

kvartalni monitor

EKONOMSKIH TRENDOVA I POLITIKA U SRBIJI

broj 7 • oktobar–decembar 2006

Beograd, mart 2007.

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
Stojan Stamenković
Branko Urošević
Boško Živković

REDAKCIJA

Sonja Avlijaš
Danko Brčerević
Jasna Dimitrijević
Vuk Đoković
Goran Radosavljević
Pavle Petrović (glavni i odgovorni urednik)
Duško Vasiljević (urednik: trendovi)
Boško Živković (urednik: finansije)
Olivera Anđelković (izvršni urednik)

SARADNICI U OVOM BROJU

Ivan Kalafatić
Predrag Petrović
Milica Zvijer

LEKTURA

Anka Jakšić

GRAFIČKO OBLIKOVANJE

Stefan Ignjatović

SLOG I PRELOM

Maja Tomić

OBLIKOVANJE KORICA

Nikola Drinčić

ŠTAMPARIJA

Alta Nova

TIRAŽ

700 primeraka

© 2007 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
-------------------	---

TRENDOVI 8

1. Pregled	8
Izabrani pokazatelji – tabela	11
2. Međunarodno okruženje	12
3. Cene i devizni kurs	16
4. Zaposlenost i zarade	21
5. Privredni rast	25
6. Platni bilans i spoljna trgovina	32
7. Fiskalni tokovi i politika	38
8. Monetarni tokovi i politika	43
9. Finansijska tržišta	52

POD LUPOM 57

Pod lupom 1:

Iskustva Hrvatske sa spoljnim dugom 57

Evan Kraft

1. Uvod	57
2. Kratak pregled situacije	57
3. Značaj problema spoljnog duga	59
4. Problem štednje i fiskalna politika	59
5. Banke, krediti i monetarna politika	61
6. Pouke za Srbiju?	62
7. Literatura	63

Pod lupom 2:

Vađenje sirove nafte u Srbiji: za sada bez adekvatne nacionalne politike 64

Vuk Đoković, Goran Radosavljević

1. Uvod	64
2. Politika upravljanja nacionalnim resursima u Srbiji	64
3. Naknada za vađenje sirove nafte u svetu	65
4. Profit od vađenja sirove nafte u svetu	66
5. Zaključak	67
6. Literatura	69

Pod lupom 3:

Dve godine poreza na dodatu vrednost u Srbiji 70

Nikola Altiparmakov

Uvod	70
1. Razvoj poreza na dodatu vrednost	70
2. Fiskalni efekti uvođenja PDV	71
3. Oporezivanje potrošnje u Srbiji: poređenje poreza na promet i PDV	73
4. Uloga PDV u poreskom sistemu Srbije	74
5. Komparativne performanse PDV	76
6. Granica za ulazak u sistem PDV	77
7. Zaključak	78
8. Literatura	78

ANALITIČKI PRILOG 79

Analitičke i notacijske konvencije

Vrednosti

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

Definicije agregata i indeksa

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

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

Nova privreda – Privredni subjekti nastali pod privatnom inicijativom.

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

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

Notacija

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

H – primarni novac

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

IMC – indeks maloprodajnih cena

IIP – indeks cena proizvođača industrijskih proizvoda

ITŽ – indeks troškova života

M1 – gotov novac u opticaju i depoziti po viđenju.

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

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

NDA – neto domaća aktiva

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

Skraćenice

BDP – bruto domaći proizvod

BDV – bruto dodata vrednost

ECB – Evropska centralna banka

EPS – Elektroprivreda Srbije

EU – Evropska Unija

JIE – jugoistočna Evropa

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

FZR – Fond za razvoj Republike Srbije

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

MMF – Međunarodni monetarni fond

MSP – mala i srednja preduzeća

NBS – Narodna banka Srbije

OECD – Organizacija za ekonomsku saradnju i razvoj

PDV – porez na dodatu vrednost

QM – Kvartalni monitor

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

RZS – Republički zavod za statistiku Srbije

SDI – strane direktne investicije

SDŠ – stara devizna štednja

SMTK – Standardna međunarodna trgovinska klasifikacija

ZZP – Zajam za preporod Srbije

Uvodnik



Od ovog broja sa zadovoljstvom i uzbuđenjem preuzimam ulogu glavnog i odgovornog urednika *Kvartalnog monitora*. Retko se pruža prilika da dođete “na gotovo”. Kori Udovički pripadaju sve zasluge za izuzetan rad na pokretanju ove publikacije i formiranju i obučavanju mladog tima (redakcije) koji je osposobljen da prateći podatke – analitički razmišlja i piše o srpskoj ekonomiji. Rezultat toga je i ovaj broj *Kvartalnog monitora*. Prirodna je želja da se sa već dostignutog zavidnog nivoa ide dalje. Nadam se da ćemo zajedno u tome i uspeti.

S obzirom na to da je ovo moj prvi susret sa čitaocima QM-a i budući da je predmet Uvodnika cela 2006. godina, on je nešto duži nego što je uobičajeno, a i njegova struktura je tome prilagođena.

Ekonomski trendovi u 2006.

Privreda Srbije je u 2006. godini ostvarila dobre rezultate u pogledu privrednog rasta, zaustavljanja inflacije i solidnog rasta izvoza.

Privredni rast Srbije se u stvari ubrzava u 2006. u odnosu na 2005, iako kretanje BDP-a pokazuje suprotno. Naime, kada se isključi efekat prikupljnog poreza na dodatu vrednost, privreda Srbije je u 2006. rasla oko 6,5% prema 5,5% u 2005. U prilogu *Pod lupom 3* objašnjeno je zašto se relativno smanjio iznos prikupljenog PDV u 2006. Alternativna mera privredne aktivnosti: nepoljoprivredni BDP, takođe ukazuje na to da je rast privrede Srbije nešto veći u 2006. (6,8%) nego prethodne godine (6,3%). Taj rast je isključivo ostvaren rastom produktivnosti, što opet potiče od restrukturiranja (smanjivanja, zatvaranja) neefikasnog dela privrede. S druge strane to znači da je ovaj rast još uvek nedovoljan da generiše neto rast zaposlenosti.

Izvoz je rastao solidno – oko 30% na godišnjem nivou. Rast izvoza je u 2006. predstavljao zdrav pokretač održivog privrednog rasta na strani tražnje. Tempo izvoza se ne usporava u Q4 i početkom 2007. S druge strane, izvoz Srbije je relativno mali, pa se radi o rastu sa niskog nivoa. Rast izvoza relativno prema rastu uvoza je nedovoljan, što pokazuje povećanje trgovinskog deficita.

Obuzdavanje inflacije je započeto krajem 2005, a u prvoj polovini 2006. ona je spuštena na 12% (sa 19%) na godišnjem nivou. U Q4, kao i januaru i februaru 2007,

inflacija je snažno zakočena i iznosi za tih pet meseci 2,5% na godišnjem nivou. Bazna inflacija, koja se formira na tržištu i koju NBS cilja, praktično je svedena na nulu u tih pet meseci: iznosi samo 0,6% na godišnjem nivou. Taj procenat je znatno ispod najavljenog cilja inflacije NBS za 2007. od 4–8%, i prevazilazi standarde razvijenih privreda.

Druga strana medalje u 2006. je veliki spoljnotrgovinski i deficit tekućeg računa, značajna apresijacija dinara, kao i veliki porast plata koji je premašio rast produktivnosti; tome se pridružuje i fiskalna ekspanzija u drugoj polovini godine.

Uprkos solidnom rastu izvoza naš inače veliki trgovinski deficit dalje se povećava, za 15,7% u 2006. Naime, zbog malog početnog nivoa, izvoz bi trebalo da raste dvostruko brže od uvoza, tj. oko 40% godišnje – da bi se samo zaustavilo dalje uvećanje trgovinskog deficita. Stoga optimizam vezan za rast izvoza od 30% nije opravdan. Rešenje nije u značajnom usporavanju rasta uvoza jer, komparativno posmatran (Tabela T6-1), on nije veliki. Deficit tekućeg računa se takođe povećao u 2006. i iznosi 11% BDP-a, što je veoma visok deficit; Hrvatska, na primer, ima deficit 6–7% (vidi tekst *Pod lupom 1* u ovom broju). Srednjoročno, i veliki deficit može biti održiv ako se finasira iz stranih direktnih investicija a ne zaduživanjem. U 2004. i 2005. SDI nisu bile dovoljne da pokriju deficit tekućeg računa, dok je u 2006. to ipak bio slučaj. Međutim, to su prvenstveno SDI vezane za *ad hoc* prodaje, a ne nove investicije, te je neizvesno da li je takav obrazac, a time i deficit, održiv na srednji rok.

U Q4 dolazi do naročitog pogoršanja deficita tekućeg računa, na 16,2% BDP-a, dok početak 2007. ukazuje na istu tendenciju. Istovremeno se povećava i trgovinski deficit (dok u Q3 beležimo međugodišnje smanjenje trgovinskog deficita za 3,5%, u Q4 dolazi do međugodišnjeg rasta deficita od 10,4%), što je indikator rasta domaće tražnje. Tražnja se u Q4 povećala zbog rasta javne potrošnje i rasta plata. Apresijacija dinara je dodatno uticala na povećanje trgovinskog deficita.

Spoljni dug Srbije se uvećava zbog rasta privatnog duga i, dostigao je 67% BDP-a, što je značajan nivo – iako još uvek ispod kritične granice od 80% BDP. Iskustvo

Hrvatske, koja je premašila ovu granicu spoljnog duga, relevantno je za Srbiju. To iskustvo se detaljno analizira u tekstu *Pod lupom 1*.

Dinar je snažno realno apresirao u 2006. povećavajući svoju vrednost za 12,1%. Nominalno, u prvoj polovini 2006. kurs dinara je bio *de facto* konstantan, dok je u drugoj polovini godine nominalno uvećao vrednost za 9,2%.

Plate su realno porasle za preko 11% u 2006, znatno više nego u 2005. (7%) i, svakako, iznad rasta produktivnosti rada. Prethodno navedeno u kombinaciji s apresijacijom dinara dovodi do smanjenja konkurentnosti privrede Srbije. Naime, bruto plata izražena u evrima porasla je od 336 evra u Q4 2005. na 452 evra u Q4 2006, tj. čak 35%. Pored smanjenja konkurentnosti, visoke i rastuće evro-plate dovode do porasta uvoza. Pad konkurentnosti, usled apresijacije dinara i rasta plata, dešava se u uslovima već visokog trgovinskog deficita.

U Q4 je naročito izražen skok realnih plata (16%), što je dovelo i do porasta jediničnih troškova rada i smanjenja konkurentnosti privrede. Najveći rast beleže plate iz budžeta, što je rezultat fiskalne ekspanzije u ovom kvartalu. Tendencija visokog rasta plata se nastavlja i početkom 2007, što može, u kombinaciji sa fiskalnom ekspanzijom, da poveća deficit platnog bilansa i pokrene inflaciju.

Ekonomске politike u 2006.

Glavni izazov ekonomske politike u 2006. bilo je zaustavljanje inflacije koja se otrgla kontroli u prethodnoj godini, i taj zadatak je pripao *monetarnoj politici*. Osnovni uzrok inflacije u 2005. bio je veliki priliv stranog kapitala, preko zaduživanja i privatizacija - stranih direktnih investicija (Tabela T6-2), koji se prelio u rast ponude novca i veliku tražnju. Ta pojava nije nova za zemlje u tranziciji, te su i odgovori ekonomske politike i njihovi efekti poznati. Iskustvo pokazuje da je trajno rešenje fiskalno zatezanje, tj. da država obuzda svoju potrošnju i time ostavi prostor za rast investicija i potrošnje privatnog sektora a da pri tom ne dođe do preterane tražnje i inflacije. To se, međutim, nije desilo u Srbiji. Pokazalo se da država teško može da se uzdrži od potrošnje u korist privatnog sektora kada joj novac (od privatizacije) stoji pod rukom. Stoga se glavna aktivnost kod nas odvijala u centralnoj banci - NBS.

Narodna banka je obarala inflaciju povlačenjem novca koji je izazvao priliv kapitala (repo operacije), kontrolom priliva preko visokih obaveznih rezervi i apresijacijom dinara. Kombinacija tih mera bila je različita tokom 2006.

U prvoj polovini 2006. NBS je obarala inflaciju usporavanjem rasta novca i praktično konstantnim

nominalnim kursom dinara. U drugoj polovini godine, NBS se gotovo isključivo oslanja na kurs, kada dinar nominalno značajno apresira.

Usporavanje rasta novca repo operacijama, pokazalo se kao veoma skupo. Kamatna stopa od 20% koju je davala NBS u prvoj polovini 2006. značila je, uz konstantni kurs i prinos od 20% u evrima. To je sa svoje strane privuklo dodatni strani kapital, što je vodilo novom rastu ponude dinara, koju je onda ponovo trebalo povlačiti. Posmatrano u retrospektivi, moguće da je NBS preterala sa veličinom kamatne stope. U svakom slučaju, troškovi povlačenja novca su visoki i iznose oko 155 miliona evra u 2006.

Kontrola priliva kapitala korišćena je paralelno radi sprečavanja monetarne ekspanzije, ali se na kraju nije pokazala uspešnom. Naime, visoke obavezne rezerve na zaduživanje banaka u inostranstvu, kao oblik kontrole, dovele su do zaobilazanja banaka i direktnog zaduživanja privrede u inostranstvu (vidi T8-5 i Tabelu P-7 u Analitičkom prilogu).

Snažna nominalna, i još veća realna, apresijacija dinara u drugoj polovini 2006. i početkom 2007. snažno je zakočila inflaciju. Ciljanje inflacije od strane NBS, najavljeno septembra 2006, išlo je stoga gotovo isključivo preko apresijacije kursa. Inflacija je spuštena ispod donje granice postavljenog cilja (7 do 9%), tako da je i apresijacija mogla da bude umerenija. Narodna banka, iako tvrdi da ne utiče direktno na kurs, ipak snažno interveniše na deviznom tržištu, na primer, u novembru, decembru i januaru: prvo sprečavajući još veću apresijaciju dinara, a potom njegovu depresijaciju (Tabela T8-7). U svakom slučaju, zaustavljanje inflacije apresijacijom dinara je veoma skupo jer pogoršava konkurentnost privrede i, pitanje je, da li je održivo jer dovodi do velike spoljne neravnoteže (deficita tekućeg računa).

Priča o *fiskalnoj politici* je mnogo jednostavnija, ali su posledice opasnije. Ona je vezana za "veliku politiku" koja u drugoj polovini 2006. ekonomsku politiku stavlja u funkciju predizborne kampanje vladajuće koalicije. To se pored fiskalne politike odnosi i na povezanu politiku plata u javnom sektoru - gde plate rastu, i na politiku cena - gde se neophodne korekcije odlažu. U tekstu *Pod lupom 2* se analizira jedan zapostavljeni problem (naplata taksi na korišćenje sirove nafte i drugih mineralnih resursa) koji može da ima fiskalne posledice.

