	...
Makedonija	3,8	...	3,6	0,5	...	...	...	...
BIH	5,0	...	...	...	...	...	...	...

Izvor: JPMorgan, National Bank of Bulgaria, National Bank of Romania, National bank of Republic Macedonia, National bank of Croatia.

EU nastavlja da beleži solidne rezultate i u Q3

Evropska unija. U Q3 rast BDP u evrozoni iznosio je 0,5% u odnosu na prethodni kvartal, što na godišnjem nivou iznosi 2,6%. Mada je taj rast blago usporio u odnosu na prvu polovinu godine, može se smatrati da je i dalje solidan. Evropska Komisija je procenila da će rast BDP-a Evropske unije za ovu godinu biti 2,7%. Nemačka ekonomija i dalje stabilno raste, po kvartalnoj stopi od 0,6%, dok je francuska ekonomija u ovom kvartalu stagnirala. Italija je zabeležila skromni rast od 0,3% na kvartalnom nivou. Porast BDP-a u Evropskoj uniji je najviše zasnovan na rastu domaće potrošnje, dok je inflacija u ovom kvartalu u EU procenjena na 2,1% na godišnjem nivou. Posmatrano po mesecima, vidi se da se inflacija usporava, ali je i dalje nešto iznad planirane, pa, s obzirom na to da je privredni rast solidan, preovladava uverenje da će krajem godine još jednom biti povećana referentna kamatna stopa. U evrozoni kvartalni deficit trgovinskog bilansa iznosi 1,8 milijardi evra, (u prethodnom kvartalu četiri milijarde evra). Izvoz EU25 u Q3 je bio vrednosti 340,4 milijardi – 0,2% više nego u prethodnom kvartalu. Uvoz je u odnosu na prethodni kvartal manji za 1% i iznosi 342,2 milijarde evra. Najveća tržišta za EU su Kina i Rusija, ali se iz te dve zemlje najviše i uvozi u EU¹. U Q3 vrednost obima trgovinske razmene među zemljama EU iznosi oko 250 milijardi evra, od kojih polovina otpada na razmenu između starih i novih članica EU.

U Q3 hlađenje američke ekonomije, nakon višestrukog dizanja kamatnih stopa

Sjedinjene Američke Države. Preliminarni rezultati pokazuju da je rast BDP-a u Q3 iznosio svega 2,2% na godišnjem nivou, a u odnosu na prethodni kvartal 0,4%. Na tako nizak rast (u Q2 rast je bio 2,6%, a u Q1 čak 5,6%) uticao je pad investicija u građevinskom stambenom sektoru i povećanje uvoza. S druge strane, pad cene nafte za 25%, pad nezaposlenosti i rast cena

¹ www.eurostat.org.

akcija, povećale su mogućnosti veće lične potrošnje. Inflacija je u istom periodu iznosila 2,1% na godišnjem nivou, dok je bazna inflacija iznosila 2%. Pad cena nafte i ostalih sirovina značajno je uticao na usporavanje inflacije u Q3. Takvi rezultati navode na zaključak da bi Centralna banka SAD (FED) mogla da prekine dalja povećanja referentne kamatne stope (koja od kraja juna, nakon 17 uzastopnih podizanja, nije menjana i iznosi 5,25%), kako bi se smanjio pritisak na privredni rast, sada, kad je inflacija „u granicama normale“. Deficit trgovinskog bilansa u Q3 iznosi 810 milijardi dolara na godišnjem nivou, tj. oko 201,3 milijardu dolara kvartalno (u Q2 218,4 milijardi dolara). Izvoz je iznosio 1,490 milijardi dolara na godišnjem nivou (1,448 milijardi u prethodnom kvartalu), a uvoz 2,289 milijardi (2,230 milijardi u Q2)².

Dobri rezultati u istočnoj Evropi, uz smanjenje inflacije

Region zemalja istočne, centralnoistočne i jugoistočne Evrope (CEE Evropa). Ova grupacija zemalja ostvarila je veoma dobre rezultate u posmatranom periodu: rast BDP-a u Q3 procenjen je na 8% na godišnjem nivou. Inflacija na nivou grupacije pada, kao i u ostalim regionima sveta zbog pada cena sirovina – procenjena inflacija u Q3 iznosi 6,5% na godišnjem nivou – ali je i dalje visoka u odnosu na onu u evrozoni. Najveći privredni rast ostvarila je Slovačka sa stopom od preko 14% na godišnjem nivou, dok je Mađarska na začelju sa svega 2,9% rasta BDP-a³. Tom slabom rastu najverovatnije su doprineli i politički nemiri u zemlji tokom ovog perioda. Rumunija i Bugarska ulaze u EU od početka 2007. godine, dok je ostalim zemljama, potencijalnim kandidatima, ulazak u Uniju odložen na manje-više neodređeno vreme.

Zemlje Balkana su u ovom periodu obnovile razgovore o CEFTA – Sporazumu o centralnovrop-skoj zoni slobodne trgovine, koji bi trebalo da zameni veći broj bilateralnih sporazuma o slobodnoj trgovini. Iako je ovo dobra zamisao, u praksi će biti relativno teško ostvariti naglu liberalizaciju tržišta (zbog toga je zemljama članicama dat period od minimalno šest meseci za prilagođavanje). Konkretan primer je neslaganje Srbije i Hrvatske oko carina i akciza na duvanske proizvode. Naime, Hrvatska traži od Srbije da akcize na uvozne cigarete⁴ smanji na visinu akciza na domaće cigarete, ne menjajući pri tom visinu carinske stope. U Srbiji je carina na uvoz cigareta najmanja u Evropi i iznosi 15%. U Hrvatskoj referentna carina je u visini 38%⁵, a osim toga se dodatno plaćaju naknade u zavisnosti od kvaliteta uvezenih cigareta. Prilikom privatizacije duvanske industrije država Srbija se obavezala da će kupcima obezbediti zaštitu na tržištu do 2010. godine. Zbog toga osnovne akcize na uvezene cigarete iznose 10 dinara po pakovanju, dok se na domaće cigarete plaća osnovna akciza od jednog dinara po pakovanju do kraja 2006. godine, a od početka sledeće godine dva dinara. Filip Moris (Phillip Morris) i BAT su već najavili drastične mere ukoliko se zaista liberalizuje tržište cigareta u Srbiji. To bi verovatno uticalo i na stvaranje nepovoljne slike o našoj državi na međunarodnom nivou. Po svemu sudeći, navedene stavke Sporazuma, neće se moći sprovesti tako glatko.

Izvoz nastavlja da nosi azijske ekonomije

Azija. Rast BDP-a Japana je iznosio na kvartalnom nivou 0,5%, tj. 2% na godišnjem nivou. Najveći deo rasta u ovom periodu bio je zasnovan na porastu izvoza, za 2,7% u odnosu na prethodni kvartal. Domaća lična potrošnja, koja predstavlja 55% ukupnog BDP-a, pala je znatno više od očekivane – za 0,7% (očekivano 0,3%) – zbog loših vremenskih uslova i stagnacije zarada. Inflacija je iznosila oko 0,1%⁶. Kina je ostvarila rast BDP-a u Q3 od 10,4% na godišnjem nivou. Usporavanje rasta je rezultat sporijeg rasta investicija u fiksna sredstva. Zahvaljujući rastućem izvozu, devizne rezerve kineske centralne banke premašile su 1.000 milijardi dolara⁷. U ostalim novim azijskim ekonomijama, rast BDP-a je u ovom kvartalu iznosio u proseku oko 6% na godišnjem nivou. Dobar bilans plaćanja, rast deviznih rezervi i domaća likvidnost karakterišu Q3, a sve zahvaljujući rastu izvoza koji je nastavljen iz Q2 i u Q3 ove godine. Karakteristično je da je ukupno povećanje izvoza uglavnom usmereno na Evropu. Visok priliv dolara kao posledica rasta izvoza doveo je do toga da su sve azijske valute ojačale u odnosu na dolar (no, u slučaju Kine, jačanje juana je više stvar političke odluke). Smanjenje cene nafte i drugih sirovina smanjilo je inflatorni pritisak u svim zemljama – procenjena inflacija u regionu je 3,4%⁸.

2 www.bea.gov.

3 JP Morgan Global Data Watch, 17. novembar 2006, str.5.

4 Ukupan uvoz cigareta iz Hrvatske u Srbiju iznosi nešto manje od 10 miliona dolara.

5 U Makedoniji carina na uvezene cigarete iznosi 60%, a u Bugarskoj 58%, dok carine na uvoz cigareta u EU idu i do 60%.

6 Government Cabinet Office, www.esri.cao.go.jp/index-e.html.

7 http://news.xinhuanet.com/english/2006-11/26/content_5376461.htm.

8 JP Morgan Global Data Watch, 17. novembar 2006, str.59.

3. Cene i devizni kurs

Inflacija u Q3 počinje osetnije da usporava: nakon 12-m rasta od 15% u Q2, taj rast se smanjuje na 13% u Q3. Osnovni razlog tog usporavanja je pad nebazne inflacije. U oktobru i novembru beležimo još veće usporavanje – inflacija pada na 9,3% odnosno 8,8%. Bazna inflacija počinje da usporava u septembru, da bi u oktobru i novembru i značajno pala. Verujemo da je glavni uzrok usporavanja bazne inflacije snažna nominalna apresijacija dinara. Naime, nakon promena u monetarnoj politici NBS, dinar od jula snažno nominalno apresira u odnosu na evro – kurs je u novembru za 8,5% niži u odnosu na kraj Q2.

Tabela T3-1. Srbija: uporedni rast cena, izabrani indeksi, 2003–2006

	indeks cena na malo		drugi indeksi cena			
	pros. prirast perioda ¹⁾	godišnji kumulativ ²⁾	Cene na malo	Troškovi života	Cene proizvod. Ind. pr.	Cene proizvod. poljopr. pr.
			12-m ³⁾			
godišnji indeksi						
2003	11,7	7,8	7,8	9,9	5,9	1,1
2004	10,1	13,7	13,7	11,0	9,5	15,7
2005	16,5	17,7	17,7	16,1	13,7	10,7
kvartalni indeksi						
2004						
Decembar	4,1	13,7	13,7	13,1	12,1	10,6
2005						
Septembar	3,6	11,8	16,5	14,7	15,0	9,1
Decembar	4,2	17,7	17,7	17,0	16,5	11,8
2006						
Mart	3,4	2,2	14,5	13,9	15,3	6,9
Jun	3,5	5,7	15,1	13,6	16,1	9,8
Septembar	0,8	6,0	11,6	10,7	11,4	8,9
mesečni indeksi						
2005						
Jun	0,8	8,0	16,8	15,8	12,0	8,5
Jul	2,0	10,1	17,5	16,0	13,5	12,7
Avgust	0,4	10,6	17,2	15,7	13,9	11,4
Septembar	1,1	11,8	16,5	14,7	15,0	9,1
Oktobar	1,7	13,7	17,9	16,2	16,3	9,6
Novembar	1,2	15,1	18,0	16,6	17,1	9,5
2006						
Jun	0,0	5,7	15,1	13,6	16,1	9,8
Jul	-0,1	5,6	12,8	11,7	14,7	10,2
Avgust	0,7	6,3	13,1	11,9	14,3	11,7
Septembar	-0,3	6,0	11,6	10,7	11,4	8,9
Oktobar	-0,4	5,7	9,3	7,9	8,9	7,1
Novembar	0,8	6,5	8,8	7,5	7,5	...

Izvor: Tabela P-1 u Analitičkom prilogu.

1) Prosečan prirast perioda predstavlja odnos između proseka ovog i prethodnog perioda.

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

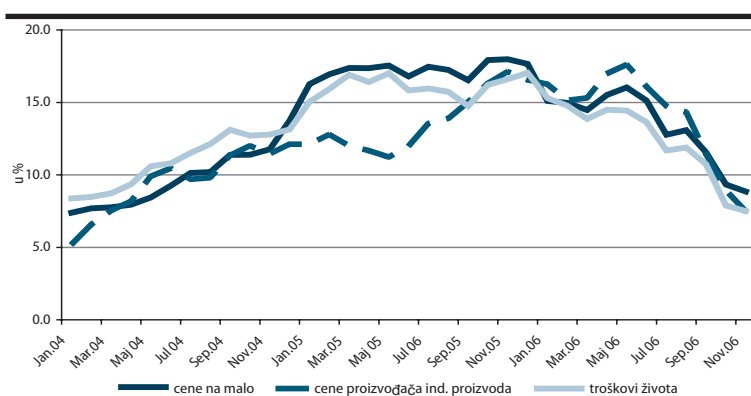
3) Podaci se odnose na dati mesec, a za prosek perioda prikazani su u Tabeli P-2 u Analitičkom prilogu.

U Q3 inflacija osetno usporava, pre svega zbog nebazne inflacije

Posle pada 12-m indeksa maloprodajnih cena (IMC) sa 15% u Q2 na ispod 13% u Q3, u oktobru i novembru se kretanje cena još više usporava i dostiže vrednost od 9,3% odnosno 8,8%. Pad cena u Q3 je posledica usporavanja nebazne inflacije, pre svega poljoprivrednih proizvoda i energije, dok bazna inflacija tek blago usporava. U oktobru i novembru napokon beležimo i osetno usporavanje bazne inflacije.

IMC, IIP i ITŽ nastavljaju da se kreću usklađeno

Grafikon T3-2. Srbija: izabrani indeksi cena, 12-m rast, 2003–2006



Izvor: Tabela P-2 u Analitičkom prilogu.

Troškovi života se i dalje kreću usklađeno sa IMC, i u novembru padaju na 7,5%. U novembru značajno usporava i 12-m rast cena proizvođača industrijskih proizvoda i sa 16,1% u Q2 i 11,4% u septembru na samo 7,5% u novembru.

Od oktobra osetno usporava i bazna inflacija...

Bazna inflacija¹ se u julu još uvek nalazi na dugoročnom trendu od oko 11% na 12-m nivou, nakon čega u avgustu i septembru usporava. U oktobru i novembru to usporavanje je osetno (na 7,8% odnosno 6,6%) (Tabela T3-3).

Tabela T3-3. Srbija: cene na malo (12-m indeksi po komponentama kako je FREN podelio), 2005–2006

	inflacija ukupno	nebazna inflacija ¹⁾				bazna inflacija ¹⁾				
		ukupno	poljoprivredni i pr.	energija ²⁾	usluge pod admin. kontrolom cena	ostalo ³⁾	ukupno	industrijski preh. pr. i pića ⁴⁾	industrijski nepreh. pr. ⁵⁾	usluge sa slobodnim formir. cena
12-m indeks										
2005										
Mart	17,5	17,8	18,3	19,4	20,9	5,7	15,5	19,6	10,1	19,1
Jun	16,8	16,6	27,2	15,6	21,7	2,7	15,8	20,9	9,8	18,5
Jul	17,4	17,9	37,3	17,4	23,7	2,2	15,7	19,8	10,4	19,0
Avgust	17,2	18,8	33,3	20,2	25,1	-0,4	14,1	18,9	10,4	12,3
Septembar	16,5	18,3	22,1	20,0	25,5	0,8	13,4	16,5	10,2	14,2
Oktobar	18,0	20,2	26,2	21,3	26,3	4,8	14,3	17,4	11,2	14,8
Novembar	18,0	20,0	29,0	18,5	28,7	5,1	14,7	17,7	11,9	14,3
Decembar	17,6	19,9	36,1	17,1	25,1	10,4	14,1	16,7	11,4	14,3
2006										
Mart	14,4	17,8	31,4	19,2	17,6	11,3	10,8	12,6	9,6	9,1
Jun	15,1	19,3	19,6	25,9	17,2	11,0	10,8	12,5	9,6	9,5
Jul	12,7	14,6	8,9	15,7	15,0	13,5	10,9	12,7	9,6	9,2
Avgust	13,1	15,6	7,9	17,7	14,4	16,3	10,6	12,7	9,2	7,9
Septembar	11,6	13,3	9,6	11,4	14,4	16,3	9,9	11,7	9,0	6,7
Oktobar	9,3	10,8	2,5	6,2	13,8	17,3	7,8	8,9	7,3	5,9
Novembar	8,8	11,1	8,6	5,6	13,7	18,2	6,6	7,5	5,8	5,6
PRO MEMORIJA										
		ponderi								
2005	10.000	5.024	309	1.837	1.928	950	4.976	2.117	2.166	693
2006	10.000	5.027	325	1.820	2.010	872	4.973	2.164	2.075	734

Izvor: RZS.

1) Za sastav bazne i nebazne inflacije, kao i sastav podkomponenti, videti fusnotu 1) u tekstu.

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

3) Ovu grupu sačinjavaju hleb i žitarice, lekovi i duvan.

4) Osim hleba i žitarica.

5) Osim lekova, tečnih goriva i maziva i osvetljenja i ogreva.

1 U ovom broju QM-a je promenjena definicija bazne inflacije u odnosu na onu iz prethodnih brojeva, jer koristimo detaljnije podatke RZS. Iz bazne inflacije su sada isključeni i hleb i žitarice, lekovi i duvan, tako da baznu inflaciju čine: industrijski prehrambeni proizvodi (osim hleba i žitarica), industrijski neprehrambeni proizvodi (osim lekova, tečnih goriva i maziva i osvetljenja i ogreva) i usluge kojima se slobodno formira cena (zanatske i lične usluge, finansijske i druge usluge i usluge za obrazovanje i kulturu). Nebaznu inflaciju čine: poljoprivredni proizvodi, energija (tečna goriva i maziva i osvetljenje i ogrev), usluge pod administrativnom kontrolom cena (stambeno komunalne usluge, usluge društvene zaštite i saobraćajne i PTT usluge), kao i grupa ostalo, u kojoj su hleb i žitarice, lekovi i duvan. Međutim, ova definicija se i dalje donekle razlikuje od definicije bazne inflacije koju koristi NBS. NBS ne objavljuje ponderaciju proizvoda koji ulaze u njihovu baznu inflaciju, pa nismo u mogućnosti da potpuno rekonstruišemo tu seriju.

3. Cene i devizni kurs

...prvenstveno zbog nominalne apresijacije dinara

Usporavanje bazne inflacije je pre svega posledica nominalne apresijacije dinara (Tabela T3-5). Jačanje dinara, uz izvesno kašnjenje, dovodi do pada cena uvoznih proizvoda i pritiska na domaće cene. Pored toga, cene uvoznih sirovina su niže, posmatrano u dinarima, što, uz pritisak konkurencije, dovodi do zaustavljanja rasta tj. pada maloprodajnih cena (naravno, opet uz kašnjenje u odnosu na početak nominalne apresijacije). Konačno, zvanične i procenjene nezvanične doznake, koje se u zemlju slivaju u evrima, čine značajan deo domaće agregatne tražnje (dve milijarde evra u 2005. ili 9,5% BDP). Pri snažnoj nominalnoj apresijaciji, koja je počela u julu, građani su oklevali da troše ta sredstva, jer očekuju da je slabljenje evra privremeno, pa bi time izgubili na kursnim razlikama. To privremeno uzdržavanje u potrošnji dovodi do pada agregatne tražnje i takođe doprinosi usporavanju inflacije u Q3.

U okviru bazne inflacije, u Q3 se usporava 12-m rast cena usluga čije se cene slobodno formiraju. Krajem kvartala, usporava i rast cena industrijskih prehrambenih proizvoda i pića, kao i industrijskih neprehrambenih proizvoda. U oktobru i novembru sve komponente bazne inflacije osetno usporavaju rast (Tabela T3-3).

Nebazna inflacija značajno usporava već drugi kvartal za redom

Nebazna inflacija² nastavlja da snažno usporava: sa 19,3% u Q2 na 13,3% u Q3 i 11% u proseku u oktobru i novembru (Tabela T3-3). Ovo je pre svega posledica zaustavljanja rasta cena energije, koje su u novembru bile za 4,4% niže nego na kraju Q2, a njihov 12-m rast je sa 25,9% u Q2 pao na svega 5,6% u novembru. Osim toga, značajno su pale i cene poljoprivrednih proizvoda, a usporio je i rast cena usluga pod administrativnom kontrolom cena. Jedino je grupa *ostalo* ubrzala rast u odnosu na prvu polovinu godine, uglavnom zbog porasta cena duvanskih proizvoda iz jula i oktobra.

Usled usporavanja nebazne inflacije u Q3, njen doprinos ukupnoj inflaciji je pao sa 64,4%, koliko je iznosio u Q2, na 57,6% u Q3; doprinos bazne inflacije ukupnoj zbog toga je porastao sa 35,7% iz Q2 na 42,3% u Q3. Kako u oktobru i novembru osetnije usporava i bazna inflacija, njen doprinos ukupnoj inflaciji ponovo pada ispod 40% (Tabela T3-4).

Tabela T3-4. Srbija: cene na malo (doprinos 12-m rastu indeksa po komponentama kako je FREN podelio), 2005–2006

	inflacija ukupno	nebazna inflacija ¹⁾					bazna inflacija ¹⁾			
		ukupno	poljoprivre dni pr.	energija ²⁾	usluge pod admin. kontrolom cena	ostalo ³⁾	ukupno	industrijski preh. pr. i pića ⁴⁾	industrijski nepreh. pr. ⁵⁾	usluge sa slobodnim formir. cena
doprinos 12-m rastu										
2005										
Mart	100,0	53,7	3,4	21,4	24,2	3,3	46,3	24,9	13,2	8,0
Jun	100,0	51,5	5,2	17,7	25,8	1,6	48,5	27,4	13,1	7,9
Septembar	100,0	57,9	4,3	23,1	30,9	0,4	42,1	22,0	13,9	6,2
Oktobar	100,0	58,7	4,7	22,7	29,4	2,6	41,3	21,4	14,0	5,9
Novembar	100,0	57,8	5,1	19,6	31,8	2,8	42,2	21,6	14,8	5,7
Decembar	100,0	58,8	6,5	18,4	28,4	5,8	41,2	20,7	14,5	5,8
2006										
Mart	100,0	62,7	7,1	24,4	24,7	6,9	37,6	19,0	13,9	4,7
Jun	100,0	64,4	4,2	31,3	22,9	6,4	35,7	17,9	13,2	4,6
Jul	100,0	57,4	2,3	22,4	23,7	9,2	42,4	21,6	15,6	5,3
Avgust	100,0	59,8	2,0	24,7	22,1	10,9	40,1	21,1	14,6	4,4
Septembar	100,0	57,6	2,7	17,9	24,9	12,3	42,3	21,9	16,1	4,2
Oktobar	100,0	58,2	0,9	12,0	29,6	16,1	41,8	20,6	16,3	4,7
Novembar	100,0	63,2	3,1	11,4	31,1	17,9	36,8	18,4	13,6	4,7

Izvor: RZS.

1) Za sastav bazne i nebazne inflacije, kao i sastav podkomponenti, videti fusnotu 1) u tekstu.

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

3) Ovu grupu sačinjavaju hleb i žitarice, lekovi i duvan.

4) Osim hleba i žitarica.

5) Osim lekova, tečnih goriva i maziva i osvetljenja i ogreva.

2 Za komponente koje ulaze u nebaznu inflaciju, videti fusnotu 1.

U Q1 2007. očekujemo osetnije ubrzanje inflacije

Procena QM-a je da će 12-m inflacija u decembru iznositi oko 7–7,5%, ali da će u Q1 2007. doći do njenog ubrzanja (na oko 10%). Glavni razlog za to biće, verovatno je, podizanje nebaznih cena – cena struje i cena stambeno-komunalnih usluga, pre svih – što je zbog predizbornog konteksta sada odloženo³. Pored toga, povećana fiskalna potrošnja u poslednjem kvartalu će nesumnjivo uticati na porast tražnje i time delovati na rast baznih cena.

Tabela T3-5. Srbija: kretanje kursa evra, 2003–2006

	Nominalni				Realni			USD/EUR
	Kurs ¹⁾	Bazni indeks ²⁾ (dec. 2002=100)	12-m indeks ³⁾	Kumulativ indeks ⁴⁾	Realni kurs ⁵⁾ (dec. 2002=100)	12-m indeks	Kumulativ indeks ⁴⁾	
godišnji kurs								
2003	64,9743	105,6	107,1	110,5	102,4	97,8	104,4	1,1241
2004	72,6215	118,0	111,8	115,6	106,3	103,8	103,9	1,2392
2005	82,9188	134,7	114,2	109,3	105,8	99,5	94,9	1,2433
2005 mesečni kurs								
Mart	80,7498	131,2	116,1	102,7	106,5	101,0	98,1	1,3074
Jun	82,5172	134,1	115,3	105,0	106,7	100,7	98,3	1,2180
Septembar	84,4958	137,3	113,6	107,5	106,2	100,0	97,8	1,2265
Decembar	85,9073	139,6	109,3	109,3	102,9	94,9	94,9	1,1861
2006								
Mart	87,1033	141,5	107,9	101,4	102,5	96,2	99,6	1,2013
Jun	86,7609	140,9	105,1	101,0	99,8	93,5	97,0	1,2677
Jul	83,7931	136,1	101,0	97,5	96,4	91,7	93,7	1,2684
Avgust	82,8893	134,7	98,7	96,5	94,8	89,3	92,2	1,2803
Septembar	83,0621	134,9	98,3	96,7	95,3	89,8	92,6	1,2748
Oktobar	80,9242	131,5	95,0	94,2	93,3	88,5	90,7	1,2615
Novembar	78,9404	128,2	91,7	91,9	90,4	86,0	87,8	1,2876

Izvor: Tabela P-3 u Analitičkom prilogu.

1) Prosek perioda, na osnovu proseka zvaničnih dnevnih srednjih kurseva NBS. 2) Odnos kursa u prvoj koloni i proseka u decembru 2002. godine.

3) Odnos kursa u prvoj koloni prema istom periodu godinu dana ranije. 4) Kumulativ predstavlja odnos posmatranog perioda i decembra prošle godine.

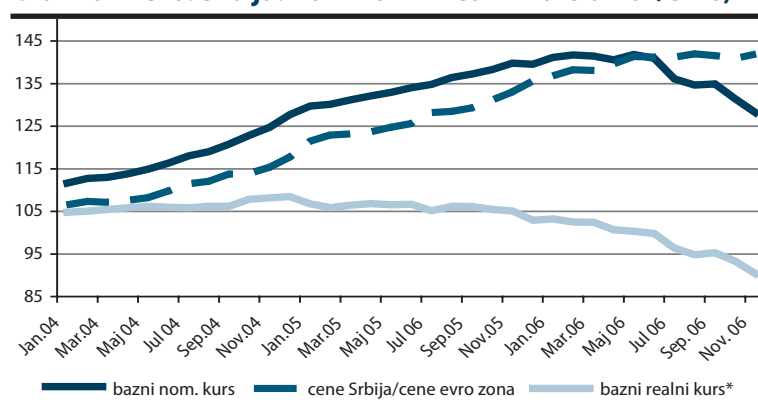
5) Kod obračuna realnog kursa, uzeta je u obzir i inflacija u evrozoni. Indeks je izračunat po formuli: $RE = (NE/p) \times p^*$, gde je:

RE - indeks realnog kursa; NE - indeks nominalnog kursa; p - indeks cena na malo u Srbiji; p* - indeks rasta troškova života u evrozoni.

Napomena: Dvanaestomesečni proseci za godišnje podatke, odnosno tromesečni proseci za kvartalne podatke.

Nakon promena u monetarnoj politici NBS⁴, dinar od jula i nominalno snažno apresira (Tabela T3-5). Nominalna apresijacija u Q3 u odnosu na prethodni kvartal iznosi 4,2%, a realna 4,8%. Realna i nominalna apresijacija nastavlja se i u oktobru i novembru. U novembru nominalni kurs pada na ispod 80 dinara za evro – po prvi put od januara 2005.⁵

Grafikon T3-6. Srbija: nominalni i realni kurs dinar/evro, 2004–2006.



Izvor: Tabela P-3 u Analitičkom prilogu.

*Videti definiciju realnog kursa u Tabeli T3-5.

3 Nakon konsultacija sa stručnjacima iz ovih oblasti, FREN očekuje da će u Q1 2007. cene struje i cene stambeno-komunalnih usluga biti podignute za oko 15%.

4 Videti odeljak: "Monetarni tokovi i politika" ovog izdanja QM.

5 Za opširniju diskusiju o promeni trenda kursa videti tekst: "Devizni kurs i Politika NBS u Srbiji: 2002–2006" Pod lupom 1 iz QM5.

4. Zaposlenost i zarade

U periodu mart – septembar 2006. ukupna zaposlenost i dalje opada, dostižući najniži nivo od 2003. godine. Situacija, ipak, ne mora biti alarmantna kako se to, u prvi mah, može da čini – bez posla su, pretpostavljamo, uglavnom ostajali radnici koji su u prethodnom periodu bili samo formalno zaposleni, tj. nisu primali plate. Zaposlenost je opala za 22 hiljade radnih mesta neto, što pokazuje da je pad zaposlenosti usporen u poređenju s prethodnim šestomesečnim periodom, kada je iznosio 35 hiljada. Sektor s najviše otpuštenih radnika i dalje je prerađivačka industrija. Rast mase zarada i rast prosečne zarade nastavljeni su i u Q3, doduše uz blago usporavanje u odnosu na Q2.

Zaposlenost

Tabela T4-1. Srbija: registrovani zaposleni, 2003–2006

	Ukupno zaposleni	Zaposleni kod pravnih lica	Zaposleni kod fizičkih lica			Ukupno broj zaposlenih radnika
			Ukupno	Privatni preduzetnici	Zaposleni kod njih	
	1 (=2+3)	2	3 (=4+5)	4	5	6 (=2+5)
u hiljadama						
2003						
Mart	2.046	1.628	418	198	220	1.848
Septembar	2.036	1.595	441	202	239	1.834
2004						
Mart	2.065	1.601	464	208	255	1.856
Septembar	2.037	1.560	477	210	267	1.827
2005						
Mart	2.070	1.557	513	228	285	1.842
Septembar	2.067	1.536	531	230	300	1.836
2006						
Mart	2.032	1.496	536	228	308	1.804
Septembar *	2.010	1.467	540	228	315	1.782

Izvor: RZS.

* FREN-ova procena.

Napomene po kolonama:

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

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

2) Zaposleni kod pravnih lica (preduzeća, organizacije, institucije, ustanove).

Izvor: Polugodišnji izveštaj o zaposlenima i o zaradama zaposlenih RAD-1/P i Anketa za dopunu polugodišnjeg izveštaja RAD-1.

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

4) Preduzetnici (vlasnici radnji).

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

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

Taj podatak, međutim, treba posmatrati u kontekstu pretpostavki da su bez posla uglavnom ostajali oni radnici, koji nisu ni primali plate ili uopšte nisu radili u prethodnom periodu (tj. bili su samo formalno zaposleni). Navedene pretpostavke ćemo detaljnije razmotriti u delu teksta o zaradama. Gubitak radnih mesta u sektoru preduzeća i dalje predstavlja glavni činilac koji nepovoljno utiče na podatke o ukupnoj zaposlenosti. Broj zaposlenih u preduzećima se od marta smanjio za 29 hiljada, a otpuštanja su se uglavnom realizovala u sektoru prerađivačke industrije. Kada je reč o zaposlenosti kod preduzetnika, očekuje se da rezultati septembarske RAD-15 ankete pokažu njen blag rast. To će donekle nadomestiti gubitak radnih mesta u preduzećima, pa će ukupan pad zaposlenosti u periodu mart – septembar biti oko 22 hiljade. Sektori u kojima je broj zaposlenih nepromenjen, odnosno gde raste su finansijsko posredovanje i poslovi sa nekretninama

Procenjujemo da je od marta do septembra ukupna zaposlenost pala za 22 hiljade

Smanjenje broja zaposlenih, mada smanjenim intenzitetom

Podaci o zaposlenosti za septembar 2006. (RAD ankete) još uvek nisu objavljeni, tako da su poslednji dostupni podaci o broju zaposlenih kod pravnih lica iz avgusta 2006, a podaci o broju zaposlenih kod privatnih preduzetnika iz marta 2006. godine. Podatke koji nedostaju ćemo stoga morati da procenimo.

Smanjenje broja zaposlenih iz prethodnog perioda nastavljeno je i u periodu mart – septembar 2006, mada smanjenim intenzitetom. Ukupan procenjeni pad zaposlenosti za taj period iznosi 22 hiljade, što je za oko 13 hiljada manje u odnosu na prethodni šestomesečni period (Tabela T4-1). Kao rezultat toga, ukupna zaposlenost je dostigla svoj najniži nivo u protekle tri godine.

i iznajmljivanje, a slede ih državna uprava i socijalno osiguranje, kao i građevinarstvo. Posle značajnog pada zaposlenosti u zdravstvu i obrazovanju u prethodnom šestomesečnom periodu, broj zaposlenih se u ova dva sektora stabilizovao (Tabela P5 u Analitičkom prilogu).

Zarade

I po podacima RZS i Ministarstva finansija, plate nastavljaju rast...

Prema zvaničnoj statistici, kao i iznosu prikupljenog poreza na zarade, registrovane plate nastavljaju s rastom u Q3. Podaci o masi zarada po RZS su po prvi put veći od onih koje prikazuje Ministarstvo finansija, za šta su moguća dva objašnjenja: ili RZS i dalje precenjuje prosečnu zaradu, ili smo mi precenili broj zaposlenih za septembar 2006. Uzrok tog neslaganja bićemo u mogućnosti da otkrijemo tek kada dobijemo potpune zvanične statističke podatke o broju zaposlenih za septembar 2006.

...mada sporiji nego u Q2

Rast mase zarada je sporiji u odnosu na Q2, što se donekle može pripisati padu u izveštavanju o stvarnim zaradama za one zarade, za koje su podaci ranije bili umanjivani (nakon početnog ubrzanja u 2005. godini, uzrokovanog obimnijom fiskalizacijom u privredi). Takođe, kako zaposlenost nastavlja da pada, povećanje mase zarada koje je prikazano u Tabeli T4-2 posledica je realnog rasta prosečne zarade, koje sledi isti obrazac kao i u Q2. Masa zarada koja je dobijena iz statističkih podataka RZS još je bliža masi zarada po podacima Ministarstva finansija u Q3, što je u skladu s našim konstatacijama – da zarade nastavljaju da rastu u „tradicionalnom sektoru“, kao i u malim preduzećima, i da se najveći deo pada zaposlenosti u Q3 odnosi na radnike koji nisu ni primali plate (naročito pošto je najviše otpuštanja realizovano u sektoru prerađivačke industrije).

Pad zaposlenosti u Q3 uglavnom zbog otpuštanja radnika koji nisu ni primali plate

Tabela T4-2. Srbija: masa zarada (izvedena iz poreza na zarade) i prosečne mesečne zarade (RZS), 2003–2006

	Mase zarada (UJP)		Masa zarada (RZS) ¹⁾		Prosečna mesečna zarada (RZS)	
	u 000 din	% u BDP	u 000 din	% u BDP	Bruto	Neto
2003	391.657.571	35,8	367.111.910	33,5	16.612	11.500
2004	462.905.007	35,6	454.125.726	34,9	20.555	14.108
2005	564.699.486	35,3	560.368.368	35,0	25.514	17.478
2005						
Q1	117.781.793	36,6	122.356.320	38,0	22.166	15.140
Q2	138.985.971	37,4	137.692.500	37,0	25.035	17.122
Q3	145.027.114	34,9	144.569.591	34,8	26.280	17.969
Q4	162.904.607	34,6	157.575.975	33,5	28.781	19.680
2006						
Q1	153.488.429	38,5	152.864.571	38,3	28.209	19.284
Q2	168.572.637	36,5	167.304.764	36,2	30.914	21.126
Q3	171.161.743	...	171.768.762	...	32.130	21.986

Izvor: Ministarstvo finansija RS (UJP) i RZS.

1) Masa zarada je hipotetička veličina dobijena kao proizvod broja zaposlenih i zarada prema RZS. Kvartalni podaci broja zaposlenih su procena FREN-a (videti Tabelu P-4 u Analitičkom prilogu).

Nominalne, kao i realne zarade, nastavljaju da rastu u Q3, mada uz usporavanje u odnosu na dinamiku tokom nekoliko proteklih kvartala (Tabela T4-3).

4. Zaposlenost i zarade

Tabela T4-3. Srbija: 12-m indeksi zarada, 2003–2006

Sektori koji su imali rast zarada u Q2 zadržavaju taj trend i u Q3

	Mase zarada (UJP)		Masa zarada (RZS) ¹⁾		Prosečna mesečna zarada (RZS)	
	nominalni	realni	nominalni	realni	nominalni	realni
2003	117,6	107,0	123,0	111,9	125,3	114,0
2004	118,2	106,1	123,7	111,0	123,7	111,1
2005	122,0	105,0	123,4	106,2	124,1	106,8
2005						
Q1	119,6	103,1	121,6	104,9	121,8	105,0
Q2	124,4	106,9	124,1	106,6	125,3	107,6
Q3	125,4	108,5	124,1	107,5	124,3	107,6
Q4	118,9	101,9	124,8	107,1	125,3	107,5
2006						
Q1	130,3	113,7	124,9	109,0	127,3	111,0
Q2	121,3	106,2	121,5	106,4	123,5	108,1
Q3	118,0	105,9	119,7	107,4	122,3	109,7

Izvor: Ministarstvo finansija RS (UJP) i RZS.

1) Masa zarada je hipotetička veličina dobijena kao proizvod broja zaposlenih i zarada prema RZS. Kvar-talni podaci broja zaposlenih su procena FREN (videti Tabelu P-4 u Analitičkom prilogu).

Ako posmatramo zarade po privrednim delatnostima, vidimo da su oni sektori, u kojima je zabeležen godišnji rast realnih zarada u Q2, održali taj trend i u Q3, u poređenju sa istim periodom prošle godine (poljoprivreda, vađenje ruda i kamena, prerađivačka industrija, trgovina i usluge) (Tabela T4-4). Jedino se u saobraćaju i ugostiteljstvu 12-m zarade u Q3 nisu povećale u istoj meri kao u Q2. Interesantno je da je 12-m indeks rasta zarada u sektoru proizvodnje električne energije, gasa i vode bio 107,1 u Q3, dok je u Q2 iznosio 99,4.

Tabela T4-4. Srbija: 12-m realni indeksi po delatnostima, 2005–2006

	2005	Q1 2006	Q2 2006	Q3 2006
Ukupno	106,8	110,9	108,0	109,7
Poljoprivreda, šumarstvo i vodoprivreda (13)	112,2	118,3	115,7	112,4
Ribarstvo (15)	116,2	105,5	70,8	93,6
Vađenje ruda i kamena (4)	100,4	108,9	114,5	115,5
Prerađivačka industrija (12)	109,1	114,4	110,9	113,8
Proizvodnja električne energije, gasa i vode (2)	104,1	104,0	99,4	107,1
Građevinarstvo (11)	104,5	108,7	111,0	112,7
Trgovina na veliko i malo, opravka (10)	111,6	114,2	113,9	112,0
Hoteli i restorani (14)	108,3	112,0	111,0	106,4
Saobraćaj, skladištenje i veze (5)	104,2	110,0	111,0	104,0
Finansijsko posredovanje (1)	110,5	112,9	111,5	113,9
Poslovi s nekretninama, iznajmljivanje (3)	111,6	101,5	99,1	105,8
Državna uprava i socijalno osiguranje (6)	105,0	112,6	104,3	107,6
Obrazovanje (8)	108,2	114,9	103,5	105,0
Zdravstveni i socijalni rad (9)	100,0	101,4	102,3	104,9
Druge komunalne, društvene i lične usluge (7)	102,6	105,2	100,7	103,1

Izvor: RZS, RAD-1.