Fiskalna politika, nakon najava tokom 2006, i stvarno menja svoj režim u Q4 i postaje ekspanzivna, praveći deficit od 5,4% BDP na kvartalnom nivou, odnosno 1,5% na godišnjem. Deficit je izazvan rastom rashoda - država više nije mogla prosto da "sedi" na svojim prihodima od privatizacije. Ako ne dođe do revizije,

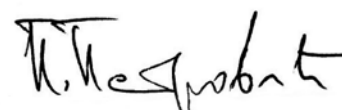
ova ekspanzivnost će se preliti i u 2007. Naime, plate iz budžeta su povećane, planirani su izdaci za NIP, dok su javni prihodi smanjeni manjim porezima na plate. Takva politika dovešće do fiskalnog deficita od 3–4% BDP-a u 2007.

I u 2007. se očekuje značajan priliv stranog kapitala koji će generisati privatne investicije i potrošnju. Ako država doda tome rast svoje potrošnje, stvarajući fiskalni deficit, ukupna agregatna tražnja će značajno porasti. To će se neposredno odraziti na rast spoljnotrgovinskog deficita, što se već uostalom i desilo u Q4 2006. Drugi efekat je ponovno pokretanje inflacije. Naravno, NBS bi odmah reagovala da spreči inflaciju, ali kako – apresijacijom dinara i dizanjem kamatne stope, tj. skupim repo operacijama. Apresijacija dinara će dodatno pogoršati deficit platnog bilansa, i učiniti ga jednog trenutka neodrživim. Visoka kamatna stopa NBS izražena u evrima snažno će privlačiti strani kapital, izazivajući novu ekspanziju novca i tražnje i tako u krug. Ovo ne predstavlja održivo rešenje.

Stoga je u 2007. nužna radikalna revizija javnih finansija, koja bi formulisala obavezujući srednjoročni koncept fiskalne politike, gde bi država pored relativnog smanjenja javnih rashoda generisala i štednju, tj. suficit.

Usvajanjem srednjoročnog koncepta izbegle bi se velike oscilacije koje je ispoljila fiskalna politika u poslednje tri godine, što se onda prenosilo na nestabilnost privrede a potom su se iznuđivale oštre, već opisane, reakcije monetarne politike. Kredibilan, obavezujući srednjoročni fiskalni okvir stvorio bi predvidivo makroekonomsko okruženje što bi predstavljalo snažnu podršku visokom, održivom rastu privrede.

Već za 2007. treba revidirati fiskalnu politiku tako da se ostvari uravnotežen budžet. Time bi se u 2007. ostavio dovoljan prostor rastu privatnih investicija i potrošnji, a da se pri tom ne pokrene inflacija, odnosno da se ne pogorša spoljnotrgovinski deficit. Narodna banka bi tada mogla dalje da spušta kamatnu stopu, čime bi se izgubio pritisak na apresijaciju dinara, a on bi čak mogao i blago da depresira te tako poveća konkurentnost privrede. Ovakva kombinacija fiskalne i monetarne politike je održiva na srednji rok i predstavlja dobru osnovu za privredni rast.



TRENDOVI

1. Pregled

Razvoj makroekonomske situacije tokom 2006. godine obeležavaju dve uzajamno povezane pojave: snažna apresijacija kursa dinara (u odnosu na evro nominalna apresijacija od 8,3% i realna od 12,1%) i, kao posledica toga, snažno obaranje inflacije (pad 12-m inflacije sa skoro 18% u decembru prošle godine na 6,6% u decembru ove). Nakon promene politike kursa Narodne banke Srbije u decembru 2005, dinar tokom prve polovine godine realno apresira (konstantan nominalni kurs u inflatornom okruženju) – da bi u drugoj polovini 2006. došlo i do nominalne apresijacije dinara, od gotovo 10%. Dinar apresira zbog značajnih priliva kapitala iz inostranstva i restriktivnog odgovora monetarne politike: tokom 2006. Narodna banka, zahvaljujući izuzetnim realnim prinostima stopama na repo hartije od vrednosti, uspeva da sterilizuje prilive iz inostranstva i spreči njihov inflatorni pritisak. Stok repo HoV, koji je na početku 2006. iznosio oko 200 miliona evra se udesetostručuje, i na kraju godine iznosi blizu dve milijarde evra.

Fiskalna politika koja je tokom prve polovine godine bila neutralna (ili blago restriktivna) u drugoj polovini godine, pre svega iz dnevno-političkih motiva vezanih za januarske izbore, pravi zaokret i, postaje ekspanzivna. Pojačano fiskalno trošenje se materijalizuje kroz rebalans budžeta i Nacionalni investicioni plan (obe mere usvojene su tokom leta 2006). Ekspanzivna javna potrošnja se finansira iz izuzetnih privatizacionih priliva (prodaja Mobtela i Vojvođanske banke), kao i od prodaje licenci mobilne telefonije. Fiskalni deficit na kraju godine dostiže 1,5% BDP.

Godina 2006. je obeležena i veoma solidnim privrednim rastom. BDP raste za 5,3% u celoj godini (naspram 6,2% u prošloj). Iako je to manji rast nego u prošloj godini, nije po sredi usporavanje privredne aktivnosti. Naime, zbog izuzetno dobre performanse poreske komponente BDP u prošloj, i lošije u ovoj godini, ukupan rast BDP je ove godine manji nego prošle; ali, ako posmatramo samo rast bruto dodate vrednosti, on u 2006. godini iznosi 6,5%, što je ubrzanje u odnosu na prošlu godinu (5,5%).

Osnovne odlike spoljnog sektora u 2006. jesu stabilan i značajan rast izvoza (28,5%), ali i značajan rast uvoza (21,9%). Zbog toga dolazi i do većeg deficita tekućeg računa (11,7% BDP-a), koji je, međutim, višestruko pokriven rekordnim suficitom kapitalnog računa (7.353 miliona evra ili oko 30% BDP). Suficit kapitalnog računa je posledica rekordnih privatizacionih priliva, i visokog zaduživanja i dokapitalizacije bankarskog sektora. U drugoj polovini godine, kao posledica zaobilazanja restriktivnih mera NBS – dolazi do značajnog rasta direktnog zaduživanja privrede u inostranstvu, što sa svoje strane u 2006. dovodi do rekordnog prirasta deviznih rezervi NBS (4.240 miliona evra).

Četvrti kvartal 2006. obeležila je značajna fiskalna ekspanzija (kvartalni fiskalni deficit od gotovo 6% BDP), koja se materijalizuje pre svega kao povećanje plata u javnom sektoru i trošenje putem NIP-a, što je i bilo očekivano u predizbornom kvartalu. Procenjujemo da se pogoršanje spoljnotrgovinskog bilansa krajem 2006. godine kao i oporavak industrijske proizvodnje u decembru, dobrim delom mogu objasniti povećanjem javne potrošnje. Međutim, istovremeno dolazi do daljeg usporavanja inflacije (međugodišnja inflacija je u decembru oborena na 6,6%), zahvaljujući pre svega apresijaciji dinara, ali i sprečavanju značajnije ekspanzije monetarne mase. Operacije na otvorenom tržištu (repo operacije) postaju osnovni instrument monetarne politike NBS nakon promene monetarne politike ka režimu ciljne inflacije. Narodna banka u Q4 intenzivno otkupljuje devize na međubankarskom tržištu, čime se sprečavala dalja aprecijacija dinara pod pritiskom viška ponude deviza. Privreda u Q4 nastavlja sa stabilnim rastom (rast BDP od 4,9%) i pored zaustavljanja domaćeg kredita privredi, koja, međutim, to nadomešta tako što se sve više okreće direktnom zaduživanju u inostranstvu. Izvoz za sada nije značajnije

pogoden apresijacijom i nastavlja sa stabilnim rastom, ali po svemu sudeći apresijacija utiče na ubrzanje rasta uvoza. U Q4 se pogoršava deficit tekućeg računa, međutim, izuzetno visok suficit kapitalnog računa, (posledica prvenstveno visokih SDI i visokog zaduživanja privrede) – dovodi do daljeg rasta deviznih rezervi NBS u ovom kvartalu (1232 miliona evra).

U Q4 beležimo nastavak snažnog usporavanja inflacije – 12-m stopa rasta cena je u decembru samo 6,6%. U prvoj polovini 2006. videli smo prve nagoveštaje usporavanja inflacije, a od Q3 ono postaje očigledno. Iako je 12-m stopa inflacije u decembru bila najniža od početka tranzicije, zbog nešto više inflacije iz prve polovine godine, prosečna inflacija u 2006. (12,7%) je viša nego u 2003. (11,7%) i 2004. (10,1%). Posebno je bitno to – što u Q4 registrujemo i dalje usporavanje bazne inflacije. Ona u decembru pada na 12-m nivo od 5,7%, što je znatno ispod opsega koji je ciljalo NBS (7-9%). Usporavanje inflacije se događa uprkos ekspanzivnoj fiskalnoj politici. Glavni razlog tog trenda i dalje je nominalna apresijacija kursa. Naime, dinar i u Q4 snažno nominalno apresira u odnosu na evro (oko 5% u odnosu na prethodni kvartal). Ukupna nominalna apresijacija u 2006. godini iznosi 8,3%, a realna čak 12,1%. Inflacija (i ukupna i bazna) ostaje na veoma niskom nivou i u januaru i u februaru. Nešto veći izazov za stabilnost cena imaće znatno povećanje plata u državnom sektoru i konsekventno – povećanje ukupne tražnje, čije efekte ćemo tek videti. Osim toga, predstoji nam i korekcija cena struje i stambeno-komunalnih usluga. Visok rast plata u Q4 (realni porast od 16,4% u odnosu na isti period prošle godine) jeste u najvećoj meri posledica rebalansa budžeta i povećanja plata u državnom sektoru. Najveći porast beležimo u delatnosti zdravstvo i socijalni rad. Iako je deo tog visokog porasta posledica jednokratnih bonusa, procenjujemo da je bar polovina porasta trajno “ugrađena” u potrošnju za narednu godinu. Iako je još uvek rano da govorimo o efektu ovih poteza na rast cena, procenjujemo da oni mogu biti destabilizujući.

Privredni rast se i u poslednjem kvartalu zadržava na solidnom nivou karakterističnom za celu godinu. Međugodišnji rast BDP u Q4 je oko 5%, što je ipak nešto niže nego u prvoj polovini godine. Nešto niža međugodišnja stopa rasta u drugoj polovini godine u odnosu na prvu, posledica je poređenja sa višom bazom u drugoj polovini 2005. Industrijska proizvodnja u Q4 beleži međugodišnji rast od 2,9%. Ostvareni ukupni godišnji rast industrijske proizvodnje od 4,7%, znatno je viši od onog iz 2005. U Q4 dolazi do blagog obrta trenda iz prva tri kvartala: naime, sektori koji su bili lideri u industrijskoj proizvodnji sada beleže nešto niže stope rasta, ali dolazi do oporavka na širokom frontu manje uspešnih oblasti. Moguće je da je deo ovog oporavka posledica povećanog državnog trošenja, te time i manje konkurentna preduzeća uspevaju da povećaju proizvodnju. Građevinarstvo nastavlja da beleži veoma dobre rezultate: u Q4 je ostvaren međugodišnji rast od oko 20% (pre svega zahvaljujući povoljnim meteorološkim uslovima). Tako je u 2006. dostignut najveći rast građevinarstva u proteklih pet godina, koji iznosi oko 13% (prosečna stopa rasta u prethodne dve godine je ispod 5%).

U septembru 2006. broj zaposlenih je neznatno niži nego u martu (za 6.000 ili oko 0,3% ukupno zaposlenih), ali se nastavlja promena strukture zaposlenih. Beležimo izuzetno visok porast broja novih preduzetnika i zaposlenosti kod njih (što, istini za volju, može u dobroj meri biti posledica zakonske obaveze da su se do 13. juna 2006. godine svi preduzetnici morali prijaviti u Nacionalni registar privatnih preduzetnika), kao i konstantno opadanje zaposlenosti kod pravnih lica (gde i dalje prednjači prerađivačka industrija).

Manje povoljna vest je naglo pogoršanje deficita tekućeg računa u Q4 (16,2% procenjenog kvartalnog BDP). Iako izvoz zadržava solidnu performansu, zbog visokog uvoza robni bilans beleži rastući deficit. Visok uvoz u Q4 je u prvom redu posledica značajnijeg rasta uvoza energenata. Izvoz ostaje na zadovoljavajućem srednjoročnom trendu rasta od oko 28% godišnje. Iako je u decembru stopa rasta izvoza nešto manja, rezultati u januaru potvrđuju da za sada nije došlo do suštinske promene ovog trenda. Pored rasta uvoza, na pogoršanje bilansa tekućeg računa utiče i viši deficit faktroskih transfera, kao i pad tekućih transakcija. Kapitalni račun s druge strane, nastavlja da beleži izuzetne prilive – u Q4 beležimo rekordno visok suficit kapitalnog računa (2.418 miliona evra). Takav suficit je posledica kako visokih stranih direktnih investicija (pre svega privatizacije i konsolidacije bankarskog sektora), tako i sve većeg rasta zaduživanja

privrede u inostranstvu. Domaća devizna štednja takođe raste, a devizne rezerve NBS se u Q4 uvećavaju za dodatnih 1.232 miliona evra.

Fiskalni deficit u Q4, dostigao je najveću vrednost tokom poslednje tri godine. Ostvareni deficit duguje se ekspanziji rashoda: kako tekućih, tako i kapitalnih, dok su prihodi rasli srazmerno rastu BDP. Fiskalni deficit finansiran je smanjenjem ranije akumuliranih depozita države, uglavnom iz prihoda od privatizacije i prodaje licenci za mobilnu telefoniju. Približno polovina porasta javne potrošnje i deficita, koji je ostvaren tokom Q4, posledica je rasta jednokratnih rashoda (rashodi za pre vremenu isplatu penzija, isplata zaostalih dugovanja, povećani izdaci za kupovinu roba i usluga i dr.) i njihov uticaj na agregatnu tražnju je privremen. Druga polovina povećanja javne potrošnje i deficita vezana je za rast rashoda koje će trajno ostati na višem nivou (rast plata u državnom sektoru). Zadržavanje troškova rada i drugih stalnih rashoda na visokom nivou koji je dostignut krajem 2006. godine, imaće za posledicu trajan porast nivoa agregatne tražnje i, takođe, posledično – pritisak na spoljni sektor i cene.

Iako je inflacija i u Q4 uspešno smanjena, pred kraj godine novčana masa ubrzava međugodišnji rast na 39,1%, što predstavlja promenu trenda u odnosu na prethodna dva kvartala (34,4% u Q3 i 37,9% u Q2). I pored uporne sterilizacije, primarni novac beleži značajno ubrzanje rasta u Q4 usled državne potrošnje koja nije u potpunosti neutralisana kroz repo tržište. Narodna banka je kreiran primarni novac – prilično efikasno ali skupo – sterilizovala, što je rezultiralo u rekordnom prirastu stanja repo plasmana u Q4 (oko 800 miliona evra u dinarskoj protivvrednosti). Domaće banke su čak 80% novih plasmana u Q4 plasirale u nove repo ugovore kod NBS. Iako u odnosu na kraj Q3 dolazi do pada realnih prinosa na repo instrumente, oni su i u Q4 veoma visoki. Kredit nedržavnom sektoru koji potiče iz domaćeg bankarskog sektora snažno je obuzdan, a krediti privredi su potpuno zaustavljeni. Privredi je, međutim, taj izvor finansiranja kompenzovan direktnim kreditiranjem iz inostranstva. Bankarski plasmani su, kao i u Q3, pretežno finansirani iz domaćih depozita (prirast u Q4 od 900 miliona evra) i iz povećanja kapitala banaka (530 miliona evra), dok novo zaduživanje u inostranstvu učestvuje sa samo 220 miliona evra. U Q4 dolazi do povećanja likvidnosti preduzeća, što se ogleda u iznenađujućem porastu njihovih dinarskih depozita – od 450 miliona evra.

Finansijska tržišta u Q4 beleže veoma dobre rezultate. Oba indeksa Beogradske berze: BELEXfm i BELEX15, u Q4 beleže značajan rast i ponovo dostižu nove istorijske maksimume od 1.952, odnosno 1.675 indeksnih poena. Ukupan rast indeksa u 2006. godini je čak 22,4% (BELEXfm), odnosno 58,0% (BELEX15). U Q4 je dostignut i istorijski maksimum u obimu trgovanja akcijama, mereno dinarskim prometom. Nakon što je početkom oktobra prosečni prinos na obveznice SDŠ porastao za oko 100bp, u toku kvartala prosečni prinos stagnira na oko 6,0%, dok, s druge strane, dolazi do značajnog porasta prometa.

Srbija: izabrani makroekonomski pokazatelji, 2004–2006¹⁾

	godišnji podaci			kvartalni podaci							
	2004	2005	2006	2005			2006				
				Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	
Cene i kurs				međugodišnji rast, prosek perioda²⁾							
Maloprodajne cene - ukupno	10,1	16,5	12,7	17,2	17,1	17,8	14,8	15,6	12,5	8,2	
Maloprodajne cene - bazna inflacija ³⁾	7,9	14,7	9,7	15,9	14,2	14,1	11,0	10,8	10,4	6,7	
Realni kurs dinar/evro (baza dec.02=100)	106,3	105,8	97,4	106,7	105,8	104,5	102,7	100,3	95,5	91,4	
Nominalni kurs dinar/evro (prosek perioda) ⁴⁾	72,62	82,92	84,19	81,89	83,83	85,71	87,09	86,87	83,25	79,55	
Privredni rast				međugodišnji realni rast²⁾							
BDP (u mlrd. dinara)	1.431	1.750	2.077	...	...	...	...	...	...	...
BDP	8,4	6,2	5,3	7,8	7,4	5,0	6,2	5,6	4,6	5,0	
Industrijska proizvodnja	7,1	0,8	4,7	-1,5	3,2	3,2	5,3	6,1	3,9	2,9	
Prerađivačka industrija	9,7	-0,7	5,3	-4,1	3,6	1,8	7,5	6,2	4,4	2,9	
Prosečna mesečna neto plata (u din)	14.108	17.478	21.745	17.122	17.969	19.680	19.284	21.126	21.986	24.585	
Fiskalni podaci		u % BDP		međugodišnji realni rast							
Javni prihodi	41,2	40,1	38,9	-0,5	-0,6	1,3	4,8	3,8	4,4	5,9	
Javni rashodi	-40,0	-38,3	-38,3	-2,0	-2,5	0,7	8,1	-2,4	5,2	21,0	
				u mlrd.dinara							
Konsolidovani bilans	17,5	33,8	11,8	3,9	9,9	15,2	0,4	16,3	9,9	-14,8	
Analitički bilans (def. FREN) ⁵⁾	-7,7	-2,9	-37,4	-13,4	0,8	7,3	-4,0	-0,8	-0,2	-32,3	
Platni bilans				u mil.evra, tokovi							
Uvoz robe	-8.302	-8.286	-10.096	-2.100	-2.234	-2.455	-2.139	-2.494	-2.541	-2.910	
Izvoz robe	2.991	4.006	5.146	1.011	1.019	1.163	1.039	1.244	1.368	1.484	
Bilans tekućeg računa	-2.197	-1.805	-2.892	-291	-519	-671	-679	-469	-633	-1.111	
Strane direktne investicije	773	1.248	4.077	240	495	250	164	545	1.671	1.668	
NBS bruto devizne rezerve (+) znači povećanje)	229	1.857	4.240	281	454	738	390	1.079	1.539	1.232	
Monetarni podaci⁶⁾				u mil.dinara, stanja na kraju perioda²⁾							
NBS neto sopstvene rezerve ⁷⁾	103.158	175.288	303.849	137.044	159.055	175.288	182.772	224.808	244.631	303.849	
NBS neto sopstvene rezerve ⁷⁾ , u mil.evra	1.291	2.050	3.846	1.656	1.878	2.050	2.103	2.614	2.983	3.846	
Kreditni nedržavnom sektoru	342.666	518.298	610.305	409.397	456.541	518.298	547.564	591.270	614.698	610.305	
Devizna štednja stanovništva	110.713	190.136	260.689	141.477	162.667	190.136	207.609	222.105	243.328	260.689	
M2 (12-m realni rast, u %)	10,4	20,8	29,8	22,1	22,4	20,8	24,7	19,8	20,5	29,8	
Kreditni nedržavnom sektoru (12-m realni rast, u %)	27,4	26,4	9,8	25,0	27,6	28,6	26,9	25,4	20,7	9,8	

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 neznatno razlikuje od one koju koristi NBS. 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 koji se koriste u ovom broju QM-a razlikuju se od podataka koji su se koristili u prethodnim brojevima, jer je NBS promenila metodologiju u Statističkom biltenu NBS. Metodologija koja se koristi u QM-u je ostala nepromenjena, samo je bazirana na nešto izmenjenim podacima.

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

Ekonomska dešavanja u Evropi u Q4 izgledaju stimulatívno: Evropska unija beleži dobre rezultate (rast 3,3%), a ukupan rast u 2006. godini (2,7%) je iznad očekivanja. Evropska centralna banka, međutim, nastavlja da pažljivo motri moguće inflatorne rizike i podiže referentnu kamatnu stopu dva puta u toku Q4 (sa 3,00% na 3,25% i zatim na 3,50%). Istočno evropske zemlje nastavljaju sa stopama rasta duplo višim od proseka EU, ali je inflacija, iako neznatno smanjena u Q4 – i dalje relativno visoka. Na drugoj strani, rast u Q4 u SAD je ispod očekivanja, a mogućnost daljeg usporavanja je još uvek verovatna. Ukupan rast SAD u 2006. (3,3%) je ispod onog iz prethodne godine (3,5%). Nakon 17 uzastopnih podizanja kamatne stope, čini se da je američka centralna banka u dobroj meri obuzdala inflatorne pritiske, te zbog toga i usporavanja privrednog rasta – još od juna nema novih podizanja referentne stope.

Tabela T2-1. Svet: privredni rast i inflacija, 2006

U %	Realni BDP						Troškovi života	
	realni rast		godišnji desezonirani realni rast				u odnosu na preth. god.	
	2005	2006	Q1 2006	Q2 2006	Q3 2006	Q4 2006	Q3 2006	Q4 2006
Svet ukupno	3,2	3,6	4,6	3,5	2,8	3,7	2,7	2,1
od čega:								
SAD	3,5	3,3	5,6	2,6	2,0	2,2	2,2	1,9
Kanada	2,9	2,8	3,6	2,0	1,7	1,0	1,7	1,5
Japan	2,7	2,8	3,2	1,5	0,8	3,8	0,6	0,3
Kina	10,2	10,6	8,8	13,1	10,4	10,4	1,3	2,0
Indija	8,4	8,0	12,4	7,7	9,6	8,0	6,2	6,2
Evro zona	1,5	2,7	3,1	2,7	2,7	3,3	2,1	1,8
Nemačka	1,1	2,8	3,2	4,4	2,6	4,0	1,6	1,6
Francuska	1,2	2,1	1,8	4,9	0,0	2,1	1,9	1,3
Velika Britanija	1,9	2,6	2,6	2,8	2,8	3,4	2,4	2,7
Italija	0,1	1,9	3,1	2,6	1,1	1,5	2,3	2,0
Rusija	6,4	6,7	5,1	9,9	1,8	15,0	9,6	9,2
Bugarska	5,5	6,0	5,6	6,6	...	...	6,6	6,0
Rumunija	4,1	6,9	6,9	7,8	...	...	5,5	6,1
Mađarska	4,1	3,8	2,9	4,1	2,9	2,9	4,1	6,4
Hrvatska	3,8	5,0	6,0	3,5	4,7	...	3,0	2,2
Makedonija	3,8	4,0	0,5	5,7	3,6	...	0,6	...
BIH	5,0	...	...	...	...	...	7,6	...

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

Dobri rezultati EU u Q4...

Evropska unija. Rast BDP-a u Q4 iznosio je u evrozoni 3,3%, odnosno 3,4% na godišnjem nivou u celoj Evropskoj uniji (u Q3 rast BDP-a iznosio je 2,7% na godišnjem nivou u evrozoni, dok je u EU25 bio 3%). U celoj 2006, rast BDP-a Evropske unije iznosio je 2,7%, što je u skladu s očekivanjima. I u Q4 stožer rasta evrozona, bila je lična potrošnja i izvoz. Rast industrijske proizvodnje je u ovom kvartalu usporio (3,6%) u odnosu na Q3 (4,5%). Iskorišćenost kapaciteta iznosila je čak 84%. Inflacija je u poslednjem kvartalu 2006. u evrozoni iznosila 1,8% na godišnjem nivou, a u celoj EU 2%. Prema prvim pokazateljima, u januaru je inflacija iznosila 1,9% na godišnjem nivou (1,6% u Nemačkoj, na primer). Na rast BDP-a i inflacije sigurno je da je jednokratni efekat imalo uvođenje veće stope PDV u Nemačkoj – sa 16% na 19%. "Doprinos" povećanja PDV inflaciji u Nemačkoj iznosio je svega 0,5% u januaru, umesto očekivanih 1,5%¹, a pretpostavka je da će se efekat povećanja očitovati još u naredna dva-tri meseca, usled "prilagođavanja" cena u svim sektorima². Osim toga, inflacija u evrozoni bi trebalo da ima skroman rast i ukoliko ne bude

...uz skromnu inflaciju...

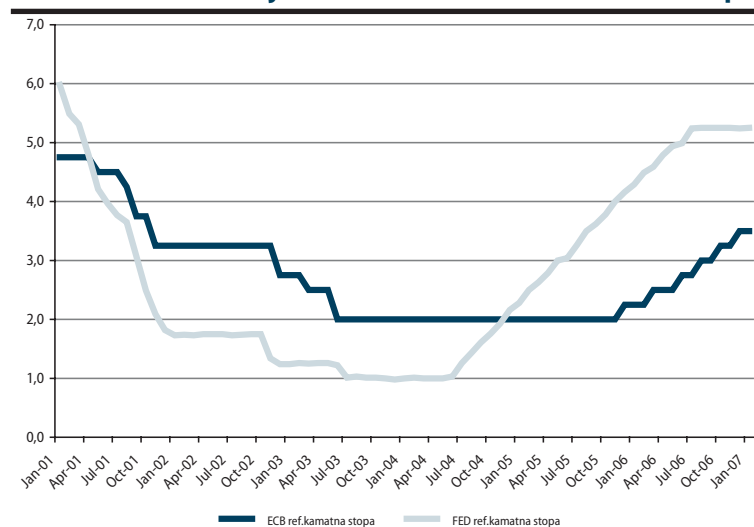
1 JP Morgan Chase Bank: Economic Research, 9. februar 2007.

2 Duvanska industrija je već prilagodila cene cigareta u decembru, prodavci robe široke potrošnje tek će nakon zimskih rasprodaja, dok će energetski sektor i sektor usluga u januaru izvršiti potrebna prilagođavanja.

**...i blagi rast
spoljnotrgovinskog
suficita**

nepredviđenih kretanja cene nafte – zadržaće se ispod granice od 2%. U tom smeru i Evropska centralna banka planira svoj sledeći potez. Naime, očekuje se da će referentna kamatna stopa u martu doći do 3,75% sa sadašnjih 3,50%. U posmatranom Q4, spoljnotrgovinski suficit je iznosio 10,3 milijarde evra u evrozoni (izvoz 372,4 milijarde evra, a uvoz 362,1 milijardu evra), a u Q3 je iznosio 1,8 milijardi evra (izvoz 341,5 milijardi evra, i uvoz 339,7 milijardi evra). U celoj 2006. godini evrozona je ostvarila spoljnotrgovinski deficit u visini od 8,2 milijarde evra (ukupan izvoz 1380,6 milijardi evra, i ukupan uvoz 1388,8 milijardi evra). Energetski deficit je narastao u 2006. na 259,7 milijardi evra sa 202,3 milijarde u 2005. godini. Hemijska industrija je ostvarila najveći izvoz u 2006. (72,4 milijardi evra sa 69,4 milijarde evra u 2005), izvoz opreme i motornih vozila je porastao sa 91,2 milijarde evra u 2005. godini na 103,4 milijarde evra u 2006. Promet je povećan sa glavnim trgovinskim partnerima: uvoz iz Rusije 27%, Kine i Norveške

Grafikon T2-2. Kretanje izabranih referentnih kamatnih stopa



Izvor: ECB i FED.

**Rezultati SAD u Q4
su ispod očekivanja**

SAD. Prema poslednjim procenama nacionalne statistike, američka privreda je u Q4 rasla po stopi od 2,2% na godišnjem nivou (prema 2,0% u Q3), što je ipak manje u odnosu na raniju procenu od 3,5%. Pozitivan doprinos rastu BDP-a dali su lična potrošnja (rast 4,2% u odnosu na prethodni kvartal), porast izvoza (10,5% u odnosu na Q3) i budžetska potrošnja (porast 4,4%). Rezidencijalna izgradnja beleži pad u odnosu na prethodni kvartal od 19,1%, nastavljajući tako isti trend kao i cele godine. Inflacija u Q4 je 1,9% na godišnjem nivou (2,2% u Q3). Međutim, bazna inflacija je porasla u odnosu na prethodni kvartal sa 2,2% na 2,4% na godišnjem nivou. U istom periodu izvoz je bio 1,500 milijardi dolara (10,5% rast u odnosu na Q3), uvoz 2,200 milijardi dolara (pad za 15% u odnosu na prethodni kvartal)⁴. Na nivou cele 2006. godine rast BDP-a je iznosio 3,3% (2005 – 3,5%). Pad aktivnosti u građevinskom sektoru, kao i pad cena nekretnina u Q4, uprkos mnogim strahovanjima – nisu bitnije negativno uticali na američku privredu. Iako ovaj sektor u poslednja tri kvartala ima dvocifren pad aktivnosti, prosečan rast BDP-a u istom periodu je iznosio 2,7%, a lična potrošnja 3,3%⁵. U poslednjem kvartalu 2006. godine desile su se i značajne političke promene, pa se očekuje i zaokret u spoljnoj politici, a samim tim i u budžetskoj potrošnji, pre svega vezanoj za vojnu industriju.