Napomena: Broj u zagradi označava rang delatnosti po visini prosečne zarade bez poreza i doprinosa.

5. Privredni rast

Koliko su restriktivne mere monetarne politike uticale na privredni rast, bilo je ključno pitanje u Q3. Odgovor je: privreda je izdržala prvi udar na nogama, ali će vidljivije posledice tek uslediti. Privredni rast u Q3 je i dalje visok i iznosi oko 6% u odnosu na isti period prethodne godine. Industrijska proizvodnja ima u Q3 međugodišnji rast od 3,9%, što je nešto niže od 12-m rasta iz prve polovine godine. Lideri industrijske proizvodnje ubrzavaju svoj rast, dok ostatak industrije, koji je osetnije pogođen restriktivnom monetarnom politikom – usporava. Ukoliko ostatak industrije ne “uhvati priključak” sa liderima, u Q4 možemo očekivati značajnije usporavanje ukupne industrijske proizvodnje. Građevinarstvo ubrzava rast, a indicije su da će u Q4 ovaj trend dodatno ubrzati.

Bruto domaći proizvod

**Po metodologiji RZS
rast BDP procenjujemo
na 6,2%**

Po proceni QM, zasnovanoj na metodologiji i podacima Republičkog zavoda za statistiku rast BDP je u Q3 iznosio 6,2% u odnosu na isti period prethodne godine (Tabela T5-1). Privreda u Q3 zadržava visok nivo međugodišnjeg rasta koji obeležava čitavu 2006, ali je primetno usporavanje bruto dodate vrednosti u odnosu na Q2 koje procenjujemo na oko jedan procentni poen. Usporavanje međugodišnjeg rasta koji beleži industrija u Q3 u odnosu na Q2, posledica je poređenja s nešto višom osnovom iz 2005. Unekoliko sporiji rast usluga¹ je, najverovatnije, posledica mera monetarne politike koje su dovele do usporavanja rasta kreditiranja privrede i stanovništva i manje tražnje.

Tabela T5-1. Srbija: bruto domaći proizvod, 2004–2006¹⁾

			12-m indeksi							bazni indeks (jan-sep) ₀₆ ²⁾ / (jan-sep) ₀₂	učešće 2005
			2005				2006				
	2004	2005	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3 ²⁾		
Ukupno	109,3	106,8	106,7	108,0	106,7	105,9	106,7	106,6	106,2	125,7	100,0
Porezi minus subvencije	109,3	110,2	115,4	110,3	108,3	108,1	98,2	103,6	104,7	137,2	17,8
Bruto dodata vrednost u baznim cenama	109,4	106,1	105,0	107,5	106,3	105,5	108,6	107,3	106,5	123,7	82,2
Poljoprivreda	119,0	95,1	97,4	101,9	91,6	93,1	96,9	100,9	101,5	100,0	15,3
Prerađivačka industrija	108,8	99,9	93,1	96,7	105,8	103,1	107,9	106,2	104,2	106,0	18,7
Građevinarstvo	103,5	102,0	84,0	100,7	106,2	111,8	105,4	100,1	98,4	110,9	3,6
Saobraćaj	115,6	123,2	119,8	122,6	123,5	126,2	128,0	126,8	123,0	193,4	12,3
Trgovina na veliko i malo	117,0	122,0	136,3	128,9	120,1	108,4	116,4	107,5	110,5	180,9	12,5
Finansijsko posredovanje	109,8	117,1	115,5	116,5	117,4	118,9	120,1	119,3	117,6	166,0	8,4
Ostalo	101,4	102,3	101,8	103,1	101,8	102,4	100,2	100,3	99,8	103,6	29,2

Izvor: RZS.

1) U stalnim cenama iz 2002. god.

2) Procena QM-a.

Rast poreske komponente BDP u čitavoj 2006. naizgled zaostaje u odnosu na rast dodate vrednosti u privredi. Ovo je, međutim, privid nastao zbog poređenja s atipičnom 2005. godinom. Stabilizacijom naplate, kao i povraćaja PDV u 2006, poreska komponenta BDP i pored toga što je u skladu s privrednim rastom, poredi se s vanredno visokim vrednostima iz 2005, te su međugodišnje stope rasta niže od rasta dodate vrednosti. Naime, neposredno nakon uvođenja PDV došlo je do vanrednog povećanja poreskih naplata. Početkom 2005. naplaćivan je i zaostali porez na promet, a takođe nije postojao ni pritisak na povraćaj PDV. Posledica je bila viši rast poreske komponente u odnosu na rast dodate vrednosti u privredi, koji je najbolje vidljiv u prva dva kvartala 2005, a trajao je do kraja godine².

**Usluge nastavljaju
da rastu brže
od materijalne
proizvodnje...**

Privredni rast u Q3 nastavlja sa svim osobenostima iz prve polovine 2006: materijalne grane proizvodnje nastavljaju sa stabilnom stopom rasta od oko 3%, poljoprivredna proizvodnja u 2006. je na sličnom nivou kao u prethodnoj godini, industrijska proizvodnja raste sa stopom od

1 Do sada je objavljen samo indikator rasta prometa u maloprodaji.

2 U Q1 2005. zabeležen je najviši međugodišnji rast poreza minus subvencija od 15,4%, dok je rast privrede bio 5,0% – Tabela T5-1.

5. Privredni rast

oko 4%, dok građevinarstvo beleži međugodišnji pad od oko 1,5% – meren indeksom radnih časova³. Usluge u Q3 beleže međugodišnji rast od oko 9,5%. Prednjače saobraćaj i finansijsko posredovanje sa stopom rasta od oko 20%, dok trgovina beleži nešto sporiji rast koji je u Q3 oko 10% iznad nivoa dostignutog u istom periodu 2005. Ostale usluge među kojima je i ugostiteljstvo i turizam su uglavnom na nivou iz Q3 2005, ili nešto nižem.

... a njihovo učešće u BDP se bliži brojcima od 60%

Bazni indeks rasta BDP u odnosu na 2002. godinu ukazuje na trajne promene u izgledu srpske privrede. Industrijska proizvodnja koja je krajem osamdesetih činila gotovo polovinu društvenog dohotka nije doživela nagli preporod nakon kraha u devedesetim. U devedesetim godinama, Daleki istok je postao centralno mesto za industrijsku proizvodnju u većem broju oblasti u kojima je industrija Srbije nekada bila konkurentna. Šanse za potpuni oporavak tih oblasti industrijske proizvodnje sada su veoma male. Usluge, međutim, iz godine u godinu nastavljaju trend visokog rasta i njihovo učešće u BDP se približava procentu od 60%.

BDP je zvanično korigovan za 10% više

Okvir 1. Zvanična korekcija vrednosti bruto domaćeg proizvoda

Republički zavod za statistiku je u septembru objavio revidirane podatke vrednosti BDP od 2002. do 2004. godine s procenom za 2005. Revidirani podaci su oko 10% viši od do sada važećih i po njima je BDP po glavi stanovnika u 2005. dostigao vrednost od 2.800 evra. Dve su značajne korekcije uticale na promenu obračuna BDP. Prva je izvršena u sektoru domaćinstva i delu inputirane rente gde su do sada korišćeni uprošćeni proračuni na osnovu statistika građevinarstva. Druga značajna korekcija izvršena je u sektoru države, gde su doslednom primenom metodologije obračuna finalne potrošnje dobijeni novi podaci obračuna autputa države¹. Takođe, izvršena je revizija kvartalnog rasta BDP za 2005. godinu. Ukupna stopa rasta BDP u 2005. godini je korigovana sa 6,3% na 6,8%. Najveća korekcija izvršena je za građevinarstvo: umesto pada od 7%, građevinarstvo po novim podacima u 2005. beleži rast od 2%. Ovim se ponovo dovodi u pitanje indeks časova rada na gradilištima kao adekvatan indikator za procenu rasta dodate vrednosti u građevinarstvu. Interesantno je da je proizvodnja cementa, koju QM koristi kao alternativan indikator rasta građevinarstva, u 2005. godini imala sličan rast od 1,6%. Za očekivati je slično potcenjivanje rasta građevinarstva, a samim tim i ukupnog BDP i u 2006. godini.

¹ Preuzeto sa sajta RZS (www.webrzs.statserb.sr.gov.yu).

Industrijska proizvodnja

Industrijska proizvodnja u Q3 nastavlja s visokim stopama rasta iz prethodnih kvartala. Detaljnija analiza ipak ukazuje i na neke zabrinjavajuće tendencije. Ubrzanje lidera industrijske proizvodnje prikrilo je usporavanje ostatka industrije.

Industrijska proizvodnja je zabeležila rast od 3,9%

Prema podacima RZS industrijska proizvodnja u Q3 je za 3,9% viša u odnosu na isti period 2005. godine (Tabela T5-2). Prerađivačka industrija prednjači s međugodišnjom stopom rasta u Q3 od 4,4%. Sledi je vađenje ruda i kamena s rastom od 2,8%, dok je proizvodnja i distribucija električne energije, gasa i vode viša za 1,6% u odnosu na Q3 2005.

Tabela T5-2. Srbija: indeksi industrijske proizvodnje, 2004–2006

	12-m indeksi					bazni indeksi				učešće
	2004	2005	2006			Q1 06/	Q2 06/	Q3 06/	(jan-sep) _{06/}	
			Q1	Q2	Q3	Q1 04	Q2 04	Q3 04	(jan-sep) ₀₂	
Ukupno	107,1	100,8	105,3	106,1	103,9	102,0	104,5	107,2	107,5	100,0
Vađenje ruda i kamena	99,3	102,1	104,0	102,6	102,8	100,7	103,5	107,5	103,0	6,3
Prerađivačka industrija	109,7	99,3	107,5	106,2	104,4	101,2	101,8	108,2	107,5	75,4
Proizvodnja i distribucija el. energije, vode i gasa	102,4	106,6	99,3	107,6	101,6	104,8	120,9	102,5	109,2	18,4

Izvor: RZS.

³ Indeks radnih časova u građevinarstvu nije osetljiv na povećanje produktivnosti. Procena QM-a je da je međugodišnji rast građevinarstva u Q3 oko 7%.

Nešto niži međugodišnji rast industrijske proizvodnje u odnosu na prvu polovinu godine, posledica je poređenja s višom osnovom iz Q3 2005. Da bismo eliminisali ovaj uticaj na međugodišnje indekse rasta, nastavljamo s poređenjem industrijske proizvodnje iz 2006. s istim kvartalima iz 2004. Mereno na ovaj način, industrijska proizvodnja u Q3 nastavlja da ubrzava rast (Tabela T5-2).

Ubrzavanje je, međutim, zaustavljeno

Posmatrano po mesecima, nakon ubrzanja i izuzetno visokog rasta u julu i neutralnog avgusta, vidi se da septembarški indeksi rasta industrijske proizvodnje – poređenje sa 2004. i desezonirani indeks RZS – ukazuju na ozbiljnije usporavanje (Tabela T5-3). Za sada smo bliži tumačenju da do značajnijeg preokreta u ukupnoj industrijskoj proizvodnji još uvek nije došlo, već da je samo zaustavljeno dalje ubravanje. U prilog ovom zaključku idu i objavljeni preliminarni indeksi industrijske proizvodnje za oktobar.

Tabela T5-3. Srbija: mesečni indeksi industrijske proizvodnje, jun–septembar 2006

	12-m indeksi				bazni indeksi				desezonirani indeksi Ø05=100			
	2006				jul ₀₆ /	avg ₋₀₆ /	sep ₋₀₆ /	okt ₋₀₆ /	jul	avg.	sep.	okt.
	jul	avg.	sep.	okt.	jul ₀₄	avg ₋₀₄	sep ₋₀₄	okt ₋₀₄				
Ukupno	108,2	101,9	101,9	101,6	106,6	110,7	104,4	107,1	106,0	105,0	102,6	105,7
Vađenje ruda i kamena	105,0	102,8	100,8	103,1	109,3	101,3	112,2	109,1	...	...	...	...
Prerađivačka industrija	109,1	101,9	102,6	101,3	106,2	113,6	105,1	106,2	106,5	105,4	103,0	105,9
Proizvodnja i distribucija el. energije, vode i gasa	104,9	101,2	99,1	103,0	107,3	101,4	99,4	111,3	...	...	...	...

Izvor: RZS.

Prerađivačka industrija je u Q3 ostvarila 12-m rast od 4,4%

Prerađivačka industrija u Q3 je viša za 4,4% u odnosu na isti period prethodne godine. I pored nižeg međugodišnjeg rasta u odnosu na Q2, poređenje s 2004, kao i desezonirani indeksi koje objavljuje RZS, ukazuju na viši nivo industrijske proizvodnje u Q3 u odnosu na Q2.

U Tabeli T5-4, predstavljene su oblasti koje su najviše doprinele rastu industrijske proizvodnje u prerađivačkoj industriji u 2006. To su: proizvodnja osnovnih metala, proizvodnja prehrambenih proizvoda i pića, proizvodnja hemijskih proizvoda, proizvodnja nameštaja i raznovrsnih proizvoda, proizvodnja duvanskih proizvoda i proizvodnja metalnih proizvoda, osim mašina.

Tabela T5-4. Srbija: oblasti sa najvećim učešćem u rastu u 2006, 2004–2006

	12-m indeksi								učešće	
	2004	2005	2005				2006			
			Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2		Q3
Prerađivačka industrija	109,7	99,3	94,1	95,9	103,6	101,8	107,5	106,2	104,4	100,0
Ukupno odabrani sektori	116,1	108,6	106,3	107,2	109,4	110,4	109,9	114,6	117,3	67,3
Proizvodnja osnovnih metala	140,9	121,8	134,4	114,7	111,1	124,6	116,6	131,7	135,4	16,6
Proizvodnja prehrambenih pr. i pića	103,4	104,6	100,6	107,3	105,2	103,2	104,2	105,1	109,5	28,3
Proizvodnja hemijskih pr.	118,2	103,8	99,9	102,2	107,2	105,4	105,1	107,7	112,8	15,4
Proizvodnja nameštaja i raznovrsnih pr.	92,1	92,2	79,7	83,5	99,7	103,1	134,3	163,0	197,8	1,5
Proizvodnja duvanskih pr.	97,6	114,6	58,8	111,8	172,2	138,1	158,6	128,2	80,1	2,0
Proizvodnja metalnih pr. osim mašina	112,0	103,2	84,9	100,4	113,3	110,7	106,9	112,0	102,0	3,5
Ostalo	96,6	80,1	69,1	72,6	91,7	84,1	102,6	88,9	77,8	32,7

Izvor: RZS.

Lideri ubrzavaju, dok je ostatak industrije u padu

Lideri u industrijskoj proizvodnji 2006. (Tabela T5-4) i u Q3, uglavnom nastavljaju s visokim stopama rasta. Ukupni međugodišnji rast lidera u Q3 od 17,4%, predstavlja znatno ubrzanje i najviši je od početka godine. Zabrinjavajuća je činjenica da su u Q3, osim navedenih sektora, samo još reciklaža i proizvodnja proizvoda od nemetalnih minerala zabeležile međugodišnji porast industrijske proizvodnje. U svim ostalim oblastima prerađivačke industrije – industrijska proizvodnja u Q3 je niža od one iz istog perioda prethodne godine. Visok rast i ubrzanje rasta lidera, dakle, prikriva produbljanje pada ostatka prerađivačke industrije.

Restriktivna monetarna politika je otežala uslove poslovanja, ali...

Razloge za ovako divergentno kretanje industrijske proizvodnje u prerađivačkoj industriji u Q2 i Q3 2006. vidimo, pre svega, u nejednakom uticaju monetarne politike na pojedine oblasti prerađivačke industrije:

1. Promene u uslovima kreditiranja nisu jednako uticale na sve oblasti prerađivačke industrije.

Mala preduzeća su izložena restriktivnim merama NBS, i poskupljenju kredita. Naime, istovremeno s poslednjim zatezanjem monetarne politike dolazi do značajne promene u strukturi zaduživanja nedržavnog sektora⁴. Banke, opterećene drakonskim obaveznim rezervama na zaduživanje u inostranstvu, sve manje koriste ove izvore. Istovremeno, raste direktno zaduživanje privrede u inostranstvu, budući da na taj način kompanije zaobilaze preskup domaći finansijski sistem. Međutim, direktno zaduživanje privrede iz inostranstva nije svima dostupno: u inostranstvu se zadužuje samo izuzetno kreditnosposoban deo privrede. Posmatrano iz ugla industrijske proizvodnje po oblastima: *oblasti lideri*, na jednoj strani, u kojima uglavnom dominiraju velika privatizovana preduzeća (US Steel, Henkel Merima, Helenic Sugar, Soja Protein...) – nisu bila pogođena promenom uslova kreditiranja na domaćem tržištu i verovatno su se u nekim slučajevima preorijentisala na direktno zaduživanje u inostranstvu. Na drugoj strani, *oblasti s manjim brojem velikih i uspešnih kompanija* verovatno nisu bile u mogućnosti da nađu adekvatnu strategiju kao odgovor na visoke kamatne stope prilikom kratkoročnog zaduživanja. Suočene s problemima smanjene likvidnosti, preduzeća iz ovih oblasti – beleže nagli pad industrijske proizvodnje.

2. Realna apresijacija dinara u odnosu na evro nije jednako uticala na sve oblasti prerađivačke industrije.

Apresijacija dinara negativno se odrazila na rast izvozno orijentisanih preduzeća s niskom marginom profita i na čiju cenu proizvoda presudno utiču domaće sirovine i radna snaga. U prilog ovoj tezi ide i usporavanje rasta *jezgra* izvoza u Q3⁵. Pojedine oblasti lideri, poput proizvodnje osnovnih metala, uopšte nisu pogođene realnom apresijacijom dinara: gotovo sve sirovine su im inostranog porekla, a administrativna kontrola cena energije praktično predstavlja subvenciju države njihovom izvozu. Druge oblasti lideri su mahom uspešno prošle kroz procese tranzicije ili su deo nove privrede Srbije i za njih važi to da su podizale svoju produktivnost brže od realne apresijacije dinara. Lideri u industrijskoj proizvodnji u 2006, dakle, za razliku od ostalih oblasti prerađivačke industrije – nastavljaju s trendom ubrzanja izvoza.

...a nisu toliko pogođeni ni apresijacijom

Ukupna slika još uvek nije nepovoljna...

Ipak, za sada nema dovoljno podataka za sveobuhvatnu analizu negativnih uticaja mera monetarne politike na prerađivačku industriju. Ukupna slika još uvek ne izgleda nepovoljno. Zbog toga je, uzimajući u obzir divergentne trendove po oblastima, relevantno postaviti pitanje: da li će na duže staze ograničen broj uspešnih oblasti moći da održava pozitivnom ukupnu stopu rasta prerađivačke industrije.

...ipak, nema mnogo prostora za nastavak ubrzanja lidera...

Proizvodnja osnovnih metala prednjači u ukupnoj industrijskoj proizvodnji s međugodišnjim rastom od preko 35% ne pokazujući znake posustajanja, ali ni značajnijeg ubrzanja. US-Steel je, pokretanjem proizvodnje u drugoj visokoj peći koja nije bila u funkciji 18 godina, najviše uticao na rast industrijske proizvodnje osnovnih metala.

Prehrambena industrija je ubrzala svoj rast - međugodišnji porast je iznosio 8,6% - što je jedna od najpozitivnijih vesti koju je doneo Q3. Hemijska industrija takođe ubrzava međugodišnji rast koji je u Q3 iznosio 12,8%, ali je ovo ubrzanje posledica pre svega izuzetno visokog nivoa proizvodnje u julu, da bi u narednim mesecima došlo do bitnog usporavanja. Proizvodnja nameštaja i raznovrsnih proizvoda u Q3 ima najvišu međugodišnju stopu rasta od svih oblasti i ona iznosi 97,8%. Postoje naznake u mesečnim indeksima, kada u seriju uključimo i oktobar, da je industrijska proizvodnja u proizvodnji nameštaja i raznovrsnih proizvoda zastala na dostignutom, visokom, nivou. Kako je Q3 2005. bio prelomni mesec posle kog je započeo ubrzanje ritam rasta u ovoj oblasti, ukoliko ne bude bitnijih promena, očekujemo smanjenje vrednosti međugodišnjih indeksa u Q4 i u 2007. Duvanska industrija je u Q3 zabeležila najavljeni međugodišnji pad

4 Za više detalja videti odeljke: "Monetarni tokovi i politika" i "Platni bilans i spoljna trgovina" Trendova ovog izdanja QM-a.

5 Za više detalja videti odeljak: "Platni bilans i spoljna trgovina" Trendova, u ovom izdanju QM-a.

industrijske proizvodnje⁶ od oko 20%. Može se očekivati sličan međugodišnji pad industrijske proizvodnje u duvanskoj industriji i u Q4. Proizvodnja metalnih proizvoda (osim mašina) u Q3 još uvek beleži međugodišnji rast, ali takođe posustaje.

...te je u Q4 verovatno osetnije usporavanje ukupne industrijske proizvodnje

Uzimajući sve činjenice u obzir, osim ako ne dođe do kompenzujućeg dejstva daljim ubrzanjem rasta u prehrambenoj industriji, grupa lidera iz 2006. će u Q4 usporiti svoj visoki rast. Ukoliko ne dođe do širenja fronta oblasti sa rastom u Q4, doći će do usporavanja industrijske proizvodnje i, pomalo zakasnelog, vidljivog ispoljavanja efekata monetarne politike na ukupnu prerađivačku industriju.

Kretanje industrijske proizvodnje po nameni prikazano je u Tabeli T5-5.

Tabela T5-5. Srbija: proizvodnja industrijskih proizvoda po nameni, 2004–2006

	12-m indeksi					bazni indeksi				učešće ⁵⁾ 2005
	2004	2005	2006			Q1 06/ Q1 04	Q2 06/ Q2 04	Q3 06/ Q3 04	(jan-sep) ₀₆ / (jan-sep) ₀₂	
			Q1	Q2	Q3					
Ukupno	107,1	100,6	105,3	106,1	103,9	102,0	104,5	107,2	107,5	100,0
Energija ¹⁾	101,8	103,9	100,7	104,8	99,9	104,6	111,0	105,2	109,2	23,1
Investiciona dobra ²⁾	118,8	74,2	107,2	87,9	78,4	71,7	54,4	67,8	65,8	7,7
Intermedijarna dobra ³⁾	116,0	104,9	109,4	109,1	106,5	111,9	111,8	114,0	120,8	33,9
Intermedijarna dobra bez osnovnih metala	111,0	101,5	107,9	104,5	96,7	102,9	103,9	101,6	88,7	25,3
Potrošna dobra ⁴⁾	102,7	101,6	107,5	110,0	116,2	99,8	111,5	118,8	112,9	35,3
Potrošna dobra bez prehrambene industrije	101,4	96,3	113,4	118,6	132,5	90,9	109,2	127,5	115,3	10,3

Izvor RZS.

1) Vađenje uglja, sirove nafte i gasa, elektro i vodoprivreda.

2) Proizvodnja metalnih proizvoda, osim mašina (oblasti 281,282 i 283 Klasifikacije delatnosti), proizvodnja mašina i uređaja (osim električnih), proizvodnja kancelarijskih i računarskih mašina, radio TV i komunikacione opreme, preciznih i optičkih instrumenata, proizvodnja motornih vozila i prikolica i proizvodnja ostalih saobraćajnih sredstava.

3) Rude metala, nemetala, kamen. Tekstilna prediva i tkanine, proizvodi od drveta i plute (sem nameštaja), celuloza, papir i prerađevine od papira, proizvodi od gume i plastike, proizvodi hemijske industrije (osim farmaceutske i proizvoda kućne hemije), petrohemija, građevinski materijal, osnovni metali, podsektor proizvodnje metalnih proizvoda, osim mašina (oblasti 284, 285, 286 i 287 Klasifikacije delatnosti, električne mašine i aparati i podsektor reciklaže.“

4) Proizvodi prehrambene industrije, duvanski proizvodi, odevni predmeti, proizvodi od kože, obuća, proizvodi izdavačke delatnosti.

proizvodi farmaceutske industrije i kućna hemija, nameštaj i ostali raznovrsni proizvodi.“

5) Učešće u ukupnoj industrijskoj proizvodnji.

Proizvodnja potrošnih dobara značajno ubrzava...

Posmatrano po nameni, u Q3 je proizvodnja potrošnih dobara znatno ubrzala svoj rast koji iznosi 16,2% u odnosu na isti period prethodne godine. Rast je ostvaren, pre svega, zahvaljujući dobrim rezultatima prehrambene industrije i proizvodnje nameštaja i raznovrsnih proizvoda. Proizvodnja intermedijarnih proizvoda je u Q3 ostvarila međugodišnji rast od 6,5%, ali posmatrano bez proizvodnje osnovnih metala došlo je do pada od 3,3%. Proizvodnja energije je na nivou iz prethodne godine, dok proizvodnja investicionih proizvoda nastavlja s padom.

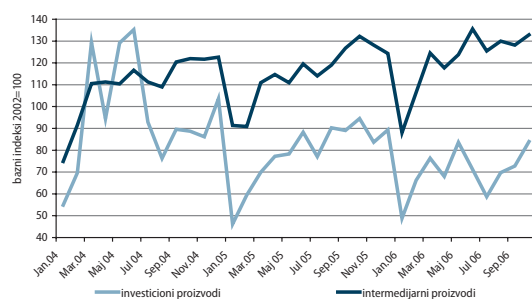
...a ostali segmenti uglavnom u skladu s ranijim trendovima

Stvarne trendove u industrijskoj proizvodnji po nameni u 2006. možemo jasnije da vidimo poređenjem s 2004. godinom (Tabela T5-5). Očigledno je ubrzanje proizvodnje potrošnih dobara, dok su ostali segmenti uz manje oscilacije na putanju dugoročnih trendova.

6 U prošlom QM-u smo najavili da će međugodišnja stopa rasta duvanske industrije od Q3 2006. značajno usporiti. Razlozi za to su: prvo, Q2 2006 je poslednji kvartal s izuzetno visokim rastom u duvanskoj industriji, jer se njime završava godina dana u kojoj su se rezultati proizvodnje poredili s niskom osnovom usled restrukturiranja postrojenja proizvođača duvana, i drugo, moguć je nedostatak sirovina, jer proizvodnja duvana nije išla u korak s povećanjem kapaciteta i obima proizvodnje duvanskih proizvoda.

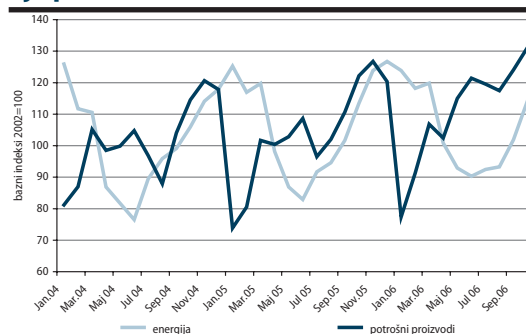
Na Grafikonima T5-6. i T5-7. prikazani su bazni indeksi u industrijskoj proizvodnji po nameni.

Grafikon T5-6. Srbija: kretanje industrijske proizvodnje po nameni, 2004–2006



Izvor: RZS.

Grafikon T5-7. Srbija: industrijska proizvodnja po nameni, 2004–2006



Izvor: RZS.

Građevinarstvo

Garđevinarstvo po svemu sudeći ubrzava rast...

Građevinarstvo u Q3 ubrzava rast, koji procenjujemo na 6% do 8% u odnosu na isti period prethodne godine. Kako ni u Q3 indikatori rasta građevinarstva nisu usklađeni, kao meru rasta usvajamo proizvodnju cementa koja se do sada pokazala naj-pouzdanijom na kvartalnom nivou⁷ (Tabela T5-8). Pro-cenjeni međugodišnji rast građevinarstva u Q3 je, ipak, u ovom slučaju različit od samog međugodišnjeg rasta proizvodnje cementa. Naime, proizvodnja cementa prednjači u odnosu na ukupnu građevinsku aktivnosti⁸, te se međukvartalne promene u proizvodnji cementa, poput ubrzanja u Q3, sa zakašnjenjem prenose na rast građevinarstva. Visok rast proizvodnje cementa u Q3 je sigurna najava povećane građevinske aktivnosti na početku Q4, kao što je građevinska aktivnost u Q3 još uvek povezana s nešto nižom proizvodnjom cementa u Q2.

Tabela T5-8. Srbija: proizvodnja cementa, 2001–2006

	12-m indeksi				ukupno
	I kvartal	II kvartal	III kvartal	IV kvartal	
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	...	...

Izvor: RZS.

Od ostalih indikatora koje objavljuje RZS: vrednost izvedenih građevinskih radova u Q3 je u stalnim cenama u Q3 je u stalnim cenama 7,2% viša nego u istom periodu prošle godine, što je u skladu s našom procenom na osnovu proizvodnje cementa. Rast je ostvaren uz međugodišnje smanjenje broja efektivnih časova rada

na gradilištima za 0,6% i uz smanjenje broja zaposlenih na gradilištima za oko 7%.

...a u Q4 očekujemo dalje ubrzanje

Visok međugodišnji rast proizvodnje cementa u Q3, kao i povoljni meteorološki uslovi, najava su vrlo visokog nivoa građevinskih aktivnosti u Q4.

⁷ Ispravan indikator bila bi potrošnja cementa, ali nije dostupan na kvartalnom nivou. Međutim, dosadašnje iskustvo sugeriše da proizvodnja cementa relativno pouzdano aproksimira potrošnju.

⁸ Videti Prilog 4, deo o Građevinarstvu, CEVES-ove studije: „Opšte karakteristike makroekonomske strukture privrede Srbije 2000–2005“ koji je dostupan na FREN-ovom sajtu (www.fren.org.yu).

6. Platni bilans i spoljna trgovina

Spoljni sektor u Q3 2006. karakterišu dobre performanse spoljnotrgovinskog bilansa i kapitalnog računa. Bilans tekućeg računa pogoršava se zbog nižeg deviznog priliva kroz menjačke poslove, koji je posledica snažne nominalne apresijacije dinara tokom Q3. Performanse spoljne trgovine su naizgled zadovoljavajuće – zato što izvoz snažno raste, dok rast uvoza ostaje umeren. Međutim, pažljiva analiza na mesečnom nivou otkriva slabljenje performansi širokih izvoznih grupa, dok je rast izvoza posledica izuzetnih performansi metalurške industrije. Kapitalni račun, zahvaljujući pre svega prodaji Mobtela, takođe beleži rekordan saldo. S druge strane, nameće se pitanje održivosti dobrih performansi spoljnog sektora, naročito u svetlu posledica koje će apresijacija dinara imati na ponašanje – kako uvoza tako i izvoza.

**12-m rast
izvoza – 34,3%,
a uvoza – 13,7%**

U Q3 izvoz (uključujući i robnu razmenu sa Crnom Gorom) dinamično (ubrzano) raste (12-rast od 34,3% u Q3, u odnosu na 22,9% u Q2, Tabela T6-1), dok je rast uvoza neznatno usporio u odnosu na prethodni kvartal (12-m rast od 13,7% u Q3, prema 18, 8% u Q2)¹. Takve stope rasta dovode do pada salda trgovinskog deficita. Naime, da bi došlo do smanjenja trgovinskog deficita, rast izvoza bi trebalo da bude 2,2 veći od rasta uvoza, do čega i dolazi u Q3, u kome je trgovinski bilans nominalno 3,5% manji u odnosu na isti kvartal prethodne godine, a izražen u procentima BDP-a pada 2,0 pp na 21,0% BDP-a.

**Trgovinski deficit
pada 3,5%**

Izvoz u Q3 – nakon rasta od 27,6% u Q1 i 22,9%, u Q2 – raste po stopi od 34,3%. Nosioi tog rasta su uglavnom veliki izvoznici (*krupan izvoz*: metali, i poljoprivredni proizvodi) čiji izvoz raste po 12-m stopi od 65,8%, dok rast široke baze izvoza (*noseći izvoz*) raste po indentičnoj stopi kao u prethodnom kvartalu – 26,3%. Verujemo da je slabiji rast disperzovanog izvoza (koja se posebno opaža na mesečnom nivou) posledica apresijacije kursa dinara, koja ugrožava konkurentnost izvoza, kao i zategnute monetarne politike. To znači da restriktivna monetarna politika, kroz više referentne kamatne stope i visoke obavezne rezerve, značajno poskupljuje kredit i time poskupljuje finansiranje kompanija i njihovih izvoznih projekata. Platnobilansne pozicije zaduživanja pokazuju značajan skok u direktnom zaduživanju preduzeća u inostranstvu, upravo nakon poslednjeg zaoštavanja monetarne politike. Ali, nisu svi izvoznici podjednako pogođeni skupljim kreditom. Veliki, kreditnosposobni izvoznici imaju pristup međunarodnim tržištima kapitala, zaobilaze domaći kredit finansirajući se direktno u inostranstvu, do čega posebno dolazi u Q3, dok manji izvoznici, koji nemaju pristup inostranom kreditu, trpe posledice oštih mera monetarne politike, i ulaze samo u visokoprofitabilne izvozne projekte.

**Uvoz usporava,
prvenstveno zbog
sporijeg rasta
uvoza energije**

Rast uvoza u Q3 usporava u odnosu na Q2. Dok je uvoz u Q2 rastao po stopi od 18,8%, njegov rast u Q3 iznosi 13,7%. Međutim, ovo evidentno usporavanje rasta uvoza povezano je s nižom osnovicom uvoza u Q2 2005, koji je tada, nakon uvođenja PDV, bio ispod svog višegodišnjeg trenda. Takođe, snažna apresijacija dinara tokom Q3 se nije značajnije odrazila na uvoz, prvenstveno zbog kašnjenja koje realizacija uvoza ima u odnosu na promenu kursa. Pad cena energenata, posebno nafte u drugoj polovini Q3, još uvek ne doprinosi značajno usporavanju rasta uvoza, budući da je uobičajeno da se “spot” ugovori isporučuju mesec dana nakon njihovog potpisivanja. Možemo očekivati da će tek u narednom periodu apresijacija uticati na rast uvoza. Međutim ovaj rast eventualno može biti kompenzovan blažim klimatskim uslovima i padom cena energije.

Prihodi kao i rashodi po osnovu usluga beleže značajan skok u Q3 (12-m rast prihoda iznosi 37,7%, rashoda 33,2%). Takvo ponašanje stavki usluga, vremenski se podudara sa početkom apresijacije kursa i zatezanjem monetarne politike, pa verujemo da je jedan deo tog rasta, u stvari, priliv kapitala u zemlju, a ne prost odraz naglog rasta aktivnosti u ovom sektoru. Na međukvartalnom nivou dolazi do neuobičajenog skoka usluga: prihodi rastu 25,2 % a rashodi 23,1% (Q3 u odnosu na Q2), pri čemu ovaj skok nije posledica dejstva činioaca sezonske prirode.

¹ U analizi platnog bilansa koristimo korigovane spoljnotrgovinske podatke koje objavljuje Narodna banka Srbije. U analizi spoljne trgovine koristimo nekorrigovane podatke koje objavljuje Republički zavod za statistiku. Osim metodološke razlike, deo razlike između podataka ova dva izvora potiče od neažuriranosti podataka RZS.

Tabela T6-1. Srbija: platni bilans, 2004–2006¹⁾

	2004		2005			2006		
	Dec.	Mar.	Jun	Sep.	Dec.	Mar.	Jun	Sep.
	kumulativni, u milionima evra							
TEKUĆE TRANSAKCIJE	-2197	-325	-615	-1134	-1790	-679	-1149	-1781
Robni bilans	-5311	-684	-1772	-2987	-4353	-1101	-2351	-3523
Izvoz robe	2991	812	1825	2844	3956	1039	2282	3651
Porast (12-m, u %)	14,7	54,4	53,5	41,2	32,3	27,8	25,1	28,4
Uvoz robe	-8302	-1497	-3597	-5831	-8309	-2139	-4633	-7174
Porast (12-m, u %)	29,4	-13,4	-2,7	3,4	0,1	42,9	28,8	23,0
Bilans usluga	155	-25	17	17	-3	-31	-27	-12
Kamate, neto	-172	-59	-141	-197	-255	-58	-154	-237
Tekući transferi	2728	410	1200	1886	2553	474	1302	1867
Otkup deviza, neto	1592	320	884	1329	1631	289	882	1166
Devizni računi stranih lica	568	37	108	259	437	183	276	494
Donacije	403	33	82	148	268	36	82	124
GREŠKE I PROPUSTI	168	-183	-76	-206	-139	-18	-37	-109
KAPITALNE TRANSAKCIJE	2377	711	1174	2277	3604	1072	2828	5260
Strane direktne investicije (SDI)	773	262	502	998	1234	164	709	2380
Ostale investicije	1604	449	672	1279	2370	907	2119	2880
Srednjeročni i dugoročni krediti	1221	159	603	989	1571	415	1666	2425
Ostalo ^{2), 3)}	383	290	69	291	799	493	453	454
DEVIZNE REZERVE NBS³⁾, neto, (korišćenje: +)	-349	-202	-483	-937	-1675	-375	-1642	-3369
PRO MEMORIA								
Kapitalne transakcije bez obaveznih rezervi	2188	658	915	1840	2703	802	1695	3859
Zaduživanje poslovnih banaka, neto ⁴⁾	391	109	-21	-113	-35	87	184	-150
Ostale rezerve NBS ⁵⁾	-299	252	-270	-455	-680	-77	-606	-975
Ukupno zaduživanje bez obav.rez.posl.banaka ⁶⁾	1195	199	371	585	991	356	725	1057
	u % BDP-a odgovarajućeg perioda							
Izvoz robe	15,2	15,4	17,3	18,0	18,7	18,6	20,4	21,8
Uvoz robe	-42,1	-28,4	-34,1	-36,8	-39,4	-38,2	-41,4	-42,8
Bilans robne razmene	-26,9	-13,0	-16,8	-18,9	-20,6	-19,7	-21,0	-21,0
Bilans tekućih transakcija	-11,1	-6,2	-5,8	-7,2	-8,5	-12,1	-10,3	-10,6
BDP u evrima (godišnje) ⁷⁾	19.723	21.107	21.107	21.107	21.107	22.373	22.373	22.373

Izvor: Tabela P-6. u Analitičkom prilogu.

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

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

3) Isključujući tranše MMF-a.

4) Umanjeno za obavezne rezerve bankarskog sektora. Uključuje neto srednjeročno i dugoročno zaduživanje, dok za kratkoročno koristimo ukupno neto kratkoročno zaduživanje iz zemlje.

5) Bruto rezerve NBS, bez depozita banaka i države.

6) Uključuje neto srednjeročno i dugoročno zaduživanje, kao i kratkoročno zaduživanje.

7) Konverzija godišnjeg BDP u evro je urađena po prosečnom godišnjem kursu (prosek zvaničnih dnevnih srednjih kursa NBS); BDP 2006 - Procena FREN-a.

Kontinualan rast stranog zaduživanja, kao i visoke devizne rezerve NBS plasirane u inostrane prvoklasne HoV, dovode do značajnog rasta – kako plaćenih kamata (12-m rast od 58,5%) tako i naplaćenih kamata (85,3%). Neto inostrani prilivi od kamata (neto faktorski transferi) u Q3 iznose -83 miliona evra.