**Visok rast istočno-
evropskih privreda;
prednjače baltičke
zemlje**

Region zemalja istočne, centralnoistočne i jugoistočne Evrope⁶. U ekonomijama koje spadaju u ovu grupu, rast BDP-a je iznad 7%, zahvaljujući u najvećoj meri razvoju domaćeg tržišta, tj. domaće tražnje. Jedino Mađarska zaostaje – sa stopom rasta na godišnjem nivou od svega 3,8%, a predvodnici po rastu BDP-a od preko 11% jesu: Litvanija i Estonija. Rast ruske privrede je najviše fluktuirao u toku godine, a ukupan rast BDP-a u 2006. bio je 6,7%. Najveći doprinos

³ Eurostat web site.

⁴ Anualizovani desezonirani podaci.

⁵ Što se podudara sa rezultatima za isti period u 2005. godini. Izvor: JP Morgan Chase Bank, *Economic Research*, 2. februar 2007, str.9.

⁶ U ovu grupu spadaju: Poljska, Rusija, Češka, Mađarska, Slovenija, Hrvatska, Slovačka, Bugarska, Rumunija, Estonija, Letonija, i Litvanija.

rastu BDP-a u Rusiji dali su rast domaće tražnje i visok rast građevinarstva. Inflacija u zemljama ovog regiona u Q4 procenjena je na 6,7% na godišnjem nivou i u odnosu na prethodni kvartal je malo smanjena (7% u Q3). Poljska i Češka imaju najniže stope inflacije 1,3% i 1,5% na godišnjem nivou, a Rusija 9,2%⁷. U 2006. godini najveći spoljnotrgovinski deficit ostvarila je Rumunija: 12,8 milijardi evra, zatim Poljska 9,9 milijardi evra, dok sve ostale članice iz ove grupe imaju znatno manji disbalans u spoljnoj trgovini, što je i logično, imajući u vidu veličinu ekonomija. Najveći izvoz registrovale su: Poljska (80,7 milijardi evra), Češka (69,7 milijardi evra) i Mađarska (54 milijarde evra), a iste zemlje su po vrednosti ostvarile i najveći uvoz robe i usluga u posmatranom periodu: Poljska 90,6, Češka 68,1, i Mađarska 56,1 milijardu evra.⁸

Dobri rezultati i u Aziji

Azija. Procenjeni rast japanskog BDP-a u poslednjem kvartalu 2006. dostigao je 3,8% na godišnjem nivou. Dok rast spoljnotrgovinskog suficita i industrijska proizvodnja ne posustaju, lična potrošnja je prilično nestabilna. Iako se potrošnja generalno oporavila u odnosu na prethodni kvartal, njen rast nije bio dovoljan da nadoknadi pad iz Q3. Posmatrano na mesečnom nivou, zapaža se da je potrošnja bila najviša u oktobru, pa je usledio njen pad u decembru. Dok je rast kineskog BDP-a usporio na 10,4% na godišnjem nivou u Q4 2006, inflacija je skočila sa 1,3% u Q3 na 2,0% u Q4 (bazna inflacija iznosi svega 1,5% na godišnjem nivou). Prema najnovijim podacima spoljnotrgovinski suficit Kine je u 2006. godini dostigao iznos od 178 milijardi dolara, što je u odnosu na prethodnu godinu više za 74%. Izrazito visok suficit jeste rezultat kako povećanja izvoza, tako i smanjenja uvoza. Po svemu sudeći, sve više dolazi do zamene uvoza sopstvenom proizvodnjom u automobilske industriji, proizvodnji kapitalnih dobara i elektronike. U 2004. rast uvoza je iznosio 37%, u 2005. godini 17%, dok se procenjuje da je 2006. uvoz rastao po stopi od 20%, izvoz je u istom periodu rastao kontinualno po godišnjoj stopi od 28%. Takođe, procenjuje se da će inflacija biti najveći rizik za Kinu u 2007. godini. Ekonomije ostalih zemalja u razvoju na azijskom kontinentu, osetile su posledice sporijeg rasta uvoza Kine: gotovo u svim zemljama izvoz je opao zbog toga. Međutim, rast BDP nije bitno ugrožen: prosečan rast, izuzev Tajlanda, iznosio je 5-6%, kao i u prethodnim referentnim periodima. Zaposlenost je u ovoj godini pokazala snažan rast u celom regionu, što je, pre svega posledica restrukturiranja privrede nakon finansijske krize 1997, buma visokih tehnologija, i snažnog rasta Kine. Čak je sve uočljiviji problem nedostatka radne snage, što je posebno izraženo u Indiji. U 2006. godini zarade su u industriji porasle prosečno za 10%, a u uslugama 20%. Naročito je izražen nedostatak visoko obrazovanog stručnog kadra, čije plate se bliže onima u razvijenim zemljama⁹.

Nešto manji rast kineskog uvoza...

...ali rast u zemljama regiona nije bitnije pogođen

Okvir. Tržišta osiguranja u Srbiji i zemljama regiona

Nakon konsolidacije bankarskog sektora u Srbiji, u narednom periodu se očekuje "utvrđivanje" pozicija na tržištu osiguranja i njegova ekspanzija, kao sofisticirane finansijske usluge. Stabilno i jako tržište osiguranja jeste veoma važno za razvoj tržišta kapitala, pošto su, među glavnim "igračima" na ovom tržištu, upravo osiguravajuće kuće kao institucionalni investitori.

Procenjuje se da je potencijalna veličina tržišta osiguranja u Srbiji oko 480 miliona evra. Učešće osiguranja u BDP-u je 2,1%, a bruto premija osiguranja po stanovniku iznosi 64 evra. Prosečan rast, u periodu od 2004–2006, iznosio je 50%, s tim što je *osiguranje života* u životnom osiguranju udvostručilo svoj udeo u ukupnim bruto premijama. Ukupna bruto premija u osiguranju u devet meseci 2006, iznosila je oko 360 miliona evra, od čega 89% čine premije *neživotnog osiguranja*. Trenutno na našem tržištu posluje 17 osiguravajućih kompanija od kojih se tri bave reosiguranjem. U većinskom stranom vlasništvu ima sedam osiguravača, dok dve najveće domaće osiguravajuće kuće, Dunav osiguranje a.d.o. i DDOR Novi Sad a.d.o., kontrolišu oko 65% tržišta osiguranja. Distribucijom se, osim samih osiguravajućih kuća, bave i agencije, posredničke i zastupničke, a prošle godine su i komercijalne banke dobile mogućnost da prodaju osiguranje. Iako je koncentracija osiguravača na tržištu veoma visoka, u 2006. godini su na domaće tržište ušle i poznate strane

7 JP Morgan Chase Bank: Economic Research, 9. februar 2007.

8 Eurostat official web site.

9 JP Morgan Chase Bank: Economic Research, 2. februar str. 3, 19–21, 79–80.

osiguravajuće kuće¹ računajući na svoj deo “kolača”, ne sa namerom da otimaju tržište postojećim kućama, već zbog velikog potencijala rasta tržišta, pre svega u oblasti *životnog osiguranja*. S tim u vezi, očekuje se da će se širenje tržišta kretati pre svega u oblasti *životnog osiguranja*.

Zemlje u regionu su već prošle ovu, prvu, fazu konsolidacije sektora osiguranja u drugoj polovini devedesetih godina. U regionu centralne i istočne Evrope, ispoljen je dinamičan rast sektora osiguranja: u periodu od 1993–1999. godine prosečan godišnji rast u obimu bruto premija životnog osiguranja – bio je 17%, zahvaljujući makroekonomskoj stabilnosti i uvođenju poreskih olakšica na planove za dobrovoljno penzijsko osiguranje. U oblasti neživotnog osiguranja, u istom periodu, prosečan godišnji rast je iznosio 7,6%, a glavni činioci rasta bili su: uvođenje obaveznog osiguranja od odgovornosti prema trećim licima i izuzetno visoka tražnja za osiguranjem od nezgoda i dobrovoljnim zdravstvenim osiguranjem. Povoljan uticaj na razvoj tržišta osiguranja imao je i zakonski okvir. Naime, skoro sve zemlje, osim Rusije i Hrvatske, pristupile su pregovorima o pridruživanju EU, pa su imale obavezu usaglašavanja regulative i u ovom sektoru. Jedna od izmena ogleda se i u promeni nadležnosti nad ovim sektorom, tržište je liberalizovano u značajnoj meri – smanjen je državni monopol i ublažene su barijere za ulazak stranih investitora, te uvedeni kriterijumi Evropske unije o solvetnosti. Navedene mere omogućile su jaču konkurenciju u vidu ulaska vodećih evropskih osiguravajućih kuća na domaće tržište. Raniji monopolisti su smanjili svoje tržišno učešće ispod 60%, ali su ipak zadržali lidersku poziciju. Na kraju prve faze razvoja tržišta osiguranja, prosečno učešće bruto premija u BDP-u je u neživotnom osiguranju bilo 1,7% – upola manje nego u zapadnoj Evropi, a u životnom osiguranju 0,7%, otprilike 1/7 u odnosu na zapadnoevroski nivo.² U narednom periodu, od 2001. godine, za razliku od *životnog osiguranja* koje je, nastavilo sa snažnim rastom, *neživotno osiguranje* je usporilo sa rastom.³ U daljem tekstu dajemo prikaz trenutnog stanja tržišta osiguranja u izabranim zemljama u okruženju.

U **Hrvatskoj** ukupna vrednost premija iznosi 3% BDP-a, tj. 274 evra *per capita*. Godišnji rast ukupnih bruto premija u poslednje četiri godine je 10% i stabilan je. Udeo neživotnog osiguranja je i dalje veoma visok - 79% ukupnih bruto premija. Tržište je koncentrisano, a Croatia osiguranje kontroliše 35% tržišta. Domaće osiguravajuće kompanije su i dalje dominantne. Od 25 postojećih osiguravača, prvih pet kontroliše 72% tržišta. Strane osiguravajuće kuće ušle su na tržište posle 1996, i to, uglavnom, u oblasti životnog osiguranja osnivajući sopstvene kompanije. Najjači strani osiguravač je Allianz sa tržišnim udelom od oko 8,5%⁴. U **Sloveniji** ukupna bruto premija po stanovniku iznosi čak 978 evra (tj. 5,7% BDP) i najveća je od svih novopridruženih članova Evropske unije. Razlog tako visoke premije po stanovniku, pre svega je najviši lični dohodak u regionu. U ukupnom portfoliju životno osiguranje čini 30%. U periodu od 2001. do 2004. godine osiguranje je raslo po dvocifrenoj stopi usled ekonomske ekspanzije pre pridruživanja EU. U 2005. godini godišnji rast tržišta iznosio je 6,5%. Kao i u drugim oblastima, i u osiguranju se u Sloveniji nije dozvolio neki značajniji priliv stranog kapitala. Najveća osiguravajuća kuća, Triglav, je i dalje državna i kontroliše oko 40% tržišta osiguranja. Strane osiguravajuće kompanije poput Grawe i Wiener-a imaju ispod 2% tržišnog učešća⁵. S druge strane, u **Mađarskoj** je stanje na tržištu drugačije: manje je koncentrisano, a strane osiguravajuće kuće imaju lidersku poziciju. Allianz kontroliše 26%, Generali-Providenca 15,5% i ING 11,6%. Pored toga, životno osiguranje čini čak 44% ukupnog portfolija osiguranja. U BDP-u osiguranje učestvuje sa 2,8%, a bruto premija po stanovniku iznosi 250 EUR⁶. Kao i u Hrvatskoj tržište raste iz godine u godinu po stopi od 10% u periodu od 2001. godine.

Zajednička karakteristika svih tih tržišta jeste to da je rast zasnovan pre svega na ekspanziji životnog osiguranja, koje je kod svih bilo na relativno niskom nivou. Osim porasta životnog standarda, na razvoj životnog osiguranja je uticala i reforma penzionog i zdravstvenog osiguranja, i uvođenje obaveznog osiguranja od odgovornosti prema trećim licima, kao i obučavanje stanovništva o mogućnostima ulaganja svoje imovine. S obzirom na sličan obrazac ekonomskog razvoja, ovakve tendencije se mogu očekivati i u Srbiji u narednom periodu.

1 Generali je kupila Delta osiguranje (50%+1 akcija za 30 miliona evra), Uniqua – Zepter osiguranje (80% kapitala za 16 miliona evra), Triglav – Kopaonik osiguranje (95% kapitala za 17,5 miliona evra), i Sava osiguranje kupila Polis osiguranje (većinski paket).

2 U Zapadnoj Evropi životno osiguranje u ukupnom osiguranju učestvuje sa oko 60%..

3 Swiss Reinsurance Company, Economic Research&Consulting (2001): *Insurance industry in Central and Eastern Europe-current trends and progress of preparations for EU membership*.

4 HANFA, Hrvatska agencija za nadzor finansijskih usluga, i „Osiguranje“, hrvatski časopis za teoriju i praksu u osiguranju: www.osiguranje.hr.

5 Slovensko Zavarovalno Združenje: www.zav-zdruzenje.si.

6 MABISZ, Association of Hungarian Insurance Companies: www.mabisz.hu.

3. Cene i devizni kurs

Osetnije usporavanje inflacije, koje je postalo očigledno u Q3, nastavilo se i u Q4. Tako je u decembru 12-m stopa inflacije pala na samo 6,6%, što je najniža stopa inflacije od početka tranzicije. Međutim, zbog nešto više inflacije iz prve polovine godine, prosečna inflacija u 2006. (12,7%) je viša nego u 2003. (11,7%) i 2004. (10,1%). U Q4 registrujemo i dalje usporavanje bazne inflacije, koja je u decembru pala na 12-m nivo od 5,7%. Do usporavanja inflacije i dalje prvenstveno dolazi zbog apresijacije kursa. Osim jačeg dinara, smanjivanju inflacije doprinelo je i ograničavanje rasta cena koje su pod direktnom administrativnom kontrolom. Takođe, bitan je i efekat pada cena nafte na svetskom tržištu (da su cene naftnih derivata ostale, na primer, na nivou iz aprila, inflacija u decembru bi bila 7,3%, a da su ostale na rekordnom nivou iz avgusta bila bi 7,8%). Veoma nisku inflaciju (i baznu i ukupnu) beležimo i u januaru i februaru. Nastavljajući trend započet još u junu, dinar i u Q4 snažno nominalno apresira u odnosu na evro (oko 5% u odnosu na prethodni kvartal). Ukupna nominalna apresijacija u 2006. godini iznosi 8,3%, a realna čak 12,1%.

Tabela T3-1. Srbija: uporedni rast cena, izabrani indeksi, 2001–2006

	Indeks cena na malo		Drugi indeksi cena			
	pros. prirast perioda ¹⁾	god.kumulativ ²⁾	Cene na malo	Troškovi života	Cene proizvođača ind. pr.	Cene proizvođača poljopr.pr.
			12-m ³⁾			
godišnji indeksi						
2004	10,1	13,7	13,7	13,1	12,1	10,6
2005	16,5	17,7	17,7	17,0	16,5	11,8
2006	12,7	6,6	6,6	6,0	7,3	7,3
kvartalni indeksi						
2005						
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
Decembar	0,4	6,6	6,6	6,0	7,3	7,3
mesečni indeksi						
2005						
Mart	0,8	5,1	17,4	16,9	12,0	12,0
Jun	0,8	8,0	16,8	15,8	12,0	8,5
Septembar	1,1	11,8	16,5	14,7	15,0	9,1
Decembar	2,2	17,7	17,7	17,0	16,5	11,8
2006						
Januar	0,5	0,5	15,1	15,3	16,3	10,3
Februar	1,4	1,9	15,0	14,8	15,1	6,6
Mart	0,4	2,2	14,5	13,9	15,3	6,9
Jun	0,0	5,7	15,1	13,6	16,1	9,8
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	7,2
Decembar	0,1	6,6	6,6	6,0	7,3	7,3
2007						
Januar	0,4	0,4	6,5	5,7	...	...
Februar	0,1	0,5	5,2	4,4	...	...