Pad menjačkih priliva**... je odgovor potrošača na apresijaciju dinara****...i direktno dovodi do pogoršanja bilansa po tekućem računu**

U Q3 dolazi do značajnog pada tekućih transfera (12-m pad od 17,4%): u prvom redu zbog pada otkupa deviza po menjačkim poslovima (12-m pad od 36,2%), koji je tokom leta pao daleko ispod svojih prošlogodišnjih vrednosti. U julu je međugodišnji pad deviznih priliva kroz menjačke poslove iznosio -33,0%, u avgustu čak -56,8%, i jasno je povezan s reakcijom potrošača na nominalnu apresijaciju kursa. U julu dolazi do jake nominalne apresijacije dinara (ili pada vrednosti evra), i građani percipiraju da bi dobili značajno manji iznos dinara za razmenjene devize. U tom smislu, građani se uzdržavaju od prodaje deviza, očekujući da je pad kursa prolaznog karaktera, te se mudro opredeljuju za štednju. To potvrđuje skok nove devizne štednje u avgustu (12-m rast od 148%) i septembru (12-m rast od 101%), iako je ona, u neku ruku, iskrivljena prilivima kroz privatizaciju Hemofarma (70 miliona evra, ili 18,1% nove devizne

štednje u Q3, uplaćeno je fizičkim licima – malim akcionarima Hemofarma). Jasno je da takav skok u marginalnoj sklonosti ka štednji, iako privremen, dovodi do pada marginalne sklonosti ka potrošnji, što je uticalo na pad tražnje i, s određenim kašnjenjem, delovalo na dezinflaciju cena. Međutim, postoji verovatnoća da je takvo ponašanje prolaznog karaktera, i da, u zavisnosti od percepcije daljeg kretanja kursa i generisanih očekivanja, možemo pretpostaviti da će se tokom jeseni a naročito u decembru, kretanje deviznih priliva kroz menjačke poslove i novu deviznu štednju vratiti na svoj dugoročni trend.

S druge strane, nakon korekcija stanja u maju i junu, kada su računi stranih lica imali negativnu promenu stanja², u avgustu a posebno u septembru, saldo promene na ovim računima je pozitivan. Reč je o prilivima iz inostranstva, ali i o sredstvima uplaćenim na račune nerezidenata u procesima preuzimanja. Na kvartalnom nivou, računi stranih lica beleže dvanestomesečni rast od 44,6%.

Rekordni kapitalni račun, posledica privatizacije Mobtela, ali i rasta zaduživanja

Kapitalni račun u Q3 dostiže rekordnu vrednost od 2,432 miliona evra, uglavnom zbog rekordnih stranih direktnih investicija (privatizacija Mobtela), i nastavka daljeg nedržavnog zaduživanja iz inostranstva (neto 601 milion evra), prvenstveno direktnog zaduživanja privrede (neto 663 miliona evra). Strane direktne investicije iznose 1,671 miliona evra u Q3. Rekordne SDI su, pre svega, posledica privatizacije Mobtela (od ove privatizacije 1,155 milijarde evra je strana direktna investicija), prodaje akcija Hemofarma (koje su bile u vlasništvu rezidenata), kao i dalje dokapitalizacije banaka. Treba imati u vidu da, iako je Vojvođanska banka privatizovana u julu, ugovor reguliše da će se uplata iznosa privatizacije izvršiti tek u Q4 2006, tako da ova privatizacija ne ulazi u Q3 SDI.

Raste srednjoročno i dugoročno zaduživanje...

... prvenstveno zbog snažnog rasta direktnog zaduživanja privrede

Srednjoročno i dugoročno zaduživanje nastavlja sa značajnim rastom i u Q3 (12-m rast 96,0%). U ovom kvartalu, za razliku od prethodnog, rast kredita – nije posledica rasta zaduživanja banaka, (koje usporava u odnosu na prethodne kvartale) – već naglog rasta direktnog inostranog zaduživanja privrede (12-m rast od 173,5%). U skladu sa tim se menja i struktura zaduživanja: smanjuje se učešće zaduživanja banaka u ukupnom zaduživanju – zbog visokih obaveznih rezervisanja koje propisuje Narodna banka, i – značajno raste učešće direktnog zaduživanja privrede. S jedne strane, domaća kreditno sposobna preduzeća, često i kroz direktnu intermedijaciju domaćih banaka u stranom vlasništvu, zadužuju se direktno u inostranstvu i time zaobilaze preskup domaći finansijski sistem. S druge strane, banke se prilagođavaju zategnutom regulativnom okruženju, i kroz značajne dokapitalizacije u Q2 i Q3 uvećavaju svoje izvore. Kao posledica toga, dolazi do usporenja rasta direktnog zaduživanja banaka (12-m rast od 13,1% u Q3 u odnosu na rekordni 12-m rast od čak 539,0% u Q2).

Drakonska obavezna rezerva na kratkoročna zaduživanja iz inostranstva dovodi do značajnog razduživanja banaka po osnovu kratkoročnih inostranih izvora: saldo neto kratkoročnih kredita pada za 159 miliona evra.

Nova devizna štednja, kao što smo naglasili, značajno raste u Q3 (78,1%), s jedne strane zbog kretanja kursa i eventualnih očekivanja da je apresijacija prolazni fenomen, a s druge strane zbog priliva od 70 miliona evra (18,1% nove devizne štednje u Q3), koje je nemačka Strada platila malim akcionarima Hemofarma (fizičkim licima).

Sopstvene neto devizne rezerve NBS u Q3 su porasle za 369 mil. evra

Devizne rezerve NBS nastavljaju da rastu u Q3 (1726,9 miliona evra). Neto sopstvene rezerve NBS (bruto rezerve umanjene za obavezne rezerve banaka i depozite države), u Q3 iznose 369 miliona evra. Rast sopstvenih neto rezervi je posledica intervencije NBS na deviznom tržištu u širem smislu³ u cilju sprečavanja dalje apresijacije dinara.

² Videti QM-5, "Platni bilans i spoljna trgovina". Tokom prvih meseci 2006. neke banke su neadekvatno prikazivale kreditiranje iz inostranstva kao depozite nerezidenata, zbog manje obavezne rezerve koja se izdvajala na ove depozite. Energična reakcija NBS je dovela do reklasifikacije i pada ovih depozita u junu i julu 2006.

³ U intervenciju NBS u širem smislu uključujemo intervencije NBS na međubankarskom deviznom tržištu kao i otkup deviza od menjača NBS.

Izvoz

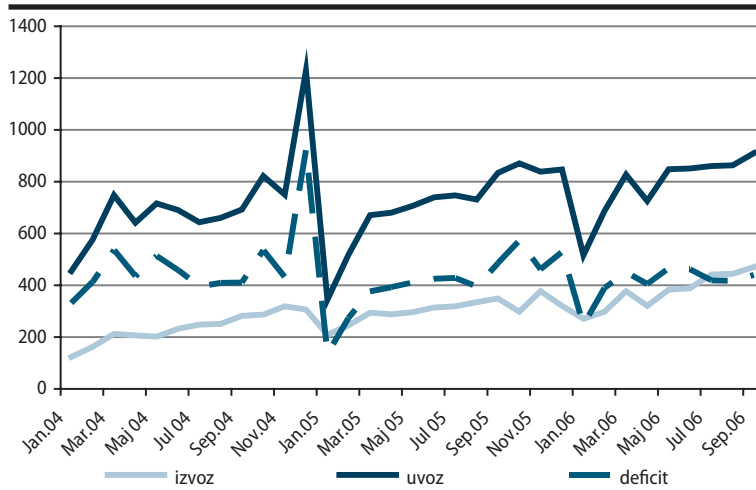
**Izvoz ubrzava
(35,3%)**

**... prvenstveno
zbog rasta izvoza
metala**

**... dok rast izvoza
ostalih grupa
blago ubrzava
(26,3%)**

U Q3 2006. godine robni izvoz ubrzava rast (12-m rast od 35,3%) u odnosu na Q2 (12-m rast od 21,6%, Grafikon T6-2)⁴. Taj rast je, međutim, posledica rasta male grupe velikih izvoznika (izvoz crnih i obojenih metala), dok rast ostalih izvoznih grupa (noseći izvoz) ostaje gotovo identičan s rastom u Q2 (12-m rast od 26,3%). S druge strane, brži rast robnog izvoza u Q3 2006, posledica je privatizacije i restrukturiranja preduzeća iz oblasti crne i obojene metalurgije i povećanja, kako domaće, tako i industrijske proizvodnje EU.⁵ Rast izvoza bio bi nesumnjivo još dinamičniji da u posmatranom periodu nije ostvarena značajna apresijacija realnog efektivnog deviznog kursa.

Grafikon T6-2. Srbija: izvoz, uvoz i robni deficit, 2003–2006



Izvor: RZS.

Krupan izvoz ubrzava

**...dok jezgro, i ostali
izvoz rastu, ali sporije**

Dezagregacija ukupnog izvoza na *krupan izvoz*, *jezgro* i *ostalo*⁶ (Tabela T6-3) ukazuje na to da je u Q3 2006. najveći rast ostvario *krupan izvoz* (12-m rast od 65,8%), koji učestvuje u ukupnom izvozu sa 27,9%. Istovremeno, visok međugodišnji rast krupnog izvoza, koji je znatno intenzivniji nego u Q2 2006, delimično je posledica njegovog pada u Q3 2005, tj. poređenja s nižom bazom (12-m pad od 3,5%). U grupi *krupan izvoz* najbrže je rastao izvoz gvožđa i čelika (12-m rast od 92,5%) i obojenih metala (12-m rast od 58,8%).⁷ Ti proizvodi najviše su doprineli rastu ukupnog izvoza u Q3 2006, s respektivnim učešćima u njegovom rastu od 27,4% i 12,2%. Takođe, sasvim solidan rast ostvarili su žitarice i šećer i srodni proizvodi (respektivni 12-m rast od 21,2% i 13,8%), pri čemu je neophodno apostrofirati činjenicu da je rast izvoza šećera i srodnih proizvoda povezan s njegovom veoma niskom vrednošću u Q3 2005, kao posledica ukidanja preferencijalnog statusa izvoza domaćeg šećera u Evropsku uniju.

Noseći izvoz (72,1% ukupnog izvoza) rastao je u Q3 2006. značajno sporijim tempom (12-m rast od 26,3%) od *krupnog izvoza*, pri čemu je njegov doprinos prirastu ukupnog izvoza veći (57,5% prema 42,5%). Rast *nosećeg izvoza* je za 2% veći nego rast ostvaren u Q2 2006, kao posledica ubrzanja rasta komponente *ostalo*.

Najbrži rast izvoza u Q3 2006 iz grupe *jezgro*, zabeležili su: povrće i voće (70,5%), obuća (68,8%), odeća (35,7%), nafta i naftni derivati (29,6%) i proizvodi od kaučuka (25,9%), a najmanji: plastične materije u primarnim oblicima (-4,5%), industrijske mašine za opštu upotrebu (5,2%) i medicinski i farmaceutski proizvodi (7,2%). Najveći doprinos rastu ukupnog izvoza dali su: proizvodi od metala (7,2%), povrće i voće (4,4%), električne mašine, aparati i uređaji (4,4%) i odeća (3,0%).

4 Potrebno je imati u vidu da podaci o robnoj razmeni Srbije sa inostranstvom za Q3 2005. i 2006. godine uključuju i razmenu sa Crnom Gorom. Takođe, stope rasta spoljnotrgovinskih agregata razlikuju se u odnosu na stope koje objavljuje Republički zavod za statistiku zbog činjenice da podaci objavljeni za 2005. godinu ne sadrže razmenu sa Crnom Gorom ni retroaktivne korekcije podataka koje RZS vrši.

5 Izvoz u EU za prvih devet meseci 2006. godine u odnosu na isti period prethodne godine, povećan je za 37,4%, što je intenzivnije u odnosu na povećanje ukupnog izvoza.

6 O načinu dekomponovanja ukupnog izvoza na ove grupe videti odeljak "Platni bilans i spoljna trgovina, Okvir 2." QM4.

7 Rast izvoza gvožđa i čelika u velikoj meri je posledica njegovog smanjenja u Q3 2005. godine (12-m pad od 14,8%) i puštanja u rad druge visoke peći u US Steel-u. Izvoz obojenih metala rastao je zahvaljujući privatizaciji i restrukturiranju preduzeća iz ove oblasti (Seval – Impol i Valjaonica bakra Sevojno), pozitivnoj konjunkturi u EU i kretanju cena metala na svetskim berzama.

Tabela T6-3. Srbija: analiza rasta izvoza, 2005–2006

	u % Učešće u izvozu u 2005	u mil. evra 2006	12-m rast (u %)						
			2005				2006		
			Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3
Ukupno	100,0	1.092,7	50,2	40,3	28,5	9,2	26,2	21,6	35,3
Krupni (dominantni) izvoz	29,7	352,8	144,3	139,7	0,0	2,7	32,7	13,1	65,8
Gvožđe i čelik	13,6	169,2	146,2	83,0	-13,6	4,6	2,2	24,7	92,5
Obojeni metali	8,0	103,9	103,7	66,2	76,1	67,3	79,9	53,5	58,8
Žitarice i proizvodi	4,3	38,0	64,5	119,4	130,5	59,3	88,0	31,9	21,2
Šećer i srodni pr.	3,9	41,7	1.509,3	3.558,9	-92,2	-64,2	18,5	-47,7	13,8
Noseći izvoz	70,3	739,9	27,0	14,9	40,3	12,2	23,2	26,2	26,3
Jezgro	44,6	438,5	36,1	23,3	40,4	42,9	29,6	24,0	22,7
Povrće i voće	5,9	43,6	9,0	7,9	19,2	4,3	8,6	1,4	20,5
Odeća	5,4	53,7	75,7	68,6	69,9	52,1	34,8	21,8	19,1
Razni gotovi proizvodi, nigde pomenuti	5,0	48,3	20,6	16,0	40,5	19,0	24,1	14,7	7,2
Proizvodi od kaučuka	4,5	45,1	20,0	20,3	36,2	16,8	19,7	9,5	10,0
Proizvodi od metala, nigde pomenuti	3,4	44,6	-1,1	16,3	37,1	28,8	61,4	69,6	68,8
Plastične materije u primarnim oblicima	1,0	10,5	19,2	44,1	57,4	39,7	30,2	11,7	20,6
Nafta i naftni derivati	2,8	29,5	229,5	21,9	14,4	146,3	45,2	19,4	29,6
Organski hemijski proizvodi	2,7	22,2	151,8	-30,2	20,0	29,2	20,2	72,1	16,9
Obuća	2,7	30,5	89,1	87,7	55,0	56,0	32,5	33,8	21,6
Medicinski i farmaceutski proizvodi	2,4	23,9	6,8	24,2	58,9	90,4	11,5	48,4	5,2
Specijalne mašine za neke ind. grane	2,1	18,1	49,8	40,1	71,4	136,5	39,1	5,8	-4,5
Industrijske mašine za opštu upotrebu	2,2	19,4	8,2	13,1	93,2	72,3	8,0	14,1	25,9
Hartija, karton i proizvodi od celuloze	2,2	23,6	44,4	31,1	36,2	50,8	63,0	16,3	18,0
Električne mašine, aparati i uređaji	2,2	25,5	6,2	13,4	49,6	66,7	70,5	53,6	70,5
Ostalo	25,7	301,4	15,3	4,3	40,2	-26,3	13,4	29,4	31,9

Izvor: RZS.

U okviru grupe *ostalo*, najbrži rast izvoza u Q3 2006. ostvarili su: zlato-nemonetarno (413,5%), telekomunikacioni aparati i uređaji (206,3%), ostala transportna sredstva i oprema (149%), duvan i proizvodi od duvana (117,8%), neorganski hemijski proizvodi (117,5%) i pogonske mašine i uređaji (117,1%), dok su najveći pad izvoza iz ove kategorije ostvarili: đubriva (79,4%), kameni ugaj, boks i briketi (54,9%), žive životinje (50,5%), čvrste biljne masti i ulja (50,1%) i tekstilna vlakna i otpaci (39,1%).

Dalja dinamika izvoza prevashodno će zavisiti od: efektuiranja dosadašnjeg i budućeg procesa privatizacije i restrukturiranja, domaće i inostrane (posebno EU) konjunktura, promene odnosa ponude i tražnje na deviznom tržištu, politike deviznog kursa i referentne kamatne stope koju će voditi NBS.⁸ Takođe, smatramo da potpisivanje CEFTA sporazuma između osam balkanskih zemalja⁹, ukoliko do njega dođe, neće značajno uticati na spoljnotrgovinsku razmenu. Zašto? Prvo, već postoji potpisan 31 bilateralni trgovinski sporazum¹⁰, te multilateralni CEFTA sporazum treba da olakša njihovu primenu, a ne da obezbedi dodatnu liberalizaciju. Drugo, CEFTA tržište će biti smanjeno od 1. januara 2007. godine, pošto Bugarska i Rumunija postanu članice EU.

Uvoz

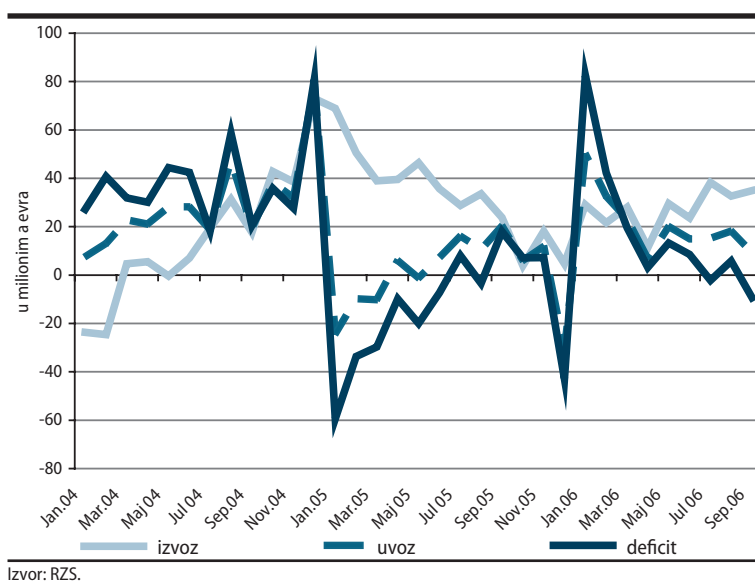
Uvoz kontinuirano raste

Ukupan robni uvoz u Q3 2006. nastavlja trend stabilnog rasta po 12-m stopi od 13,9% (Grafikon T6-4, Tabela T6-5). Ujedno, uvoz bez energenata ubrzava rast. Na ovu činjenicu ukazuju respektivne 12-m stope rasta za periode: decembar 2005–mart 2006, Q2 i Q3 2006. od 6,3%, 14,3% i 16,6%. Nema sumnje da je značajno usporavanje rasta uvoza energenata razlog stagnacije rasta ukupnog uvoza.

8 NBS je još krajem 2005. godine najavila postepeno povlačenje sa deviznog tržišta i iz menjačkih poslova, što je ove godine počela i da primenjuje. U narednom periodu ne očekujemo značajnije intervencije NBS na međubankarskom deviznom tržištu, osim u onoj meri u kojoj je neophodno da se spreči drastična apresijacija ili depresijacija dinara. Takođe, politika referentne kamatne stope, koja je fiksirana kao ključni instrument u skladu s novim okvirom monetarne politike, posredstvom deviznog transmissionog mehanizma, uticaće na dinamiku robnog izvoza.

9 Bosna i Hercegovina, Hrvatska, Bugarska, Rumunija, Moldavija, Republika Makedonija, Albanija, Srbija, Crna gora i Kosovo.

10 Videti: Olivje Lamot: "Trgovinske integracije u jugoistočnoj Evropi", Pod lupom 2, QM-4, u kome autor gravitacionim modelom dokazuje da CEFTA neće imati značajne efekte na rast regionalne trgovine.

Grafikon T6-4. Srbija: 12-m stope rasta izvoza, uvoza 2004–2006

Najveći udeo u ukupnom robnom uvozu, posmatrano iz ugla ekonomske namene,¹¹ imaju intermedijarni proizvodi (37,6%), a slede: kapitalni proizvodi (23,9%), energenti (18,7%), netrajni proizvodi za široku potrošnju (14,6%) i trajni proizvodi za široku potrošnju (3,4%).

Dezagregacija podataka prema ekonomskoj nameni EU pokazuje da je u Q3 2006. najbrže rastao uvoz *intermedijarnih proizvoda* i to po 12-m stopi od 22,5%, koji je sa 56,5% doprineo

prirastu ukupnog uvoza. Na taj rast uticali su: rast industrijske proizvodnje, apresijacija realnog efektivnog deviznog kursa, realni rast bruto plata, rast ukupnog robnog izvoza i značajno povećanje zaduživanja u inostranstvu. Stabilan i visok rast uvoza beleže i *kapitalni proizvodi* (12-m stopa rasta od 15,4%), što "obećava" tehnološku modernizaciju domaće privrede i jačanje njene mikro i makro konkurentnosti. Kapitalni proizvodi su sa 26,1% doprineli prirastu ukupnog uvoza. Uvoz *netrajnih potrošnih dobara* ostvario je treći po veličini rast (12-m stopa od 11,2%), i sa 12% doprineo prirastu ukupnog uvoza. Uvoz *energije* zabeležio je skroman 12-m rast od 3,6% i neznan doprinos prirastu ukupnog uvoza od 5,4%. Usporevanje rasta uvoza energenata u Q3 2006, posledica je usporavanja rasta cene nafte¹² i skromnog rasta fizičkog obima uvoza tog energenta¹³. Konačno, uvoz *trajnih potrošnih dobara* zabeležio je najmanji rast (12-m stopa od 1,7%), što je rezultiralo veoma skromnim doprinosom prirastu ukupnog uvoza od 0,5%.

Tabela T6-5. Srbija: uvoz, 12-m rast, 2004–2006

	2004		2005		2006			
	Okt - Nov	Dec - Mar	Q2	Q3	Okt - Nov	Dec - Mar	Q2	Q3
	u %							
Uvoz	35,2	12,1	3,9	15,7	8,8	4,2	14,0	13,9
Energija	103,0	21,5	22,4	66,0	16,7	-5,1	12,3	3,6
Uvoz bez energije	26,6	10,1	0,8	7,3	7,2	6,3	14,3	16,6
Intermedijarni proizvodi	26,2	18,4	18,8	14,5	12,1	15,9	11,4	22,5
Kapitalni proizvodi	41,0	11,4	-12,6	-2,0	3,1	-9,8	17,9	15,4
Trajni pr. za široku potrošnju	13,1	2,5	-17,9	-0,3	4,2	-2,5	14,5	1,7
Netrajni pr. za široku potrošnju	15,0	1,3	-12,0	6,5	4,5	17,4	18,7	11,2
Ostalo	-6,6	-19,1	28,5	38,0	7,2	8,1	2,9	-2,9

Izvor: RZS.

Buduća dinamika robnog uvoza biće pod uticajem: politike deviznog kursa i referentne kamatne stope, nivoa ekonomske aktivnosti, kretanja realnih plata, promene carinskih stopa (naročito u vezi s potpisivanjem Sporazuma o stabilizaciji i pridruživanju Evropskoj uniji i pristupanjem Svetskoj trgovinskoj organizaciji), srednjoročnog i dugoročnog zaduživanja u inostranstvu, svetske cene nafte na međunarodnom tržištu i visine javne potrošnje, pri čemu posebno treba istaći verovatan uticaj realizacije Nacionalnog investicionog plana.

¹¹ Klasifikacija uvoza prema ekonomskoj nameni u skladu sa metodologijom EU.

¹² Međugodišnje stope rasta cene ural nafte u periodima: decembar 2005–mart 2006. godine iznose: 39,5%, 36,9% i 15,3%, respektivno.

¹³ Prema objavljenim podacjima RZS, međugodišnji rast uvoza mineralnih goriva i maziva za prvih devet meseci 2006. godine iznosi 5,7%.

7. Fiskalni tokovi i politika¹

Konsolidovani rashodi sektora države u Q3 nagoveštavaju najavljeni zaokret u fiskalnoj politici i nakon restriktivnog Q2 beleže rast. Ekspanzivna fiskalna politika biće vidljiva već u Q4 2006, ali zabrinjavaju mogući očekivani efekti novih zakonskih i ustavnih rešenja koji stupaju na snagu sledeće godine.

Tabela T7-1. Srbija: konsolidovani bilans sektora države¹, 2005–2006

	2005		2006			
	Q3	Q1-Q3	Q1	Q2	Q3	Q1-Q3
	u milijardama dinara					
I UKUPNI PRIHODI	176,9	491,3	175,3	201,6	208,8	585,7
II UKUPNI RASHODI	-167,2	-472,76	-174,9	-185,2	-197,6	-557,7
III OTPLATE STARIH DUGOVA I BUDŽETSKI KREDITI	-8,9	-28,8	-4,4	-17,1	-10,4	-31,8
<i>od čega III.3. Budžetski krediti, neto²</i>	-2,4	-3,4	-1,8	-0,8	-1,3	-3,9
IVa KONSOLIDOVANI BILANS (I+II), definicija MFin ³	9,8	18,6	0,3	16,4	11,2	28,0
IVc ANALITIČKI BILANS (I+II+III), definicija FREN ³	0,8	-10,2	-4,0	-0,7	0,8	-3,9
V FINANSIRANJE (definicija FREN) ⁴	11,9	20,8	8,5	1,4	102,0	111,8
VI PROMENA STANJA NA RAČUNU (IVc+V)	12,6	10,6	4,4	0,7	102,8	107,9
PRO MEMORIJA						
Promena neto pozicije države u bankarskom sistemu (NBS)	-4,2	16,0	10,5	6,6	90,1	107,2
Potraživanja privrede po osnovu PDV (procena FREN) ⁵	3,5	9,6	-1,6	2,1	..	0,5
Prihodi od licence ⁴	..	..	..	..	27,0	27,0

1) Sektor države (general government) - svi nivoi vlasti (republika, pokrajina, opštine) i njihovi budžetski korisnici i organizacije obaveznog socijalnog osiguranja (PIO fondovi, Republički zavod za zdravstveno osiguranje, Nacionalna služba za zapošljavanje). Ne uključuje javna preduzeća i NBS.

2) Stavka odgovara pojmu "Izdaci za nabavku finansijke imovine" u BJK, odnosno stavci "net lending" u prezentaciji MMF. Reč je o kreditima studentima, finansiranju Nacionalne korporacije za osiguranje stambenih kredita i sl.

3) IVa Konsolidovani bilans (cash surplus/deficit po GFS 2001) predstavlja razliku između tekućih prihoda i primanja od prodaje nefinansijske imovine (tj. kapitalnih prihoda) i tekućih rashoda i izdataka za nabavku nefinansijske imovine (tj. kapitalnih rashoda). IVc Analitički bilans prema FREN definiciji na rashodnoj strani uključuje i otplate starih (domaćih) dugova, konkretno otplatu stare devizne štednje, zajma za preporod Srbije, duga penzionerima, itd. Ovako definisan rezultat meri likvidnosni efekat koji transakcije države imaju na privredu. Videti metodološku diskusiju u Okviru 1 u Kvartalnom monitoru br.3 za detalje.

4) Obzirom na jednokratni karakter prihoda od licence za mobilnu telefoniju ovaj prihod smo tretirali kao finansiranje, za razliku od MFIN koji ga tretira kao neporeski prihod. 5) Procena FREN-a na osnovu nezvanične informacije o kretanju poreskih kredita koje potražuje privreda od države i na osnovu analize tokova povraćaja PDV prikazanih u BJK. Napomene: Za detalje videti Tabelu P-7 u Analitičkom prilogu.

Prihode od licence posmatramo kao finansiranje potrošnje, imajući u vidu jednokratni karakter ovog priliva...

...i pored toga konsolidovani sektor države ostvaruje suficit

Konsolidovani sektor države u Q3 ostvaruje suficit – vrlo značajan, ukoliko se priliv od prodaje licence za "063" mobilnu telefoniju tretira kao tekući neporeski prihod (kako ga inače tretira Ministarstvo finansija) – oko 40 milijardi dinara, ali i ukoliko se ovaj priliv posmatra kao stavka finansiranja potrošnje. Imajući u vidu jednokratnost ovog priliva, tj. da prihodi od licence ne predstavljaju redovan budžetski prihod i da njihovo trošenje ima iste makroekonomske posledice kao i trošenje prihoda od privatizacije, smatramo da je adakvatnije da se ti prihodi tretiraju kao izvor za finansiranje deficita. Tako posmatrano, konsolidovani suficit države u Q3 iznosi 11,2 milijardi dinara (Tabela T7-1)².

Analitički bilans države (Rezultat IVc u Tabeli T7-1), koji uzima u obzir budžetske kredite i otplate starih dugova a takođe isključuje prihode od licence, beleži, takođe, određenu pozitivnu vrednost - oko 800 miliona dinara. On je realno niži u odnosu na isti period prethodne godine. Suficit ostvaruju Republika i Fond PIO samostalnih delatnosti³. Fond PIO tih delatnosti od Q4 prošle godine ostvaruje značajan suficit iz kvaratala u kvartal usled sve viših doprinosa. Zanimljivo je to da se broj preduzetnika u odnosu na 2005, prema RZS podacima, nije povećao. Lokalni nivo vlasti takođe ostvaruje suficit (340 miliona), mada na dosta nižem nivou u odnosu na prva dva kvartala, a što je u skladu sa dosadašnjim iskustvom – da lokalna samouprava povećava potrošnju u drugoj polovini godine, naročito u poslednjem kvartalu.

1 U prethodnim brojevima QM-a nas je čudila neuobičajno i suprotno planu niska otplata kamata u Q1 2006. Avgustovski BJK objavio je revidirane cifre budžeta republike: za preko tri milijarde dinara višu otplatu kamata u Q1 nego što je tokom godine prikazivano, kao i preko milijardu dinara više rashode za zaposlene. Ovo značajno menja konsolidovani fiskalni rezultat za Q1 – suficit zapravo i nije postojao, dok je analitički bilans (FREN definicija) bio u deficitu od četiri milijarde. Iz ovih razloga podaci za Q1 2006 se razlikuju od onih iz prethodnih brojeva QM-a.

2 Trošenjem sredstava koja prethodno nisu naplaćena od obveznika povećava se ukupna domaća tražnja.

3 Suficit formalno ostvaruje i PIO fond zaposlenih i RZZR, ali to nije suštinski suficit tih organizacija, već je on ostvaren nakon dotacija ili pozajmica od Republike, što se praktično svodi na suficit republičkog budžeta.

Tabela T7-2. Srbija: konsolidovani bilans sektora države¹⁾, 2005–2006

	u milijardama dinara					realni rast (u %)				
	2005		2006			12-m			u odnosu na prethodni period	
	Q3	Q1-Q3	H1	Q3	Q1-Q3	2006		2005	2006	
						H1	Q3	Q1-Q3	Q3/Q2	Q3/Q2
I UKUPNI PRIHODI	176,9	491,3	376,9	208,8	585,7	4,2	5,1	4,5	1,5	2,7
od čega: Javni prihodi bez PDV obaveza prema privredi i kompenzacija sa FZR ^{2),3)}	172,7	478,1	376,3	205,6	581,9	7,1	5,9	6,7	1,9	2,2
1. Tekući prihodi	174,9	485,9	372,5	204,8	577,3	4,1	4,2	4,2	1,4	1,9
Poreski prihodi	162,6	453,1	344,5	188,5	533,0	3,0	3,2	3,1	1,3	1,0
Porez na dohodak	24,1	67,1	55,1	29,2	84,2	11,3	8,1	10,2	-1,2	-0,8
Porez na dobit	1,8	7,6	10,9	3,5	14,3	65,7	67,3	66,1	0,8	17,5
PDV	54,4	153,8	104,2	57,0	161,2	-9,0	-6,8	-8,2	1,0	-2,4
od čega: Neto PDV ²⁾	50,9	144,2	103,7	57,0	160,7	-3,5	-0,3	-2,4	0,4	1,4
Akcize	19,7	51,2	35,7	21,7	57,5	-1,6	-2,2	-1,8	3,9	1,9
Carine	10,4	26,7	22,3	9,9	32,2	19,1	-15,6	6,0	7,8	-23,0
Doprinosi	46,4	129,5	102,6	59,4	162,0	7,4	13,9	9,7	0,9	9,0
od čega: Doprinosi bez kompenzacija sa FZR ³⁾	45,7	125,8	102,5	56,2	158,7	11,2	9,6	10,6	3,0	3,2
Ostali poreski prihodi	5,8	17,3	13,8	7,9	21,6	3,3	21,7	9,2	-2,2	8,5
Neporeski prihodi (bez licence)	12,3	32,7	28,0	16,2	44,2	19,5	17,3	18,9	3,3	13,1
2. Kapitalni prihodi	2,0	5,5	4,4	4,0	8,4	8,7	76,7	32,8	5,4	73,4
II UKUPNI RASHODI	-167,2	-472,8	-360,1	-197,6	-557,7	2,5	5,2	3,4	-1,9	5,8
1. Tekući rashodi	-159,3	-450,5	-341,7	-184,4	-526,4	2,2	3,0	2,5	-1,0	4,9
Rashodi za zaposlene	-41,5	-118,6	-91,8	-47,1	-139,0	3,5	1,1	2,7	-2,4	2,1
Rashodi za zaposlene bez otpremnina ⁴⁾	-41,0	-117,6	-88,5	-47,1	-137,3	0,3	2,2	2,3	-3,5	2,3
Kupovina roba i usluga	-23,2	-62,6	-47,6	-29,0	-76,6	5,2	11,4	7,4	1,0	14,0
Otplata kamata	-5,7	-16,6	-10,6	-8,8	-19,4	-15,0	37,6	2,5	9,6	78,1
Subvencije	-14,0	-38,6	-22,8	-13,6	-36,4	-19,5	-13,7	-17,4	0,2	6,3
Socijalni transferi	-70,8	-202,8	-161,0	-81,7	-242,6	6,0	2,8	4,9	-2,1	-0,1
od čega: penzije ⁵⁾	-46,9	-134,6	-108,4	-58,5	-166,9	7,5	10,9	8,7	-1,0	4,2
Ostali tekuci rashodi	-4,2	-11,2	-8,1	-4,1	-12,2	0,7	-13,0	-4,2	4,3	-11,7
2. Kapitalni rashodi ⁶⁾	-7,8	-22,3	-18,2	-13,2	-31,3	9,2	49,8	23,0	-16,3	20,5
III OTPLATE STARIH DUGOVA I BUDŽETSKI KREDITI	-8,9	-28,8	-21,5	-10,4	-31,9	-5,8	3,2	-3,1	-50,2	-40,0
1. Otplata duga - SDŠ i ZZP	-5,1	-21,1	-15,6	4,8	-20,4	-15,5	-16,1	-15,7	-67,6	-67,6
2. Penzije	-1,5	-4,2	-3,3	-4,3	-7,6	2,6	155,0	54,2	-2,8	152,4
3. Budžetski krediti, neto ⁷⁾	-2,4	-3,4	-2,6	-1,3	-3,9	118,1	-50,0	3,1	191,6	60,4

Izvor: Tabela P-7 u Analičkom prilogu.

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

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

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

4) Procena FREN. Videti tabelu P-7 u Analičkom prilogu za objašnjenje.

5) Odnosi se samo na izdatke za tekuće penzije.

6) Kapitalni rashodi ne sadrže projekte finansirane iz inostranih izvora (osim u 2004. Videti fusnotu 16 u Tabeli P-7).

7) Stavka odgovara pojmu "Izdaci za nabavku finansijske imovine" u BJK, odnosno stavci "net lending" u prezentaciji MMF. Reč je o kreditima studentima, finansiranju Nacionalne korporacije za osiguranje stambenih kredita i sl.

Napomena:

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

Konsolidovani prihodi (bez licence) u Q3 su realno porasli 5,1% u odnosu na isti kvartal prethodne godine, ali u ovom kvartalu toliko rastu i konsolidovani rashodi (5,2%) za razliku od prethodnog kada smo videli prilično zatezanje, tj. sporiji rast rashoda od prihoda. Kada posmatramo sva tri kvartala 2006. u odnosu na isti period 2005. godine, uočava se nešto brži rast prihoda (4,5%) u odnosu na rashode (3,4%), zahvaljujući Q2 koji je bio restriktivan.

Konsolidovani prihodi u Q3 2006. rastu 5,1%, u odnosu na Q3 2005. godine. Brži rast beleže neporeski prihodi (i sa isključenom licencom) od poreskih. Za rast poreskih prihoda od 3,2% u odnosu na Q3 2005, zaslužni su porez na dohodak i doprinosi, kao i porez na dobit i ostali poreski prihodi. PDV i prihodi od carina podbacili su u ovom periodu, i beleže pad – kako u odnosu na Q3 prethodne godine, tako i u odnosu na Q2 tekuće godine.

**I dalje rastu doprinosi,
porez na dohodak i
dobit**

Porez na dohodak i doprinosi i dalje beleže značajan rast u odnosu na isti kvartal prethodne godine. Posebno je visok rast doprinosa PIO fondu samostalnih delatnosti, koji značajno raste još od Q4 prošle godine – preko 45% realno u prva tri kvartala u odnosu isti period prošle godine.

Porez na dobit raste i u odnosu na isti period prethodne godine, ali i u odnosu na Q2 u tekućoj godini. Porez na dobit je u Q1 tradicionalno visok pošto se konačni obračun ovog poreza plaća u martu tekuće godine za prethodnu. U Q2 i narednim kvartalima obveznici plaćaju akontaciju, čiju visinu određuju na osnovu prijave poreza na dobit za prethodnu godinu. Tako rast u Q3 možda signalizira veći priliv u narednoj godini, ako privrednici uplaćuju više iznose za akontaciju pošto očekuju viši obračun u martu imajući u vidu svoje tekuće poslovanje. Takav rast bio bi odraz žive i rentabilne ekonomske aktivnosti onda kada ne bi odražavao prenaplaćen fiskalni podsticaj da se prijavljuje dobit umesto stvarnih troškova.

PDV iz uvoza i carine u Q3 podbacuju, prevashodno usled jačanja dinara

PDV je u čitavoj godini podbacio⁴, zbog čega su prihodi od PDV u rebalansu budžeta 18 milijardi niži od prvobitno planiranih (Tabela T7-3). Međutim, PDV iz uvoza je, zahvaljujući kome se u prethodnom kvartalu prihod od PDV nešto oporavio, u Q3 podbacio prevashodno usled jačanja dinara. Slična je situacija i sa carinama. Apresijacija dinara u odnosu na evro uslovlila je niže prihode po osnovu carina i PDV na uvoz koji se obračunavaju na dinarsku protivvrednost uvezenih dobara.

Akcize, ukoliko se posmatraju u odnosu na isti period prethodne godine, beleže mali pad, zbog preusmeravanja 10% akciza na derivate nafte Direkciji za puteve, ali tokom 2006. beleže rast.

Neporeski prihodi (bez licence) beleže rast u Q3 i u odnosu na isti period prethodne godine i u odnosu na Q2 tekuće.

Rashodi u Q3 već nagoveštavaju najavljeni zaokret fiskalne politike

Konsolidovani rashodi sektora države u Q3 nagoveštavaju najavljeni zaokret u fiskalnoj politici. Nakon umerenog prvog polugodišta (porast od 1% realno u odnosu na isti period 2005), njihov rast se ubrzava na 5,2% u odnosu na Q3 prethodne godine. Sve stavke rashoda u Q3 2006. u odnosu na Q3 2005. beleže rast, izuzev subvencija i ostalih tekućih rashoda.

Rast rashoda za zaposlene u Q3 2006. u odnosu na isti period prethodne godine iznosi 1,1%. Značajniji rast zarada, a u skladu s najavljenim povećanjima, očekuje se u poslednjem kvartalu 2006. godine, što je i predviđeno rebalansom budžeta (Tabela T7-3). Tako se u Q4, pored uobičajenog sezonski značajnog rasta rashoda za zaposlene, očekuje i dodatnih blizu sedam milijardi dinara više.

Visok rast u odnosu na prethodnu godinu ima kategorija rashoda za kupovinu roba i usluga – 11,4%, u odnosu na Q3 prethodne godine. Rast ove kategorije rashoda je, kao i u prethodnim kvartalima, najveći na nivou Republike.

Visok rast kamata (u Q3 2006. u odnosu na Q2), posledica je sezonskog karaktera tih rashoda, odnosno definisanog perioda otplate koji po pravilu pada u drugu polovinu godine. Ukoliko se posmatra čitav period Q1–Q3 2006, u odnosu na isti period prethodne godine – rast kamata je 2,5%.

Od ostalih kategorija značajan rast beleže kapitalni rashodi. Taj rast je pre svega posledica povećanih kapitalnih rashoda na lokalnom nivou vlasti, koji sada čine više od polovine ukupnih kapitalnih rashoda države.

Fiskalna situacija u 2007. godini

Konsolidovani bilans države iz suficita prelazi u deficit...

Rebalansom budžeta 2006. već je najavljeno povećanje rashoda za zaposlene u Q4 od blizu sedam milijardi dinara. To povećanje “redovnih” fiskalnih rashoda u 2006. godini je još uvek moguće finansirati iz redovnih fiskalnih prihoda. Međutim, povećanje zarada tj. rashoda za zaposlene se “prenosi” i u narednu godinu, što znači da će ukupan rashod za zaposlene u 2007. za preko 30 milijardi dinara biti viši nego u 2006. U isto vreme – januara 2007. – stupa na snagu nedavno usvojen Zakon o porezu na dohodak građana, usled koga se na prihodnoj strani gubi oko 30 milijardi dinara. Tako konsolidovani bilans države prelazi iz suficita u deficit od oko 30 milijardi dinara.

Situacija s republičkim budžetom u 2007. prilično je zabrinjavajuća usled seta usvojenih novih zakonskih rešenja (uključujući i Ustavno rešenje za Vojvodinu). Kompletno povećanje rashoda za zaposlene se odnosi na budžetske korisnike (odbrana, obrazovanje, itd.), pa se tako rashodi za zaposlene u predlogu budžeta Republike Srbije povećavaju za oko 32 milijarde dinara⁵. U isto vreme, Republika gubi prihode od poreza na zarade – doduše, ne snosi ukupan gubitak od poreza na zarade za već pripadajući deo⁶, što je za oko devet milijardi dinara manje nego u 2006⁷.

4 U dobroj meri je i neadekvatno projektovan, o čemu je već bilo reči u prethodnim brojevima QM-a.

5 Poređenje predloga budžeta za 2007. sa rebalansom za 2006. godinu pokazuje nešto veću razliku iz metodoloških razloga – zarade državne zajednice za prvih 5 meseci 2006. su u rebalansu budžeta knjižene kao transfer, a ne kao rashod za zaposlene. zato rashodima za zaposlene u 2006. treba dodati 11,2 mlrd. dinara, i tek onda porediti sa rashodima za zaposlene u 2007.

6 55% poreza na zarade pripada RS budžetu, 40% lokalnim zajednicama a 5% budžetu Vojvodine.

7 Ili oko 15 milijardi manje nego što bi bio prihod u 2007. da nije bilo promena zakonskih rešenja

Tabela T7-3. Srbija: republički budžet (2006. i 2007) i konsolidovana država u 2006

	Republički budžet			Konsolidovana država	
	Budžet 2006 (prilagođen) ¹⁾	Rebalans budžeta 2006	Predlog budžeta 2007	Memorandum novembar 06	Projekcija FREN
I UKUPNI PRIHODI	487,9	521,3	574,8	855,1	849,1
1. Tekući prihodi	487,9	521,3	574,8	846,5	837,2
Poreski prihodi	465,7	454,4	501,7	756,0	737,2
Porez na dohodak i dobit	73,6	81,0	80,2	135,7	136,5
PDV i akcize	338,7	322,3	363,3	318,8	302,5
Carine	48,0	45,9	52,5	45,2	44,4
Ostali poreski prihodi	5,4	5,1	5,6	28,0	30,3
Doprinosi	..	..	..	228,3	223,5
Neporeski prihodi (sa licencom) ²⁾	22,2	66,9	73,1	90,5	100,0
2. Kapitalni prihodi	..	..	..	8,6	12,0
II UKUPNI RASHODI	-448,3	-505,8	-606,9	-827,1	-815,2
1. Tekući rashodi	-422,9	-446,7	-528,3	-764,6	-758,1
Rashodi za zaposlene	-110,2	-117,6	-161,4	-198,1	-200,2
Kupovina roba i usluga	-28,8	-32,7	-43,7	-118,5	-112,2
Otplata kamata	-22,8	-21,3	-18,6	-36,6	-39,1
Subvencije	-28,2	-30,9	-26,8	-51,7	-52,2
Socijalna pomoć i transferi od toga: penzije	-48,3	-53,9	-59,7	-340,3	-337,1
Donacije i transferi	..	..	..	-228,3	-230,1
Ostali tekući rashodi	-177,3	-182,8	-208,0	..	..
Ostali tekući rashodi	-7,3	-7,4	-10,1	-19,4	-17,3
2. Kapitalni rashodi od čega NIP ³⁾	-25,3	-59,1	-78,6	-62,5	-57,1
od čega NIP ³⁾	..	-33,0	-55,4	-10,0	-5,0
III OTPLATE STARIH DUGOVA I BUDŽETSKI KREDITI					
Otplata domaćeg duga (sa dugom penzionerima)	-32,4	-28,4	-37,6	-34,7	-42,7
Budžetski krediti, neto	-7,1	-7,8	-10,5	-7,2	-7,2
IVa KONSOLIDOVANI BILANS (I+II), MFIN	39,6	15,5	-32,1	28,0	33,9
IVc ANALITIČKI BILANS (I+II+III)-bez licence⁴⁾	0,1	-47,7	-94,1	-48,8	-42,9

Izvor: Ministarstvo finansija Republike Srbije.

1) Originalan Budžet usvojen oktobra 2005. Tada je 55 milijardi dinara bilo namenjeno Budžetu državne zajednice u vidu transfera. Budžet koje je Ministarstvo finansija prilagodilo ukidanju bužeta državne zajednice (8. juna 2006) na sledeći način: ono što je transferisano državnoj zajednici do 8. juna knjiženo je kao transfer, a troškovi od 8. juna su alocirani prema vrsti rashoda koji predstavljaju. Zato su, na primer, transferi u prilagođenom Budžetu niži od originalnog, a rashodi za zaposlene viši.

2) MFIN prihode od licence tretira kao neporeski prihod.

3) MFIN je pri izradi Rebalansa budžeta za 2006. rashode za NIP tretiralo kao kapitalne rashode, dakle "iznad" crte, dok je u predlogu budžeta za 2007. NIP ispod crte, al i smo ga zbog uporedivosti (a imajući u vidu da je licenca "iznad" tretirali "iznad" crte.

4) Prostim oduzimanjem prihoda od rashoda i otplate dugova predloga budžeta za 2007. dobio bi se deficit od 106.1 mlrd. dinara, ali očigledno da transfer od 12 mlrd. Vojvodini treba konsolidovati sa NIP-om.

sudeći, taj transfer, ipak, ne pokriva sasvim gubitak od poreza na zarade lokalnom nivou vlasti. Prema novom Ustavu Srbije „Budžet Autonomne pokrajine Vojvodine iznosi najmanje 7% u odnosu na budžet Republike Srbije, s tim što se tri sedmine od budžeta Autonomne pokrajine Vojvodine koristi za finansiranje kapitalnih rashoda”. Imajući u vidu izvorne prihode budžeta Vojvodine i dosadašnje transfere, u 2007. iz budžeta Republike Srbije biće potrebno da se transferiše ukupno 31,5 milijardi, tj. 17 milijardi dinara više nego prošle godine. Budžetom je, međutim, određeno da će se od ukupnih sredstava budžeta Vojvodine, 12 milijardi iskoristiti za finansiranje projekata Nacionalnog investicionog plana na teritoriji Autonomne pokrajine Vojvodine.

Tabela T7-4. Srbija: pozicija države kod bankarskog sektora, 2004–2006

	2004		2005		2006		
	Dec.	Mar.	Jun.	Dec.	Mar.	Jun.	Sep.
stanja, u milijardama dinara							
Ukupno	-8,0	-28,3	-24,4	-45,7	-56,2	-62,9	-153,0
Republike i državna zajednica	5,1	-9,4	-4,1	-30,4	-33,7	-36,5	-126,6
Lokalna samouprava	-13,1	-18,9	-20,3	-15,3	-22,5	-26,4	-26,4
kumulativni od početka godine, u milijardama dinara							
Ukupno	6,9	-20,1	-16,2	-37,5	-10,5	-17,1	-107,2
Republike i državna zajednica	13,5	-14,3	-9,0	-35,3	-3,2	-6,0	-96,1
Dinarska pozicija	0,6	-7,2	-10,0	-27,9	-3,1	-16,3	-13,1
Devizna pozicija	12,9	-7,0	1,0	-7,4	-0,1	10,3	-83,0
Lokalna samouprava	-6,6	-5,8	-7,3	-2,2	-7,3	-11,1	-11,1
NBS	-3,8	-5,3	-3,2	-0,8	-6,1	-5,1	-5,5
Poslovne banke	-2,8	-0,6	-4,0	-1,4	-1,2	-5,8	-5,6

Izvor: NBS.

90 milijardi dinara tj. 3,8% BDP-a. Pri tome, projekcija prihoda od PDV i akciza se čini više nego optimistička (za 40 milijardi dinara viša nego 2006), i naša je procena da je precenjena za bar 20 milijardi, što deficit budžeta povećava na preko 4,5% BDP-a.

U julu 2006, Skupština RS je na predlog Ministarstva finansija, usvojila Zakon o finansiranju lokalnih zajednica prema kome "godišnji iznos ukupnog nenamenskog transfera, koji se raspodeljuje jedinicama lokalne samouprave, iznosi 1,7% ostvarenog bruto domaćeg proizvoda prema poslednjem objavljenom podatku republičkog organa nadležnog za poslove statistike". To povećanje je pre svega trebalo da služi kompenzaciji gubitaka lokalnih zajednica po osnovu smanjenja prihoda od poreza na zarade. U predlogu budžeta za obračun je korišten BDP za 2005. godinu, tako da umesto dosadašnjih oko 19 milijardi dinara transfera lokalnim samoupravama će u 2007. godini biti preneto oko 30 milijardi dinara, što predstavlja, u stvari, 1,2% BDP-a 2007. Po svemu

Sve navedene promene zajedno će, verovatno je, predstavljati izuzetno veliki pritisak na budžet koji iz suficita redovnih aktivnosti prelazi u priličan deficit od preko 2% BDP-a (kada se isključi licenca). Analitički bilans – koji meri likvidnosni efekat transakcija države na privredu tj. na agregatnu tražnju, a uključuje otplatu javnog duga prema stanovništvu – penje se na preko

U julu 2006, Skupština RS je na predlog Ministarstva finansija, usvojila Zakon o finansiranju lokalnih zajednica prema kome "godišnji iznos ukupnog nenamenskog transfera, koji se raspodeljuje jedinicama lokalne samouprave, iznosi 1,7% ostvarenog bruto domaćeg proizvoda prema poslednjem objavljenom podatku republičkog organa nadležnog za poslove statistike". To povećanje je pre svega trebalo da služi kompenzaciji gubitaka lokalnih zajednica po osnovu smanjenja prihoda od poreza na zarade. U predlogu budžeta za obračun je korišten BDP za 2005. godinu, tako da umesto dosadašnjih oko 19 milijardi dinara transfera lokalnim samoupravama će u 2007. godini biti preneto oko 30 milijardi dinara, što predstavlja, u stvari, 1,2% BDP-a 2007. Po svemu

U julu 2006, Skupština RS je na predlog Ministarstva finansija, usvojila Zakon o finansiranju lokalnih zajednica prema kome "godišnji iznos ukupnog nenamenskog transfera, koji se raspodeljuje jedinicama lokalne samouprave, iznosi 1,7% ostvarenog bruto domaćeg proizvoda prema poslednjem objavljenom podatku republičkog organa nadležnog za poslove statistike". To povećanje je pre svega trebalo da služi kompenzaciji gubitaka lokalnih zajednica po osnovu smanjenja prihoda od poreza na zarade. U predlogu budžeta za obračun je korišten BDP za 2005. godinu, tako da umesto dosadašnjih oko 19 milijardi dinara transfera lokalnim samoupravama će u 2007. godini biti preneto oko 30 milijardi dinara, što predstavlja, u stvari, 1,2% BDP-a 2007. Po svemu

...usled smanjenja prihoda od poreza na zarade....

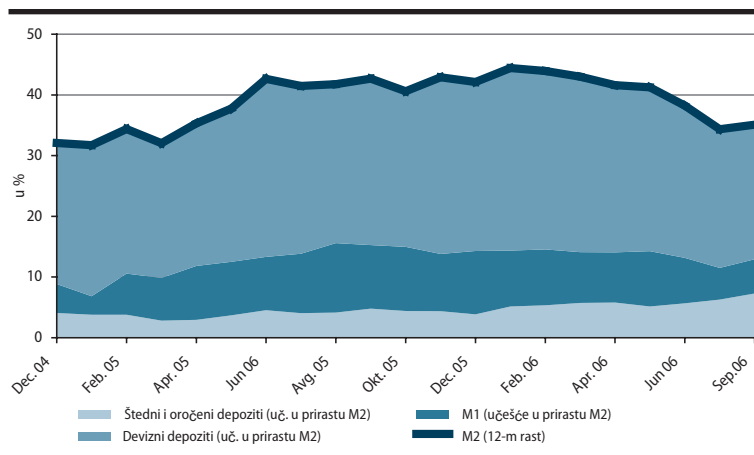
...i povećanja rashoda za zaposlene

8. Monetarni tokovi i politika

Monetarna politika u Q3 konačno deluje na smanjenje inflacije. Najveći doprinos obuzdavanju inflacije dala je nominalna apresijacija kursa nastala usled značajne apsorpcije dinara putem repo operacija. S druge strane, mere monetarne politike dovode do usporavanja rasta domaćih kredita ne-državnom sektoru, dok su kratkoročni krediti privredi potpuno zaustavljeni. Prirast depozita preduzeća, kao i podaci iz platnog bilansa zemlje pokazuju, međutim, da je zaustavljanje rasta bankarskih kredita privredi kompenzovano direktnim zaduživanjem privrede u inostranstvu. Sve veći priliv stranog kapitala, uz aktivan rad NBS na povlačenju dinara kroz repo operacije, dovodi do velikog pritiska na kurs, te NBS u Q4 počinje, po prvi put, da brani kurs od dalje apresijacije neto otkupom deviza na međubankarskom tržištu. Visoki prinosi na repo ugovore počinju nezavisno da privlače prilive deviza iz inostranstva (kursno-kamatna arbitraža) koje NBS otkupljuje, te tako emitovane dinare opet povlači novim repo ugovorima da ne bi narušila stabilizovanu inflaciju. Pošto su u avgustu na račun države pristigli značajni privatizacioni prihodi (oko jedne milijarde evra) treba pažljivo pratiti – kako će i po koju cenu monetarna politika da se nosi sa izazovima najavljene fiskalne ekspanzije u Q4 ove i tokom 2007. godine.

Grafikon T8-1. Srbija: novac i njegove komponente¹⁾, 2004–2006

Nastavlja se usporavanje rasta nominalnog M2...



Izvor: Tabela P-8 u Analitičkom prilogu.

1) Učešće komponenti novca dobijeno je kao njihov odnos prema vrednosti M2 u istom periodu prethodne godine, čime je zbir tako dobijenih odnosa jednak 12-m rastu ukupnog novca (M2).

U Q3 je nastavljen trend usporavanja rasta nominalnog M2 koji je započeo u junu, tako da je na kraju septembra rast tog agregata iznosio 35% na godišnjem nivou (Tabela T8-2). U septembru je 12-m realni rast ostao na junskom nivou. U strukturi novca (M2) primećuje se blagi rast udela dinarskih štednih i oročenih depozita na račun smanjenja udela deviznih depozita, pri čemu udeo M1 ostaje nepromenjen.

...kao i rasta kredita ne-državnom sektoru

Usporen je rast i nominalnog i realnog kredita ne-državnom sektoru u odnosu na Q2. Nominalni 12-m rast na kraju Q3 iznosio je 43,8% prema čitavih 57,9% u junu, a 12-m rast kredita privredi i kredita stanovništvu usporava se gotovo jednakom merom (Tabela T8-2). Ipak, iako je došlo do usporavanja rasta kredita u odnosu na njegovu rekordnu nominalnu vrednost iz maja 2006. (59,5% na godišnjem nivou), tumačenje usporavanja rasta kredita ne-državnom sektoru u Q3 u odnosu na Q2 zahteva izvesnu dozu opreznosti u pogledu metodologije merenja ukupnih kredita (Okvir 2). Naime, promena kursa otežava procenu veličine novih kredita (prirasta stanja odobrenih kredita), jer se usled kursiranja menja stanje potraživanja po osnovu kredita indeksiranih prema stranim valutama. Pod uslovom da su indeksirani krediti (koji se procenjuju na oko 70% ukupnih) ispravno kursirani u bilansima banaka, kreditni rast nije bitno usporen u Q3, naročito ako ga posmatramo u odnosu na isti period 2005. godine.

Tabela T8-2. Srbija: rast novca i agregata koji mu doprinose, 2003–2006

*Korigovani tokovi
pokazuju blaže
usporenje kredita
u Q3*

	2004		2005			2006		
	Dec.	Mar.	Jun	Sep.	Dec.	Mar.	Jun	Sep.
	12-m, u %							
M2 ¹⁾	32,1	32,1	42,7	42,7	42,1	43,0	38,2	35,1
Kreditni nedržavnom sektoru ²⁾	51,6	54,8	51,5	50,0	57,1	58,5	57,9	43,8
Kreditni nedržavnom sektoru ²⁾ , korigovani ³⁾	37,4	41,5	39,6	39,9	51,4	52,7	55,1	47,5
Domaćinstva	106,7	98,8	90,9	85,9	87,8	95,7	93,3	78,0
Privreda	23,7	29,6	27,4	27,0	39,6	39,0	41,6	35,2
	12-m realni, u %							
M2 ¹⁾	16,1	12,5	22,1	22,4	20,8	24,9	20,1	20,1
Kreditni nedržavnom sektoru ²⁾	33,3	31,9	29,7	28,8	33,5	38,4	37,1	27,8
Kreditni nedržavnom sektoru ²⁾ , korigovani ³⁾	20,0	19,5	18,6	19,3	28,2	32,9	34,4	31,0
Domaćinstva	80,9	68,1	62,4	58,7	59,1	70,5	67,5	58,1
Privreda	8,0	9,4	8,2	8,3	18,2	21,1	22,7	20
	kumulativni, u % od početnog M2⁴⁾							
M2 ¹⁾	32,1	2,6	15,9	30,8	42,1	3,2	12,7	24,3
M2 dinarski ¹⁾	8,9	-0,8	4,4	10,5	14,3	-0,4	3,8	9,2
Devizni depoziti (privreda i domaćinstva)	12,8	2,5	9,2	16,1	22,4	2,7	8,5	18,2
Kursne razlike ⁵⁾	10,5	0,8	2,3	4,3	5,4	1,0	0,4	-3,1
Neto strana aktiva (NSA), dinarski prirast	-3,7	1,0	6,8	16,1	16,5	-3,2	3,4	32,0
Neto strana aktiva (NSA), devizni prirast	-12,1	0,4	5,1	12,7	12,5	-3,8	3,1	35,2
Kursne razlike ⁶⁾	8,4	0,6	1,8	3,4	3,9	0,6	0,3	-3,2
Neto domaća aktiva (NDA)	35,8	1,6	9,0	14,7	25,6	6,4	9,3	-7,7
od čega: kreditni nedržavnom sektoru ²⁾ , korigovani ³⁾	26,5	7,5	14,0	24,8	41,9	9,2	18,4	24,9
od čega: krediti državi, neto ⁷⁾	5,5	-4,4	-2,8	-5,4	-10,8	-0,7	-1,3	-21,8
od čega: kapital NBS i poslovnih banaka	-9,6	-2,7	-6,6	-9,0	-11,8	-4,6	-10,8	-15,1
	kumulativni, u % od godišnjeg BDP⁸⁾							
Kreditni državi, neto ⁷⁾	1,0	-0,9	-0,6	-1,0	-2,0	-0,2	-0,3	-4,8
od čega: dinarski	0,0	-0,5	-0,6	-1,0	-1,6	-0,2	-0,9	-0,7
Kreditni nedržavnom sektoru ²⁾ , korigovani ³⁾	4,5	1,6	2,9	4,8	7,7	2,3	4,4	5,7

Izvor: Tabela P-8. u Analitičkom prilogu.

1) Novčana masa: komponente - videti Analitičke i notacijske konvencije.

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.

5) Doprinos deviznih depozita rastu M2 meri samo doprinos prirasta deviznih depozita u deviznom znaku, tako da njihova revalorizacija daje kursne razlike.

6) Kursne razlike se odnose na razliku u doprinosu NSA rastu M2 merenom u dinarskom znaku i doprinosu NSA rastu M2 merenom u deviznom znaku.

7) Krediti državi, neto - razlika između kredita (dinarskih i deviznih) i depozita (dinarskih i deviznih) države. Država ne uključuje lokalnu samoupravu koja je tretirana kao nedržavni sektor.

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

*Monetarni rast u Q3 je
posledica rasta kredita
i akumulacije deviznih
rezervi*

Rast novca, zaključno sa Q3, dostigao je vrednost od 24,3% početnog M2 (Tabela T8-2). U takvom kretanju novčane mase kreditni rast, korigovan za efekat promene kursa, učestvuje sa 24,9% od početnog M2. Rast kredita (6,5% od početnog M2) finansiran je u velikoj meri iz povećanja kapitala banaka (4,3% od početnog M2). U Q3 dolazi do značajne promene u odnosu između NDA i NSA, kao posledice privatizacionih priliva na devizni račun države kod centralne banke. NSA tako beleži u Q3 prirast od 35,2% od početnog M2 (Tabela T8-2), a od toga se 32,1% od početnog M2 odnosi na Q3. NDA za prva tri kvartala beleži pad od 7,7% od početnog M2 usled smanjenja u Q3 od 17% od početnog M2, što je posledica prirasta neto kredita državi na kraju Q3 od -21,8% od početnog M2.

Devizna štednja stanovništva u Q3 raste brže nego u prethodnim kvartalima 2006. Nova devizna štednja u Q3 je 385 miliona evra (Tabela T8-4), što je gotovo dvostruko više nego u istom periodu 2005 (211 miliona evra).

Okvir 1. NBS prestaje s poošttravanjem obavezne rezerve na deviznu osnovicu i popušta obaveznu rezervu na dinarsku osnovicu

Kako je poslednje povećanje stope obavezne rezerve na kratkoročno zaduživanje banaka u inostranstvu konačno urodilo plodom, tako NBS u Q3 ne poseže više za tom merom. S druge strane, u novembru smanjuje stopu obavezne rezerve na dinarsku osnovicu sa 18% na 15% (Tabela T8-3) i donosi odluke usmerene na bolje upravljanje likvidnošću banaka – poput smanjenja minimalne dnevne obavezne rezerve sa 80% na do 50%.

Tabela T8-3. Stope obavezne rezerve banaka kod NBS¹⁾, 12. 2004 - 11. 2006

	12/2004	05/2005	07/2005	10/2005	11/2005	03/2006	04/2006	05/2006	11/2006
Stopa na: (u %)									
DINARSKU OSNOVICU	21	20	20	18	18	18	18	18	15
od čega:									
sredstva na nerezidentnim računima sa rokom dospeća do 2 godine:								60	60
sredstva na nerezidentnim računima sa rokom dospeća preko 2 godine:								40	40
DEVIZNU OSNOVICU	21	26	29	35	38	40	40	40	40
od čega:									
zaduženje banaka u inostranstvu sa rokom dospeća do 2 godine ²⁾ :							60	60	60
NOVU DEVIZNU ŠTEDNJU ³⁾	47	47	45	41	38	40	40	40	40
SUBORDINIRANI KAPITAL						20	20	20	20
Najvažnije izmene i dopune:	uvođenje obavezne rezerve na kredite iz inostranstva	razdvajanje dinarske i devizne osnovice			stopa 38% važi i za novu deviznu štednju	uvođenje obavezne rezerve na subordinirani kapital			

Izvor: NBS.

1) Važi od 10-og u narednom mesecu i primenjuje se sa knjigovodstvenim stanjem na poslednji dan navedenog meseca.

2) Do aprila 2006. godine, zaduženje banaka u inostranstvu je jedinstveno tretirano bez obzira na ročnost. Stoga, ova potkategorija nema vrednosti zaključno s martom 2006, odnosno jedinstvena devizna osnovica se primenjivala na sve prilive iz inostranstva po osnovu zaduženja poslovnih banaka.

3) Prema važećoj regulativi do decembra 2005. godine obaveze poslovnih banaka da izdvajaju sredstava kod NBS po osnovu prikupljene nove devizne štednje stanovništva (štedni uložni položaji posle 30.06.2001) bile su regulisane posebnom odlukom NBS. Regulativa postaje jedinstvena od trenutka izjednačavanja stope obavezne rezerve na sva devizna sredstva poslovnih banaka.

Napomene:

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

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

Iz dinarske i devizne osnovice isključuju se: iznos obaveza prema NBS; do decembra 2005. godine – iznos obaveza po deviznoj štednji položenoj kod banaka posle 30.06.2001; iznosi nastali u vezi s regulisanjem duga po staroj deviznoj štednji i iznosi u vezi s reprogramiranim dugom prema poveriocima Pariskog i Londonskog kluba. Osnovica se umanjuje za iznose dugoročnih stambenih kredita osiguranih kod Nacionalne korporacije za osiguranje stambenih kredita.

Tabela T8-4. Srbija: monetarni pregled, 2004–2006

Devizne rezerve
sistema su bitno
uvećane u Q3

	2004		2005			2006		
	Dec.	Mar.	Jun	Sep.	Dec.	Mar.	Jun	Sep.
STANJE								
u milionima dinara, na kraju perioda								
Neto strana aktiva (NSA)	141.120	144.478	163.230	193.028	194.397	179.886	209.994	341.473
od čega: rezerve NBS	244.837	272.654	302.596	358.226	420.769	461.414	545.592	645.627
od čega: obaveze poslovnih banaka	-83.225	-98.169	-114.781	-131.089	-191.124	-229.082	-302.170	-300.781
Neto domaća aktiva (NDA)	182.147	187.226	211.299	229.820	265.051	294.481	307.761	229.781
Kreditni državi, neto ¹⁾	4.866	-9.400	-4.098	-12.510	-30.447	-33.667	-36.464	-126.556
Dinarski krediti, neto	4.506	-2.720	-5.475	-12.150	-23.386	-26.501	-39.734	-36.446
Devizni krediti, neto	360	-6.680	1.377	-360	-7.061	-7.166	3.270	-90.110
Kreditni nedržavnom sektoru ²⁾	263.292	290.513	316.028	356.294	413.615	460.370	499.011	512.298
Ostale stavke	-86.011	-93.887	-100.631	-113.964	-118.117	-132.222	-154.786	-155.961
Novčana masa: M2 ³⁾	323.267	331.704	374.529	422.848	459.448	474.367	517.755	571.254
Novčana masa: dinarski M2 ³⁾	146.604	144.144	160.778	180.452	192.758	190.872	210.046	235.131
Devizni depoziti (privreda i domaćinstva)	176.663	187.560	213.751	242.396	266.690	283.495	307.709	336.123
STRUKTURNI POKAZATELJI								
Gotov novac u opticaju / Dinarski depoziti (privreda i domaćinstva), u %	44,5	37,6	35,7	35,5	38,6	31,6	30,4	28,5
Devizni depoziti (privreda i domaćinstva)/M2 (%)	54,6	56,5	57,1	57,3	58,0	59,8	59,4	58,8
Koeficijent obrta (BDP ⁴⁾ / M2)	3,9	4,0	3,8	3,5	3,4	3,5	3,3	3,0
M2 / BDP ⁴⁾	0,26	0,25	0,26	0,28	0,29	0,29	0,30	0,33
Kreditni nedržavnom sektoru / BDP ⁴⁾	0,21	0,22	0,22	0,24	0,26	0,28	0,29	0,30
TOK								
u milionima evra, kumulativni od početka god.⁵⁾								
Bruto rezerve NBS	229,2	299,3	591,0	1.164,7	1.856,6	388,4	1.422,8	2.952,2
Obaveze poslovnih banaka	-685,3	-169,4	-344,9	-505,9	-1.193,6	-400,8	-1.278,2	-1.432,7
Devizni depoziti (privreda i domaćinstva)	457,3	102,7	371,0	650,5	907,9	143,1	458,8	979,9
od čega: devizna štednja stanovništva	365,0	145,4	323,3	534,7	838,0	165,2	358,8	744,7
Država: devizni depoziti	156,3	-98,7	7,0	-56,3	-114,8	-32,8	89,0	-993,6
Kreditni nedržavnom sektoru ²⁾ , korigovani ⁶⁾	895,8	303,8	561,0	977,3	1.619,8	483,1	969,8	1.329,4

Izvor: Tabela P-8. u Analitičkom prilogu.

1) Videti fusnotu 7) u Tabeli T8-2.

2) Videti fusnotu 2) u Tabeli T8-2.

3) Novčana masa: komponente - videti Analitičke i notacije konvencije.

4) Videti fusnotu 8) u Tabeli T8-2.

5) Npr. cifra u koloni za decembar 2004. god. predstavlja promenu stanja (u evrima) za period decembar 2003. - decembar 2004. god.

6) Videti fusnotu 3) u Tabeli T8-2.

Okvir 2. Merenje kredita banaka

Sada kada beležimo apresijaciju dinara, nije jednostavno izvoditi pouzdane zaključke o rastu ukupnih kredita zbog visokoprisutne indeksacije kredita prema stranoj valuti koja potiče iz perioda kontinuirane nominalne depresijacije dinara. Naime, ukupni krediti su u nominalnom dinarskom izrazu u Q3 prestali da rastu, dok su izraženi u evru zabeležili samo blago usporenje rasta u odnosu na Q2, ali i veći rast nego u istom periodu prethodne godine.

Da bismo zauzeli relativno čvrst stav o tome koliko su, gotovo drastične, mere monetarne politike bile delotvorne i uticale na rast ukupnih kredita, posmatrali smo *nominalni rast plasmana nedržavnom sektoru i rast korigovan za efekte promene kursa*. Ovaj drugi izračunali smo na osnovu *prirasta plasmana u evrima* (Tabela T8-5) koje smo iz raspoloživih dinarskih stanja izveli kao zbir: (1) razlike između dinarskih stanja s kraja meseca preračunatih u evre po kursu na kraju meseca, za 70% ukupnog stanja i (2) razlike u dinarskim stanjima s kraja dva perioda preračunatu u evre po prosečnom kursu perioda, za 30% od ukupnih stanja. Dobijeni korigovani 12-m rast za ukupne plasmane nedržavnom sektoru iznosio je 47,5%, dok je 12-m rast čistog dinarskog stanja kredita bio 43,8% (Tabela T8-2). U delu u kojem se bavimo analizom rasta kredita verujemo da je stvaran rast kredita bliži korigovanoj stopi, ali ovakav stav zauzimamo uz izvesnu rezervu iz dva razloga: (1) korigovani rast kredita računamo pod pretpostavkom da banke dosledno primenjuju indeksacionu klauzulu, a svesni smo da postoje slučajevi kada je banke primenjuju jednostrano (samo u slučaju depresijacije, ali ne i apresijacije dinara), (2) ideo indeksiranih kredita u ukupnim (od 70%) uzimamo kao pretpostavku.

Drugi činilac koji otežava zauzimanje čvrstog stava o stvarnom nivou i rastu ukupnih kredita banaka na osnovu raspoloživih podataka iz agregiranog bilansa bankarskog sektora jeste: *tret-*

man rezervisanja za potencijalne gubitke. Način rezervisanja propisan je odlukom NBS i predstavlja računovodstvenu tehniku kojom se na teret tekućeg perioda knjiže rashodi za potencijalne gubitke od kreditiranja, a istovremeno se stanje kredita indirektno umanjuje za iznos ovih rashoda. Budući da banke formiraju rezervisanja prema propisanim stopama, dešavalo se da NBS promeni propisane stope za određenu vrstu kredita/klijenata, te da se neto stanje kredita iz jednog perioda u drugi promeni, dok je bruto stanje koje se odnosi na te iste kredite ostalo nepromenjeno.

Dosadašnje analize u QM, zasnivale su se na podacima o tzv. neto kreditima nedržavnom sektoru – bruto krediti umanjani za rezervisanja za potencijalne gubitke. Od oktobra 2006. je NBS počela da objavljuje preciznije podatke o kreditima koji sadrže odvojeno bruto stanje kredita i iznos rezervisanja za potencijalne gubitke (čija razlika predstavlja do sada jedino raspoloživ – neto iznos kredita). Od narednog QM-a, analiza kreditiranja zasnivaće se na novim preciznijim podacima.

U Q3 je nastavljeno usporavanje rasta kredita privredi

Ukupni bankarski plasmani privredi i stanovništvu su u Q3 u dinarskom izrazu porasli za svega 12 milijardi dinara, što je tri puta manje nego u Q2 i predstavlja značajno usporavanje rasta (Tabela P-9 u Analitičkom prilogu). To nam samo naizgled ukazuje da je restriktivna monetarna politika uspela da obuzda rast plasmana. Izraženo u evrima s korekcijama tokova za efekte promene kursa – uz pretpostavku da je 70% ukupnih plasmana indeksirano prema evru (Tabela T8-5) – neto porast kredita nedržavnom sektoru iznosio je u Q3 oko 430 miliona evra, što je gotovo isti iznos kao u Q3 2005. i predstavlja manje drastično usporavanje 12-m rasta. Prethodna razlika u tokovima izraženim u dinarima i u evrima, posledica je velike nominalne apresijacije dinara tokom Q3 (detaljnije videti u Okviru 2). U oba slučaja najveće usporavanje rasta pretrpeli su krediti preduzećima koji su, zaključno sa Q3 2006, porasli za 730 miliona evra (od toga u Q3 za 150 miliona evra, korigovani tokovi) prema 590 miliona evra za isti period 2005. (210 miliona evra u Q3 2005.). U strukturi prirasta plasmana privredi u Q3 uočava se potpuno zaustavljanje kratkoročnih plasmana koji je u Q2 bio gotovo jednak prirastu dugoročnih, a u ranijim kvartalima je čak značajno prednjačio nad prirastom dugoročnih plasmana. Na osnovu podataka iz Platnog bilansa vidimo, međutim, da je ovo zaustavljanje bankarskih plasmana privredi u Q3 kompenzovano skokom direktnog zaduživanja privrede u inostranstvu. Plasmani stanovništvu takođe beleže usporen, ali i dalje veliki rast (Tabela T8-5).

Repo plasmani zauzimaju sve značajnije mesto u portfelju banaka

Tokom Q3, banke su plasirale 24 milijarde dinara (oko 300 miliona evra) u nove repo ugovore (Tabela T8-5). Taj do sada rekordni prirast repo plasmana, činio je oko polovinu ukupnog prirasta plasmana u Q3 (u Q2 2006. je prirast repo plasmana činio 40% ukupnog prirasta bankarskih plasmana, dok je u Q3 2005. bio zanemarljiv).

U bankarskim izvorima raste udeo depozita...

U Q3 banke po prvi put porast plasmana finansiraju dominantno iz porasta depozita. Depoziti su u Q3 porasli za 780 miliona evra (Tabela T8-5). Tom izrazitom skoku depozita (440 miliona evra u Q2, 430 u Q3 2005.), doprinosi uglavnom rast depozita privrede (390 miliona evra u Q3) i predstavlja oko polovine ukupnog prirasta depozita u Q3, dok je do tada činio tek jednu trećinu. Na značajno uvećan rast depozita stanovništva, uticao je skok devizne štednje. U okviru depozita privrede najviše rastu dinarski depoziti – prirast u Q3 iznosi 240 miliona evra (80 u Q2, 100 u Q3 2005, korigovani tokovi), dok devizni depoziti umerenije rastu (150 miliona evra u Q3, 100 u Q2, 70 u Q3 2005.). U ovom neobično velikom prirastu depozita privrede ogleda se porast direktnog zaduživanja privrede u inostranstvu. Tačnije, banke usmeravaju svoje klijente na direktno zaduživanje kod njihovih organizacionih jedinica u inostranstvu, kako bi izbegle sve veće troškove plasiranja kroz domaće kredite. Veći prirast dinarskih depozita objašnjavamo sve atraktivnijim prinosom na dinarska sredstva – tako da i banke podižu ponuđene kamatne stope na dinarske depozite u Q3. Rast zaduživanja banaka u inostranstvu je u Q3 nastavio usporavanje iz Q2. Nove plasmane banke finansiraju i povećanjem kapitala (oko 340 miliona evra u Q3 – na istom nivou kao i u Q2, prema 40 u Q3 2005). Pored uobičajenog rasta kapitala stranih banaka, u 2006. svoj kapital sve češće uvećavaju i banke s dominantnim državnim i domaćim privatnim vlasnikom – putem emisije akcija. Država u Q3 dodaje likvidnost uvećanjem depozita kod banaka za 50 miliona evra (korigovani tokovi).

...a iznenađuje rast depozita privrede

Tabela T8-5. Srbija: Poslovanje banaka - Izvori i struktura plasmana, korigovani¹⁾ tokovi, 2004–2006

	2004		2005			2006		
	Dec.	Mar.	Jun	Sep.	Dec.	Mar.	Jun	Sep.
u milionima evra, kumulativni od početka god.								
Izvori sredstava (-, povlačenje)	-1.229	-318	-948	-1.573	-2.693	-661	-2.347	-3.612
Domaći depoziti	-624	-73	-489	-914	-1.316	-116	-551	-1.324
Depoziti stanovništva	-356	-144	-351	-575	-884	-178	-413	-796
dinarski depoziti	9	1	-27	-40	-46	-13	-55	-51
devizni depoziti	-365	-145	-323	-535	-838	-165	-359	-745
Depoziti privrede	-268	71	-138	-339	-431	63	-137	-528
dinarski depoziti	-177	28	-92	-224	-364	36	-52	-296
devizni depoziti	-92	43	-46	-115	-68	27	-85	-232
Zaduživanje u inostranstvu	-685	-169	-345	-506	-1.194	-401	-1.278	-1.433
Kapital i rezerve ¹⁾	80	-76	-114	-153	-184	-145	-518	-855
Devizne rezerve (-, povlačenje)	-47	-96	-20	-47	-50	-155	-152	0
Plasmani¹⁾	1.099	295	689	1.190	1.830	624	1.351	2.015
Ukupno privreda i stanovništvo	986	267	574	1.002	1.700	478	1.005	1.430
Privreda	580	211	380	590	1.039	310	582	730
kratkoročni plasmani	420	188	281	461	673	182	307	301
dugoročni plasmani	160	23	99	129	365	128	275	429
Stanovništvo	406	56	194	412	662	168	422	699
kratkoročni plasmani	45	4	6	25	66	47	94	148
dugoročni plasmani	362	52	187	387	596	122	329	551
Repo plasmani ²⁾	-7	21	197	223	189	165	453	743
Neto kreditiranje države ³⁾	120	7	-82	-36	-59	-20	-106	-157
PRO MEMORIA								
Direktno zaduživanje privrede u inostranstvu + bankarski plasmani privredi	1.159	285	717	1.182	1.900	519	1.075	1.875
od čega: direktno zaduživanje privrede u inostr.	579	75	337	591	861	210	493	1.144
Srednjeročno i dugoročno	574	75	349	589	846	210	473	1.131
Kratkoročno	6	0	-11	2	15	0	20	14
Obavezne rezerve i depoziti	193	51	267	472	951	260	1.205	1.499
Ostala potraživanja od NBS (neto) ⁴⁾	12	-67	-33	-26	45	-104	-103	-13
od čega: slobodne rezerve posl. banaka	-16	-60	-49	-43	3	-103	-87	-39
Ostale stavke ⁵⁾	31	97	61	16	13	35	83	192
Efektivna obavezna rezerva (u %) ⁶⁾	25	25	26	27	30	32	38	37

Izvor: Tabela P-9. u Analitičkom prilogu.