Izvor: Tabela P-1 u Analitičkom prilogu.

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

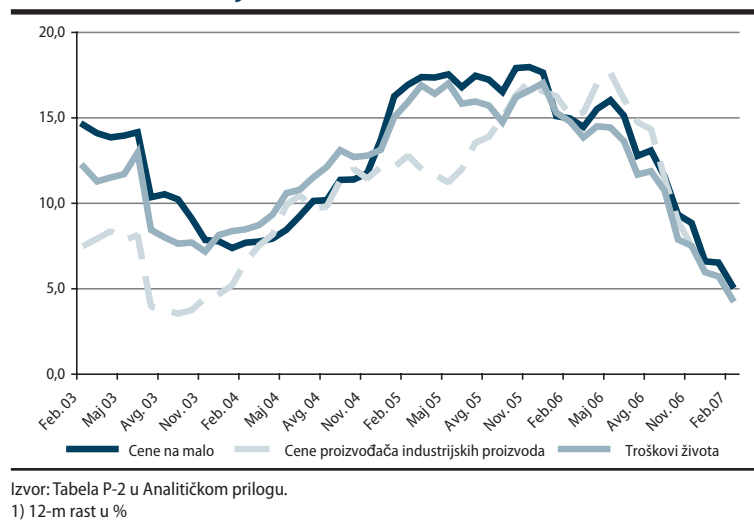
2) Kumulativ predstavlja odnos posmatranog perioda i decembra prethodne godine.

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

U Q4 se nastavlja snažno usporavanje inflacije...

Usporavanje inflacije, koje je nagovešteno u prvoj polovini godine i postalo očigledno u Q3, u Q4 se nastavlja i osnažuje, pa je godina završena s inflacijom od 6,6% u odnosu na kraj prethodne godine. Ovo je do tada najniža inflacija od početka tranzicije. Prosečna 12-m inflacija u Q4 bila je 8,2%, što je značajan pad u odnosu na 12,5% u Q3 i 15,2% u prvoj polovini godine. Prosečna inflacija u 2006. godini jeste 12,7%, što je međutim viša prosečna inflacija nego 2003. i 2004. godine (11,7% odnosno 10,1%).

Grafikon T3-2. Srbija: izabrani indeksi cena, 2003–2006¹⁾



Izvor: Tabela P-2 u Analitičkom prilogu.

1) 12-m rast u %

...glavni razlog je dalje jačanje dinara

Do usporavanja ukupne inflacije u Q4 dolazi prvenstveno zbog dalje apresijacije kursa, koji je od poslednje nedelje septembra do poslednje nedelje decembra nominalno apresirao za skoro 5%. Monetarna politika u Srbiji i dalje deluje na cene pretežno preko kursnog kanala, a efekat kanala kamatnih stopa i kreditnog kanala je, po svemu sudeći, još uvek marginalan. Apresijacija kursa utiče na inflaciju preko smanjenja uvoznih cena i usporavanja privredne aktivnosti. Osim toga, ostali činioци koji su doveli do ovako niske inflacije u Q4 jesu: relativno niske cene nafte na svetskom tržištu i sputavanje rasta cena koje su pod administrativnom kontrolom (zbog predizborne kampanje).

Nakon nagoveštaja iz prve polovine godine, u Q4 snažno usporava i bazna inflacija

Bazna inflacija, nakon što je u prvoj polovini godine pokazala najavu silaska s dugoročnog trenda od 11% na 12-m nivou – u Q4 nastavlja da usporava, pa je na kraju godine iznosila 5,7% na 12-m nivou (Tabela T3-3). Prosečna mesečna bazna inflacija za prvih šest meseci 2005. godine ima anualizovanu vrednost od 14,1%. Gotovo istu vrednost (14,2%) ima i u drugih šest meseci 2005. Međutim, ova stopa računata za prvih šest meseci 2006. pada na 7,6%, nagoveštavajući po prvi put ozbiljnije usporavanje bazne inflacije. Računata za drugih šest meseci 2006, ova stopa pada na svega 3,7%. Iako je ukupna inflacija osetnije počela da pada već u julu, do primetnog usporavanja 12-m stope bazne inflacije došlo je kasnije (u oktobru). Sve komponente bazne inflacije u Q4 ravnomerno usporavaju rast.

1 Definicija bazne inflacije koju koristimo u QM se donekle razlikuje od definicije bazne inflacije koju koristi NBS. Narodna banka Srbije ne objavljuje ponderaciju proizvoda koji ulaze u njihovu baznu inflaciju, pa nismo u mogućnosti da potpuno rekonstruišemo tu seriju. Baznu inflaciju po definiciji QM-a 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).

2 Bazna inflacija po definiciji NBS u decembru ima vrednost od 5,9%.

**Padu nebazne
inflacije ključno
je doprinelo
zaustavljanje
rasta cena
energije**

Nebazna inflacija³ u decembru pada na 12-m nivo od 7,8%. Prosečna nebazna inflacija u Q4 je pala za 4,6 procentnih poena u odnosu na prethodni kvartal, sa 14,5% prosečno na 9,9% prosečno (Tabela 3-3).

Značajan pad nebazne inflacije je pre svega posledica zaustavljanja rasta cena energije, čiji je 12-m rast u odnosu na prvu polovinu godine u Q4 niži za skoro 18 procentnih poena (njihov međugodišnji rast u prvoj polovini godine bio je 23,4%, a u Q4 samo 5,7%). To je, s jedne strane, posledica pada cena nafte na međunarodnim tržištima: prosečna cena nafte tipa Ural (gledano u dinarima) je u Q4 skoro 20% niža u odnosu na Q3. Zanimljivo je spomenuti da bi inflacija na kraju 2006. umesto 6,6%, bila 7,3% da je cena benzina u decembru bila kao u aprilu (a da je ostala na rekordnom nivou iz avgusta, inflacija bi bila 7,8%). S druge strane, cene struje nisu korigovane od aprila 2006. (iako za tim očigledno postoji potreba – cene struje u Srbiji i dalje su daleko najniže u regionu). Održavanje cena struje na nerealno niskom nivou (pre svega zbog političkih razloga) ima bar dve bitne negativne posledice. Prvo, time se šalje pogrešan signal potrošačima koji su niskim cenama motivisani da troše više struje nego što bi bilo racionalno. Između ostalog, time se umanjuje energetska efikasnost naše privrede i narušava njena srednjoročna konkurentnost. Drugo, niske cene struje negativno utiču na EPS, te otežavaju uslove njegovog poslovanja i neophodne investicije i remonte, što će, takođe na srednji rok, imati negativne efekte i na privredu i na stanovništvo. Usporavanju nebazne inflacije bitno je doprinelo i odlaganje korekcija cena stambeno-komunalnih usluga. Njihov 12-m rast u decembru je bio 7% u poređenju sa 14,4% na kraju Q3. Osim toga, značajno su pale i cene poljoprivrednih proizvoda. Jedino je grupa *ostalo* ubrzala rast u odnosu na prvu polovinu godine, uglavnom zbog porasta cena duvanskih proizvoda iz jula i oktobra (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	poljoprivredn 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
Decembar	6,6	7,8	6,2	5,4	7,0	15,0	5,7	6,1	5,4	4,9
PRO MEMORIJA										
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 fusnote 1) i 3) 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.

3 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.

Doprinos nebazne inflacije ukupnoj inflaciji je i dalje veći nego doprinos bazne inflacije. Ali, zbog usporavanja nebazne inflacije u drugoj polovini godine, njen doprinos ukupnoj inflaciji pao je sa oko 64% u prvoj polovini godine na oko 59% u drugoj. Najveći doprinos ukupnoj inflaciji i dalje daju usluge pod administrativnom kontrolom cena (nešto više od četvrtine ukupnog porasta cena, 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	poljoprivr. proizvodi	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
Decembar	100,0	58,2	3,0	14,6	20,9	19,4	41,5	19,5	16,5	5,3

Izvor: RZS.

1) Za sastav bazne i nebazne inflacije, kao i sastav podkomponenti, videti fusnote 1) i 3) 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.

Veoma niska inflacija i početak 2007...

I u januaru beležimo veoma nisku inflaciju (6,5% na međugodišnjem nivou), što je u skladu sa očekivanjima da početkom godine neće dolaziti do bitnijeg povećanja cena. Činjenica da je mesečni rast cena u januaru porastao u odnosu na decembar (sa 0,1% na 0,4%) možda nagoveštava blago ubrzavanje rasta cena, mada je registrovani porast cena u najvećoj meri posledica poskupljenja cigareta skraj decembra 2006. Međutim, inflacija u februaru ponovo usporava, te beležimo veoma nisku mesečnu stopu rasta od 0,1% i 12-m stopu od svega 5,2%. Blaga poskupljenja će uslediti u martu i aprilu kada nas očekuje predviđeno poskupljenje struje i stambeno-komunalnih usluga: ove korekcije mogu da povećaju međugodišnju stopu inflacije za dva do tri procentna poena. Bazna inflacija je takođe nastavila da usporava – na 12-m nivou bazna inflacija u januaru iznosi 5,3% (u decembru 5,7%), a u odnosu na decembar 2006. bazne cene u januaru su nepromenjene. Bazne cene u februaru su čak niže nego u januaru, a 12-m bazna inflacija u februaru pada ispod 5%.

Pored stabilnog nominalnog kursa (nešto ispod 80 dinara za evro), niskoj inflaciji u januaru i februaru je doprineo i dalji pad cena nafte na svetskim tržištima. Prosečna cena nafte tipa Ural na međunarodnim tržištima je u januaru bila 15% niža od one u decembru. Potezi monetarne politike su takođe doprineli održavanju niske inflacije početkom godine: rast kredita privredi je u decembru potpuno zaustavljen, a rast kredita stanovništvu je osetno usporen⁴. Pored toga, NBS je u januaru kroz devizno tržište povukla dinara u vrednosti od oko 400 miliona evra, čime je dodatno smanjila novčanu masu.

...i NBS dalje spušta referentnu kamatnu stopu

S druge strane, referentna kamatna stopa NBS je u januaru smanjena na 13%, a nakon što je i u februaru zabeležena veoma niska inflacija, referentna kamatna stopa je ponovo spuštana, na 11,5%. Fiskalna politika pred kraj 2006. znatno je popuštena, što takođe predstavlja pritisak na

4 Videti odeljak "Monetarna politika".

Veliki rast plata u državnom sektoru – izazov za dalju stabilnost cena?

rast cena u narednom periodu. Iako planirana realizacija Nacionalnog investicionog plana nije ostvarena (u Q4 je na ime NIP-a potrošeno oko trećina planiranih sredstava), beležimo značajno povećanje plata u javnom sektoru. Potezi fiskalne i monetarne politike će u narednom periodu presudno uticati na kretanje inflacije.

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

	Nominalni				Realni			USD/EUR ⁶⁾
	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
2006	84,1879	136,8	101,5	91,7	97,4	92,1	87,9	1,2537
mesečni kurs								
2005								
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	93,6	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
Decembar	78,7812	128,0	91,7	91,7	90,4	87,9	87,9	1,3210
2007								
Januar	79,6587	129,4	91,7	101,1	90,7	87,8	100,3	1,2993
Februar	79,3993	129,0	91,0	100,8	90,5	88,3	100,1	1,3075

Izvor: Tabela P-3 u Analitičkom prilogu.

1) Prosek meseca, zvanični dnevni srednji kurs 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.

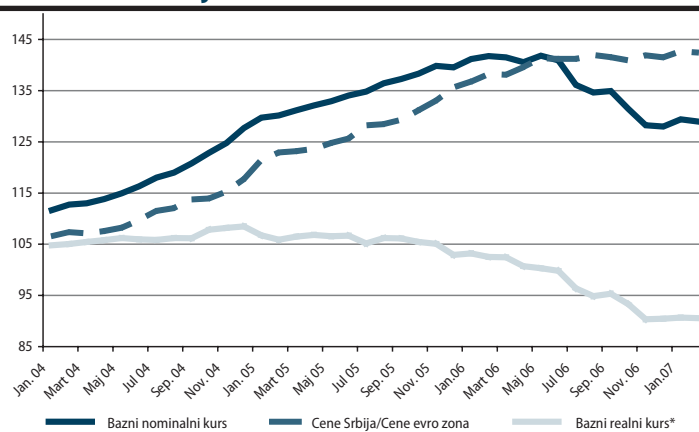
5) Kod obračuna realnog kursa, uzeta je u obzir i inflacija u evro zoni. Indeks je izračunat po formuli: $RE = (NE/p) \times p^*$, gde je:

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

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

6) Prosek perioda.

Grafikon T3-6. Srbija: nominalni i realni kurs dinar/evro



Izvor: Tabela P-3 u Analitičkom prilogu.

*Videti definiciju realnog kursa u Tabeli T3-5.

...a na kraju 2006. za 8,3% u odnosu na kraj 2005.

Snažna nominalna apresijacija koja traje od juna nastavlja se i u Q4. Prosečni kurs u decembru u odnosu na septembar je i nominalno i realno apresirao za oko 5% (Tabela T3-5). Tako je dinar na kraju godine u odnosu na kraj prethodne nominalno apresirao za 8,3%, a realno za čak 12,1%. Iako je konkurentnost srpske privrede u prethodnih nekoliko godina najverovatnije porasla, ovakva kretanja se mogu u određenoj meri

negativno odraziti na spoljnotrgovinski bilans. Nominalna apresijacija je u januaru zaustavljena i preokrenuta, pa beležimo blagu nominalnu depresijaciju (prosečni kurs u januaru je depresirao za oko 1% u odnosu na decembar). Prosečni nominalni kurs u februaru neznatno apresira u odnosu na januar (0,3%).

4. Zaposlenost i zarade

Broj zaposlenih u septembru 2006. godine niži je za oko 6.000 u odnosu na mart, što predstavlja mnogo manji pad zaposlenosti nego u prethodnom polugodištu. Struktura zaposlenosti nastavlja da se menja, sa izuzetno visokim porastom broja novih preduzetnika i zaposlenosti kod njih, kao i konstantnim opadanjem zaposlenosti kod pravnih lica, gde i dalje prednjači prerađivačka industrija. Uočava se značajan međugodišnji realni porast plata od 16,4% u Q4 2006. godine u odnosu na međugodišnji rast od 7,5% u Q4 2005. godine, a od toga najveći skok – od 25,5% – beležimo u delatnosti zdravstvo i socijalni rad u odnosu na 4,9% u Q4 2005. Porast zarada u Q4 najvećim delom se može pripisati rebalansu budžeta kojim su zarade u državnom sektoru podignute u toku Q4.

Zaposlenost

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

	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)
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	2.026	1.447	578	245	333	1.780

Izvor: RZS - 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.

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

Ukupna zaposlenost blago pada između marta i septembra

Ukupan broj zaposlenih između marta i septembra 2006. godine pao je na 2,026 miliona, što je pad od oko 6.000 u odnosu na mart 2006. godine. To je stanje na osnovu najnovijih podataka Republičkog Zavoda za Statistiku, korigovanih polugodišnjim izveštajima o zaposlenima kod pravnih kao i fizičkih lica¹. Zbog ovog neočekivanog usporavanja u opadanju zaposlenosti, naše projekcije iz prethodnog broja QM-a potcenile su broj zaposlenih u septembru za oko 16.000 radnika².

Zaposlenost kod pravnih lica nastavlja da opada....

Struktura zaposlenosti nastavlja da se menja. Zaposlenost kod pravnih lica opada istim tempom kao u prethodnom periodu. Prerađivačka industrija i dalje prednjači, sa padom zaposlenosti od oko 23.000 radnika između marta i septembra 2006. godine; prati je trgovina koja se, sa 11.000

1 RAD-1/P, Anкета za dopunu polugodišnjeg izveštaja RAD-1-P i RAD-15.

2 Ujedno smo potcenili pad zaposlenosti kod pravnih lica, kao i potcenili rast zaposlenosti kod fizičkih lica (iako su se obe projekcije kretale u dobrom pravcu).

**... dok broj
privatnih
preduzetnika
i njihovih
zaposlenih
ubrzano raste**

manje radnih mesta u septembru u odnosu na mart, nalazi na drugom mestu (Tabela P-5 u Analitičkom prilogu). U isto vreme, između marta i septembra došlo je do značajnog porasta broja privatnih preduzetnika od oko 17.000, kao i stvaranja 25.000 novih radnih mesta kod njih (Tabela T4-1). To predstavlja ogroman skok broja privatnih preduzetnika, tj. to je najveći takav porast u poslednje tri godine. Dva činioca mogu da objasne ovaj skok. Prvi je to da su se po Zakonu do 13. juna 2006. godine svi preduzetnici morali prijaviti u Nacionalni registar privatnih preduzetnika, a drugi je sve veća prisutnost mikrokredita za finansiranje malih i početničkih biznisa u Srbiji u 2006. godini.³ Koji je od ova dva činioca zaslužniji za porast broja preduzetnika, možemo reći tek nakon nešto dugoročnijeg praćenja ovih kretanja. Posmatranjem vremenske serije broja privatnih preduzetnika, moći ćemo, dakle, da ocenimo koliko je održiv ovaj porast, kao i da li je to ipak bio jednokratni efekat registracije. Takvo dugoročnije praćenje bi nam takođe moglo reći nešto više o opštoj efektivnosti i održivosti politika republičke Vlade za stimulaciju malih preduzeća.

Zvanične podatke o zaposlenosti u Q4 imamo samo za oktobar i novembar, dok smo za decembar napravili projekcije (Tabela P-4 u Analitičkom prilogu). Po tim najnovijim podacima ukupna zaposlenost nastavlja da opada sličnim tempom, tako da broj zaposlenih u novembru iznosi 2,021 miliona (beležimo pad od 5.000 zaposlenih između septembra i novembra). Za ovaj pad u ukupnoj zaposlenosti su u potpunosti "zaslužna" otpuštanja kod pravnih lica.

Zarade

Zarade u Q4 rastu...

**...delimično zbog
redovnih sezonskih
efekata...**

**...a delimično zbog
rebalansa budžeta
kojim su podignute
plate u državnom
sektoru**

Prosečne mesečne neto zarade u Q4 porasle su za oko 2.500 dinara u odnosu na Q3 (Tabela T4-2). Takođe, uočavamo značajan međugodišnji realni porast zarada od 16,4% u Q4 2006. godine u odnosu na porast od 7,5% u Q4 2005. (Tabela T4-3). Jedan deo rasta između Q3 i Q4 može se pripisati sezonskom povećanju zarada u decembru, gde su uračunata i različita primanja sa kraja godine, kao što je "trinaesta plata", novogodišnji bonusi itd.

Rastu plata je, međutim, dosta doprineo i trajni efekat rebalansa budžeta na osnovu čega su u toku Q4 2006. godine podignute plate u državnom sektoru. Imajući u vidu da se prosečna plata u RZS računa, pre svega, na osnovu prosečne zarade zaposlenih kod pravnih lica, i to najviše na osnovu zarade pravnih lica iz javnog sektora i sektora države – najveći deo rasta zarada u Q4 može se pripisati trajnom podizanju plata u javnom sektoru. Ovu tezu podržava međugodišnji rast plata od 20% u januaru 2007. godine, koji je gotovo identičan međugodišnjem rastu plata od 20,8% u decembru 2006. godine.

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

	Masa zarada (UJP) ¹⁾			Masa zarada (RZS) ²⁾			Prosečna mesečna zarada (RZS)		
	u 000 din	% u BDP	% u nepoljoprivrednoj BDV	u 000 din	% u BDP	% u nepoljoprivrednoj BDV	Bruto, dinara	Neto, dinara	Bruto, u evrima
2003	391.657.571	33,5	46,0	367.111.910	31,4	43,1	16.612	11.500	256
2004	462.905.007	33,3	46,4	454.125.726	32,7	45,5	20.555	14.108	283
2005	564.699.486	32,6	45,0	562.194.386	32,5	44,6	25.514	17.478	308
2006	693.178.315	33,7 ³⁾	45,8	684.687.282	33,3 ³⁾	45,2	31.801	21.745	379
2005									
Q1	117.781.793	33,0	43,8	122.356.320	34,3	45,5	22.166	15.140	276
Q2	138.985.971	33,8	45,8	137.692.500	33,5	45,3	25.035	17.122	306
Q3	145.027.114	31,6	44,3	144.569.591	31,5	44,2	26.280	17.969	313
Q4	162.904.607	31,9	45,4	157.575.975	30,9	43,9	28.781	19.680	336
2006									
Q1	153.488.429	35,2	45,7	152.864.571	35,1	45,5	28.209	19.284	324
Q2	168.572.637	33,6	44,9	166.655.577	33,2	44,6	30.914	21.126	356
Q3	171.161.743	31,7	43,7	172.539.890	32,0	43,9	32.130	21.986	386
Q4	199.955.507	34,5 ³⁾	48,5	192.627.244	32,2 ³⁾	46,7	35.951	24.585	452

Izvor: Ministarstvo finansija RS (UJP) i RZS.

1) Masa zarada je izvedena na osnovu UJP podataka o prikupljenom porezu na zarade.

2) Masa zarada je hipotetička veličina dobijena kao proizvod broja zaposlenih i zarada prema RZS.

3) BDP za Q4 kao i celu 2006. godinu su FREN-ove procene.

3 Prethodno je većina preduzetnika bila prijavljena samo u lokalnim registrima.

Najveći rast plata uočavamo u zdravstvu i socijalnom radu

U Q4 uočava se veliki realni porast plata u gotovo svim delatnostima u odnosu na Q4 2005. godine (jedini pad registrovan je u finansijskom posredovanju i vađenju ruda i kamena). Najveći međugodišnji skok od 25,5% beležimo u delatnosti zdravstvo i socijalni rad, a prate je delatnosti proizvodnja električne energije, gasa i vode i građevinarstvo, gde se beleži realni međugodišnji porast od 14,9% (Tabela T4-4).

Razlika između mase zarada izvedene iz podataka UJP-a i mase zarada iz podataka RZS u Q4 jeste mnogo veća nego u prethodnim kvartalima (Tabela T4-2), za razliku od dosadašnjeg trenda približavanja ove dve veličine u 2006. godini. Moguće objašnjenje jeste u tome da je pred kraj godine naplaćen zaostali porez iz prethodnih kvartala, pa je to jedan od razloga zašto masa zarada izračunata iz poreza toliko prevazilazi masu zarada iz RZS⁴.

Sa porastom plata, rastu i jedinični troškovi rada u 2006.

Učešće mase zarada u BDP-u i nepoljoprivrednoj BDV iz oba izvora poraslo je u 2006. godini u odnosu na 2005. godinu (Tabela T4-2), što možemo objasniti već pomenutim porastom plata⁵, kao i porastom sakupljenog poreza na topli obrok i regres (za detaljnije objašnjenje, videti Okvir 1). Pošto se učešće zarada u BDP-u i nepoljoprivrednoj BDV može uzeti kao aproksimacija za jedinične troškove rada, zaključujemo da su jedinični troškovi rada u 2006. porasli u odnosu na prethodnu godinu. Nastavak ovakvog trenda u 2007. godini mogao bi da izazove troškovni pritisak na cene kao i da utiče na srednjeročnu konkurentnost srpske privrede.

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

	Mase zarada (UJP)		Masa zarada (RZS) ¹⁾		Prosečna mesečna bruto 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	123,8	106,3	124,1	106,8
2006	123,1	109,2	121,8	108,1	124,4	111,3
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
Decembar	..	..	..	..	127,0	108,4
2006						
Q1	130,3	113,7	124,9	109,0	127,3	111,0
Q2	121,3	106,2	121,0	106,0	123,5	108,1
Q3	118,0	105,9	119,3	107,1	122,3	109,7
Q4	122,7	114,6	122,2	114,1	124,7	116,4
Decembar	..	..	..	..	128,1	120,8

Izvor: Ministarstvo finansija RS (UJP) i RZS.

1) Masa zarada je hipotetička veličina dobijena kao proizvod broja zaposlenih i zarada prema RZS.

⁴ I u Q4 2005. godine takođe primećujemo veću razliku između ove dve veličine nego u drugim kvartalima 2005. godine
⁵ S obzirom na to da je zaposlenost u istom periodu opadala.

**Tabela T4-4. Srbija: 12-m i međugodišnji realni indeksi
bruto zarada po delatnostima, 2005–2006**

	2005	Q1 2006	Q2 2006	Q3 2006	Q4 2006	2006
Ukupno	106,8	110,9	108,0	109,7	116,4	111,3
Poljoprivreda, šumarstvo i vodoprivreda	112,2	118,3	115,7	112,4	112,4	114,7
Ribarstvo	116,2	105,5	70,8	93,6	100,5	92,6
Vađenje ruda i kamena	100,4	108,9	114,5	115,5	115,1	113,5
Prerađivačka industrija	109,1	114,4	110,9	113,8	115,8	113,7
Proizvodnja električne energije, gasa i vode	104,1	104,0	99,4	107,1	114,9	106,3
Građevinarstvo	104,5	108,7	111,0	112,7	119,4	112,9
Trgovina na veliko i malo, opravka	111,6	114,2	113,9	112,0	117,9	114,5
Hoteli i restorani	108,3	112,0	111,0	106,4	108,6	109,5
Saobraćaj, skladištenje i veze	104,2	110,0	111,0	104,0	109,1	108,5
Finansijsko posredovanje	110,5	112,9	111,5	113,9	111,3	112,4
Poslovi s nekretninama, iznajmljivanje	111,6	101,5	99,1	105,8	107,3	103,4
Državna uprava i socijalno osiguranje	105,0	112,6	104,3	107,6	112,5	109,2
Obrazovanje	108,2	114,9	103,5	105,0	112,0	108,9
Zdravstveni i socijalni rad	100,0	101,4	102,3	104,9	125,5	108,5
Druge komunalne, društvene i lične usluge	102,6	105,2	100,7	103,1	111,0	105,0

Izvor: RZS, RAD-1.

Okvir 1. Isplata toplog obroka i regresa u 2006. godini

Počev od zarade za januar 2006. godine, poslodavac ima *obavezu* da zaposlenima isplaćuje topli obrok kao i regres za korišćenje godišnjeg odmora. Do kraja 2005. godine, ova naknada je bila *mogućnost* ali ne i obaveza poslodavca. S obzirom na to da se po Zakonu sva primanja iz radnog odnosa smatraju zaradom, isplata toplog obroka i regresa podležu obavezi obračuna poreza na zarade i doprinosa za obavezno socijalno osiguranje.

Ovom izmenom Zakona o radu povećana je zarada, tj. poreska osnovica, *svim* radnicima koji su prijavljeni na zvaničnu minimalnu platu, kao i *nekim* zaposlenima koji imaju primanja iznad zakonski propisanog minimuma. Ne možemo sa sigurnošću utvrditi kolikom je broju zaposlenih, koji nisu prijavljeni na minimalnu platu, ova mera uticala na rast plata, budući da je poslodavac imao izbor da nastavi da im isplaćuje isti neto iznos, a da samo drugačije prikaže primanja (tj. smanji zaradu za onoliko koliko iznose obavezan topli obrok i regres), ili da im poveća zaradu za iznos toplog obroka i regresa.

FREN-ova procena je da ima oko pola miliona¹ radnika kojima je zbog ove zakonske izmene podignuta plata, tj. poreska osnovica, i njima je zvanična bruto i neto zarada na taj način povećana za iznos toplog obroka i regresa.

Na osnovu pretpostavke da je tih pola miliona radnika dobilo povećane plate², FREN procenjuje da je oko tri milijarde dinara više otišlo u porez u 2006. godini, što znači da se minimum 21 milijarda, ili 15% ukupnog rasta mase zarada³ u 2006. godini može pripisati novouvedenoj obavezi isplaćivanja toplih obroka i regresa.

1 Fizička lica, kod kojih je zaposleno oko 300.000 radnika, i dalje su van fiskalne kontrole, tako da velika većina prijavljuje radnike na minimalnu osnovicu (po podacima iz UJP-a), iako im je stvarna zarada veća. Osim toga, radnici u nekim delatnostima zaista primaju minimalne zarade, a usled novonastale obaveze toplog obroka i regresa, nekim radnicima čije su zarade iznad minimalne takođe su povećane plate.

2 Iako je moguće da je mnogo više radnika dobilo povećanje plate zbog uvođenja obaveznog isplaćivanja toplog obroka i regresa.

3 Izračunate na osnovu podataka iz UJP-a.

5. Privredni rast

Posmatrano u celini, vidimo da je 2006. godina solidnog privrednog rasta od oko 5,3%. Utisak bi bio još povoljniji da nije došlo do pada poreske komponente BDP usled povećanja u povraćaju PDV, druge godine od njegovog uvođenja. U poslednjem kvartalu ostvaren je niži rast BDP u odnosu na ostatak godine od oko 5%, gde gotovo svi sektori usporavaju rast. Iako međugodišnja poređenja ukazuju na usporavanje privrede, dostupni desezonirani indeksi ukazuju da do tog usporavanja ipak nije došlo. Industrijska proizvodnja u Q4 beleži međugodišnji rast od 2,9%. Lideri u industrijskoj proizvodnji su u Q4 usporili, ali je došlo do oporavka na širokom frontu do sada manje uspešnih oblasti. Ostvareni ukupni godišnji rast industrijske proizvodnje od 4,7%, znatno je viši od onog iz 2005. Građevinarstvo je u Q4 ostvarilo međugodišnji rast od oko 20%, pre svega zahvaljujući povoljnim meteorološkim uslovima. Sa rezultatima iz Q4 građevinarstvo je u 2006. dostiglo najveći rast u proteklih pet godina, koji iznosi oko 13% (u prethodnih par godina prosečni rast je bio ispod 5%).