1) Prirasti plasmana dobijeni su pod pretpostavkom da je 70% od ukupnih plasmana indeksirano prema evru, pri čemu je pretpostavljeno da su dugoročni plasmani privredi i stanovništvu indeksirani u celosti. 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 su preračunati po kursu evra na krajevima perioda i ne sadrže efekat kursnih razlika od preračunavanja ostatka bilansa.

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

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

5) Stavke u bilansu banaka: ostala aktiva, depoziti pravnih lica u likvidaciji, međubankarski 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.

Primarni novac na kraju Q3 počinje da se otima kontroli

Uprkos restriktivnim merama, primarni novac je u Q3 porastao za 9,7% od početnog H (Tabela T8-6) a od toga osam milijardi dinara u septembru (10 milijardi u celom Q3). Time je, u julu 2006, poništeno njegovo svođenje na okvire iz 2005. Povećanje primarnog novca nastalo je na deviznom tržištu, otkupom deviza od strane NBS – od 370 miliona evra u Q3 (29 milijardi dinara). Do avgusta je NBS uspevala da repo operacijama sterilizuje svu kreiranu likvidnost na deviznom tržištu, tako da je H u periodu od početka 2006. do kraja avgusta smanjen za 5,9% u odnosu na početni H. Međutim, od septembra sterilizacija kroz repo ugovore gubi korak s kreiranjem dinara kroz MDT i dovodi do prirasta H na kraju Q3 od 4,1% od početnog H. Pod pritiskom velikog priliva kapitala iz inostranstva, u oktobru i novembru 2006. NBS pojačano interveniše na međubankarskom deviznom tržištu (MDT) i neto otkupljuje značajne količine deviza od banaka – kako bi sprečila dalju apresijaciju dinara. Procenjujemo da će za celu 2006. godinu prirast neto sopstvenih rezervi NBS biti oko 1700 miliona evra (od čega oko 750 miliona evra u Q4), ne računajući eventualnu konverziju dela državnog deviznog depozita kod NBS u dinare, čime bi ovaj prirast mogao još da se uveća (Tabela T8-7).

U prirastu bankarskih izvora prvi put dominiraju depoziti

U Q3 je potpuno zaustavljen kratkoročni kredit privredi...

..ali je kompenzovan direktnim kreditom iz inostranstva

Tabela T8-6. Srbija: NBS - otkup deviza i sterilizacija, 2004–2006¹⁾

	2004		2005				2006			
	Dec.	Mar.	Jun	Sep.	Dec.	Mar.	Jun	Sep.	Dec. ⁶⁾	
TOK										
u milionima dinara, kumulativi od početka god.										
Neto sopstvene rezerve NBS ²⁾	18.286	10.454	29.092	48.044	62.889	4.775	48.859	79.104	134.300	
Neto sopstvene rezerve NBS (u evrima)	250	130	358	584	756	55	562	928	1.700	
Neto Domaća aktiva (NDA)	-11.313	-21.723	-34.570	-44.819	-45.639	-20.845	-54.154	-75.216	-133.454	
Dinarski krediti države	2.376	-192	-4.791	-5.414	-6.219	-1.501	-1.762	-1.765	-1.765	
Dinarski depoziti države	-13.763	-12.527	-8.466	-14.783	-18.563	-4.797	-14.412	-15.189	-15.189	
od čega: lokalna samouprava	-3.789	-5.259	-3.213	-4.966	-821	-6.068	-5.339	-5.505	...	
Repo operacije ³⁾	471	-1.454	-15.855	-18.052	-15.076	-14.259	-39.153	-63.336	-125.000	
Ostala (domaća) aktiva, neto ⁴⁾	-397	-7.550	-5.458	-6.570	-5.781	-288	1.173	5.074	8.500	
Primarni novac	6.973	-11.269	-5.478	3.225	17.250	-16.070	-5.295	3.888	846	
od čega: gotovina u opticaju	2.186	-5.797	-2.849	2.118	8.485	-7.825	-4.724	-1.540	...	
od čega: slobodne rezerve	46	-5.195	-3.531	-2.613	3.673	-8.587	-7.878	-2.129	...	
PORAST										
kumulativi, u % od stanja početnog H⁴⁾										
Neto sopstvene rezerve NBS ²⁾	44,0	15,4	42,9	71,6	92,6	7,9	52,3	73,6	142,5	
Neto Domaća aktiva (NDA)	-34,0	-30,1	-50,0	-67,4	-70,2	-25,0	-58,0	-69,5	-141,6	
Dinarski depoziti države	-19,7	-16,3	-11,0	-19,2	-24,1	-5,1	-15,3	-16,1	...	
Repo operacije ³⁾	0,7	-1,9	-20,6	-23,5	-19,6	-15,1	-41,6	-67,2	...	
Ostala (domaća) aktiva, neto ⁴⁾	-15,0	-11,9	-18,4	-24,8	-26,5	-4,8	-1,1	13,9	...	
Primarni novac	10,0	-14,6	-7,1	4,2	22,4	-17,1	-5,6	4,1	0,9	
od čega: gotovina u opticaju	3,1	-7,5	-3,7	2,8	11,0	-8,3	-5,0	-1,6	...	
od čega: slobodne rezerve	0,1	-6,7	-4,6	-3,4	4,8	-9,1	-8,4	-2,3	...	
PRO MEMORIA										
Bruto dev. rezerve (kumul. od poč. god, u evrima)	229,2	299,3	591,0	1.164,7	1.856,6	388,4	1.422,8	2.952,2	...	
Bruto dev. rezerve (u % H s poč. god., u evrima)	73,1	36,1	75,0	147,3	228,6	43,1	132,5	238,7	...	
Primarni novac (stopa rasta, 12-m, u %)	10,0	14,3	14,8	25,0	22,4	18,9	24,4	22,3	...	
Gotov novac u opticaju (stopa rasta, 12-m, u %)	5,1	3,6	4,9	11,4	18,8	16,4	15,6	10,2	...	

Izvor: Tabela P-10. u Analitičkom prilogu.

1) U državu su uključeni svi nivoi vlasti: republički nivo i nivo lokalne samouprave.

2) Definicija neto sopstvenih rezervi NBS data je u Okviru 4.

3) Zaključno sa decembrom 2004, ova kategorija uključuje Blagajničke zapise NBS (BZ), u periodu januar 2005-februar 2005 - BZ i repo operacije, a od marta 2005 - samo repo operacije.

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

5) "Početnim H" označava se stanje primarnog novca (H) na početku odnosno godine, tj. kraju prethodne.

6) Procena FREN-a

**NBS uspeva da steriliše
rast primarnog novca
visokoprinosnim repo
ugovorima...**

NBS je u Q3 povukla 24 milijarde dinara putem repo operacija (Tabela T8-6). Tokom oktobra i novembra repo tržište postaje još aktivnije nego tokom Q3 i očekujemo da će stok prodatih zapisa putem repo operacija dostići 130 milijardi dinara na kraju 2006, što znači da će prirast repo ugovora u Q4 iznositi oko 50 milijardi dinara što je dva puta više od prirasta u Q3.

**...a u Q4 brani kurs od
dalje apresijacije**

Iako je NBS smanjivala stopu na repo plasmane, interesovanje banaka bilo je veliko budući da je prinos realno porastao i, jer, apresijacija dinara čini kursno-kamatnu arbitražu atraktivnijom (videti Grafikon T9-4. u odeljku "Finansijska tržišta"). Ipak, kamatna stopa na repo ugovore se kao instrument monetarne politike pokazala ograničeno efikasnom. S jedne strane, pri apresijaciji kursa repo plasmani postaju sve atraktivnija investicija – što dovodi do nezavisnog priliva deviza i time stvara još veću ponudu deviza i pritisak na apresijaciju. S druge strane, taj priliv zahteva novu sterilizaciju kreiranih dinara putem deviznog tržišta i poskupljuje vođenje monetarne politike. Time nastaje rizik otvaranja začaranog kruga u kome: visoki prinos na repo ugovore privlači strani kapital koji izaziva pritisak na deviznom tržištu. NBS otkupljuje taj priliv deviza da bi sprečila preteranu apresijaciju kursa, a time se opet stvaraju novi dinari koje NBS opet teži da sterilizuje novim repo ugovorima da bi održavala inflaciju na ciljanoj nivou.

8. Monetarni tokovi i politika

Tabela T8-7. Struktura deviznih rezervi Srbije, stanja i tokovi 2004–2006

	2004		2005			2006		
	Dec.	Mar.	Jun	Sep.	Dec.	Mar.	Jun	Sep.
	u milionima evra, stanja							
Neto strana aktiva Srbije	1.766	1.783	1.972	2.279	2.274	2.070	2.442	4.164
Poslovne banke, neto	-367	-632	-732	-920	-1.610	-2.166	-3.041	-3.043
Bruto rezerve	675	579	655	628	625	470	473	625
Obaveze	-1.042	-1.211	-1.387	-1.548	-2.235	-2.636	-3.514	-3.668
Narodna banka Srbije, neto	2.133	2.414	2.704	3.199	3.884	4.236	5.482	7.207
Bruto rezerve	3.065	3.364	3.656	4.229	4.921	5.310	6.344	7.874
Obaveze	-932	-950	-952	-1.031	-1.037	-1.074	-862	-667
MMF	-698	-676	-657	-760	-737	-781	-571	-378
Ostale obaveze	-234	-274	-295	-271	-300	-293	-290	-288
STRUKTURA NETO REZERVNI NBS								
1. Narodna banka Srbije, neto	2.133	2.414	2.704	3.199	3.884	4.236	5.482	7.207
1.1 Depoziti poslovnih banaka	-825	-878	-1.083	-1.262	-1.725	-1.995	-2.858	-3.126
1.2 Depoziti države	-125	-223	-79	-170	-220	-247	-123	-1.213
1.3 NBS sopstvene rezerve (1.3 = 1 - 1.1 - 1.2)	1.183	1.313	1.541	1.767	1.939	1.994	2.501	2.868
	u milionima evra, kumulativi od početka godine							
Neto strana aktiva Srbije	-433	16	206	513	507	-204	168	1.891
Poslovne banke, neto	-732	-265	-365	-553	-1.244	-556	-1.430	-1.432
Bruto rezerve	-47	-96	-20	-47	-50	-155	-152	0
Obaveze	-685	-169	-345	-506	-1.194	-401	-1.278	-1.433
Narodna banka Srbije, neto	300	281	571	1.066	1.751	352	1.598	3.323
Bruto rezerve	229	299	591	1.165	1.857	388	1.423	2.952
Obaveze	71	-18	-20	-99	-106	-36	176	371
MMF	33	22	40	-63	-39	-44	165	359
Ostale obaveze	38	-40	-61	-36	-66	8	10	12
STRUKTURA NETO REZERVNI NBS								
1. Narodna banka Srbije, neto	300	281	571	1.066	1.751	352	1.598	3.323
1.1 Depoziti poslovnih banaka	-190	-54	-259	-437	-900	-270	-1.133	-1.401
1.2 Depoziti države	140	-98	46	-45	-95	-27	97	-993
1.3 NBS sopstvene rezerve (1.3 = 1 - 1.1 - 1.2)	250	130	358	584	756	55	562	928

Izvor: NBS. Napomena: Devizne obaveze NBS se u monetarnom pregledu i u bilansu NBS tretiraju različito. U ovu kategoriju u monetarnom pregledu uključeni su krediti od MMF-a i ostale obaveze prema inostranstvu, dok su u bilansu NBS pored navedenih stavki obuhvaćeni i devizni depoziti poslovnih banaka (sredstva obavezne rezerve i ostali devizni depoziti).

Okvir 3. NBS promovise kamatnu stopu kao najbitniji instrument buduće monetarne politike koja se kreće ka režimu ciljanja inflacije

U Q3 je NBS usvojila tzv. novi operativni okvir za sprovođenje monetarne politike – Ciljanje inflacije¹. Tačnije, radi se o najavi prelaznog perioda - bez tačno definisanog roka - ka uvođenju ciljanja inflacije, i kako se navodi u Memorandumu, kojim je ovaj novi okvir najavljen: "NBS će režim targetiranja inflacije i zvanično da usvoji čim budu ispunjeni preduslovi i uspostavljeni ključni elementi za to". Do tada će se, kako se navodi, jačati uloga kamatne stope koja će biti glavni instrument monetarne politike. Kao referentna kamatna stopa koju fiksira NBS, usvojena je stopa na repo ugovore s rokom od 14 dana. Ovim okvirom najavljuje se i veće fluktuiranje kursa (povlačenje NBS sa međubankarskog deviznog tržišta), ali se i ostavlja mogućnost za njegovu upotrebu za dostizanje ciljne stope inflacije – kada se iscrpe dometi kamatne stope kao osnovnog instrumenta monetarne politike. Kao cilj inflacije u 2006. najavljuje se stopa od 7-9% na godišnjem nivou, dok se za 2007. najavljuje cilj od 4-8%.

Referentna stopa NBS je u septembru postavljena na 18%, zatim je početkom novembra snižena na 17,5%, od 16. novembra smanjena na 16,5%, a početkom decembra na 15,5%.

Imajući u vidu da NBS na repo aukcijama nudi ograničene količine blagajničkih zapisa i da se aukcije počev od septembra 100% realizuju, ne znamo gde je tačno ravnotežna repo kamatna stopa, i da li apsorpciju viška dinara NBS preskupo plaća.

¹ Detaljnije o ciljanju inflacije videti "Ciljanje inflacije: iskustvo Rumunije", Pod lupom 2, QM5; MAT 8, 2006, "Ciljanje inflacije – novi izazov za ukupnu ekonomsku politiku", str.69

9. Finansijska tržišta

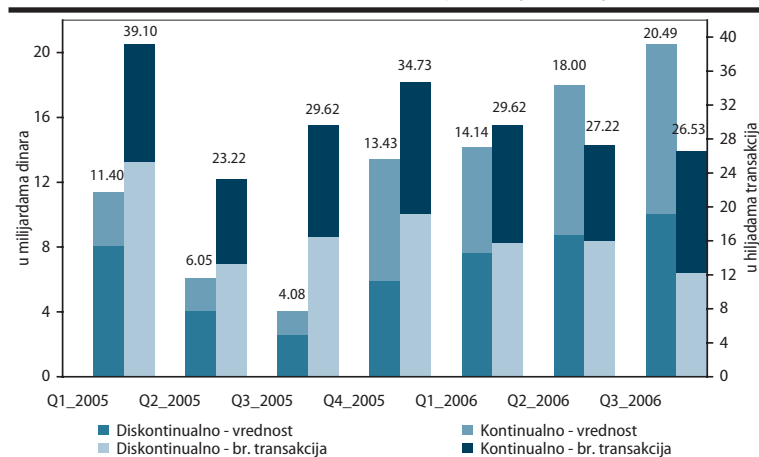
U Q3 2006. godine dolazi do oporavka tržišta akcija, pa su oba zvanična indeksa osetno porasla: BELEXfm za 8,42%, a BELEX15 za čak 36,77% dostižući nove istorijske maksimume. U avgustu sektor finansijskog posredovanja izbija na prvo mesto po tržišnoj kapitalizaciji na Beogradskoj berzi i tu, za sada, ostaje. Nominalni prinosi na repo instrumente nastavljaju da padaju, a realni prinosi su i dalje izuzetno visoki, što dovodi do njihove povećane atraktivnosti kod investitora. Prinosi na obveznice SDŠ, nakon što su u Q2 prekinuli dugoročni trend pada, u ovom kvartalu značajno rastu, posebno oni na obveznicu s najskorijim dospećem A2007.

U Q3 dostignut istorijski maksimum trgovanja akcijama.

Nakon što je u Q2 2006. vrednost trgovanja na tržištu akcija (u dinarima) dostigla istorijski maksimum (mereno od početka 2004. godine) u Q3 2006. ovaj trend obaranja rekorda se nastavlja ostvarenim dinarskim prometom od 20,49 milijardi, što je petostruko više nego u Q3 prethodne godine. S druge strane, promet na tržištu akcija meren brojem obavljenih transakcija nastavlja svoj silazni trend započet početkom godine, tako da je u odnosu na isti period prethodne godine obavljeno 10,4% manje transakcija. Kad je reč o strukturi prometa na tržištu akcija, uzlazni trend vrednosti trgovanja posledica je nastavka rasta, kako kontinualnog, tako i diskontinualnog segmenta trgovanja. Kontinualni segment ostvario je rast od 13,5% u odnosu na Q2, a diskontinualni 14,9%. U pogledu strukture prometa, kada se posmatra broj obavljenih transakcija na kontinualnom segmentu trgovanja, dolazi do preokreta opadajućeg trenda započetog u Q1 2006. – tako je u Q3 obavljeno 28,1% više transakcija nego u Q2, što ipak nije bilo dovoljno da bi se promenio ukupni trend, jer je na diskontinualnom segmentu ostvaren dalji pad od 23,9%.

Grafikon T9-1. Obim i struktura trgovanja akcijama, 2005–2006

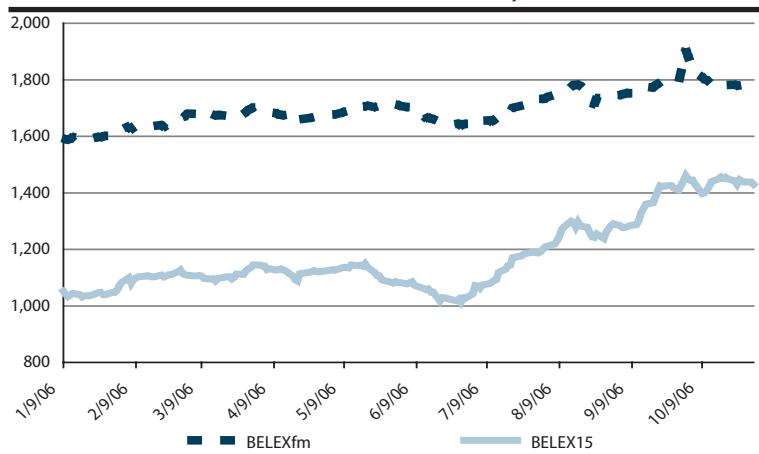
Promet celokupnog tržišta akcija raste



Izvor: www.belex.co.yu. Legenda: MPC metod preovlađujuće cene, MCMK - minimalna cena minimalna količina, BLOK-cena blok transakcija.

Grafikon T9-2. BELEXfm i BELEX15 indeksi, 2006

Oba berzanska indeksa u Q3 ostvaruju istorijske maksimume



Izvor: www.belex.co.yu.

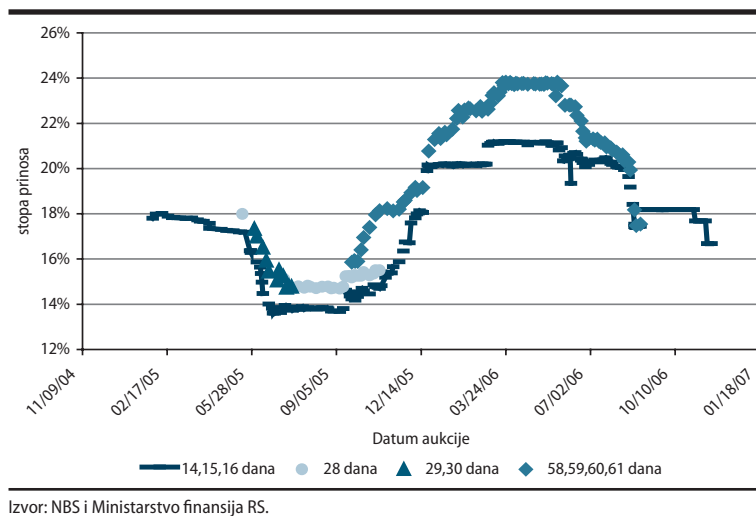
Oporavak tržišta akcija, započet u julu mesecu, nastavlja se prilično ravnomerno tokom celog Q3. Oba zvanična indeksa Beogradske berze beleže rast u Q3: BELEXfm za 8,42%, a indeks najlikvidnijih akcija BELEX15 čak za 36,77%. Na samom kraju Q3, i to istog dana, 25. septembra, zabeleženi su i novi istorijski maksimumi i BELEXfm i BELEX15 indeksa: 1792,55 odnosno 1426,16 indeksnih poena respektivno.

U avgustu sektor finansijskog posredovanja izbija na prvo mesto po tržišnoj kapitalizaciji sa 192,47 milijardi dinara, (34% ukupne kapitalizacije tržišta akcija), nakon duge dominacije sektora proizvodnje prehrambenih proizvoda, pića i duvana (koji u avgustu ima kapitalizaciju od 175 milijardi dinara). Septembar i oktobar potvrđuju da je ovo novi trend na tržištu, jer sektor

Nominalni prinosi na repo plasmane nastavljaju pad...

finansijskog posredovanja ostaje dominantan i uvećava svoju tržišnu kapitalizaciju na 251,26 milijardi dinara. Tom novom trendu sigurno je doprineo ulazak akcija Komercijalne banke na Beogradsku berzu u drugoj polovini avgusta, a kojima se kontinuirano trguje od druge polovine septembra.

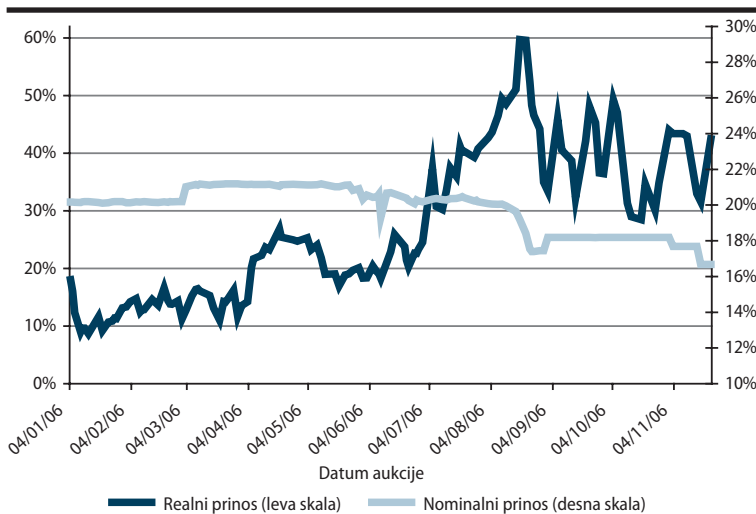
Grafikon T9-3. REPO prinosi, nov. 2004 – sep. 2006 (po ročnosti)



Izvor: NBS i Ministarstvo finansija RS.

U Q3 2006. nastavlja se pad nominalnih prinosa na repo instrumente svih ročnosti (započet u Q2), ali su realni prinosi, računati u odnosu na kurs dinar/evro,¹ nastavili s rastom (Grafikoni T9-3 i T9-4). Pad nominalnih prinosa najizraženiji je u drugoj polovini avgusta, kada instrumenti ročnosti 58,59, 60,61 dana gube skoro 2,75 pp, a dvonedeljni instrumenti 2,20 pp. Uprkos daljem padu nominalnih prinosa na repo instrumente, realni prinosi računati u odnosu na kurs dinar/evro (promena prethodna tri meseca), umesto u odnosu na kretanje inflacije, nastavljaju da rastu i u drugoj polovini avgusta dostižu skoro 60% (Grafikon T9-4). Usled poklapanja pada nominalnih prinosa i blage depresijacije dinara krajem avgusta i realni prinosi na repo instrumente padaju na, i dalje visok nivo, od oko 33% nakon čega se kreću, grubo uzevši, u opsegu 30–50%. Visok realni prinos je glavni razlog izuzetne atraktivnosti 2w repo instrumenata, a potvrđuje je realizacija na ove instrumente – od septembra je ona uvek 100%.

Grafikon T9-4. Realni i nominalni REPO prinosi, 2006



Izvor: NBS i Ministarstvo finansija RS.

...dok su realni i dalje veoma visoki

Memorandumom Narodne banke Srbije od 30. avgusta 2006, dvonedeljni repo instrumenti (2w) postali su ključni monetarni instrument čiju kamatnu stopu određuje fiksno NBS (više detalja u odeljku Monetarna politika i trendovi, Okvir 3). Smirivanje nominalnih prinosa (kamatne stope) od septembra je u skladu s novom politikom Narodne banke. Taj prinos je 18% sve do novembra, nakon čega je smanjen: prvo na 17,5%, zatim na 16,5%, a početkom

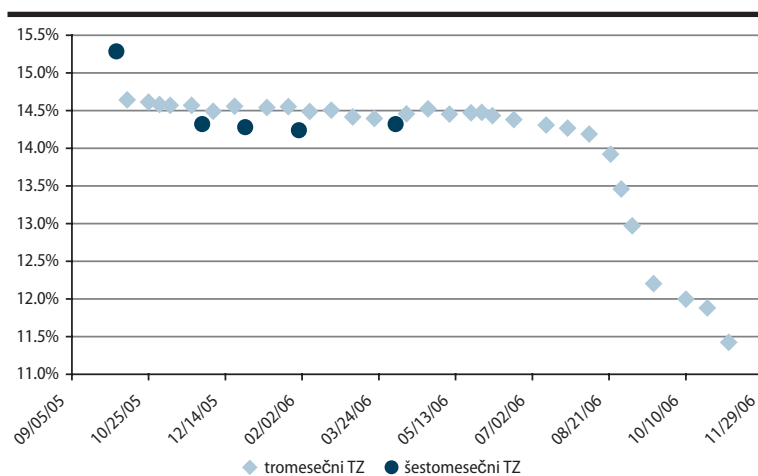
decembra na 15,5%. Verovatni razlog tog smanjivanja je ocena NBS da i sa manjom stopom može da ostvari isti cilj – povlačenja viška likvidnosti.

Oštar pad stopa prinosa na tržištu trezorskih zapisa

Stopa prinosa na tržištu trezorskih zapisa početkom Q3 nastavlja trend blagog pada iz prethodnog kvartala do početka avgusta kada dolazi do oštrog pada, koji se nastavlja do kraja kvartala i produžava i u Q4 (Grafikon T9-5). Najveću stopu prinosa (14,31%) ostvario je tromesečni TZ s početka Q3 (11. jula) – vrednosti 500 miliona dinara i s koeficijentom realizacije 100%, kao i svi ponuđeni tromesečni TZ u Q3. Vrednosti emisija tromesečnih TZ kretale su se od 500 miliona do milijardu dinara, dok šestomesečnih trezorskih zapisa nije bilo u ponudi tokom Q3.

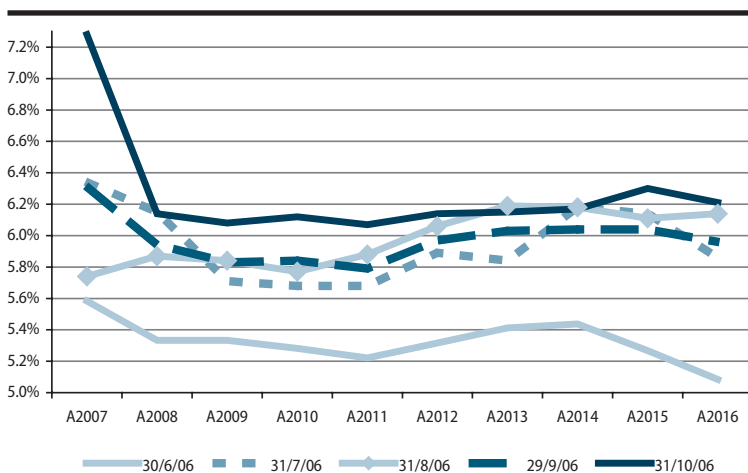
¹ Obrazloženje takvog pristupa računanju realnih stopa prinosa detaljno je razmatrano u tekstu Pod lupom 1: "Devizni kurs i politika NBS u Srbiji 2002–2006" iz prethodnog broja QM-a.

Grafikon T9-5. Stope prinosa na tržištu trezorskih zapisa, 2005–2006



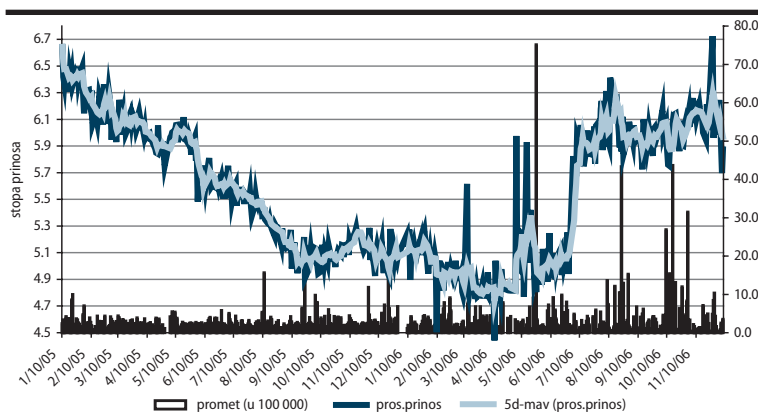
Izvor: NBS i Ministarstvo finansija RS.

Grafikon T9-6. Krive prinosa na obveznice SDŠ



Izvor: www.belex.co.yu.

Grafikon T9-7. Prosečan prinosa na obveznice SDŠ¹⁾



Izvor: www.belex.co.yu.

1) Na grafikonu su prikazane prosečne vrednosti, kada se izuzme abnormalni prinosa od 42% na obveznici A2006 10. marta 2006.

Napomena: Grafikon je dobijen kao ponderisani prosek prinosa na hartije A2006 do A2016. Kao ponderi su korišćene vrednosti prometa na svakoj od hartija.

Prinos na A2007 od jula do oktobra porastao za 170bp

Značajan rast prosečnog prinosa na obveznice SDŠ u Q3

Nakon preokreta opadajućeg trenda prinosa na tržištu obveznica stare devizne štednje u Q2 2006, rast prinosa se nastavlja i u Q3 (Grafikon T9-7). Prinosi su porasli od kraja juna do kraja septembra relativno ravnomerno – od 50 do 80bp zavisno od ročnosti, ali ako posmatramo period od kraja juna do kraja oktobra, vidimo da je obveznica s najkraćim dospećem (A2007) ostvarila rast od čak 170bp, dok se porast prinosa ostalih obveznica u istom periodu kreće u opsegu 70bp do 100bp (Grafikon T9-6). Tako veliki rast prinosa može se objasniti sa tri faktora. Prvi faktor jeste izuzetna atraktivnost repo instrumenata. Banke se više okreću repo instrumentima zbog njihovog visokog realnog prinosa što, imajući u vidu plitkost tržišta, dovodi do značajnog pada tražnje za obveznicama SDŠ (naročito one s najkraćim dospećem, A2007) i konsekvntno tome pada njihovih cena, tj. do rasta prinosa. Drugi faktor je vezan za očekivanja investitora u pogledu kretanja kursa dinar/evro. Budući da investitori očekuju da će dinar stagnirati ili čak dalje apresirati do dospeća A2007 – oni zahtevaju i veću premiju. Izostanak tako značajnog porasta prinosa kod ostalih obveznica (sledeća po dospeću, A2008, ostvarila je porast od 80bp u istom periodu) pokazuje da investitori, ipak, ne očekuju da će stagnacija i apresijacija

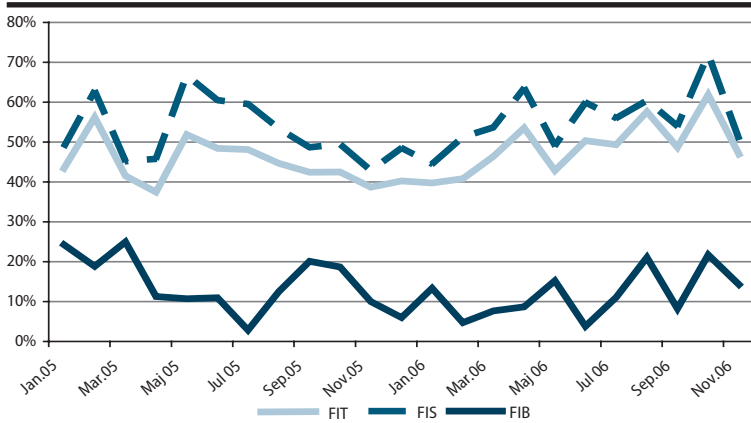
dinara potrajati na duži rok. U prilog ovoj hipotezi govori činjenica da su krive prinosa na obveznice SDŠ invertovane (Grafikon T9-6). Izuzetak je kriva prinosa s kraja avgusta; no, ako se podsetimo da je u drugoj polovini avgusta došlo do kratkoročne depresijacije dinara, ta

normalizacija može biti objašnjena verovanjem investitora da je došlo do povratka dinara na trend depresijacije. Kada se početkom septembra pokazalo da dinar ponovo apresira, došlo je i do promene očekivanja investitora i kriva je ponovo invertovana od septembra. Konačno, treći faktor je nastavak restriktivne monetarne politike u evrozoni. Početkom avgusta Evropska centralna banka je podigla referentnu kamatnu stopu na evro za još 25bp, na 3%. Takvo kretanje je sigurno uticalo na paralelno podizanje cele krive prinosa obveznica SDŠ. Očekivanja iz prethodnog broja QM-a o kretanju referentne kamatne stope u evrozoni, potvrđena su: 11. oktobra i 13. decembra došlo je do daljeg povećanja na 3,25% i 3,5% respektivno.

U Q3 2006. ukupan ostvareni promet obveznicama SDŠ je u padu u odnosu na 28,5 milijardi dinara, koliko je bio u Q2, i iznosi 25,3 milijardi dinara, što, ipak, predstavlja povećanje od 26,2% u odnosu na Q1, odnosno 28,7% u odnosu na isti period prošle godine.

Grafikon T9-8. Stope učešća stranih investitora, 2005–2006

Aktivnost stranih investitora blizu istorijskog maksimuma u avgustu



Izvor: www.belex.co.yu.

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

investitora na tržištu akcija (kriva FIS) i na tržištu trezorskih zapisa (kriva FIT) pratila su veoma sličnu putanju, dok je postojala gotovo negativna korelacija s učešćem stranih investitora na tržištu obveznica (kriva FIB). Od Q3 učešća inostranih investitora na sva tri tržišta se gotovo potpuno prate – rast učešća na jednom od tržišta prati rast na ostalim i obrnuto (Grafikon T9-8).

U avgustu mesecu 2006. učešće stranih investitora na tržištu obveznica i akcija se približava svojim istorijskim maksimumima, dok na tržištu trezorskih zapisa postavlja novi rekord od 57,6%. U septembru dolazi do pada učešća na sva tri tržišta. Osim toga, u Q3 dolazi do zanimljive promene u trendu učešća stranih investitora na domaćim finansijskim tržištima². U prethodnim kvartalima učešće stranih

² Podaci o učešću stranih investitora prikupljeni su sa web sajta Beogradske berze. Prema nezvaničnim podacima koje smo dobili sa Berze, pod pojmom strani investitori podrazumevaju se privatna i pravna lica koja su otvorila nalog za trgovanje kod Centralnog registra za hartije od vrednosti na osnovu firme registrovane u inostranstvu ili inostranog pasoša. To podrazumeva da se u skupu inostranih investitora, zapravo, mogu nalaziti domaći investitori vlasnici kompanija registrovanih u inostranstvu (na primer, u nekim od država „poreskog raja“ – tax heaven), ili, čak, i mali investitori s dvostrukim državljanstvom.

POD LUPOM

Nenaplativi krediti u Srbiji – koja je prava mera?

Jasna
Dimitrijević*

Na osnovu ekskluzivnih podataka iz Kreditnog biroa koji posluje u okviru Udruženja banaka Srbije, saznali smo da nenaplativi krediti čine: ne više od 9,1% ukupnih potraživanja banaka. Taj podatak je znatno povoljniji od onog koji kao meru stabilnosti finansijskog sistema u Srbiji posmatraju međunarodna zajednica i strani investitori koristeći podatak: da nenaplativi krediti čine nešto više od 20% ukupnih kredita. Taj pokazatelj izračunat je po metodologiji o klasifikaciji potraživanja banaka prema stepenu naplativosti koju propisuje NBS. Tom metodologijom se, međutim, nenaplativi krediti ne definišu jednoznačno, niti u skladu s preovlađujućom međunarodnom praksom. U tekstu objašnjavamo zašto prvi podatak smatramo relevantnijim. Takođe, ukazujemo na to da sada, kada je Kreditni biro uspostavio praćenje ovog bitnog pokazatelja, ostaje da se njegovo dalje kretanje pažljivo motri, naročito zbog visokog rasta kredita kroz koji srpski bankarski sektor danas prolazi.

1. Definicija nenaplativog kredita

Nenaplativi kredit (eng. “non-performing loan” ili “bad loan”) je potraživanje banke po osnovu kredita kod kojeg naplata od dužnika kasni u odnosu na ugovoreni rok i/ili je vrednost kolaterala umanjena ili potpuno anulirana usled ekonomskih činilaca¹. Nešto precizniji kriterijum za definisanje nenaplativog kredita (NK) priznaje MMF^{a)} kao: sva potraživanja po osnovu kredita kod kojeg je plaćanje obaveza klijenta (kamate i otplate glavnice) u docnji od 90 i više dana, ili je docnja manja od 90 dana, ali postoje drugi razlozi koji dovode pod sumnju to da će banka u celosti naplatiti kredit. MMF priznaje i strožije definicije NK lokalnih nadzornih tela, tj. i docnju manju od 90 dana ako je, na primer, u preduzeću pokrenut stečaj. Sve zemlje ne koriste istu definiciju za računanje pokazatelja o nenaplativim kreditima u bankarskom sistemu, ali postoji tendencija konvergiranja ka pokazatelju koji se računa kao odnos između sume kredita sa docnjom od 90 i više dana i ukupnih potraživanja po osnovu odobrenih kredita u celom bankarskom sektoru^{b)}.

a) IMF, *Compilation Guide on Financial Soundness Indicators, 2004*

b) Freeman (2004)

2. Makroekonomski značaj pokazatelja o nenaplativim kreditima

Ovaj pokazatelj je jedan od najilustrativnijih sintetičkih pokazatelja kvaliteta finansijske intermedijacije, stabilnosti finansijskog sistema i donekle kreditnog rizika cele privrede. Iz tog razloga, pomno ga prate međunarodne finansijske institucije^{c)} i međunarodni investitori. Nivo nenaplativih kredita u bankarskom sistemu jedne zemlje, između ostalog, utiče i na sam kreditni rejting jedne zemlje (na primer, rejtinzi međunarodnih agencija Fitch, S&P).