Bruto domaći proizvod

Rast BDP u Q4 procenjujemo na 5%

Po proceni QM, zasnovanoj na metodologiji i podacima RZS, rast BDP je u Q4 iznosio 5,0% u odnosu na isti period prethodne godine (Tabela T5-1). Međugodišnji rast bruto dodate vrednosti u Q4 procenjujemo na solidnih 5,4%, dok poreska komponenta BDP i dalje zaostaje za rastom privrede i njen rast u Q4 procenjujemo na 3,0%.

Rast je niži nego u Q3, ali...

Ostvareni međugodišnji rast *bruto dodate vrednosti* u Q4 je nešto niži od onog koji je ostvaren u Q3 (Tabela T5-1) što, samo na prvi pogled, ukazuje na usporavanje privredne aktivnosti. No, smatramo da do usporavanja ipak nije došlo iz sledećih razloga: (1) baza iz Q4 2005. sa kojom se poredi Q4 je vanredno visoka i (2) indikatori rasta pojedinačnih sektora privrede koje koristi RZS u nekim slučajevima ne odražavaju njihove stvarne trendove u Q4.

...desezonirani indeksi ne ukazuju na usporavanje

Na strani materijalne proizvodnje: *poljoprivreda*, koja u Q4 ima niži međugodišnji rast od onog iz Q3, pod presudnim je uticajem egzogenih činilaca; *prerađivačka industrija*, takođe, beleži smanjenje međugodišnje stope rasta u Q4, ali desezonirani indeksi industrijske proizvodnje (Grafikon T5-3) ne ukazuju na usporavanje. Jedino *građevinarstvo* u Q4 značajno ubrzava međugodišnji rast. Zbog manjeg učešća građevinarstva u bruto dodatoj vrednosti, ovo ubrzanje ne utiče mnogo na ukupnu sliku privrednog rasta.

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

	međugodišnji indeksi							bazni indeks	učešće
	2004	2005	2006	2006					
				Q1	Q2	Q3	Q4 ²⁾	2006/2002	2005
Ukupno	108,4	106,2	105,3	106,2	105,6	104,6	105,0	124,3	100,0
Porezi minus subvencije	109,3	110,2	99,6	98,4	101,5	95,3	103,0	131,4	16,2
Bruto dodata vrednost u baznim cenama	108,3	105,5	106,5	107,7	106,4	106,4	105,4	123,3	83,8
Bruto dodata vrednost bez poljoprivrede	106,6	107,3	107,1	108,8	106,9	106,5	106,2	124,3	86,5
Poljoprivreda	119,0	95,1	102,0	98,1	102,1	105,8	100,7	107,4	13,5
Prerađivačka industrija	108,8	99,9	105,2	107,7	106,4	104,5	103,0	107,5	16,3
Građevinarstvo	103,5	102,0	112,4	125,5	106,5	102,7	120,2	131,5	3,4
Saobraćaj	115,8	123,4	126,5	128,1	126,8	127,0	124,6	198,0	10,8
Trgovina na veliko i malo	117,0	122,0	109,1	116,6	107,4	108,4	106,5	173,8	11,1
Finansijsko posredovanje	109,9	117,4	114,6	117,6	116,6	114,6	110,5	161,4	6,8
Ostalo	99,8	99,9	100,3	99,4	100,0	99,9	100,1	92,3	38,1

Izvor: RZS.

1) U stalnim cenama iz 2002. god.

2) Procena QM-a.

Finansijski sektor je po zvaničnoj metodologiji u Q4 potcenjen

Na strani usluga: *finansijsko posredovanje* je najzanimljiviji slučaj. Važno je skrenuti pažnju na to da usporavanje koje beleži statistika, ne odgovara stvarnim tokovima u ovom sektoru privrede. Kao indikator za kvartalnu procenu rasta BDP u finansijskom posredovanju, metodologija RZS

koristi *rast depozita i kredita*. I dok depoziti i u Q4 zadržavaju visoke i stabilne međugodišnje stope rasta, krediti nastavljaju da usporavaju rast, što je posledica mera monetarne politike. Ukupan indikator za procenu rasta dodate vrednosti u finansijskom sektoru, dakle, ukazuje na usporavanje čitavog sektora u Q4. Problem je u tome što su se finansijski posrednici tokom 2006. sve više okretali ka repo tržištu, a to ostaje neevidentirano prilikom procene njihovog rasta. Procena rasta BDV po metodologiji RZS stoga, verujemo, daje potcenjene vrednosti za finansijsko posredovanje, jer zanemaruje znatan deo poslovnih aktivnosti u ovom sektoru.

Privreda se sve više direktno kreditira iz inostranstva

Takođe, usporavanje kreditne aktivnosti domaćih banaka ne mora da dovede do srazmernog usporavanja privredne aktivnosti. Rast direktnog zaduživanja privrede u inostranstvu¹ ukazuje na to da je privreda pronašla način kako da izbegne visoke kamatne stope na domaćem finansijskom tržištu i nastavi svoj dalji rast bez značajnijeg gubitka ritma.

Saobraćaj i u Q4 nastavlja s izuzetno visokim stopama rasta zahvaljujući prvenstveno visokom rastu telekomunikacionih usluga. Do jedinog „stvarnog“ usporavanja došlo je u trgovini na veliko i malo, što je bilo uslovljeno nižom tražnjom u oktobru i novembru. Decembarske vrednosti prometa u trgovini na malo upućuju na ponovno ubrzavanje.

Naš je zaključak da privredna aktivnost u Q4 ne usporava

Uzimajući sve navedeno u obzir, može se zaključiti da ostvareni međugodišnji rast bruto dodate vrednosti u Q4, iako niži od onog iz Q3, nije zadovoljavajući indikator na osnovu kojeg bismo zaključili da je u Q4 došlo do usporavanja privrednog rasta.

U 2006. je ostvaren rast BDP od oko 5,3%...

Rast BDP u 2006. procenjujemo na 5,3%². Rast bruto dodate vrednosti u 2006. bio je, međutim, oko 6,5%. Na niži rast BDP od rasta BDV uticala je poreska komponenta BDP, odnosno slabiji budžetski prihod od PDV u 2006³. U toku 2006. došlo je do povećanja potraživanja povraćaja PDV u odnosu na 2005. što je na kraju rezultiralo međugodišnjim padom poreske komponente BDP. Suprotan slučaj bio je u 2005. godini (Tabela T5-1). U 2007. godini biće završen dvogodišnji ciklus na koji je imala uticaj promena poreskog sistema. Očekujemo da će se stabilizovati naplata i povraćaj PDV, te da će rast poreske komponente BDP biti usklađeniji s rastom privrede.

Ako posmatramo 2006. po kvartalima, vidimo da je najviši međugodišnji rast bruto dodate vrednosti ostvaren u Q1, što je pretežno posledica poređenja sa niskom osnovom iz 2005. godine. Ukupna kretanja u privredi u 2006, odnosno rast BDV od 6-6,5% verovatno su najbolje odlikovali Q2 i Q3. Privredni rast je u Q4 bio nešto niži, uz ogradu da još nemamo dovoljno argumenata za zaključak da je došlo do usporavanja privrednog rasta.

... što je na nivou ostalih zemalja u regionu

Iako se ostvareni rast BDP od oko 5,3% u 2006. godini u prvi mah čini visokim, ako ga posmatramo u kontekstu privrednog rasta u zemljama u regionu⁴ – taj rast je ipak prosečan.

Završavajući sumarni pregled 2006. važno je navesti da je u toku te godine došlo do zvanične korekcije vrednosti BDP od 2002. godine. Po revidiranim podacima, ukupna vrednost BDP je oko 10% veća od do sada važeće, ali je u isto vreme revidiran i rast BDP koji je smanjen za približno 10% (Tabela T5-1).

Industrijska proizvodnja

Industrijska proizvodnja je u Q4 ostvarila međugodišnji rast od 2,9%

Prema podacima RZS industrijska proizvodnja u Q4 je za 2,9% viša u odnosu na isti period prethodne godine (Tabela T5-2). Međugodišnji rast industrijske proizvodnje u Q4 je nešto niži od onog iz Q3, kao što smo i najavili u prethodnom broju. Ostvarena industrijska proizvodnja u Q4, međutim, predstavlja u dobroj meri raskid s trendovima koji su obeležili prva tri kvartala 2006. Lideri industrijske proizvodnje – oblasti koje su se odlikovale visokim rastom u 2006 – usporavaju svoj rast. Ostale oblasti - koje su uglavnom bile u padu tokom čitave godine – sada

1 Za više detalja videti odeljak: „Monetarni tokovi i politika“ Trendova ovog izdanja QM-a.

2 RZS je objavio procenjeni rast BDP u 2006. od 5,8%. Za ostvarenje ove prognoze, sa zvaničnim podacima za prva tri kvartala, rast BDP u Q4 bi morao biti 6,8%. Naša procena rasta u Q4 na osnovu dostupnih indikatora znatno je niža, a samim tim je i ukupan rast u 2006. procenjen na 5,3%. Moguće je, međutim, da će RZS revidirati već postojeće podatke za prva tri kvartala, što je bio čest slučaj u prošlosti te će ukupan rast biti približniji njihovoj proceni. Mi koristimo trenutne zvanične podatke.

3 Za više detalja videti odeljak: „Fiskalni tokovi i politika“ Trendova ovog izdanja QM-a.

4 Za više detalja videti odeljak: „Međunarodno okruženje“ Trendova ovog izdanja QM-a.

**Lideri su usporili
ali ostale oblasti se
oporavljaju**

su na putu oporavka. Neuobičajena slika industrijske proizvodnje u Q4 nastala je: (1) delom kao posledica očekivanih promena trendova u industrijskoj proizvodnji (usporavanje lidera); (2) delom kao posledica uspostavljanja novih kanala kreditiranja (direktno zaduživanje sve većeg broja preduzeća u inostranstvu dovodi do oporavka oblasti koje su bile pogođene visokim kamatnim stopama na domaćem finansijskom tržištu), a (3) delom kao posledica predizbornih promena u fiskalnoj politici (rast tražnje usled ekspanzivne fiskalne politike).

**Izuzetno visok nivo
industrijske proizvodnje
u decembru**

Industrijsku proizvodnju u Q4 dodatno je obeležilo i snažno ubrzanje u decembru, koje, iako nije presudno uticalo na kvartalni indeks međugodišnjeg rasta, predstavlja najavu izuzetno visokog nivoa industrijske proizvodnje u Q1 2007. Međugodišnji rast industrijske proizvodnje u januaru od 11% – potvrđuje ovakva očekivanja. O uzrocima decembarskog ubrzanja industrijske proizvodnje biće više reči u Okviru 1.

Rast industrijske proizvodnje u Q4 bio je dosta ujednačen, posmatrano po sektorima (Tabela T5-2). Prednjači vađenje ruda i kamena sa međugodišnjim rastom od 4,6%; prerađivačka industrija je ostvarila rast od 2,9%, dok je proizvodnja i distribucija električne energije, gasa i vode viša za 2,1% u odnosu na Q4 2005.

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

	12-m indeksi							bazni indeksi	učešće
	2004	2005	2006	2006					
				Q1	Q2	Q3	Q4	2006/2002	2005
Ukupno	107,1	100,8	104,7	105,3	106,1	103,9	102,9	109,6	100,0
Vađenje ruda i kamena	99,3	102,1	104,1	104,0	102,6	102,8	104,6	106,4	6,3
Prerađivačka industrija	109,7	99,3	105,3	107,5	106,2	104,4	102,9	109,4	75,4
Proizvodnja i distribucija el. energije, vode i gasa	102,4	106,6	102,2	99,3	107,6	101,6	102,1	111,4	18,4

Izvor: RZS.

**U 2006. je ostvaren rast
industrijske proizvodnje
od 4,7%...**

Posmatrano na nivou cele godine, u 2006. je ostvaren visok rast industrijske proizvodnje od 4,7%. Ovaj rezultat predstavlja značajno ubrzanje industrijske proizvodnje u odnosu na 2005 (kada je rast bio 0,8%). Najviši rast u 2006. ostvarila je prerađivačka industrija, 5,3%. Vađenje ruda i kamena imalo je međugodišnji rast od 4,1%, dok je jedino proizvodnja i distribucija električne energije gasa i vode usporila svoj rast u 2006. u odnosu na 2005. godinu ostvarivši rast od 2,2%.

**...a prednjači
prerađivačka industrija****Okvir 1. Kretanje industrijske proizvodnje u 2006.****U Q1 industrijska
proizvodnja je
stagnirala**

Industrijska proizvodnja je započela 2006. godinu stagnacijom (Grafikon T5-3). Međugodišnji indeksi pokazivali su, međutim, izuzetno visoke stope rasta (Tabela T5-2) čiji je pravi uzrok bilo poređenje s niskim nivoom industrijske proizvodnje sa početka 2005 – neposredno nakon uvođenja poreza na dodatu vrednost. Desezonirani indeksi zato ukazuju na stvarno kretanje industrijske proizvodnje u tom periodu.

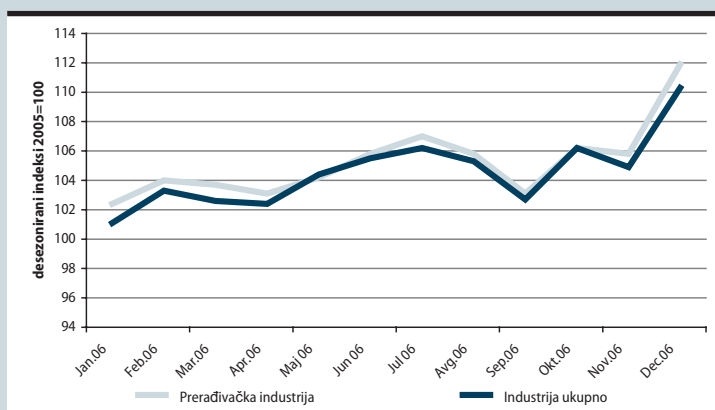
**Ubrzanje rasta je
započelo u Q2 i trajalo
sve do jula...**

Sa Q2 je došlo do ubrzanja rasta industrijske proizvodnje koje je trajalo sve do jula. Posle jula dolazi do naglog usporavanja (Grafikon T5-3), što se, verujemo, može objasniti efektima monetarne politike na industrijsku proizvodnju: otežan pristup kreditima privredi i apresijacija dinara. Uticaj monetarne politike na industrijsku proizvodnju je bio krajnje selektivan. Preduzeća čija je produktivnost rasla brže od apresijacije dinara, kao i ona koja su bila u mogućnosti da se direktno kreditiraju iz inostranstva nisu bila toliko pogođena merama monetarne vlasti. Čini nam se da su mala preduzeća najviše ispaštala zbog mera monetarne politike. Istraživanje industrijske proizvodnje malih preduzeća, koje RZS obavlja na osnovu uzorka i koje ne ulazi u ukupan indeks industrijske proizvodnje, po prvi put je, posle dužeg vremena, u junu pokazalo da industrijska proizvodnja malih preduzeća ima nižu stopu rasta od velikih i srednjih preduzeća. Ta promena se zadržala do kraja godine.

**...kada industrijska
proizvodnja naglo
usporava rast**

U Q3 je došlo do divergentnih trendova u rastu pojedinačnih oblasti...

Grafikon T5-3. Srbija: desezonirani indeksi industrijske proizvodnje, 2006



Izvor: RZS.