Studije bankarskih kriza pokazale su da je nagomilavanje nenaplativih kredita u bilansima banaka jedan od preovlađujućih simptoma krize^{d)}. Epizode velike kreditne ekspanzije podstaknute

c) Međunarodni monetarni fond se kreće u pravcu uvrščivanja statističkog praćenja NK u Sistem nacionalnih računa (Freeman, 2004)

d) Videti, na primer, Demirguc-Kunt, Detragiache (1997)

* Autor se zahvaljuje Kori Udovički i Mirku Španoviću na korisnim sugestijama; rukovodstvu Udruženja banaka Srbije i zaposlenima u Kreditnom birou na spremnosti da za potrebe ove analize obezbede odgovarajuće sumarne podatke. Za sve eventualne greške odgovornost je samo autorova.

1 The OECD Economic Outlook: Sources and Methods.

Nenaplativi krediti u Srbiji – koja je prava mera?

e) Kaminsky (1998)

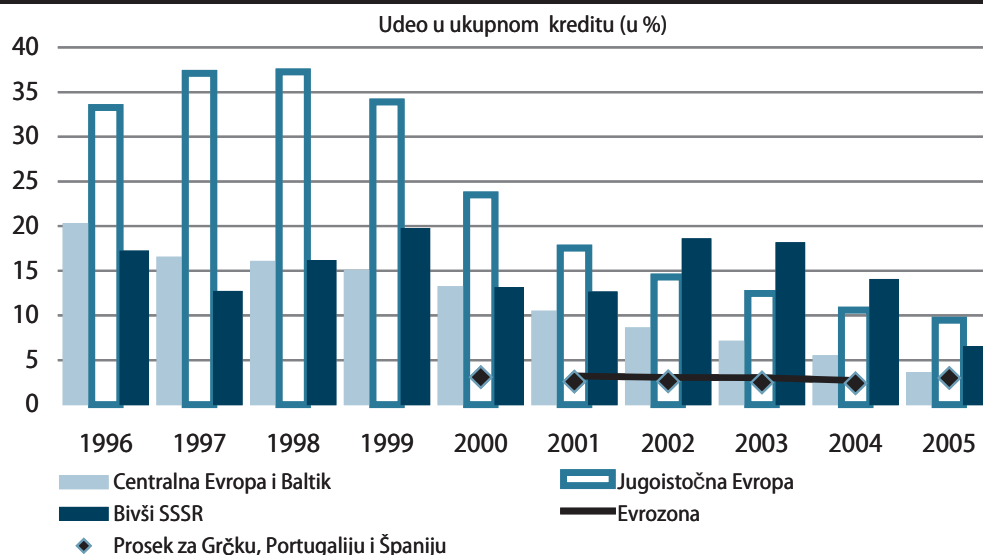
liberalizacijom finansijskog sistema i otvaranjem kapitalnog računa su, prema empirijskim studijama, prethodile bankarskim krizama^{e)}. Jedan od najupečatljivijih svetskih primera je bankarska kriza (koja je išla zajedno s platnobilansnom krizom) u zemljama jugoistočne Azije iz 1997. godine, nastala nakon poplave finansijskog tržišta ovih zemalja stranim kapitalom praćene poštanjem kreditnih standarda prilikom plasiranja sredstava.

3. Nenaplativi krediti u privredama u tranziciji

U zemljama u tranziciji, bankarstvo ima specifičnu istoriju, a nenaplativi krediti predstavljaju njen neraskidivi deo. Naime, na početku tranzicije sve zemlje su imale visoke nivoe nagomilanih NK u bilansima banaka kao zaostavštinu iz ranijeg perioda netržišne privrede kada se prilikom odobravanja kredita nije vodilo računa o kreditnom riziku.

S odmicanjem tranzicije, u okviru reformi bankarskog sektora, dolazi do smanjivanja učešća NK. Neke zemlje imale su, međutim, i u kasnijim fazama tranzicije, periode manjih ili većih bankarskih kriza u kojima je obavezno dolazilo do porasta nivoa NK. Takve epizode dešavale su se najčešće u periodima tzv. kreditnog buma (ukupni krediti rastu po dvocifrenim, pa čak i trocifrenim godišnjim stopama), kada banke po pravilu olabavljaju kriterijume za ocenu kreditnog rizika, pa lakše odobravaju kredite i rizičnijim kategorijama klijenata. Iako značajna direktna uzročno-posledična veza – između velikog rasta kredita i bankarske krize tj. porasta NK, nije dokazana, natprosečni rast ukupnih kredita nedržavnom sektoru u jednoj privredi jeste signal za opreznost i pažljivo motrenje pokazatelja o NK, naročito ako postoji rizik od zaoštavanja monetarne politike.

Grafikon L1-1. Nenaplativi krediti u zemljama u tranziciji



Izvor: EBRD, Transition report 2006.

Tabela L1-2. NK u uporedivim zemljama

	2005 u %
BJR Makedonija	22,2
Bugarska	3,8
Češka	4,0
Hrvatska	7,2
Mađarska	3,1
Poljska	12,9
Rumunija	6,1
Slovenija	6,4

Izvor: EBRD, Transition report 2006.

Ipak, kada posmatramo zemlje u tranziciji, vidimo da je u globalu, u poslednjih 10 godina, udeo NK u ukupnim kreditima nedržavnom sektoru značajno smanjen i sveden na umerenu meru. U regiji centralne Evrope i zemalja Baltika NK su se približili proseku evrozone od 3-4% ukupnih kredita, dok su u regiji jugoistočne Evrope (JIE), u koju se svrstava Srbija, u 2005. u proseku bili nešto ispod 10% (Grafikon L1-1).

4. Mikroekonomski značaj nenaplativih kredita i metodologija za njihovo praćenje

f) Rizik da dužnik ne plati obavezu iz kredita.

Nivo nenaplativih kredita u ukupnim kreditima *pojedinačne banke* je rezultat **upravljanja kreditnim rizikom**^{f)}. Kvalitet upravljanja rizikom zavisi od kvaliteta menadžmenta banke, ali i od sklonosti riziku istog tog menadžmenta.

Nadzorni organ bankarskog sistema takođe motri i kontroliše bonitet poslovanja banaka, tj. nivo preuzetog kreditnog rizika pojedinačnih banaka u okviru tzv. prudencijalne supervizije (nadzor nad finansijskom solidnošću *čitavog finansijskog sektora*). Funkcija prudencijalne supervizije je prisutna u svim tržišnim privredama u okviru različitih institucionalnih rešenja (centralna banka, nezavisna nadzorna i regulatorna tela, agencije, komisije) a u Srbiji je poverena Narodnoj banci Srbije, Sektoru za kontrolu i nadzor poslovanja banaka i drugih finansijskih organizacija². U sve više zemalja prudencijalna supervizija se bazira na preporukama referentne međunarodne ustanove za nadzor banaka - Banke za međunarodna poravnanja iz Bazela³. U okviru sprovođenja prudencijalne supervizije posebno se, pored ostalih indikatora koji ukazuju na rizik poslovanja banke (najveći kredit, krediti povezanim licima i sl.), redovno prati i nivo nenaplativih kredita.

g) BIS, Core principles for Effective banking supervision

Redovna klasifikacija kreditnog portfolia banaka prema stepenu naplativosti predstavlja jedan od osnovnih instrumenata za upravljanje kreditnim rizikom³. Pravila za klasifikaciju su u pojedinim zemljama prepuštena u nadležnost svake pojedinačne banke uz obavezu poštovanja Međunarodnih računovodstvenih standarda u oceni verovatnoće naplate i vrednosti potraživanja, dok ih u drugim precizno propisuje regulatorna ustanova za bankarski sektor. Kriterijumi za klasifikaciju nisu ujednačeni na međunarodnom nivou, ali je najčešća praksa da se kao osnovni kriterijum uzima **docnja u plaćanju obaveza iz kredita**, pa se u kategoriju **nenaplativih kredita** najčešće svrstavaju krediti gde **docnja premašuje 90 dana**. Krediti se tako klasifikuju u trenutku odobravanja (npr. u kategoriju niskorizičnih kredita), te se kasnije tokom veka otplate ponovo klasifikuju. Kredit će promeniti kategoriju naplativosti ukoliko su se promenili neki od uslova koji utiču na to da je verovatnoća naplate kredita u međuvremenu smanjena (npr. dužnik plaća obaveze sa kašnjenjem), iz ugla menadžmenta banke ili iz regulatornog ugla ukoliko su kriterijumi za klasifikaciju propisani.

5. Nenaplativi krediti u Srbiji

U Srbiji je praksa da NBS propisuje kriterijume za klasifikaciju potraživanja, koje su banke obavezne da sprovode na kraju svakog kvartala. U Prilogu 1, rezimirani su propisani kriterijumi na osnovu kojih se potraživanja banaka rangiraju prema stepenu naplativosti u pet kategorija (A, B, V, G, D). Kao kriterijumi koriste se: *docnja u plaćanju obaveza iz kredita*, ali i *usklađenost novčanih tokova poverioca, poslovni uspeh preduzeća u prethodnom periodu, struktura i visina kapitala preduzeća, kvalitet obezbeđenja kredita*.

Iako ne posedujemo tačan podatak, smatra se da su na početku 2001. godine, nenaplativi krediti činili oko 80% aktive bankarskog sektora. Sanacijom, stečajem i likvidacijom banaka, pre svega četiri velike državne banke, i kasnije, privatizacijom državnih banaka, kreditni portfolio čitavog bankarskog sektora je očišćen od starih nasleđenih nenaplativih kredita. Boljom primenom

² Kontrola poslovanja banaka sastavni je deo cilja očuvanja stabilnosti finansijskog sektora koji u Srbiji predstavlja cilj NBS propisan Zakonom o Narodnoj banci Srbije, članom 3, Sl. glasnik Republike Srbije br. 72/2003

³ Drugi važan instrument koji se oslanja na klasifikaciju kredita prema stepenu naplativosti jesu rezervisanja za potencijalne gubitke. Cilj rezervisanja je da se spreči smanjenje kapitala banke odnosno raspodela tekuće dobiti iz kreditiranja, ukoliko postoji rizik da potraživanje po osnovu kredita delimično ili u celosti bude izgubljeno za banku. Politika rezervisanja je u razvijenim zemljama prepuštena proceni same banke, dok je u zemljama sa manje razvijenim institucijama i pravnim sistemom propisuje regulatorna ustanova. U principu se, u ovom drugom slučaju, adekvatni nivo rezervisanja (procenat od svake kategorije aktive) utvrđuje na osnovu svih relevantnih faktora koji utiču na naplativost kreditnog portfolia (ranija iskustva sa gubicima od nenaplaćenih kredita, praksa naplate kredita upotrebom kolaterala posredstvom pravnog sistema, kvalitet menadžmenta u domenu odobravanja kredita, promene u ekonomskoj i poslovnoj klimi u zemlji i okruženju i sl.). Praktično gledajući, rezervisanje za banku znači rashod tekućeg perioda, te ima i sekundarnu ulogu – da poskupi konkretan kredit ako se klijent u trenutku odobravanja kredita prema važećim kriterijumima svrstava u neku od rizičnijih kategorija te tako obeshrabruje banke da rizično plasiraju sredstva.

Nenaplativi krediti u Srbiji – koja je prava mera?

postojećih i uvođenjem novih mera prudencijalne supervizije u skladu sa standardima iz razvijenih zemalja – ojačano je upravljanje kreditnim rizikom banaka time što im je nametnuta strožija primena principa upravljanja rizicima. Paralelno s tim procesom, ojačana je uloga NBS i sama praksa supervizije banaka. Uprkos tome, kreditni rast od 2002. godine do danas jeste uzrok za povećanu opreznost i brigu o kretanju nivoa nenaplativih kredita u Srbiji.

h) IMF, Country report No.06/384, Article IV, str.16

MMF u Izveštaju^{h)} iz marta 2006. ukazuje na zabrinjavajuće visok nivo nenaplativih kredita u Srbiji – od 20,7%. Kao meru nenaplativih kredita (non-performing loans ratio), pri tome, koristi pokazatelj o udelu potraživanja klasifikovanih u kategorije V, G i D (prema kriterijumima za klasifikaciju NBS) u ukupnim potraživanjima.

S obzirom na to da se: (1) kao nenaplativi krediti u računanju ovog pokazatelja koriste krediti dobijeni primenom kriterijuma kašnjenja u naplati ali i raznih drugih kriterijuma (Prilog 1), kao i da se (2) propisom predviđa da se sva potraživanja od istog klijenta ubrajaju u istu – kategoriju rizičnosti najnepovoljnije klasifikovanog potraživanja od tog klijenta⁴, smatramo da ovaj pokazatelj nije primeren, te smo dalje u ovom tekstu pokušali da ustanovimo pogodniju meru nenaplativih kredita koja bi se zasnivala samo na kašnjenju u naplati.

Osim toga što ne omogućava jednoznačno merenje nenaplativih kredita i što nije dovoljno uporediv s međunarodnom metodologijom, ovaj pokazatelj je problematičan i za posmatranje pojave u vremenu. Naime, budući da NBS povremeno menja postojeće kriterijume ili uvodi nove kriterijume za tretiranje određenih potraživanja kao rizičnih⁵, može se desiti da se isti plasman u drugom periodu strožije klasifikuje⁵. Time se povećava vrednost tog pokazatelja obračunata na identičnim plasmanima.

i) Na primer, plasmani stanovništvu gde rata premašuje 30% zarade su bili u kategoriji A, zatim su premešteni u kategoriji V krajem 2004, a zatim su u julu 2006. premešteni u kategoriju D. MMF u svom izveštaju takođe izražava rezervu zbog ovog fenomena.

Smatramo zato da taj pokazatelj meri nešto drugo što nisu nenaplativi krediti i što bismo mogli zvati “prosečan uočljivi rizik klijenata banaka” ili “vidljivi pravno finansijski kvalitet klijenta”. Iz Tabele L1-2 vidimo i da se njegov nivo nije bitno smanjio u poslednje tri godine uprkos nepobitnom napretku u sprovođenju reformi finansijskog sektora. Primećuje se da se nivo tog pokazatelja u poslednje tri godine smanjivao samo kod državnih banaka, dok se kod ostale dve vlasničke kategorije banaka uvećavao. Naročito je iznenađujuće to da se kod stranih banaka, iz jedne godine u drugu, udeo rizičnih kredita uvećavao, jer se očekuje da strane banke uvode u domaće bankarstvo bolju praksu upravljanja kreditnim rizikom.

Tabela L1-3. Srbija: Nenaplativi krediti¹⁾

	Dec. 04	Dec. 05	Mar. 06
	u %		
Ukupno	22,2	23,8	20,7
Državne banke	41,2	37,7	25,0
Domaće privatne banke	46,6	51,8	49,7
Strane banke	10,0	16,0	16,1

Izvor: IMF, Country Report No. 06/384.

1) Vlasnička struktura na dan 31.3.2006; nenaplative kredite čine kategorije V, G i D za koje se izdvajaju rezervisanja za potencijalne gubitke od, redom, 25%, 50% i 100%.

je da se baza klijenata širi i banke bolje poznaju klijente postajući manje oprezne i spremnije da veruju i odobre kredit klijentima, koji na osnovu svima dostupnih informacija (računovodstveni dokumenti, podaci iz platnog prometa, istorija odnosa klijenta s bankom) naizgled nisu pouzdani, ali u očima bankara imaju potencijala i vredi im ukazati poverenje. Banke su tada i spremne da plate cenu za plasiranje klijentu koji se svrstava u rizičnu kategoriju u klasifikaciji NBS, u vidu rezervisanja za potencijalne gubitke⁶.

4 U razvijenim zemljama, ovakva praksa bila bi razumljiva, ali u srpskoj privredi gde je kašnjenje prilikom plaćanja uobičajeno i toleriše se, nije preterano opravdano da se i neka potraživanja koja su uredna klasifikuju kao nenaplativa ukoliko klijent kasni u plaćanjima po samo jednom kreditu.

5 Ovakvim merama čini se da NBS ovaj instrument prudencijalne supervizije po potrebi koristi kao instrument monetarne politike. Drugim rečima, budući da je klasifikacija osnov za rezervisanja, u konkretnom primeru, kredit poskupljuje za banku i obeshrabruje je da više plasira toj kategoriji klijenata.

6 Od 1. oktobra 2006. primenjuje se izmenjena Odluka o klasifikaciji bilansne aktive i vanbilansnih stavki banke. Njome se

Nivo ovog pokazatelja i njegovo nesmanjivanje s odmicanjem reformi finansijskog sistema – jeste razlog za opreznost. Ipak, jedno od mogućih objašnjenja zašto se taj pokazatelj ne smanjuje u poslednje tri godine, tj. da se finansijska slika celokupnog nedržavnog sektora – klijenata banaka u proseku ne popravlja, jeste u sledećem. Budući da banke sve više osvajaju tržište, moguće

Kreditni biro – faktor stabilnosti finansijskog sektora i izvor precizne informacije o nenaplativim kreditima

Kreditni biro su institucije koje sakupljaju informacije o kreditnom bonitetu bankarskih klijenata – preduzeća i građana. Značaj tih institucija je u tome što omogućavaju bankama da se bolje informišu prilikom odobravanja kredita. Time se unapređuje procena banke o riziku klijenta i u krajnjoj instanci povećava efikasnost finansijskog posredovanja jer se smanjuje trošak koji bi nastao kada bi banke imale manje informacija o bonitetu klijenta.

Kreditni biro je u Srbiji osnovan u, možemo reći, ranoj fazi razvoja bankarskog sektora, krajem 2004. godine, u okviru Udruženja banaka Srbije. Najpre je oformljen registar kredita stanovništvu, a od 2006. su uključeni i svi krediti preduzećima i preduzetnicima. Kreditni biro funkcioniše tako što banke registruju informacije o svim odobrenim kreditima i nastalim promenama u vezi s ostatkom duga po osnovu odobrenih kredita. Tako se registruje svako kašnjenje u plaćanju obaveza iz kredita stanovništvu koje premašuje 60 dana i iz kredita preduzećima i preduzetnicima od 15 i više dana. Svaka banka može da postavlja upit o klijentu, uz obaveznu prethodnu saglasnost klijenta, pri čemu dobija informaciju o zaduženosti i redovnosti izmirivanja obaveza klijenta kod svih banaka. Podaci se čuvaju tri godine nakon izmirenja obaveze klijenta prema banci, tako da su bankama dostupni i istorijski podaci o bonitetu. Podaci su potpuno zaštićeni tretmanom poslovne tajne i adekvatnom informatičkom podlogom.

Postojanje ovako kompletne i pouzdane baze podataka za informisanje banaka, u Srbiji je veoma značajno s aspekta stabilnosti celog finansijskog sistema, pogotovo u trenutnim uslovima visokog rasta kredita.

Za potrebe ove analize iz baze Kreditnog biroa po prvi put su izračunati sintetički podaci o ukupnom nivou kredita u bankama, njegovoj strukturi, i kao najbitnije – podatak o ukupnim kreditnim potraživanjima u docnji (Tabela L1-4 i L1-5). QM će ubuduće redovno pratiti promene ovako izračunatih pokazatelja.

Prema ekskluzivnim podacima iz baze Kreditnog biroa, u ukupnim kreditima nedržavnom sektoru (30% BDP-a) dominiraju krediti preduzećima sa 65,9% od ukupnih kredita, dok krediti stanovništvu čine 31,7%, a preduzetnicima tek 2,5% od ukupnih kredita, Tabela L1-5, 2. kolona. Od kredita stanovništvu skoro polovinu čine veoma kratkoročni – gotovinski nenamenski krediti (14,9% od ukupnih kredita nedržavnom sektoru), dok su stambeni krediti stanovništvu samo 7,8% od ukupnog iznosa kredita nedržavnom sektoru. Prosečan kredit preduzeću je 8,7 miliona dinara (110 000 evra). Prosečna visina nenamenskog kredita stanovništvu je 163 hiljade dinara (2000 evra) dok je prosečan stambeni kredit 1,8 miliona dinara (23 000 evra), Tabela L1-4, 3. kolona.

Iako se radi, s jedne strane, o docnji od najmanje 15 dana kod kredita preduzećima i preduzetnicima i, s druge strane, najmanje 60 dana kod kredita stanovništvu, udeo kredita sa docnjom u ukupnom dugu po kreditima nedržavnog sektora je 9,1%. Najveći udeo duga po osnovu kredita sa docnjom (od 15 i više dana) u ukupnim potraživanjima po osnovu kredita je kod preduzeća i iznosi 11,9% (Tabela L1-4, 7.kolona) što ujedno predstavlja 85% od ukupnog duga u docnji za ceo nedržavni sektor (Tabela L1-5, 4. kolona). Kod kredita preduzetnicima ovaj udeo je 8%. Najmanje kredita u docnji je kod stanovništva, gde udeo kredita sa docnjom (od 60 i više dana) iznosi svega 3,7%. Udeo kredita sa docnjom od 90 i više dana, što je najčešće korišćena mera nenaplativih kredita u drugim zemljama, bio bi – kako za ceo nedržavni sektor u Srbiji, tako i za pojedinačne vrste klijenata (preduzeća, preduzetnike i stanovništvo) – još značajno manji. Kao što vidimo, nenaplativi krediti su svakako bitno manji od 20% ukupih potraživanja koliko se do sada verovalo.

uvodi pored rezervisanja za potencijalne gubitke koje određuje sama banka, izdvajanje rezervi iz dobiti, pri čemu procenti za obavezno izdvajanje (u vidu rezervisanja odnosno rezervi) ostaju nepromenjeni i iznose redom za kategorije od A do D: 2, 10, 25, 50 i 100%.

Tabela L1-4. Stanje duga i docnji po bankarskim kreditima nedržavnom sektoru, na dan 8. decembar 2006

	Broj kredita	Ukupni dug	Prosečni dug po kreditu (1:2)	Broj kredita u docnji	Ukupni dug po kreditima u docnji	Iznos docnje	Učešće kredita sa docnjom u uk. dugu (5:2)	Učešće iznosa docnje u uk. dugu (6:2)	Br. kredita u docnji u uk. kreditima (4:1)
	u mil. dinara	u dinarima	u mil. dinara	u mil. dinara	u mil. dinara	u mil. dinara	u %	u %	u %
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
Ukupni krediti (nedrž. sektor)	1.095.125,0	605.657,6	553.048,8	47.800,0	55.647,5	25.457,4	9,2	4,2	4,4
od čega:									
Pravnim licima	45.792,0	399.069,8	8.714.837,3	6.867,0	47.306,5	22.647,4	11,9	5,7	15,0
Preduzetnicima	30.571,0	14.872,9	486.503,9	2.567,0	1.186,7	551,9	8,0	3,7	8,4
Stanovništvu, ukupni krediti	1.018.762,0	191.714,9	188.184,2	38.366,0	7.154,3	2.258,1	3,7	1,2	3,8
Gotovinski nenamenski	550.637,0	90.227,9	163.860,9	23.256,0	3.306,3	999,0	3,7	1,1	4,2
Potrošački	274.596,0	17.043,1	62.066,1	9.550,0	802,3	378,8	4,7	2,2	3,5
Adaptacija	2.003,0	785,5	392.161,8	122,0	42,6	29,1	5,4	3,7	6,1
Stambeni	25.466,0	47.160,7	1.851.908,0	494,0	1.254,6	155,3	2,7	0,3	1,9
Ostali	164.008,0	35.070,9	213.836,5	4.863,0	1.712,7	687,0	4,9	2,0	3,0
Poljoprivredni	2.052,0	1.426,8	695.316,8	81,0	35,8	8,9	2,5	0,6	3,9

Izvor: Kreditni biro, Udruženje banaka Srbije.

Tabela L1-5. Struktura duga i docnje

	Broj kredita	Ukupni dug	Broj kredita u docnji	Ukupni dug po kreditima u docnji	Iznos docnje
	1	2	3	4	5
	udeo u ukupnom, u %				
Ukupni krediti nedrž. sektoru	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
od čega:					
Pravnim licima	4,2	65,9	14,4	85,0	89,0
Preduzetnicima	2,8	2,5	5,4	2,1	2,2
Stanovništvu, ukupni krediti	93,0	31,7	80,3	12,9	8,9
Gotovinski nenamenski	50,3	14,9	48,7	5,9	3,9
Potrošački	25,1	2,8	20,0	1,4	1,5
Adaptacija	0,2	0,1	0,3	0,1	0,1
Stambeni	2,3	7,8	1,0	2,3	0,6
Ostali	15,0	5,8	10,2	3,1	2,7
Poljoprivredni	0,2	0,2	0,2	0,1	0,0

Izvor: Kreditni biro, Udruženje banaka Srbije.

Ipak, treba imati na umu da postoje prividno naplativi krediti koje verovatno ne obuhvata ni pokazatelj koji koristi MMF, a računa ga NBS, niti pokazatelj iz Kreditnog biroa koji ovom prilikom obelodanjujemo. U srpskoj privredi postoji nekoliko velikih žarišta tzv. „nelikvidnosti” (tolerisanog kašnjenja u plaćanjima obaveza). To su: velika javna preduzeća i državne institucije. Njihova kašnjenja se potom u koncentričnim krugovima šire na njihove poverioce – banke i dobavljače. Na dobavljače se prenosi tako što i oni kasne u isplati obaveza svojim poveriocima. Banke pak često, zbog veličine i tržišne moći tih krupnih klijenata, iznalaze rešenja za problem u naplativosti, putem refinansiranja kredita (davanja novog kredita da bi se pokrio stari) ili pravljenjem aneksa ugovora kojim se menjaju početni uslovi kredita (pre svega rok vraćanja). Ovi krediti se pak zbog implicitne državne garancije klasifikuju kao najmanje rizični. Dok se ovako gorući problemi ne reše, ne može se očekivati poboljšanje naplate potraživanja.

6. Zaključak

U ovom tekstu obelodanili smo pokazatelj o *kreditima sa docnjom* koji, na osnovu sumarnih podataka iz Kreditnog biroa iznosi 9,1%. Taj pokazatelj bi sigurno bio znatno niži ako bi se kao kriterijum umesto 15 i 60 dana koristilo 90 i više dana docnje, što je uobičajen i u svetu prihvaćen kriterijum za definisanje nenaplativih kredita.

Nastojeći da pobroji sve eventualne izvore kreditnog rizika, NBS u nameri da bude maksimalno oprezna, definiše klasifikaciju potraživanja prema stepenu naplativosti koja ne omogućava jednoznačno merenje nenaplativih kredita. S druge strane, objavljivanjem tog podatka činimo sebi lošu uslugu time što šaljemo sliku međunarodnoj zajednici o većem riziku u našoj ekonomiji nego što je to stvarno slučaj.

Sada kada je uspostavljeno računanje i praćenje pokazatelja o kreditima u docnji za ceo bankarski sektor, poželjno je da se nadalje prati njegovo kretanje. Takođe je, iz prakse razvijenih zemalja, preporučljivo da se u jednom trenutku uvede obaveza bankama da objavljuju podatak o udelu NK u svojim portfeljima. Cilj ovakve mere je povećanje transparentnosti poslovanja banaka za klijente. Time se po pravilu stimuliše tržišna disciplina banaka (klijenti mogu da motre nad poslovanjem svojih banaka) koja je u razvijenim zemljama kredibilana dopuna nadzora banaka od strane regulatornih tela.

Bibliografija:

- BIS, Basle Committee on banking supervision, Core principles for effective banking supervision, 1997, Basle
- Freeman R, 2004 “The treatment of Nonperforming loans in Macroeconomic Statistics”, An issue paper prepared for the December 2004 Meeting of the Advisory Expert Group on National Accounts
- NBS, Odluka o klasifikaciji bilansne aktive i vanbilansnih stavki banke, Službeni glasnik RS br. 57/2006
- Greuning van, H. and Bratanovic Brajovic, S. Analysing and managing banking risk, 2003, The World Bank
- Demirguc-Kunt, A. Detragiache, E. The Determinants of Banking Crises: Evidence from Developed and Developing Countries (1997), The World Bank
- EBRD, Transition report 2006, London
- IMF, Republic of Serbia: 2006 Article IV Consultation and Post-Program Monitoring Discussions – Staff Report; Staff Supplement; Public Information Notice on the Executive Board Discussion; and Statement by the Executive Director for the Republic of Serbia
- IMF, Compilation Guide on Financial Soundness Indicators, 2004
- Zakon o Narodnoj banci Srbije, Sl. glasnik Republike Srbije br. 72/2003

Nenaplativi krediti u Srbiji – koja je prava mera?

Prilog 1. Kriterijumi za klasifikaciju potraživanja banaka prema stepenu naplativosti

Kriterijumi ¹⁾	Kategorije naplativosti				
	A	B	V	G	D
Docnja u izmirivanju obaveza	izuzetno do 30 dana	od 31 do 90	od 91 do 120	od 121 do 180	preko 180 dana
Ocenjeni gotovinski tokovi duznika	usklađeni	adekvatni (tj.ostvaren pozitivan got.tok u prethodnom obračunskom periodu) ali finansijsko stanje ukazuje na buduće probleme u poslovanju	neadekvatni, ročna uskladjenost aktive i pasive ne odgovara delatnosti preduzeća	nelikvidan dužnik	dužnik u stečaju
Struktura i visina kapitala			struktura i visina kapitala ne odgovaraju delatnosti dužnika	nesolventan dužnik	
Iskazani dobitak u poslovanju				dužnik posluje s gubitkom	
Pravni status potraživanja					sumnjivo i sporno
Stanje dosjea klijenta kod banke					nepotpun i neažuran
Obezbeđenost kredita stanovništvu depozitom i adekvatnim primanjima					depozit manji od 20%, rata veća od 30% mesečnih prihoda domaćinstva

Izvor: NBS, "Odluka o klasifikaciji bilansne aktive i vanbilansnih stavki banke".

1) Sva potraživanja od jednog dužnika (osim kada su pod sumnjivim i spornim pravnim osnovom) svrtavaju se u jednu kategoriju - najnepovoljniju za tog dužnika.

Uticaj privatizacije na zaštitu životne sredine u Republici Srbiji

Lidija Udovički*
Goran
Radosavljević**

Nacionalna strategija privrednog razvoja Republike Srbije do 2012. godine, koja je nedavno usvojena u republičkoj Skupštini, predviđa okončanje restrukturiranja i privatizaciju svih društvenih preduzeća do početka 2008. godine. Kako nam predstoji privatizacija preduzeća koja su veliki zagađivači životne sredine, kao što su RTB Bor, NIS, HI Pančevo i drugi, neophodno je postaviti pitanje – da li će i na koji način država ispuniti svoju obavezu propisanu članom 41.g Zakona o privatizaciji i obezbediti sredstva za finansiranje troškova remedijacije štete koju su ta preduzeća prouzrokovala u prošlosti i – da li će se od prihoda privatizacije ulagati u prioritetnu infrastrukturu za sprečavanje nekontrolisanog zagađenja? Autori smatraju da na srednji rok od tih odluka može zavisiti uspešno ekonomsko integrisanje s evropskim tržištem.

1. Šteta od zagađenja i potrebna ulaganja u životnu sredinu

Šteta koja je životnoj sredini naneta u drugoj polovini 20. veka zbog toga što se nije vodila politika njene zaštite, teško je procenjiva iz više razloga: (a) nepostojanje kvalitetnog informacionog sistema za praćenje tokova otpada i zagađenja, (b) poduhvat procene takozvanog ekološkog nasleđa i istorijskog zagađenja u Republici Srbiji zahteva angažovanje velikih finansijskih sredstava i velikog broja eksperata i (c) koristi od takve investicije vidljivi su tek na duži rok zbog čega se ozbiljno suočavanje s ovakvim problemima stalno odlaže.

Na osnovu nekoliko parcijalnih studija koje su rađene počev od 2000. godine o stanju životne sredine u Srbiji¹, stiče se veoma heterogena slika s mnoštvom izrazito „crnih“ tačaka koje su uglavnom posledice ekonomske aktivnosti industrije. Takođe, ukupnu vrednost štete po životnu sredinu teško je proceniti i zato što nema institucionalizovane političke volje, ali je ipak moguće proceniti koliko je trenutno zagađenje na godišnjem nivou. Godišnja šteta od zagađenja varira od 5-15% BDP godišnje.^{a)} Drugim rečima, to je od 115–330 evra po glavi stanovnika godišnje u Republici. Međutim, ukoliko se u analizu uključi i šteta po životnu sredinu koju izazivaju naslage štetnih materija u rekama i zemljištu kao i štete od deponovanja industrijskog otpada i zagađenja zemlje upotrebom pesticida i mineralnih đubriva, procenjena šteta po životnu sredinu je minimalno 50% godišnjeg BDP-a. Ipak, ta zagađenja imaju karakter „stoka“ i nije adekvatno porediti ih sa BDP u toku jedne godine.

Isti autori procenjuju da je u narednih 10 godina potrebno uložiti nešto više od četiri milijarde evra u poboljšanje životne sredine kako bi se dostigli EU standardi. Analize urađene u zemljama koje su prošle kroz tranziciju pokazuju da je godišnja korist od primene EU Direktiva² u oblasti zaštite životne sredine od 2,61–3,1% BDP-a.^{b)} Najveću korist imaju Rumunija i Bugarska, a zatim Češka, Slovačka i Poljska, što je direktno posledica višegodišnjeg zagađivanja prirode

a) Radmilo Pešić i Jochem Jantzen. Procena je dobijena u ličnoj komunikaciji sa autorima

b) Ecotec et al. 2001, *The Benefits of Compliance with the Environmental Acquis for the Candidate Countries, in cooperation with EFTEC, IEEP, TME and Metroeconomica, London.*

* Lidija Udovički je diplomirani pravnik na Universidad Complutense de Madrid i na BPP School of Law, London i član španske advokatske komore (Ilustre Colegio de Abogados de Madrid) i engleske advokatske komore (The Law Society of England and Wales).

** Autori se zahvaljuju profesoru Radmilu Pešiću za njegovu visokostručnu i nesebičnu pomoć.

1 Međunarodni i domaći izveštaji (UNDP, UNECE, SNC-Lavalin, Svetska banka, Ministarstvo nauke i zaštite životne sredine, ERM). Izveštaji su rađeni po konkretnim, ciljanim problemima i zonama. Nema pokušaja za integralnim studijama zagađenosti i procenom osnovnih remedijacija u Srbiji, niti proračuna potrebnih sredstava za prioritetnu remedijaciju vode i zemlje i otklanjanje opasnog otpada koji je nekontrolisano odlagan po Srbiji kao i za sanaciju gradskih i opštinskih deponija.

2 Direktiva EU o termoenergetskim postrojenjima kapaciteta preko 50 MW (88/609/EC LCPD), Direktiva EU o integrisanom sprečavanju i kontroli zagađenja (97/11/EC IPPC), Direktive koje se odnose na kvalitet goriva (2003/17/ES), kvalitet benzina i dizel goriva (99/32/ES), sadržaj sumpora u određenim tečnim gorivima (97/68/ES), na usklađivanje zakona država članica u vezi s merama za smanjenje emisije gasova i zagađujućih materija iz motora sa unutrašnjim sagorevanjem ugrađenim u pokretne izvore zagađivanja (97/68/EC) i Direktiva 96/62/ES koja se odnosi na kvalitet vazduha.

u ovim zemljama u periodu socijalističke industrijalizacije (Tabela L2-1). Sledeći istu logiku i imajući u vidu da je dobar deo tih Direktiva već usvojen ili se planira usvajanje tokom 2007. godine, procenjujemo da koristi Srbije od adekvatne primene EU Direktiva i implementacije standarda ne bi trebalo da budu ispod pomenutog nivoa.

Tabela L2-1. Koristi od primene EU Direktiva i standarda u oblasti zaštite životne sredine

Zemlje nove članice ili kandidati za članstvo u EU	Ukupna korist na godišnjem nivou			
	U evrima per capita		% BDP	
	viša cena	niža cena	viša cena	niža cena
Bugarska	36,0	273,0	2,5	19,3
Kipar	98,0	471,0	0,8	3,7
Češka	232,0	702,0	4,8	14,5
Estonija	53,0	340,0	1,7	10,7
Mađarska	98,0	703,0	2,2	15,6
Letonija	39,0	233,0	1,7	10,0
Litvanija	79,0	353,0	2,9	13,1
Malta	62,0	329,0	0,7	3,7
Poljska	109,0	553,0	2,9	14,8
Rumunija	57,0	436,0	4,0	30,7
Slovačka	128,0	624,0	3,9	19,0
Slovenija	124,0	563,0	1,3	6,0
Turska	49,0	233,0	1,7	8,2
Ukupno	81,0	412,0	2,6	13,1

Izvor: Ecotec et al., 2001.

Analizom *troškova* i *koristi* jasno je da bi se investicija u poboljšanje životne sredine i usklađivanje s evropskim propisima i standardima isplatila za četiri–pet godina. Međutim, da bi se investicija realizovala potreban je adekvatan pravni okvir i efikasna primena pravno-ekonomskih instrumenata kroz multisektorske politike kao i politička volja da se utvrđeni standardi u praksi sprovedu.

2. Zakonska regulativa

Paralelno s procesom intenzivne privatizacije odvija se i proces usklađivanja srpskog zakonodavstva s propisima EU koji regulišu *mere, uslove* i *standarde* za zaštitu životne sredine i održiv razvoj. Sve se to sprovodi pod intenzivnim zahtevima i ekspertskim nadzorom EU i međunarodne zajednice. Problem takozvanog *ekološkog nasleđa* i *istorijskog zagađenja* naročito je delikatan u uslovima restrukturiranja i privatizacije društvenih preduzeća, jer se postavlja pitanje: *ko će preuzeti odgovornost* i finansirati otklanjanje štete prouzrokovane zagađenjem. Međunarodna zajednica i eksperti su, poučeni iskustvom drugih zemalja u tranziciji, u prvim godinama privatizacije preduzeli korake i finansirali uspostavljanje pravnih osnova za rešavanje pomenutih pitanja. Kao rezultat toga, u srpskom zakonodavstvu od 2003. godine postoji *neophodni osnov* za sprovođenje *podele odgovornosti* za zagađenje i remedijaciju životne sredine.

Međutim, proces privatizacije se odvijao brže nego što je institucionalni kapacitet Srbije bio u stanju da zakonodavne promene prati adekvatnim sektorskim politikama i primeni donesene propise iz oblasti zaštite životne sredine. U postupku privatizacije nije uzeta u obzir izgradnja integralnog sistema zaštite životne sredine u slučajevima gde zakon i dugoročni interesi Srbije tako zahtevaju. Naime, 2003. godine, Zakonom o privatizaciji³ članom 41g propisana je obaveza nosioca privatizacije, odnosno Republike Srbije, da obezbedi sredstva za remedijaciju štete koju je subjekat privatizacije naneo životnoj sredini do dana privatizacije.³ Zakonom o zaštiti životne sredine⁴ propisuje se obaveza prodavca i kupca da izvrše podelu odgovornosti za zagađenje i namirenje “ekoloških” tereta (dugova) bivšeg vlasnika,⁴ formira se fond za zaštitu životne sredine i propisuje obaveza da se deo prihoda ostvarenih u privatizaciji uplaćuje fondu. Tim Zakonom takođe se reguliše integracija propisa, načela i politike zaštite životne sredine kroz sve pravne oblasti i sektorske politike i propisuje obaveza svih nosioca sektorskih politika da aktivno učestvuju u planiranju strateških investicija u oblasti životne sredine i utvrđivanju prioritetnih investicionih projekata u ovoj oblasti. Ovim zakonima, legitimno je reći, u Srbiji je uspostavljen potreban pravni okvir i ekonomski instrumenti za građenje integralnog sistema zaštite životne sredine.

c) “Službeni glasnik” RS br. 38/2001, 18/2003, 45/2005.

d) “Službeni glasnik” RS br. 135/2004.

3 Tekst člana 41g glasi: „Sredstva za otklanjanje štete koju je subjekat privatizacije naneo životnoj sredini pre zaključenja ugovora o prodaji kapitala, odnosno imovine, obezbeđuju se u budžetu Republike Srbije. Vlada Republike Srbije bliže propisuje način i uslove korišćenja sredstava iz stava 1. ovog člana.”

4 Član 9. stav 1 tačka 5, poslednji paragraf Zakona o zaštiti životne sredine

U isti mah, u dosadašnjem toku privatizacije, ekonomska politika nije sistematski podržala ni jedan od strateških dokumenata vezanih za: *zaštitu životne sredine, održivu upotrebu prirodnih resursa i energetske efikasnost*, a, pre svega, nisu donešeni godišnji programi ulaganja u osnovnu infrastrukturu kako bi se zaustavilo nekontrolisano zagađenje i uspostavio informacioni sistem za praćenje tokova otpada. Nacionalna strategija upravljanja otpadom, s programom približavanja Evropskoj uniji iz 2003. godine pravilno je utvrdila prioritete. No, do danas nisu ostvarena sistematska ulaganja u, na primer, razvoj opštinskih infrastruktura za razvrstavanje, tretiranje i odlaganje komunalnog otpada i sabirnih i transfernih stanica, kao ni centralnih postrojenja za tretman i reciklažu opasnog otpada.⁵ Istina, postoje uspešni i neuspešni pokušaji izgradnje adekvatnog sistema odlaganja otpada u pojedinim opštinama, ali zabrinjavajuće je to da je svaki takav primer samo slučaj za sebe. Evidentno je, još jednom ističemo, da u Srbiji nema kapaciteta i političke volje da se rešavanju problema životne sredine pristupi na jedan kontinuirani, sistematski i ekonomsko-strateški opravdan način. Generalno govoreći, tu počinje začarani krug izbegavanja i prebacivanja odgovornosti sa Vlade Srbije na organe državne i lokalne uprave i obrnuto.

Imajući u vidu kompleksnost i finansijsku dimenziju problema, sasvim je neadekvatno odgovornost za neprihvatljivo stanje životne sredine i stalni porast nivoa industrijskog zagađenja, – prebacivati na upravljačke kadrove državnih i društvenih preduzeća. Čak i da su spremni nešto da promene, njima su ruke najčešće vezane. Dakle, neophodno je da se na nacionalnom nivou sistematski uhvatimo u koštac s rešavanjem sledeća tri pitanja:

1. Podela odgovornosti za istorijsko zagađenje i sprovođenje remedijacije štete nanete životnoj sredini. Time se rešava jedna od glavnih briga odgovornih investitora za nasleđivanje odgovornosti za posledice zagađenja nastalog u prošlosti. U isto vreme, ostvaruje se ustavno i zakonski propisano pravo građana na život i razvoj u zdravoj životnoj sredini i uravnotežen odnos privrednog razvoja i životne sredine u Republici Srbiji.

2. Povećanje pravne sigurnosti administrativnim i sudskim izvršenjem pravnih i ekonomskih mera zaštite životne sredine i upotrebe prirodnih resursa, bez obzira da li je industrija u privatnom ili državnom vlasništvu⁶ i da li u vlasništvu učestvuje domaći ili strani kapital.⁷ Time se stvaraju uslovi za privlačenje kvalitetnih investitora (a ne špekulativnog kapitala).

3. Sistematsko ulaganje u upravljačku i informacionu infrastrukturu vezanu za zaštitu životne sredine i određivanje prioriteta. Time bi se izgradila kompetitivnija i atraktivnija investiciona klima i povećala konkurentnost domaćih proizvoda na inostranim tržištima.

Uparedna analiza pravnih iskustava u regulisanju odgovornosti države za remedijaciju štete nanete životnoj sredini (aktivnostima vojske, državnih preduzeća i institucija) u zemljama Centralne i Istočne Evrope, kao što su Mađarska, Poljska, Bugarska, Češka i Slovenija – pokazuje da su se i te zemlje morale suočiti s istim problemima i sistemski pristupiti njihovom rešavanju. Problemi i iskustva zemalja u regionu su značajna smernica za kreiranje, integrisanje i sprovođenje sektorskih politika u oblasti životne sredine s tom razlikom – što Srbija nema nasleđen problem nuklearnog i vojnog otpada Varšavskog pakta koja je bitna stavka u proračunima investicija za remedijaciju u zemljama bivšeg istočnog bloka. S pravno-ekonomske tačke gledišta problemi koje treba rešiti su: (1) da li država finansira i sprovodi remedijaciju direktno ili odbija procenjenu sumu štete od cene preduzeća u privatizaciji i posle nadgleda ispunjenje remedijacije od strane novog vlasnika privatizovanog preduzeća; (2) šta ako je procenjena šteta veća od celokupnog iznosa ostvarenog privatizacijom (čest slučaj u Srbiji); (3) kako se šteta procenjuje, odnosno: da li su svi segmenti u nju uračunati (da li i kako proceniti istorijsku štetu emisija u vazduh ili zagađenje podzemnih

⁵ Treba reći da samo 18 naselja u Srbiji ima sistem za prečišćavanje komunalnih otpadnih voda, dok Beograd i Novi Sad otpadne vode direktno ispuštaju u Dunav. Na komunalnim deponijama nepropisno se odlaže opasan otpad uključujući organe i medicinski otpad iz bolnica, ulja i supstance koje nepropisnim odlaganjem ili spaljivanjem imaju kancerogene efekte ili filtriranjem u zemlju trajno kontaminiraju ekosistem.

⁶ Uprkos niskom stepenu usklađenosti s propisima iz oblasti zaštite životne sredine izvršenje upravnih i sudskih mera je virtuelno kod industrija u vlasništvu države. Isti je slučaj po pitanju plaćanja naknade za korišćenje prirodnih resursa i naknade za zagađenje.

⁷ U advokatskoj praksi generalno je primećeno da kad do izvršavanja administrativnih i upravnih mera zbog ne ispunjenja obaveza iz oblasti zaštite životne sredine dođe, mahom se radi o preduzećima s većinskim učešćem stranog kapitala. Jedan od faktora koji uzrokuje takvu praksu je postojanje mogućnosti naplate duga, a da se preduzeće ne odvede u stečaj.

voda?) ili u obzir treba uzeti samo zagađenje zemlje i akumulaciju opasnog, neopasnog i inertnog otpada; da li se zagađenje odnosi na krug fabrike ili i na širu okolinu? (4) u uporednoj praksi najveći pravni problem je pitanje odgovornosti za posledice zagađenja koje će se ispoljiti tek u budućnosti (npr. najteža oboljenja nastala zagađenjem pojavljuju se nakon određenog vremena), a posledica su zagađenja koje je državno preduzeće nanelo životnoj sredini do momenta privatizacije. Dakle, sasvim je izvesno da takve posledice postoje ili da mogu da postoje, ali ih je nemoguće u momentu kupoprodaje kvantifikovati. Pod uslovom da je direktna uzročno-posledična veza dokaziva, nema razloga da za takve posledice država ne preuzme eksplicitnu odgovornost za naknadu štete – član 41g to ne propisuje a član 9.1.5 ostavlja tu mogućnost u privatizaciji, kao i u bilo kojoj drugoj promeni vlasništva, na slobodu ugovornih strana. Treba napomenuti da takav ugovor ne bi imao efekta *erga omnes* već samo među ugovornim stranama^{e)}.

e) Ovo znači da bi građanin koji je oboleo tužio pravno lice-zagađivača za naknadu štete, a novi vlasnik pravnog lica bi za povratak naknadene štete morao da tuži državu

Najveći korak ka usklađivanju domaćih propisa iz oblasti zaštite životne sredine sa EU Direktivama i standardima od 2000. godine do danas napravljen je kroz YUGOLEX program.⁸ Projekat se usredsređuje na razvoj regulative o proceni uticaja (Direktiva 97/11/EC EIA) i strateškog uticaja na životnu sredinu (21/427EC SEA), integrisanoj prevenciji i kontroli zagađenja (Direktiva EU 96/61/EC/IPPC) i dostupnosti informacija iz oblasti životne sredine u skladu s Arhuskom konvencijom. Paralelno s izradom tog projekta, integrisani su propisi iz oblasti životne sredine u ekonomsku politiku privatizacije i stimulisanja stranih direktnih investicija (SDI). Uvažavajući veliki problem koji Srbija ima s istorijskim zagađenjem, Svetska banka je inicirala projekat čiji je praktični cilj izrada uredbe koja bi detaljno razradila član 41g Zakona o privatizaciji i omogućila njegovu efektivnu primenu.

Kasnije u vremenu, ali nadređen u odnosu na generalnost prema specijalnosti je član 9.1.5 Zakona o zaštiti životne sredine iz 2004. godine. Tim članom se propisuje da promena vlasništva nad pravnim licem obavezno uključuje procenu stanja životne sredine i određivanje odgovornosti za zagađenje, kao i namirenje dugova (tereta) prethodnog vlasnika za izvršeno zagađivanje i/ili štetu nanetu životnoj sredini⁹. Naglasimo da ovaj član ima karakter opšteg načela a da ga, u slučaju promene vlasništva u okviru privatizacije, detaljnije reguliše član 41g Zakona o privatizaciji.

Kao što smo već pomenuli, Zakonom o zaštiti životne sredine osniva se Fond za zaštitu životne sredine. Prihodi Fonda, po tom Zakonu, ostvaruju se, između ostalog, iz sredstava stečenih po osnovu promene vlasništva nad preduzećem u postupku privatizacije. Uredba, kojom se detaljno uređuje i prema tome obezbeđuje sprovođenje članova 41g Zakona o privatizaciji i 9.1.5 Zakona o zaštiti životne sredine, nikad nisu donete, a do danas Fond nije ostvario sredstva po osnovu prihoda od privatizacije.^{f)}

f) Podaci Fonda za zaštitu životne sredine od 9. novembra 2006. godine.

Međutim, to što potrebne uredbe nisu donete, što je neshvatljiv propust Vlade Srbije, nije izgovor za neprimenjivanje pomenutih zakonskih odredbi. Dokaz tome su i nekoliko izolovanih slučajeva privatizacije državnih firmi, u kojima je postojala adekvatna politička volja da se jednom korektnom sistemskom interpretacijom i integracijom pravnih instrumenata napravi precizna tehnološka analiza postojećeg zagađenja i kvantifikuje šteta. Zatim je usledila podela odgovornosti za zagađenje, pri čemu je država preuzela odgovornost za remedijaciju štete nanete životnoj sredini, kao i za direktne posledice te štete koje se mogu pojaviti u budućnosti. Sa svoje strane investitor je preuzeo odgovornost za štetu koja može nastati u budućnosti u skladu s važećim propisima kao i vrlo bitnu obavezu da sprovede korektivni plan i u narednom periodu, od tri do pet godina, uskladi rad preduzeća s važećim propisima i standardima.

Problem je u tome što se bez usvojene uredbe koja definiše i integriše na jednom mestu sve elemente regulacije, ta regulacija uglavnom zasniva na odluci i mogućoj arbitrarnosti nadležnog organa

8 Projekat je od 2002–2005. godine finansirala Finska Vlada, a sproveo ga je Regionalni centar za životnu sredinu za Centralnu i Istočnu Evropu (REC) u saradnji s Ministarstvom nauke i zaštite životne sredine Republike Srbije.

9 Skrećemo pažnju na pravno-tehničke probleme koji ovakva formulacija zakonskog člana predstavlja za doktrinu korporativnog vela. Naime nije jasno kako će se u praksi ovaj član primenjivati u slučaju akcionarskih društava u kojem su vlasnici akcija mnogobrojni akcionari i povezana društva, kao ni da li promena vlasništva podrazumeva prenos bilo kojeg procenta udela u kapitalu društva. U svakom slučaju radi se o ugovornoj podeli odgovornosti i obaveza između novog i starog vlasnika a koja, u skladu s generalnim pravilima obligacionih odnosa i članovima 102-108 Zakona o zaštiti životne sredine, nema efekta prema pravima trećih lica (za dodatno objašnjenje pogledati fusnotu 12).

državne uprave. Pored mogućih grešaka takvog *ad hoc* pristupa, proces je skup, dug i nedovoljno pravno siguran, odnosno netransparentan je za kupca koji treba da stigne do posttenderske faze u privatizaciji da bi ušao u ove troškove. S druge strane, nadležni organi ne mogu da odvoje toliko vremena za svaki poseban slučaj već im je potrebna institucionalizovana procedura, a investitoru pravna sigurnost.

U isti mah, ozbiljnim investitorima je bitno da se pomenuti članovi Zakona pravilno i temeljito primene zato što opšti korporativni principi imovinske odgovornosti prema trećim licima važe i u Srbiji.¹⁰ Podsetimo, kao specifičnost srpskog obligacionog prava važi da, lice na koje po osnovu ugovora pređe neka imovinska celina fizičkog ili pravnog lica, ili jedan deo te celine, odgovara za dugove koji se odnose na tu celinu, odnosno na njen deo, pored dotadašnjeg imaoca i solidarno s njim, ali samo do vrednosti njene aktive, bez obzira da li je znao ili realno mogao znati za postojanje tih dugova.¹¹ Nema pravnog dejstva prema poveriocima odredba ugovora kojim bi se isključivala ili ograničavala odgovornost utvrđena ovim članom Zakona.¹²

Međutim, “igra” se do danas sastojala u tome da je Republika Srbija, da bi izbegla preuzimanje i sprovođenje svojih odgovornosti za remedijacijom “opraštala” sprovođenje korektivnog plana investitoru. Ovo je u više slučajeva uticalo na odluku najpoželjnijih (najodgovornijih) investitora da odustanu od učešća u završnoj fazi tendera, a privuklo je avanturiste spremne na nepotpune pregovore i u tom smislu rizične poslove. Pomenuti primeri su teško prihvatljiva osnova ozbiljnim investitorima koji dolaze uglavnom iz zemalja EU ili su deo multinacionalnih kompanija koje sebi ne mogu da dozvole neetička i neekološka ponašanja ili skandal prakse. Takvi investitori imaju i potrebu da se zaštite od odgovornosti za zagađenje koje, iako prouzrokovano u Srbiji, može da ih dovede na sud u matičnim zemljama.

Najzad, postavlja se i pitanje odgovornosti za neispunjenje zakonske obaveze sprovedenog postupka privatizacije koja se odnosi na *zaštitu javnog interesa i prava građana*. To pitanje dobija na značaju u svetlu rastućih Class Action^{g)} slučajeva koji su iz anglosaksonke tradicije poslednjih godina ušli i u pravne sisteme zemalja EU. Tako, na primer, u Švedskoj od 2002. godine Nevladine organizacije za zaštitu životne sredine mogu da tuže državne institucije i da traže odštetu za neispunjenje obaveza i odatle proistekloj šteti za životnu sredinu. Sličan zakon je stupio na snagu 2001. godine u Španiji i počeo da daje rezultate koji su pre deset godina, iz perspektive tadašnje španske tranzicije, bili nezamislivi. U principu, Srbija nepovratno ide u tom istom pravcu. Verovatno je samo pitanje vremena kada će građani zagađenih područja u kojima je sprovedena privatizacija (prema tome, imaju aktivnu legitimaciju^{h)} a prihodi nisu kanalisani za remedijaciju životne sredine) pokrenuti slične sudske postupke i tražiti odštetu od države na osnovu neispunjenja člana 41g i drugih obaveza propisanih Zakonom?

g) Tužba u kojoj na strani tužilaca ima više lica i kolektivnijih tužbi u ime nedefinisanog ili nepoznatog broja lica

h) Pitanje pasivne legitimacije je kompleksno i zahteva zasebno razmatranje

3. Zaključna razmatranja

U Srbiji će država morati da odigra glavnu ulogu u rešavanju problema zaštite životne sredine, za razliku od drugih država u kojima se do rešenja došlo spontanom ponašanjem privrede, pre svega u traženju povećanja profita i prevencije vrlo *skupe odgovornosti* za štetu nanetu životnoj sredini, kao i posledicama te štete. Ekonomsko-pravni instrumenti i druge mere kojima se obezbeđuje

10 Zakon o privrednim društvima propisuje da u oblicima korporativnog organizovanja društva s ograničenom odgovornošću i akcionarskog društva promena vlasništva nad privrednim društvom ne utiče na prava i obaveze koje to društvo ima i koja uvek idu uz njega. Društvo odgovara za svoje obaveze celokupnom imovinom, dok članovi društva ili akcionari ne odgovaraju za obaveze društva ličnom imovinom, osim do iznosa neunetog uloga u imovinu društva.

11 Najčešće u uporednim pravima ako kupac nije znao za postojanje tereta (dugova) i obaveza, a pokaže da je postupio sa dužnom pažnjom i preduzeo sve potrebne korake u cilju prikupljanja zakonski dostupnih informacija (ispunio je Caveat Emptor) može biti oslobođen odgovornosti za obaveze za koje se kasnije sazna.

12 Ovako formulisan princip solidarne odgovornosti koja automatski operiše bez potrebe da se prvo dokaže zloupotreba društva, stečaj i nemogućnost isplate poverioca nije uobičajen u komparativnom pravu i ima negativan uticaj na prenos vlasništva u običnim tržišnim uslovima. U komparativnom obligacionom pravu napoleonsko rimske tradicije se upotrebljavaju oblici Actio Paulina koja je, zbog zaštite interesa tržišta, uvek subsidiarna. Smatramo da je donošenjem Zakona o stečajnom postupku (sl. glasnik RS 85/05) član 100-105 i Zakona o privrednim društvima (Sl. glasnik RS 125/04) član 15, postojanje člana 452. Zakona o obligacionim odnosima (Sl. list SRJ 15/98) postalo ekces pravne sigurnosti više štetan nego koristan za tržište u Srbiji i anahroničan u odnosu na mehanizme zaštite poverioca koji su razvijeni u Evropi i anglosaksonskom pravu.

finansiranje i podstiče investiranje u ekološki prihvatljivo (*eco-friendly*) ponašanje industrije možemo klasifikovati u četiri grupe:

1. Mere koje su tržišno *direktno isplative* (uvedemo modernu mašinu pa nam je proizvod jeftiniji, recikliramo);
2. Mere koje su tržišno *indirektno isplative* (bolje mi je da investiram u filtere za vodu nego da plaćam visoke ekološke takse);
3. Mere koje su *isplative na dugi rok*, ali za sada troškovi ne mogu da se prebace na tržište (razvoj obnovljivih izvora energije jer ostajemo bez nafte);¹³
4. Mere koje *nikad neće biti tržišno isplative*, ali se intenzivno planiraju i uvode na račun države i pandržavnih organizacija (jer nam se topi Antarktik).

S druge strane, ekonomska politika je ostvarila svoju svrhu samo ako daje vidne i kontinuirane rezultate po pitanju ostvarivanja sledećih ciljeva:

1. Racionalna upotreba obnovljivih i neobnovljivih prirodnih resursa;
2. Uvođenje tehnologije i sprovođenje mera za povećanje energetske efikasnosti;
3. Prevencija i smanjenje zagađenja;
4. Remedijacija postojećeg zagađenja i štete nanete životnoj sredini;
5. Uvođenje standarda kao odgovor na zahteve visoke eko-zdravstvene svesti i ekonomske moći tržišta (od kontrolisanih i etiketiranih sastojaka proizvoda i sertifikovanih sistema kvaliteta upravljanja, proizvoda i procesa (*best practices* sertifikata) do eko proizvodnje).

Država će hitno morati da usmeri svoj napor kako bi privatni i javni sektor dovoljno brzo i efektivno uhvatili korak s razvijenim tržištima sveta bar u onim elementima integralnog sistema zaštite životne sredine za koje je prilično izvesno da nećemo moći da očekujemo ozbiljnu finansijsku pomoć od sveta u narednih 20 godina.¹⁴ Sem zdravlja građana i podsticanja SDI, ovaj napor je neophodan iz sledećih razloga:

1. Da bi se u Srbiji sprovelo uspešno restrukturisanje i saniranje privrede i obezbedila na srednji i dugi rok njena kompetitivnost na zapadnim tržištima, koja u procesu proizvodnje uzimaju u obzir održivo korišćenje prirodnih resursa, energetska efikasnost i troškove koji mogu da proisteknu od odgovornosti industrije za zagađenje.
2. Da bi mogli da ispunimo standarde neophodne za trgovinu i promet proizvodima, primarnim i sekundarnim sirovinama.
3. Da bi se umanjili troškovi lečenja bolesti nastalih usled zagađenja životne sredine
4. Da bi se bar delimično osposobila Srbija za ispunjavanje teških međunarodnih obaveza, pre svega vezanih za UNFCCC i Kjoto protokol,¹⁵ potom za Konvenciju o prekograničnoj odgovornosti za zagađenje i drugim mnogobrojnim obavezama koje moramo da ratifikujemo u naredne dve godine.

U Srbiji su, dakle, postavljeni ekonomsko-pravni instrumenti kojima se može planirati, stimulisati i finansirati zaštita životne sredine, energetska efikasnost i održiva upotreba prirodnih resursa, ali nedostaje politika koja integriše mere i primenu ekonomskih instrumenata kroz sektore. Možda bi sledeći korak trebalo da bude formiranje tela koje će da koordinira akciju nadležnih organa državne uprave.¹⁾

i) Ovo se odnosi isključivo na republičke organe državne uprave. Koordinacija sa pokrajinskim organima i jedinicama lokalne samouprave je tema za drugo izlaganje

13 Razlika između tačke 2 i 3 je upravo tamo gde se ekonomska politika i pravo ukrštaju da daju tačku najveće ekonomske efikasnosti. Previše pomeranja prema tački 2, može da dovede do nesprovođenja i neizvršenja mera usled realne nesposobnosti (preuranjenosti) industrije da ih podnese. To je trenutna situacija s većinom propisa o zaštiti životne sredine u Srbiji. Pomeranje prema tački 3 može nepotrebno da uspori proces uvođenja mera i uslova zaštite životne sredine, odnosno prebacivanje tereta troška na privatni sektor, čime se u krajnjoj liniji dovodi u pitanje cena proizvodnje i konkurentnost privrede.

14 Od razvijenih zemalja možemo da očekujemo finansijsku i stručnu pomoć za sanaciju zagađenja vezanog za efekat staklene bašta (emisija NOx i CO2). Za ostale vidove zagađenja, koji imaju pretežno lokalni karakter, moraćemo sami da se snađemo.

15 EEA izveštaj Kyoto Mechanizam, objavljen decembra 2005. godine u Copenhagenu, u je vezi s ekonomskim politikama životne sredine kojima se cilja na brze i troškovno efektivne načine kojima se mogu ostvariti neophodna spuštanja emisije CO2. Šest zemalja EU (Austrija, Belgija, Danska, Finska, Irska, Italija, Luxembourg, Holandija i Španija) je izdvojilo oko 3 milijardi evra za subvencioniranje promenute tehnologije u manje razvijenim zemljama čime bi se na jeftiniji način postigli isti globalni ciljevi redukcije emisije CO2 do 2012. godine nego redukcijom emisija u ovim zemljama. Na osnovu sve sofisticiranijih modela postavljaje se granične vrednosti emisija u nacionalna zakonodavstva u cilju regulacije i planiranja ko, kad, kako i koliko.

ANALITIČKI PRILOG

Tabela P-1. Srbija: cene na malo, 2002–2006

	Ukupan indeks cena na malo			Komponente indeksa cena na malo				
	dec. 02=100	12-m	kumulativ ¹⁾	ROBA	Poljoprivredni pr.	Industrijski preh. pr.	Industrijski nepreh. pr.	USLUGE
				kumulativ ¹⁾				
	godišnji indeksi²⁾							
2002	93,2	121,4	114,8	109,4	113,8	98,8	114,1	133,0
2003	104,1	111,7	107,8	106,6	93,6	106,0	107,8	111,1
2004	114,3	110,1	113,7	112,8	108,1	113,9	113,2	116,1
2005	134,0	116,5	117,7	115,4	136,1	115,9	114,0	124,1
	kvartalni indeksi²⁾							
2004								
Q1	109,1	107,6	101,8	101,0	105,1	101,6	100,4	103,9
Q2	111,9	108,5	105,1	105,1	125,6	104,6	103,8	105,3
Q3	116,1	110,6	109,2	109,4	105,7	110,7	109,3	108,5
Q4	120,1	112,3	113,7	112,8	108,1	113,9	113,2	116,1
2005								
Q1	127,5	116,9	105,1	103,8	115,0	104,7	109,6	106,6
Q2	131,2	117,2	108,0	107,0	147,8	107,1	104,6	110,7
Q3	135,9	117,1	111,8	110,7	119,2	110,1	111,2	115,3
Q4	141,6	117,8	117,7	115,4	136,1	115,9	114,0	124,1
2006								
Q1	146,4	114,8	102,2	102,6	111,0	101,5	103,3	101,1
Q2	151,6	115,6	105,7	106,8	129,9	103,7	107,4	102,6
Q3	152,8	112,5	106,0	106,7	96,1	105,9	108,2	104,2
	mesečni indeksi							
2005								
Mart	128,8	117,4	105,1	103,8	115,0	104,7	109,6	106,6
Jun	132,4	116,8	108,0	107,0	147,8	107,1	104,6	110,7
Jul	135,0	117,5	110,1	109,3	133,0	107,6	109,2	112,6
Avgust	135,6	117,2	110,6	109,3	126,0	108,3	109,2	114,3
Septembar	137,1	116,5	111,8	110,7	119,2	110,1	111,2	115,3
Oktobar	139,4	117,9	113,7	112,8	122,7	113,1	112,6	116,3
Novembar	141,1	118,0	115,1	114,1	128,5	114,7	113,5	118,1
Decembar	144,2	117,7	117,7	115,4	136,1	115,9	114,0	124,1
2006								
Januar	144,9	115,1	100,5	100,4	103,5	100,7	100,7	100,3
Februar	146,9	115,0	101,9	102,3	107,8	100,7	103,5	100,6
Mart	147,4	114,5	102,2	102,6	111,0	101,5	103,3	101,1
April	150,0	115,5	104,0	105,1	116,3	102,0	106,4	101,3
Maj	152,4	116,0	105,7	107,0	132,4	102,8	108,0	102,3
Jun	152,4	115,1	105,7	106,8	129,9	103,7	107,4	102,6
Jul	152,3	112,8	105,6	106,6	106,4	104,7	108,0	102,8
Avgust	153,3	113,1	106,3	107,3	99,9	105,4	109,3	103,6
Septembar	152,9	111,6	106,0	106,7	96,1	105,9	108,2	104,2
Oktobar	152,4	109,3	105,7	106,0	92,4	106,1	106,4	104,4
Novembar	153,6	108,8	106,5	106,6	102,4	106,4	106,4	106,0

Izvor: RZS.

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

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

Tabela P-2. Srbija: Izabrani indeksi cena, 2002–2006

	Indeks cena na malo		Troškovi života		Indeks cena proizvođača ind. pr.		Cene proizvođača poljopr. pr.	
	dec. 02=100	12-m	dec. 02=100	12-m	dec. 02=100	12-m	dec. 02=100	12-m
	godišnji indeksi¹⁾							
2002	93,2	121,4	94,5	119,5	96,4	110,7	101,2	101,3
2003	104,1	111,7	103,8	109,9	102,1	105,9	102,3	101,1
2004	114,3	110,1	115,2	111,0	111,8	109,5	118,4	115,7
2005	134,0	116,5	133,8	116,1	127,2	113,7	131,1	110,7
	kvartalni indeksi¹⁾							
2004								
Q1	109,1	107,6	109,5	108,5	106,7	106,4	113,7	114,5
Q2	111,9	108,5	113,4	110,2	110,5	109,5	118,0	117,6
Q3	116,1	110,6	117,1	112,3	113,6	110,3	118,7	117,5
Q4	120,1	112,3	121,0	112,9	116,6	111,9	123,1	113,4
2005								
Q1	127,5	116,9	126,9	116,0	119,8	112,3	127,6	112,2
Q2	131,2	117,2	132,0	116,4	123,3	111,6	129,2	109,6
Q3	135,9	117,1	135,2	115,5	129,7	114,2	131,8	111,0
Q4	141,6	117,8	141,1	116,6	136,0	116,7	135,8	110,3
2006								
Q1	146,4	114,8	145,5	114,6	138,5	115,6	137,7	107,9
Q2	151,6	115,6	150,8	114,2	144,2	116,9	140,2	108,5
Q3	152,8	112,5	150,6	111,4	147,2	113,5	145,3	110,3
	mesečni indeksi							
2005								
Mart	128,8	117,4	128,7	116,9	120,9	112,0	129,69	112,00
Jun	132,4	116,8	133,5	115,8	124,9	112,0	129,40	108,48
Jul	135,0	117,5	134,7	116,0	128,1	113,5	129,27	112,65
Avgust	135,6	117,2	134,8	115,7	128,8	113,9	130,83	111,44
Septembar	137,1	116,5	136,1	114,7	132,2	115,0	135,27	109,12
Oktobar	139,4	117,9	139,2	116,2	134,9	116,3	134,33	109,56
Novembar	141,1	118,0	141,0	116,6	136,2	117,1	135,80	109,45
Decembar	144,2	117,7	143,2	117,0	136,8	116,5	137,16	111,77
2006								
Januar	144,9	115,1	144,3	115,3	137,4	116,3	137,26	110,31
Februar	146,9	115,0	145,7	114,8	138,7	115,1	137,13	106,58
Mart	147,4	114,5	146,5	113,9	139,4	115,3	138,70	106,95
April	150,0	115,5	148,8	114,5	142,7	117,0	138,18	107,84
Maj	152,4	116,0	151,7	114,4	144,8	117,6	140,41	107,85
Jun	152,4	115,1	151,7	113,6	145,0	116,1	142,11	109,82
Jul	152,3	112,8	150,4	111,7	146,9	114,7	142,50	110,23
Avgust	153,3	113,1	150,8	111,9	147,3	114,3	146,17	111,73
Septembar	152,9	111,6	150,7	110,7	147,3	111,4	147,35	108,93
Oktobar	152,4	109,3	150,1	107,9	146,9	108,9	143,81	107,06
Novembar	153,6	108,8	151,6	107,5	146,4	107,5	...	...

Izvor: RZS.

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

Tabela P-3. Kretanje kursa evra, 2002–2006

	Nominalni				Realni				Indeks troškova života u Evro zoni ⁴⁾ (dec. 02=100)
	Kurs ¹⁾	Bazni indeks (dec. 02=100)	12-m indeks	Kumulativ indeks ²⁾	Kurs ³⁾ (dec. 02=100)	12-m indeks	Kumulativ indeks ²⁾	USD/EUR	
	godišnji kurs⁵⁾								
2002	60,6763	98,6	102,0	102,8	104,8	85,7	91,5	0,9397	99,1
2003	64,9743	105,6	107,1	110,5	102,4	97,8	104,4	1,1241	101,0
2004	72,6215	118,0	111,8	115,6	106,3	103,8	103,9	1,2392	103,0
2005	82,9188	134,7	114,2	109,3	105,8	99,5	94,9	1,2433	105,3
	kvartalni kurs⁵⁾								
2004									
Q1	69,2361	112,5	110,1	102,3	105,1	103,9	101,0	1,2382	101,9
Q2	70,8080	115,0	109,5	105,3	106,0	103,0	101,5	1,2084	103,1
Q3	73,4267	119,3	112,7	109,4	106,1	104,1	101,7	1,2113	103,2
Q4	77,0150	125,1	114,6	115,6	108,2	104,3	103,9	1,2993	103,9
2005									
Q1	80,2421	130,4	115,9	102,7	106,4	101,2	98,1	1,3145	104,0
Q2	81,8942	133,0	115,7	105,0	106,7	100,7	98,3	1,2606	105,2
Q3	83,8302	136,2	114,2	107,5	105,8	99,8	97,8	1,2199	105,6
Q4	85,7085	139,2	111,3	109,3	104,5	96,6	94,9	1,1898	106,2
2006									
Q1	87,0875	141,5	108,5	101,4	102,7	96,6	99,6	1,2031	106,3
Q2	86,8674	141,1	106,1	101,0	100,3	94,0	97,9	1,2552	107,7
Q3	83,2482	135,2	99,3	96,7	95,5	90,3	92,6	1,2745	108,0
	mesečni kurs								
2005									
Mart	80,7498	131,2	116,1	102,7	106,5	101,0	98,1	1,3074	104,5
Jun	82,5172	134,1	115,3	105,0	106,7	100,7	98,3	1,2180	105,3
Jul	82,9982	134,8	114,2	105,6	105,1	99,3	96,9	1,2040	105,3
Avgust	83,9965	136,5	114,7	106,8	106,2	100,0	97,9	1,2294	105,5
Septembar	84,4958	137,3	113,6	107,5	106,2	100,0	97,8	1,2265	106,0
Oktoabar	85,1413	138,3	112,6	108,3	105,4	97,8	97,2	1,2026	106,3
Novembar	86,0770	139,8	112,1	109,5	105,1	97,1	96,9	1,1809	106,1
Decembar	85,9073	139,6	109,3	109,3	102,9	94,9	94,9	1,1861	106,3
2006									
Januar	86,9033	141,2	108,8	101,2	103,2	96,7	100,3	1,2122	105,9
Februar	87,2558	141,8	108,9	101,6	102,5	96,8	99,6	1,1960	106,2
Mart	87,1033	141,5	107,9	101,4	102,5	96,2	99,6	1,2013	106,7
April	86,5391	140,6	106,4	100,7	100,7	94,3	97,9	1,2239	107,4
Maj	87,3023	141,8	106,7	101,6	100,3	94,2	97,5	1,2750	107,8
Jun	86,7609	140,9	105,1	101,0	99,8	93,6	97,0	1,2677	107,9
Jul	83,7931	136,1	101,0	97,5	96,4	91,7	93,7	1,2684	107,8
Avgust	82,8893	134,7	98,7	96,5	94,8	89,3	92,2	1,2803	108,0
Septembar	83,0621	134,9	98,3	96,7	95,3	89,8	92,6	1,2748	108,1
Oktoabar	80,9242	131,5	95,0	94,2	93,3	88,5	90,7	1,2615	108,1
Novembar	78,9404	128,2	91,7	91,9	90,4	86,0	87,8	1,2876	108,2

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

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

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

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

4) Harmonized indices of consumer prices. Zbog revidiranja vrednosti ovaj indeks se neznajno razlikuje u odnosu na iste vrednosti u prethodnim brojevima.

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

Tabela P-4. Srbija: registrovani zaposleni, 2004–2006

	Ukupno zaposleni	Zaposleni kod pravnih lica	Zaposleni kod fizičkih lica			Ukupan broj zaposlenih radnika
			Ukupno	Privatni preduzetnici	Zaposleni kod njih	
			1 (=2+3)	2	3 (=4+5)		4	5	6(=2+5)
kvartalni podaci						
2004						
Q1	2.050	1.589	461	207	253	1.842
Q2	2.059	1.592	468	208	259	1.851
Q3	2.045	1.570	475	209	266	1.836
Q4	2.048	1.559	489	216	273	1.832
2005						
Q1	2.065	1.557	507	225	283	1.840
Q2	2.062	1.544	518	228	289	1.833
Q3	2.063	1.536	527	229	298	1.834
Q4	2.055	1.521	533	230	304	1.825
2006						
Q1	2.035	1.500	535	228	307	1.806
Q2	2.018	1.481	537	227	311	1.792
Q3	2.008	1.469	539	225	314	1.783
mesečni podaci						
2005						
Mart	2.070	1.557	513	228	285	1.842
Jun	2.059	1.538	521	229	292	1.830
Jul	2.062	1.538	524	229	295	1.833
Avgust	2.062	1.535	527	229	298	1.833
Septembar	2.067	1.536	531	230	300	1.836
Oktoobar	2.062	1.530	532	230	302	1.832
Novembar	2.054	1.520	534	230	304	1.824
Decembar	2.048	1.514	534	229	305	1.819
2006						
Januar	2.039	1.505	534	229	305	1.810
Februar	2.033	1.498	535	228	307	1.805
Mart	2.032	1.496	536	228	308	1.804
April	2.025	1.487	537	228	310	1.797
Maj	2.019	1.481	537	228	310	1.791
Jun	2.015	1.475	538	228	312	1.787
Jul	2.012	1.472	538	228	312	1.784
Avgust	2.010	1.467	540	228	315	1.782
Septembar	2.010	1.467	540	228	315	1.782

Izvor: RZS (za mart i septembar).

Napomena: Broj zaposlenih za preostale mesece procenjen je linearnom interpolacijom.

1) Ukupan broj zaposlenih (radnika) i preduzetnika (kolona 2 + kolona 3) uključuje zaposlene kod pravnih lica (preduzeća, organizacije, institucije), preduzetnike (uključujući vlasnike radnji, slobodne profesije, itd.) i zaposlene kod preduzetnika (fizičkih lica).

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

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

Izvor: Polugodišnji izveštaj o zaposlenima i o zaradama zaposlenih RAD-1/P i Anketa za dopunu polugodišnjeg izveštaja RAD-1.

3) Preduzetnici (vlasnici radnje) i lica koja samostalno obavljaju delatnost (tzv. fizička lica) i njihovi radnici (kolona 4+5). Ova komponenta od svakog marta do septembra ostaje fiksni sabirak u ukupnom zbiru zaposlenih (kolona 1)

4) Preduzetnici (vlasnici radnji).

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

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

Tabela P-5. Srbija: Zaposleni po sektorima delatnosti, 2003–2006

	2003	2004	2005	2005					2006								
				Avg.	Sep.	Okt.	Nov.	Dec.	Jan.	Feb.	Mar ¹⁾	Apr.	Maj ²⁾	Jun ²⁾	Jul	Avg.	Sep ³⁾
Zaposleni u preduzećima, ustanovama i organizacijama, po sektorima delatnosti																	
Svega	1612	1580	1546	1523	1536	1530	1519	1514	1506	1497	1496	1487	1481	1475	1472	1467	1467
Poljoprivreda, lov i šumarstvo	73	69	64	63	62	62	62	62	61	60	60	59	59	59	58	58	58
Ribarstvo	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Vađenje ruda i kamena	33	32	31	30	30	29	29	29	29	29	28	28	28	28	28	28	28
Prerađivačka industrija	525	484	460	447	455	451	445	443	439	434	432	429	425	421	419	415	415
Proizv. el. energije, gasa i vode	47	46	46	45	45	45	45	45	45	45	45	45	44	44	44	44	44
Građevinarstvo	89	88	88	86	89	89	88	88	87	86	86	86	86	86	86	85	85
Trgovina na veliko i malo, opravka	201	208	205	202	205	203	203	202	201	202	203	202	202	200	200	201	201
Hoteli i restorani	30	28	27	26	27	26	26	26	26	26	25	25	24	24	24	24	24
Saobraćaj, skladištenje i veze	119	119	116	113	115	114	114	114	113	111	112	111	111	110	110	110	110
Fin. poslovanje	30	29	29	29	30	30	30	30	29	30	30	29	30	30	30	30	30
Poslovi sa nekretnimaiznajmljivanje	55	59	63	63	66	66	66	66	66	66	67	67	67	67	67	68	68
Državna uprava i socijalno osiguranje	68	71	71	70	70	70	70	70	69	69	69	69	69	69	69	69	69
Obrazovanje	128	131	129	132	125	127	128	128	128	127	126	126	126	126	126	125	125
Zdravstveni i socijalni rad	163	165	166	165	166	166	162	160	160	160	159	157	158	158	158	158	158
Druge komunalne, društvene i lične usluge	48	49	51	51	51	51	51	52	52	52	52	52	52	52	52	52	52

Izvor: RZS, Mesečni statistički pregled, br. 10/2006.

1) Od marta podaci su ažurirani na osnovu konačnih podataka za mart 2006.

2) Korigovani podaci.

3) FREN-ova procena.

Tabela P-6. Srbija: platni bilans, 2004–2006¹⁾

	2004	2005				2006		
	Dec.	Mar.	Jun	Sep.	Dec.	Mar.	Jun	Sep.
	kumulativi, u milionima evra							
TEKUĆE TRANSAKCIJE	-2.197	-325	-615	-1.134	-1.790	-679	-1.149	-1.781
ROBA I USLUGE	-5.156	-709	-1.755	-2.970	-4.356	-1.132	-2.378	-3.535
Roba	-5.311	-684	-1.772	-2.987	-4.353	-1.101	-2.351	-3.523
Izvoz robe, f.o.b. ²⁾	2.991	812	1.825	2.844	3.956	1.039	2.282	3.651
Uvoz robe, f.o.b.	-8.302	-1.497	-3.597	-5.831	-8.309	-2.139	-4.633	-7.174
Izvoz/Uvoz (%)	36	54	51	49	48	49	49	51
Usluge	155	-25	17	17	-3	-31	-27	-12
Prihodi	1.171	251	594	951	1.312	306	697	1.188
Rashodi	-1.016	-276	-577	-934	-1.315	-338	-724	-1.200
Kamate, neto	-172	-59	-141	-197	-255	-58	-154	-237
Naplacene	64	12	32	53	80	32	66	105
Placene	-235	-71	-174	-250	-335	-91	-221	-342
Tekuci transferi	2.728	410	1.200	1.886	2.553	474	1.302	1.867
Doznake, neto	340	35	167	225	284	-21	89	120
Priliv	796	184	424	683	954	95	94	200
Odliv	-456	-149	-256	-457	-670	-283	-450	-715
Devizni depoziti nerezidenata	568	37	108	259	437	183	276	494
Otkup deviza, neto	1.592	320	884	1.329	1.631	289	882	1.166
Ostalo ³⁾	228	17	41	73	201	23	54	87
Zvanične donacije	403	33	82	148	268	36	82	124
GREŠKE I PROPUSTI	168	-183	-76	-206	-139	-18	-37	-109
KAPITALNE TRANSAKCIJE	2.377	711	1.174	2.277	3.604	1.072	2.828	5.260
Finansijske transakcije	2.377	711	1.174	2.277	3.604	1.072	2.828	5.260
Strane direktne investicije (SDI)	773	262	502	998	1.234	164	709	2.380
Ostale investicije	1.604	449	672	1.279	2.370	907	2.119	2.880
Srednjeročni i dugoročni krediti, neto ⁴⁾	1.221	159	603	989	1.571	415	1.666	2.425
Država	229	15	44	108	180	59	67	76
Banke	417	68	209	292	545	146	1.125	1.219
Ostalo	574	75	349	589	846	210	473	1.131
Kratkoročni krediti, neto	164	94	28	33	320	212	192	33
Ostala aktiva i pasiva	187	120	11	186	379	136	115	446
Poslovne banke, bruto rezerve (korišćenje: +)	33	77	30	71	100	144	146	-25
DEVIZNE REZERVE NBS⁴⁾, neto (+, korišćenje)	-349	-202	-483	-937	-1.675	-375	-1.642	-3.369
Korišćenje kredita MMF-a	192	0	0	151	151	75	75	75
Otplata kredita MMF-u ⁵⁾	-188	-47	-93	-133	-166	-7	-196	-384
PRO MEMORIA								
Kapitalne transakcije bez obaveznih rezervi	2.318	658	969	2.099	3.269	802	1.695	3.859
Zaduživanje poslovnih banaka, neto ⁶⁾	522	109	32	146	530	87	184	-150
Sopstvene rezerve NBS ⁷⁾	-293	-51	-422	-668	-1.340	-77	-606	-975
Ukupno zaduživanje bez obav. rezervi posl.banaka ⁸⁾	1.325	200	426	843	1.556	356	725	1.057
Izvoz robe i usluga	21,1	20,1	22,9	24,0	25,0	21,6	24,0	26,0
Uvoz robe i usluga	-47,2	-33,6	-39,5	-42,7	-45,6	-39,8	-43,1	-44,9
Bilans robne razmene	-26,9	-13,0	-16,8	-18,9	-20,6	-17,7	-18,9	-18,9
Bilans tekucih transakcija	-11,1	-6,2	-5,8	-7,2	-8,5	-10,9	-9,2	-9,6
BDP u evrima ⁹⁾	19.723	21.107	21.107	21.107	21.107	24.860	24.860	24.860

Izvor: NBS i RZS.

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

2) Izvoz f.o.b, metodologija NBS.

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

4) Isključujući tranše MMF-a.

5) Otplata glavnice.

6) Ukjučuje neto srednjeročno i dugoročno zaduživanje, dok za kratkoročno koristimo ukupno neto kratkoročno zaduživanje iz zemlje.

7) Uključuje neto srednjeročno i dugoročno zaduživanje, kao i kratkoročno zaduživanje.

8) Bruto rezerve NBS, bez depozita banaka i države.

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

Tabela P-7. Srbija: konsolidovani bilans sektora države¹⁾, 2003–2006

	u milijardama dinara						% u BDP			
	2005			2006			2003	2004	2005	
	ukupno	Q1	Q2	Q3	Q1	Q2				Q3
I UKUPNI PRIHODI	701,6	146,0	168,4	177,0	175,3	201,6	208,8	40,3	41,2	40,1
od čega: Javni prihodi bez PDV obavezaprema privredi i kompenzacija sa FZR ^{2),3)}	679,0	141,7	163,7	172,7	176,8	199,5	205,6	40,3	41,2	38,8
1. Tekuci prihodi	693,7	144,4	166,6	174,9	173,2	199,3	204,8	39,9	40,8	39,6
Poreski prihodi	638,9	135,5	155,0	162,6	159,4	185,1	188,5	37,3	37,8	36,5
Porez na dohodak	94,3	19,5	23,5	24,1	25,8	29,2	29,2	6,5	5,4	5,4
Porez na dobit	10,3	3,9	1,8	1,8	7,9	2,9	3,5	0,5	0,5	0,6
Porez na promet / PDV	215,9	47,4	52,0	54,3	46,3	57,9	57,0	10,8	11,1	12,3
od čega: neto prihod porez na promet/PDV ²⁾	198,8	44,4	48,9	50,8	47,9	55,8	57,0	10,8	11,1	11,4
Akcize	71,3	13,2	18,3	19,8	14,7	21,1	21,7	5,0	4,8	4,1
Carine	39,0	7,0	9,3	10,4	9,6	12,7	9,9	2,5	2,4	2,2
Doprinosi	184,0	38,6	44,4	46,4	48,5	54,1	59,4	2,2	11,1	10,5
od čega: doprinosi bez kompenzacije sa FZR ³⁾	179,1	37,2	42,9	45,7	48,4	54,1	56,3	9,9	10,5	10,2
Ostali poreski prihodi	24,1	5,9	5,7	5,7	6,5	7,2	7,9	9,9	2,5	1,4
Neporeski prihodi	54,8	8,9	11,5	12,4	13,8	14,2	16,2	2,6	3,0	3,1
2. Kapitalni prihodi	7,9	1,6	1,8	2,1	2,1	2,3	4,0	0,4	0,4	0,5
II UKUPNI RASHODI	-667,8	-141,1	-164,5	-167,1	-174,9	-185,1	-197,6	42,7	40,0	38,2
1. Tekuci rashodi	-634,8	-135,7	-155,4	-159,4	-167,6	-174,3	-184,4	40,9	37,4	36,3
Rashodi za zaposlene	-166,3	-36,1	-41,0	-41,5	-46,1	-45,8	-47,1	9,9	9,6	9,5
od čega: soc. davanja zaposlenima (bolovanje i otpemnine) ⁴⁾	-1,3	-0,1	-0,4	-0,5	-1,5	-0,3	-0,4	..	..	0,1
od čega: otpremnine RZZO ⁵⁾	-2,2	0,0	0,0	0,0	-0,9	0,0	-1,4	..	..	0,1
Kupovina roba i usluga	-92,2	-17,2	-22,2	-23,1	-22,4	-25,3	-29,0	6,2	5,5	5,3
Otplata kamata	-24,5	-5,9	-5,0	-5,8	-5,7	-4,9	-8,8	0,9	1,7	1,4
Subvencije	-54,5	-11,1	-13,5	-14,1	-10,1	-12,7	-13,6	5,0	4,5	3,1
Socijalni transferi	-281,5	-62,2	-69,8	-70,8	-79,8	-81,1	-81,7	18,0	15,2	16,1
od čega: penzije ⁶⁾	-186,1	-41,9	-45,8	-46,9	-52,7	-55,7	-58,5	10,8	10,6	10,6
Ostali tekuci rashodi	-15,8	-3,1	-3,9	-4,2	-3,5	-4,6	-4,1	0,8	0,9	0,9
2. Kapitalni rashodi ⁷⁾	-33,0	-5,4	-9,0	-7,8	-7,3	-10,8	-13,2	1,9	2,6	1,9
III OTPLATE STARIH DUGOVA I BUDŽETSKI KREDITI	-36,7	-2,5	-17,4	-8,9	-4,4	-17,1	-10,4	2,7	1,8	2,1
1. Otplata duga - SDŠ i ZZP	-21,9	-0,9	-15,1	-5,1	-1,0	-14,6	-4,8	1,6	1,3	1,3
2. Penzije ⁸⁾	-9,8	-1,3	-1,5	-1,4	-1,6	-1,7	-4,3	0,3	0,3	0,6
3. Budžetski krediti, neto ⁹⁾	-4,9	-0,3	-0,8	-2,3	-1,8	-0,8	-1,3	0,8	0,1	0,3
IVa KONSOLIDOVANI BILANS (I+II), definicija MFin¹⁰⁾	33,8	4,9	3,9	9,8	0,4	16,5	11,2	2,4	1,2	1,9
Republički budžet	26,8	-0,9	4,7	6,0	-9,1	7,5	4,9	..	0,1	1,5
PIO zaposlenih	-0,5	-1,0	0,0	1,2	1,8	1,4	2,6	..	0,1	0,0
PIO samostalaca	2,5	0,2	0,1	-0,1	0,6	1,2	1,3	..	0,2	0,1
PIO zemljoradnika	0,0	0,2	-0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	..	0,0	0,0
Fond zdravstva	-0,5	1,3	-0,7	1,1	0,9	2,5	3,1	..	0,1	0,0
Nacionalna služba za zapošljavanje	0,8	-0,3	0,3	-0,4	0,3	0,8	0,2	..	0,1	0,0
Vojvodina	-1,8	0,3	-0,1	-0,1	0,7	0,0	-1,1	..	0,0	0,1
Lokal	3,8	5,4	0,0	1,3	5,7	3,4	0,3	..	..	0,2
IVb UKUPAN FIN. REZULTAT (IVa+III.3.), definicija MMF, podaci MFin¹¹⁾	28,9	4,6	3,1	7,5	-1,4	15,7	9,9	3,2	1,1	1,6
IVc ANALITICKI BILANS (I+II+III), definicija FREN¹²⁾	-2,9	2,4	-13,4	0,8	-4,0	-0,6	0,8	5,1	0,5	0,2
V FINANSIRANJE (definicija FREN)	27,8	12,9	-3,9	11,8	8,5	1,4	102,0	3,8	1,7	1,6
Donacije ¹³⁾	0,2	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,1	0,0
Prihodi od privatizacije ¹⁴⁾	21,7	12,1	-2,1	14,0	9,1	1,3	103,0	2,8	1,0	1,2
Domaće finansiranje ¹⁵⁾	5,0	1,5	1,7	0,7	1,4	0,2	0,0	0,2	0,4	0,3
Inostrano finansiranje ¹⁶⁾	6,7	0,0	1,5	1,9	-0,4	1,4	1,0	0,8	0,5	0,4
Izdaci za otplatu glavnice domaćim i stranim kreditorima ¹⁷⁾	-5,8	-0,7	-5,0	-4,9	-1,7	-1,7	-2,2	0,1	0,3	0,3
VI PROMENA STANJA NA RACUNI (IVc+V)	24,9	15,3	-17,3	12,6	4,5	0,7	102,8	1,3	1,1	1,4
PRO MEMORIJA										
Promena neto pozicije države u bankarskom sistemu:										
- na osnovu evidentiranih fiskalnih tokova (IVc+V)	24,9	15,3	-17,3	12,6	4,5	0,7	102,8	1,3	1,1	1,4
- na osnovu evidencije stanja u poslovnim bankama (podaci NBS)	38,1	20,2	16,0	-9,5	10,5	17,1	107,2	0,7	0,5	2,2
Potraživanja privrede po osnovu PDV (procena FREN) ¹⁸⁾	17,1	3,0	3,1	3,5	-1,6	2,1	..	..	..	1,0
Kompenzacija FZR ¹⁹⁾	5,5	1,4	1,6	0,7	0,1	0,0	3,2	..	0,6	0,3
IVb Ukupni fiskalni rezultat po MMF evidenciji ²⁰⁾	25,4	..	..	..	..	..	..	..	2,5	0,6
Investicioni projekti (FLIPs), MMF podatak ²¹⁾	-6,1	..	..	..	..	..	..	0,5	0,6	0,3

Izvor: Bilten javnih finansija (BJF), IMF Country Report No. 06/58, FREN procene, Memorandum o bužetu i ekonomskoj politici za 2006. sa projekcijama do 2009. godine i za 2007 sa projekcijama do 2009.

1) Sektor države (general government) - svi nivoi vlasti (republika, pokrajina, opštine) i njihovi budžetski korisnici i organizacije obaveznog socijalnog osiguranja (PIO fondovi, Republički zavod za zdravstveno osiguranje, Nacionalna služba za zapošljavanje). Ne uključuje javna preduzeća i NBS.

2) Prihod od PDV umanjeno za stavku "Potraživanja privrede po osnovu PDV" prikazano u Pro Memoriji. (Videti fus notu 16).

3) Prihod od doprinosa umanjeno za stavku "Kompenzacija FZR" u Pro Memoriji. (Videti fus notu 19).

4) Konto 414 - Socijalna davanja zaposlenima - koji obuhvata bolovanja, rashode za obrazovanje zaposlenih, i otpremnine. Ova stavka se odnosi samo na budžet Republike.

5) FREN procena na osnovu saopštenja u medijima i na sajtu Ministarstva finansija, a što se poklapa sa stavkom primanja iz zaduživanja (konto 91)

RZZO iz BJF.

- 6) Izdaci koji se odnose na tekuće penzije - korigovani za otplatu "velikog duga" i za otplatu duga po osnovu docnji započetog decembra 2005. (Videti stavku III.2 i fusnotu 8).
 - 7) Izdaci za kapitalne rashode u 2003. i 2004. preuzeti su iz Memoranduma o budžetu i ekonomskoj politici za 2006. sa projekcijama do 2009. godine, a za 2006. iz BJF. Kapitalni rashodi ne sadrže projekte finansirane iz inostranih izvora (sem u 2004, Videti fus notu 16).
 - 8) U decembru 2002. godine započeta je otplata tzv. "velikog" ili "starog duga" penzionerima koji je nastao nastao u periodu april 1994. - jun 1995. kada je isplaćivano 83,3% penzije. Oplata je predviđena u 43 rate (polovina 2006.). Pored ovog duga, iz 90-tih godina nasledjen je pomak u isplati penzija, koji je eliminisan krajem prošle godine. Dug po osnovu pomaka (od 1,5 penzije) počeo je da se otplaćuje u decembru 2005.
 - 9) Stavka odgovara pojmu "Izdaci za nabavku finansijske imovine" u BJF, odnosno stavci "net lending" u prezentaciji MMF. Reč je o kreditima studentima, finansiranju Nacionalne korporacije za osiguranje stambenih kredita i sl. Veliki iznos u 2003. verovatno se objašnjava avansnim finansiranjem trošenja države za period privremenog budžeta u prvim mesecima 2004.
 - 10) Konsolidovani suficit/deficit (cash surplus/deficit po GFS 2001) predstavlja razliku između tekućih prihoda i primanja od prodaje nefinansijske imovine (tj. kapitalnih prihoda) i tekućih rashoda i izdataka za nabavku nefinansijske imovine (tj. kapitalnih rashoda). Videti metodološku diskusiju u Okviru 1 u Kvartalnom monitoru br.3 za detalje. Nekonsolidovani tj. zbir rezultata po nivoima vlasti i konsolidovani rezultat po definiciji treba da se slože, ali razlika postoji zbog određene nekonzistentnosti fiskalnih podataka.
 - 11) Ukupni fiskalni rezultat (overall fiscal balance po GFS 2001) - Konsolidovani suficit/deficit korigovan za "budžetske kredite" (lending minus repayment prema starom GFS). Ovde se isključivo misli na kreditiranje u cilju realizacije državnih politika.
 - 12) Analitički bilans prema FREN definiciji na rashodnoj strani uključuje i otplate starih (domaćih) dugova, konkretno otplatu stare devizne štednje, zajma za preporod Srbije, duga penzionerima, itd. Ovako definisan rezultat meri likvidnosni efekat koji transakcije države imaju na privredu.
 - 13) Podatak iz IMF CR 06/58. Nema podataka o donacijama u BJF.
 - 14) Prihodi od privatizacije Republike uvećani za 10% zbog pripadajućeg priliva u Penzijski fond i Fond za restituciju. Ne znamo zašto su u četvrtom kvartalu 2005. privatizacioni prihodi u BJF negativni.
 - 15) Finansiranje izdavanjem obveznica Republike Srbije. Postoji mogućnost i da se uključuju novi krediti domaćih banaka državi, u kom slučaju bi to trebalo isključiti iz stavke: "Promena neto pozicije države u bankarskom sistemu na osnovu evidencije stanja u poslovnim bankama (podaci NBS)" u Pro Memoriji.
 - 16) Inostrano finansiranje u Republičkom budžetu uvećano je za 30% (procena lokalnog finansiranja).
 - 17) Izdaci za otplatu glavnice duga iz BJF koji nisu uključeni u odeljak III.
 - 18) Procena FREN-a na osnovu nezvanične informacije o kretanju poreskih kredita koje potražuje privreda od države i na osnovu analize tokova povraćaja PDV prikazanih u BJF.
 - 19) Reč je o kompenzacijama u kojima se potraživanje Republičkog fonda PIO od Fonda za razvoj Srbije namiruje otplatom starih dugova po osnovu doprinosa od strane preduzeća koja su dužnici Fonda za razvoj Srbije.
 - 20) Podatak "Overall balance, excluding project loans", IMF Country Report No. 06/58, Februar 2006, strana 37, Table 8. Serbia: General Government Fiscal Operations, 2003–06.
 - 21) FLIPs - Foreign loan financed investment projects, podaci preuzeti iz IMF Country Report No. 06/58. Prema metodologiji MMF FLIPs su uključeni u kapitalne izdatke, a prema metodologiji Ministarstva finansija nisu. Poređenje sa podacima MMF međutim sugerise da je ova stavka ipak uključena u kapitalne rashode u 2004. godini.
- Napomena: Sume se u ne poklapaju uvek zbog zaokruživanja.

Tabela P-8. Srbija: monetarni pregled, 2004–2006

	2004		2005		2006			
	Dec.	Mar.	Jun	Sep.	Dec.	Mar.	Jun	Sep.
	u milionima dinara, na kraju perioda¹⁾							
Neto strana aktiva (NSA)	141.120	144.478	163.230	193.028	194.397	179.886	209.994	341.473
Neto strana aktiva (NSA) (u evrima)	1.766	1.783	1.972	2.279	2.274	2.070	2.442	4.164
Rezerve	298.778	319.616	356.821	411.422	474.205	502.260	586.263	696.913
<i>Rezerve (u evrima)</i>	<i>3.740</i>	<i>3.943</i>	<i>4.311</i>	<i>4.857</i>	<i>5.546</i>	<i>5.780</i>	<i>6.817</i>	<i>8.499</i>
NBS	244.837	272.654	302.596	358.226	420.769	461.414	545.592	645.627
<i>NBS (u evrima)</i>	<i>3.065</i>	<i>3.364</i>	<i>3.656</i>	<i>4.229</i>	<i>4.921</i>	<i>5.310</i>	<i>6.344</i>	<i>7.874</i>
Poslovne banke	53.941	46.962	54.225	53.196	53.436	40.846	40.671	51.286
<i>Poslovne banke (u evrima)</i>	<i>675</i>	<i>579</i>	<i>655</i>	<i>628</i>	<i>625</i>	<i>470</i>	<i>473</i>	<i>625</i>
Obaveze (-)	-157.658	-175.138	-193.591	-218.394	-279.808	-322.374	-376.269	-355.440
<i>Obaveze (-) (u evrima)</i>	<i>-1.973</i>	<i>-2.161</i>	<i>-2.339</i>	<i>-2.578</i>	<i>-3.273</i>	<i>-3.710</i>	<i>-4.375</i>	<i>-4.335</i>
NBS	-74.433	-76.969	-78.810	-87.305	-88.684	-93.292	-74.099	-54.659
<i>NBS (u evrima)</i>	<i>-932</i>	<i>-950</i>	<i>-952</i>	<i>-1.031</i>	<i>-1.037</i>	<i>-1.074</i>	<i>-862</i>	<i>-667</i>
Poslovne banke	-83.225	-98.169	-114.781	-131.089	-191.124	-229.082	-302.170	-300.781
<i>Poslovne banke (u evrima)</i>	<i>-1.042</i>	<i>-1.211</i>	<i>-1.387</i>	<i>-1.548</i>	<i>-2.235</i>	<i>-2.636</i>	<i>-3.514</i>	<i>-3.668</i>
Neto domaca aktiva (NDA)	182.147	187.226	211.299	229.820	265.051	294.481	307.761	229.781
Domaci krediti	268.158	281.113	311.930	343.784	383.168	426.703	462.547	385.742
Krediti državi, neto ²⁾	4.866	-9.400	-4.098	-12.510	-30.447	-33.667	-36.464	-126.556
Krediti	42.915	44.388	39.207	41.172	37.371	37.722	35.356	28.962
Dinarski krediti	28.991	29.304	24.352	22.379	20.099	17.307	15.269	14.258
NBS	21.427	21.235	16.636	16.013	15.208	13.707	13.446	13.443
Poslovne banke	7.564	8.069	7.716	6.366	4.891	3.600	1.823	815
Devizni krediti	13.924	15.084	14.855	18.793	17.272	20.415	20.087	14.704
<i>Devizni (u evrima)</i>	<i>174</i>	<i>186</i>	<i>179</i>	<i>222</i>	<i>202</i>	<i>235</i>	<i>234</i>	<i>179</i>
NBS	0	0	0	0	180	183	181	0
<i>NBS (u evrima)</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>2</i>	<i>2</i>	<i>2</i>	<i>0</i>
Poslovne banke	13.924	15.084	14.855	18.793	17.092	20.232	19.906	14.704
<i>Poslovne banke (u evrima)</i>	<i>174</i>	<i>186</i>	<i>179</i>	<i>222</i>	<i>200</i>	<i>233</i>	<i>231</i>	<i>179</i>
Depoziti (-)	-38.049	-53.788	-43.305	-53.682	-67.818	-71.389	-71.820	-155.518
Dinarski depoziti	-24.485	-32.024	-29.827	-34.529	-43.485	-43.808	-55.003	-50.704
NBS	-22.966	-30.234	-28.219	-32.783	-40.708	-39.437	-49.781	-45.768
Poslovne banke	-1.519	-1.790	-1.608	-1.746	-2.777	-4.371	-5.222	-4.936
Devizni depoziti	-13.564	-21.764	-13.478	-19.153	-24.333	-27.581	-16.817	-104.814
<i>Devizni (u evrima)</i>	<i>-170</i>	<i>-269</i>	<i>-163</i>	<i>-226</i>	<i>-285</i>	<i>-317</i>	<i>-196</i>	<i>-1.278</i>
NBS	-9.989	-18.088	-6.571	-14.392	-18.806	-21.464	-10.587	-99.498
<i>NBS (u evrima)</i>	<i>-125</i>	<i>-223</i>	<i>-79</i>	<i>-170</i>	<i>-220</i>	<i>-247</i>	<i>-123</i>	<i>-1.213</i>
Poslovne banke	-3.575	-3.676	-6.907	-4.761	-5.527	-6.117	-6.230	-5.316
<i>Poslovne banke (u evrima)</i>	<i>-45</i>	<i>-45</i>	<i>-83</i>	<i>-56</i>	<i>-65</i>	<i>-70</i>	<i>-72</i>	<i>-65</i>
Krediti ne-državnom sektoru	263.292	290.513	316.028	356.294	413.615	460.370	499.011	512.298
Domacinstva	64.441	69.844	82.569	102.707	124.930	141.352	161.981	178.173
Privreda	198.851	220.669	233.459	253.587	288.685	319.018	337.030	334.125
Ostala aktiva, neto ³⁾	-86.011	-93.887	-100.631	-113.964	-118.117	-132.222	-154.786	-155.961
od cega: kapital i rezerve (-)	-118.891	-127.754	-140.174	-147.854	-156.920	-177.927	-206.330	-226.095
NBS	-15.738	-15.735	-22.565	-22.562	-22.573	-22.570	-37.395	-37.396
Poslovne banke	-103.153	-112.019	-117.609	-125.292	-134.347	-155.357	-168.935	-188.699
Novcana masa: M2⁴⁾	323.267	331.704	374.529	422.848	459.448	474.367	517.755	571.254
Novcana masa: dinarski M2 ⁵⁾	146.604	144.144	160.778	180.452	192.758	190.872	210.046	235.131
Novcana masa: M1	111.235	110.049	120.456	134.514	144.884	137.741	148.510	158.395
Gotov novac u opticaju	45.165	39.368	42.316	47.283	53.650	45.825	48.926	52.110
Depoziti po viđenju (privreda i domacinstva)	66.070	70.681	78.140	87.231	91.234	91.916	99.584	106.285
Oroceni dinarski depoziti (privreda i domacinstva)	35.369	34.095	40.322	45.938	47.874	53.131	61.536	76.736
Devizni depoziti (privreda i domacinstva)	176.663	187.560	213.751	242.396	266.690	283.495	307.709	336.123
<i>Devizni depoziti (privreda i domacinstva) (u evrima)</i>	<i>2.211</i>	<i>2.314</i>	<i>2.582</i>	<i>2.862</i>	<i>3.119</i>	<i>3.262</i>	<i>3.578</i>	<i>4.099</i>
od cega: domacinstva ⁶⁾	110.714	124.107	141.477	162.667	190.136	207.609	222.105	243.421
<i>od cega: domacinstva (u evrima)⁶⁾</i>	<i>1.386</i>	<i>1.531</i>	<i>1.709</i>	<i>1.921</i>	<i>2.224</i>	<i>2.389</i>	<i>2.583</i>	<i>2.969</i>

Izvor: FREN, NBS - Statistički bilten.

1) Ukoliko nije drugačije naznačeno.

2) Država ne uključuje lokalnu samoupravu koja je tretirana kao ne-državni sektor.

3) Uključuje: na strani aktive - ostalu aktivu; i na strani pasive - kapital i rezerve, ostalu pasivu i saldo međubankarskih odnosa.

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

5) Novčana masa: dinarski M2 - odnosi se na M2 u prihvaćenoj metodologiji u Srbiji i obuhvata gotov novac u opticaju, depozite po viđenju privrede i domacinstava i oročene dinarske depozite privrede i domacinstava.

6) Devizna štednja stanovništva.

Tabela P-9. Srbija: bilans poslovnih banaka, 2004–2006

	2004		2005		2006		Jun	Sep.
	Dec.	Mar.	Jun	Sep.	Dec.	Mar.		
	u milionima dinara, na kraju perioda¹⁾							
Neto devizne rezerve	-29.284	-51.207	-60.556	-77.893	-137.688	-188.236	-261.499	-249.495
Neto devizne rezerve (u evrima)	-367	-632	-732	-920	-1.610	-2.166	-3.041	-3.043
Bruto devizne rezerve	53.941	46.962	54.225	53.196	53.436	40.846	40.671	51.286
<i>Bruto devizne rezerve (u evrima)</i>	<i>675</i>	<i>579</i>	<i>655</i>	<i>628</i>	<i>625</i>	<i>470</i>	<i>473</i>	<i>625</i>
Bruto devizne obaveze (-)	-83.225	-98.169	-114.781	-131.089	-191.124	-229.082	-302.170	-300.781
<i>Bruto devizne obaveze (u evrima) (-)</i>	<i>-1.042</i>	<i>-1.211</i>	<i>-1.387</i>	<i>-1.548</i>	<i>-2.235</i>	<i>-2.636</i>	<i>-3.514</i>	<i>-3.668</i>
Neto domaca aktiva (NDA)	29.284	51.207	60.556	77.893	137.688	188.236	261.499	249.495
Domaci krediti	105.021	126.333	143.467	169.729	233.400	295.040	395.203	395.626
Kreditni državni, neto ²⁾	8.406	9.121	2.022	6.177	4.318	2.791	-4.882	-9.702
Kreditni	22.756	24.262	23.743	26.578	24.131	26.239	24.498	19.212
Dinarski krediti	8.832	9.178	8.888	7.785	7.039	6.007	4.592	4.508
Devizni krediti	13.924	15.084	14.855	18.793	17.092	20.232	19.906	14.704
<i>Devizni krediti (u evrima)</i>	<i>174</i>	<i>186</i>	<i>179</i>	<i>222</i>	<i>200</i>	<i>233</i>	<i>231</i>	<i>179</i>
Depoziti (-)	-14.350	-15.141	-21.721	-20.401	-19.813	-23.448	-29.380	-28.914
Dinarski depoziti	-10.753	-11.431	-14.784	-15.599	-14.247	-17.287	-23.138	-23.580
Devizni depoziti	-3.597	-3.710	-6.937	-4.802	-5.566	-6.161	-6.242	-5.334
<i>Devizni depoziti (u evrima)</i>	<i>-45</i>	<i>-46</i>	<i>-84</i>	<i>-57</i>	<i>-65</i>	<i>-71</i>	<i>-73</i>	<i>-65</i>
Neto potraživanja od NBS	97.570	99.401	136.504	159.417	204.890	235.988	340.147	382.527
Potraživanja	99.325	101.154	137.023	160.153	205.625	236.445	341.953	382.971
Gotovina	4.281	3.812	4.430	4.822	7.053	6.793	6.799	8.654
Obavezne rezerve	20.953	20.676	21.855	24.673	26.046	26.387	33.352	33.602
Slobodne rezerve	6.569	1.766	2.790	3.349	7.294	-1.505	-127	3.767
Depoziti	66.013	71.694	90.317	107.501	148.337	173.476	245.649	256.555
od cega: dinarski depoziti	156	95	140	120	155	147	116	159
NBS blagajnički zapisi/repo operacije ³⁾	1.509	3.206	17.631	19.808	16.895	31.294	56.280	80.393
Obaveze	-1.755	-1.753	-519	-736	-735	-457	-1.806	-444
Kreditni ostalom delu privrede, neto	-955	17.811	4.941	4.135	24.192	56.261	59.938	22.801
Kreditni	261.826	289.156	314.487	354.522	411.171	457.662	495.943	508.301
Domacinstva	64.283	69.616	82.293	102.435	124.651	141.069	161.700	177.893
Dugoročni krediti	48.848	53.801	66.112	84.542	103.234	115.492	132.102	144.201
Kratkorocni krediti	15.435	15.815	16.181	17.893	21.417	25.577	29.598	33.692
Privreda	197.543	219.540	232.194	252.087	286.520	316.593	334.243	330.408
Dugoročni krediti	87.347	90.442	98.695	103.549	124.713	137.844	149.074	154.772
Kratkorocni krediti	110.196	129.098	133.499	148.538	161.799	178.749	185.099	175.636
Depoziti (-)	-262.781	-271.345	-309.546	-350.387	-386.979	-401.401	-436.005	-485.500
Dinarski depoziti	-87.037	-84.710	-96.889	-109.007	-121.474	-119.500	-130.786	-150.773
Domacinstva	-12.737	-12.634	-14.970	-16.028	-16.564	-17.712	-21.304	-20.994
Privreda	-74.300	-72.076	-81.919	-92.979	-104.910	-101.788	-109.482	-129.779
Devizni depoziti	-175.744	-186.635	-212.657	-241.380	-265.505	-281.901	-305.219	-334.727
Domacinstva ⁴⁾	-110.714	-124.107	-141.477	-162.667	-190.136	-207.609	-222.105	-243.421
<i>Domacinstva (u evrima)</i>	<i>-1.386</i>	<i>-1.531</i>	<i>-1.709</i>	<i>-1.921</i>	<i>-2.224</i>	<i>-2.389</i>	<i>-2.583</i>	<i>-2.969</i>
Privreda	-65.030	-62.528	-71.180	-78.713	-75.369	-74.292	-83.114	-91.306
<i>Privreda (u evrima)</i>	<i>-814</i>	<i>-771</i>	<i>-860</i>	<i>-929</i>	<i>-882</i>	<i>-855</i>	<i>-966</i>	<i>-1.113</i>
Ostala aktiva, neto⁵⁾	-75.737	-75.126	-82.911	-91.836	-95.712	-106.804	-133.704	-146.131
od cega: kapital i rezerve	-100.865	-108.453	-113.967	-119.871	-123.677	-138.281	-168.935	-188.699

Izvor: FREN, NBS - Statistički bilten.

1) Ukoliko nije drugačije naznačeno.

2) Država obuhvata sve nivoje vlasti: republički nivo i nivo lokalne samouprave.

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

4) Devizna štednja stanovništva.

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

Tabela P-10. Srbija: bilans Narodne banke Srbije, 2004–2006

	2004		2005				2006		
	Dec.	Mar.	Jun	Sep.	Dec.	Mar.	Jun	Sep.	
	u milionima dinara, na kraju perioda¹⁾								
Neto devizne rezerve	104.530	124.514	134.123	164.055	184.618	194.752	225.710	317.488	
Neto devizne rezerve (u evrima)	1.308	1.536	1.620	1.937	2.159	2.241	2.625	3.872	
Bruto devizne rezerve	244.837	272.654	302.596	358.226	420.769	461.414	545.592	645.627	
<i>Bruto devizne rezerve (u evrima)</i>	<i>3.065</i>	<i>3.364</i>	<i>3.656</i>	<i>4.229</i>	<i>4.921</i>	<i>5.310</i>	<i>6.344</i>	<i>7.874</i>	
Bruto devizne obaveze	-140.307	-148.140	-168.473	-194.171	-236.151	-266.662	-319.882	-328.139	
<i>Bruto devizne obaveze (u evrima)</i>	<i>-1.756</i>	<i>-1.828</i>	<i>-2.035</i>	<i>-2.292</i>	<i>-2.762</i>	<i>-3.069</i>	<i>-3.720</i>	<i>-4.002</i>	
od cega: devizne obaveze poslovnih banaka	-65.874	-71.171	-89.663	-106.866	-147.467	-173.370	-245.783	-256.324	
<i>od cega: devizne obaveze poslovnih banaka (u evrima)</i>	<i>-825</i>	<i>-878</i>	<i>-1.083</i>	<i>-1.262</i>	<i>-1.725</i>	<i>-1.995</i>	<i>-2.858</i>	<i>-3.126</i>	
Neto domaca aktiva	-27.561	-58.814	-62.632	-83.861	-90.399	-116.603	-136.786	-219.381	
Domaci krediti	-13.944	-39.936	-41.262	-59.163	-63.828	-87.498	-110.773	-227.194	
Kreditni državi, neto ²⁾	-16.630	-37.448	-26.469	-41.230	-50.049	-59.002	-58.003	-147.875	
Kreditni	21.427	21.235	16.636	16.013	15.388	13.890	13.627	13.443	
od cega: dinarski krediti	21.427	21.235	16.636	16.013	15.208	13.707	13.446	13.443	
Depoziti (-)	-38.057	-58.683	-43.105	-57.243	-65.437	-72.892	-71.630	-161.318	
Dinarski depoziti	-28.068	-40.595	-36.534	-42.851	-46.631	-51.428	-61.043	-61.820	
od cega: lokalna samouprava	-5.102	-10.361	-8.315	-10.068	-5.923	-11.991	-11.262	-11.428	
Devizni depoziti	-9.989	-18.088	-6.571	-14.392	-18.806	-21.464	-10.587	-99.498	
<i>Devizni depoziti (u evrima)</i>	<i>-125</i>	<i>-223</i>	<i>-79</i>	<i>-170</i>	<i>-220</i>	<i>-247</i>	<i>-123</i>	<i>-1.213</i>	
Neto potraživanja od banaka	2.554	-2.672	-15.080	-18.045	-13.834	-28.157	-51.913	-77.447	
Potraživanja	4.594	3.644	2.671	2.907	3.126	3.012	4.172	2.879	
od cega: ostali dinarski krediti	3.007	1.576	371	505	856	409	1.625	426	
od cega: devizni krediti	1.587	2.068	2.300	2.402	2.270	2.603	2.547	2.453	
<i>od cega: devizni krediti (u evrima)</i>	<i>20</i>	<i>26</i>	<i>28</i>	<i>28</i>	<i>27</i>	<i>30</i>	<i>30</i>	<i>30</i>	
Obaveze	-2.040	-6.316	-17.751	-20.952	-16.960	-31.169	-56.085	-80.326	
od cega: blagajnički zapisi NBS i repo transakcije	-1.752	-3.206	-17.607	-19.804	-16.828	-31.087	-55.981	-80.164	
Kreditni ostalom delu privrede, neto	132	184	287	112	55	-339	-857	-1.872	
Potraživanja	198	248	369	353	296	301	299	304	
Dinarski i devizni krediti	198	248	369	353	296	301	299	304	
Obaveze (-)	-66	-64	-82	-241	-241	-640	-1.156	-2.176	
Dinarski depoziti	-66	-64	-82	-241	-241	-640	-1.156	-2.176	
Ostala aktiva, neto ³⁾	-13.617	-18.878	-21.370	-24.698	-26.571	-29.105	-26.013	7.813	
Primarni novac (H)	76.969	65.700	71.491	80.194	94.219	78.149	88.924	98.107	
Gotovina u opticaju	45.165	39.368	42.316	47.283	53.650	45.825	48.926	52.110	
Rezerve poslovnih banaka	31.804	26.332	29.175	32.911	40.569	32.324	39.998	45.997	
Obavezne rezerve	20.953	20.676	21.855	24.673	26.045	26.387	33.352	33.602	
Slobodne rezerve	10.851	5.656	7.320	8.238	14.524	5.937	6.646	12.395	
Depoziti po vidjenju	5.076	2.825	3.004	3.394	4.759	590	2.321	7.184	
Žiro racuni i gotovina	5.775	2.831	4.316	4.844	9.765	5.347	4.325	5.211	

Izvor: FREN, NBS - Statistički bilten.

1) Ukoliko nije drugačije naznačeno.

2) Kreditni državi, neto obuhvataju sve nivoe vlasti: republički nivo i nivo lokalne samouprave.

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

CIP - Katalogizacija u publikaciji
Narodna biblioteka Srbije, Beograd

33

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

Tromesečno

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