Raslojavanje u industrijskoj proizvodnji lidera¹ i ostalih oblasti dostiže vrhunac u Q3. Tada nam se činilo da se industrijska proizvodnja Srbije specijalizuje za proizvodnju u malom broju uspešnih oblasti u kojima dominiraju velika i privatizovana preduzeća sa direktnim pristupom inostranim kreditima (Tabela T5-4). Tako je 16 od 23 oblasti prerađivačke industrije u Q3 zabeležilo međugodišnji pad industrijske proizvodnje.

Pred kraj 2006. godine očekivali smo da će doći do iscrpljivanja mogućnosti za visoki rast oblasti lidera i bili smo zabrinuti za ukupan rast industrijske proizvodnje u Q4². Do ukupnog usporavanja ipak nije došlo (Grafikon T5-3). I dok su lideri zabeležili očekivano usporavanje rasta industrijske proizvodnje, većina drugih oblasti - koje su imale mahom dvocifren međugodišnji pad industrijske proizvodnje u Q3 - u Q4 započinju oporavak.

Mogućnost direktnog zaduživanja u inostranstvu u Q4 prestaje da bude privilegija samo manjeg broja velikih preduzeća. Uspostavljanjem novih kanala kreditiranja, industrijska proizvodnja oživljava na širokom frontu oblasti. Interesantno je da su mala preduzeća još uvek zadržala nižu stopu rasta od velikih i srednjih preduzeća, pretpostavljamo zbog još uvek postojećih razlika u pristupačnosti kredita. Takođe, ekonomska politika je pred kraj godine započela fiskalnu ekspanziju kroz realizaciju NIP-a i povećano, predizborno, trošenje, što je, verujemo, u Q4 dalo novi impuls ubrzanju ukupne industrijske proizvodnje - posebno u decembru.

1 Lideri: šest oblasti koje su najviše doprinele rastu prerađivačke industrije (proizvodnja osnovnih metala, proizvodnja prehrambenih proizvoda i pića, proizvodnja nameštaja i raznovrsnih proizvoda, proizvodnja hemikalija i hemijskih proizvoda, proizvodnja duvanskih proizvoda i proizvodnja proizvoda od nemetalnih minerala).

2 Za više detalja videti QM6, odeljak privredni rast.

...a Q4 je kvartal u kom se oporavlja veliki broj oblasti u padu

Prerađivačka industrija je u Q4 ostvarila umeren međugodišnji rast

Prerađivačka industrija je u Q4 ostvarila umeren međugodišnji rast od 2,9%. U strukturi ostvarenog rasta došlo je do smanjenja razlika između lidera industrijske proizvodnje i ostatka industrije. U tabeli T5-4, predstavljene su oblasti koje su najviše doprinele rastu industrijske proizvodnje u 2006. godini (oblasti *lideri*). To su redom: proizvodnja osnovnih metala, proizvodnja prehrambenih proizvoda i pića, proizvodnja nameštaja i raznovrsnih proizvoda, proizvodnja hemikalija i hemijskih proizvoda, proizvodnja duvanskih proizvoda i proizvodnja proizvoda od nemetalnih minerala.

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

	međugodišnji indeksi							učešće 2005
	2004	2005	2006	2006				
				Q1	Q2	Q3	Q4	
Prerađivačka industrija	109,7	99,3	105,3	107,5	106,2	104,4	102,9	100,0
Ukupno odabrani sektori (lideri)	115,5	108,3	111,9	110,6	114,4	117,4	106,9	67,5
Proizvodnja osnovnih metala	140,9	121,8	122,7	116,6	131,7	135,4	109,8	16,6
Proizvodnja prehrambenih pr. i pića	103,4	104,6	105,3	104,2	105,1	109,5	102,5	28,3
Proizvodnja nameštaja i raznovrsnih pr.	92,1	92,2	165,5	134,3	163,0	197,8	160,2	1,5
Proizvodnja hemijskih pr.	118,2	103,8	108,3	105,1	107,7	112,8	107,5	15,4
Proizvodnja duvanskih pr.	97,6	114,6	111,3	158,6	128,2	80,1	106,1	2,0
Proizvodnja pr. od nemetalnih minerala	102,8	97,7	106,6	119,3	107,8	103,3	103,1	3,7
Ostalo	97,6	80,6	91,7	101,1	89,3	77,5	94,7	32,5

Izvor: RZS.

Rast lidera od 6,9% najniži je u 2006. godini. Ostale oblasti i dalje beleže međugodišnji pad proizvodnje, ali je on značajno smanjen u odnosu na Q3 i iznosi 5,3%.

Proizvodnja osnovnih metala u Q4 ima najniži međugodišnji rast od 2003.

Proizvodnja osnovnih metala je u Q4 viša za 9,8% u odnosu na isti period 2005. godine. Ovaj rezultat predstavlja najniži kvartalni međugodišnji rast u proizvodnji osnovnih metala od 2003. godine i početka privatizacije u ovom sektoru. Postepeno se iscrpljuju mogućnosti za dalji visoki rast. Moguće je da je zabeleženo usporavanje samo privremenog karaktera. Ostaje da se vidi šta će se desiti sa privatizacijom RTB Bor, što bi moglo da bude novi impuls brzom rastu proizvodnje osnovnih metala.

Prehrambena industrija je imala uspešnu godinu

Proizvodnja prehrambenih proizvoda i pića je u Q4 ostvarila međugodišnji rast od 2,5%. Rast prehrambene industrije u 2006. iznosio je 5,3%, što je na nivou rasta ukupne prerađivačke industrije. Možemo raći da je 2006. bila uspešna za domaću prehrambenu industriju. U toku 2006. u proizvodnji prehrambenih proizvoda i pića došlo je do značajnog povećanja produktivnosti⁵ od oko 15%, koje je bilo iznad realne apresijacije dinara. S tim u vezi i ne čudi da je ova oblast industrije u 2006. povećala svoj izvoz i suficit u spoljnotrgovinskoj razmeni ovih proizvoda.

Proizvodnja nameštaja i u Q4 nastavlja sa izuzetno visokim stopama rasta

Proizvodnja nameštaja i raznovrsnih proizvoda imala je u Q4 najviši rast od svih oblasti i on je iznosio 60,2%⁶. Ostvareni, izuzetno visoki rast, nešto niži je od onog iz Q3, što je bilo i očekivano, jer je ova oblast industrije od Q3 2005. započela s naglim ubrzavanjem svog rasta. Očekujemo dalje smanjivanje indeksa međugodišnjeg rasta i u 2007. Proizvodnja nameštaja i raznovrsnih proizvoda, posmatrano na godišnjem nivou, imala je najviši rast – od 65,5%. u 2006. godini u prerađivačkoj industriji.

Hemijska industrija beleži visok rast u 2006. uz znatne oscilacije

Proizvodnja hemikalija i hemijskih proizvoda takođe je u Q4 usporila svoj međugodišnji rast u odnosu na Q3 i on sada iznosi 7,5%. Godinu 2006. su obeležile znatne oscilacije u industrijskoj proizvodnji hemikalija i hemijskih proizvoda. Po pravilu, niže vrednosti iz jednog meseca bile su nadoknađivane ubrzanjem narednog meseca što je često bilo izazivano egzogenim činiocima: otežana isporuka gasa u januaru. Uzimajući sve u obzir, proizvodnja hemikalija i hemijskih proizvoda je u 2006. imala rast od 8,3% za koji očekujemo da će se nastaviti i u 2007.

Proizvodnja duvanskih proizvoda je u Q4 bila viša za 6,1% u odnosu na Q4 2005, a ukupan rast industrijske proizvodnje u 2006. godini iznosio je 11,3%. Indeks industrijske proizvodnje u duvanskoj industriji u 2006. bio je pod posrednim uticajem investicionih aktivnosti dva najveća proizvođača koja su u prvoj polovini 2005. gotovo zaustavila proizvodnju. Zbog toga su indeksi međugodišnjeg rasta u prvoj polovini godine imali veoma visoke vrednosti. Nosiocce ekonomske politike će u 2007. sačekati problemi u duvanskoj industriji – ograničenja koje nameće Zakon o proizvodnji duvana i posledice potpisivanja Sporazuma CEFTA⁷.

Proizvodnja proizvoda od nemetalnih minerala je u Q4 ostvarila međugodišnji rast od 3.1%. Najvažniji uslov za rast ove oblasti industrijske proizvodnje, tj. rast građevinarstva – bio je ispunjen kako u Q4, tako i u čitavoj 2006. godini. Budući da su preduzeća koja proizvode proizvode od nemetalnih minerala završila proces privatizacije, uz nastavak ekspanzije građevinarstva u 2007, ova oblast će najverovatnije zadržati svoj status lidera i u narednoj godini.

Proizvodnja industrijskih proizvoda po nameni prikazana je u Tabeli T5-5.

5 RZS, Saopštenje IN41

6 Analizom visokog rasta u proizvodnji nameštaja i ostalih proizvoda bavili smo se u QM5. Ukratko; tokom devedesetih je pad domaće tražnje i nemogućnost izvoza doveo do toga da industrijska proizvodnja nameštaja gotovo zamre. Nekada moćna društvena preduzeća su se gasila, proizvodnja nameštaja je prešla u ruke preduzetnika i izašla iz obuhvata statistike. S rastom tražnje u poslednjih nekoliko godina dolazi do konsolidacije ove oblasti industrije. Iz baze bivših preduzetnika regrutovali su se vlasnici novih preduzeća koja postaju vidljiva statistici. Posledica tog procesa je visok rast industrijske proizvodnje u proizvodnji nameštaja i ostalih proizvoda.

7 Po Zakonu proizvođači cigareta obavezni su da u svojoj proizvodnji koriste 50% domaćeg duvana. Proizvođači upozoravaju na to da bi ovaj Zakon mogao da dovede do nedostatka sirovina jer proizvodnja duvana nije išla u korak s povećanjem kapaciteta i obima proizvodnje duvanskih proizvoda. Treba istaći da je zakon ograničenog trajanja. Do sada je zaštita domaće proizvodnje podrazumevala diskriminantorne dažbine za uvezene cigarete, od kojih veliki deo stiže iz Hrvatske. Ova praksa, osim što je u suprotnosti sa pravilima Svetske trgovinske organizacije, zabranjena je i odredbama Sporazuma CEFTA.

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

	12-m indeksi							bazni indeksi	učešće ⁵⁾
	2004	2005	2006	2006					
				Q1	Q2	Q3	Q4	2006/2002	2005
Ukupno	107,1	100,6	104,7	105,3	106,1	103,9	102,9	109,6	100,0
Energija ¹⁾	101,8	103,9	102,5	100,7	104,8	99,9	102,7	111,2	23,1
Investiciona dobra ²⁾	118,8	74,2	90,0	107,2	87,9	78,4	90,3	64,9	7,7
Intermedijarna dobra ³⁾	116,0	104,9	106,7	109,4	109,1	106,5	102,3	123,0	33,9
Intermedijarna dobra bez osnovnih metala	111,0	101,5	101,3	107,9	104,5	96,7	99,8	92,1	25,3
Potrošna dobra ⁴⁾	102,7	101,6	112,0	107,5	110,0	116,2	110,2	118,2	35,3
Potrošna dobra bez prehrambene industrije	101,4	96,3	128,3	113,4	118,6	132,5	128,9	134,2	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."

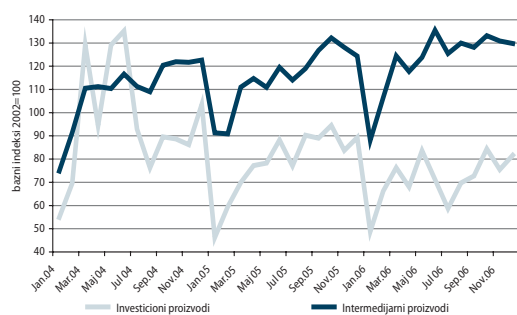
5) Učešće u ukupnoj industrijskoj proizvodnji.

Posmatrano po nameni, u Q4 prednjači proizvodnja potrošnih dobara

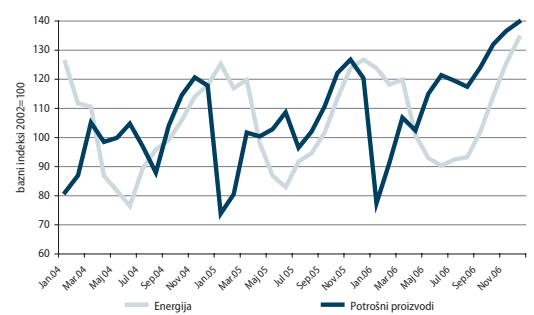
Posmatrano po nameni, u Q4 se izdvojila proizvodnja potrošnih dobara sa dvocifrenim međugodišnjim rastom od 10,2%. Ovaj rast je ostvaren najviše zbog rezultata u proizvodnji nameštaja i raznovrsnih proizvoda. I pored visokog rasta u Q4, on je nešto niži od onog iz Q3. U proizvodnji intermedijarnih proizvoda takođe dolazi do usporavanja međugodišnjeg rasta u odnosu na Q3. Ostvareni međugodišnji rast u proizvodnji intermedijarnih dobara u Q4 je 2,3% i najniži je od početka godine. Razlog je usporavanje industrijske proizvodnje osnovnih metala. Industrijska proizvodnja intermedijarnih proizvoda bez osnovnih metala je na nivou iz Q4 2005 i ne pokazuje znake usporavanja. Proizvodnja energije je u Q4 ubrzala rast u odnosu na Q3 i on sada iznosi 2,7%.

Proizvodnja investicionih proizvoda u Q4 je znatno iznad trenda

Do značajnih promena došlo je u proizvodnji investicionih proizvoda. Međugodišnji pad industrijske proizvodnje investicionih dobara u Q4 je smanjen na ispod 10%. O konkurentnosti domaće proizvodnje investicionih proizvoda bilo je više reči u QM4. Ukratko, i pored rasta investicija u opremu u Srbiji, učešće opreme domaćeg porekla se naglo smanjivalo⁸. Domaća proizvodnja je gubila trku sa inostranom konkurencijom. Posledica toga je dugoročni pad industrijske proizvodnje investicionih proizvoda koji je u Q3 2006. dostigao preko 20%, mereno u odnosu na Q3 2005. U Q4, međutim, dolazi do nagoveštaja oporavka proizvodnje investicionih proizvoda (Grafikon T5-6). Za sada smo skloniji tumačenju da je u pitanju privremeni efekat povećane tražnje u Q4, posebno kapitalnih ulaganja države i lokalne samouprave. Ostaje da sačekamo još neko vreme i vidimo da li su promene u proizvodnji investicionih proizvoda u Q4 zaista samo privremenog karaktera ili su nagoveštaj stvarnog oporavka ovog dela industrije.

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

Izvor: RZS.

Grafikon T5-7. Srbija: kretanje industrijske proizvodnje po nameni, 2004–2006

Izvor: RZS.

⁸ Promena vlasničke strukture velikog broja preduzeća sa sobom je donela odgovorniji pristup u upravljanju sopstvenim investicijama, dok su u društvenom sektoru, promene u proceduri nabavke dodatno smanjile tržište za nekonkurentne domaće investicione proizvode.

Građevinarstvo

Međugodišnji rast građevinarstva u Q4 procenjujemo na oko 20%

Građevinarstvo u Q4 beleži visok međugodišnji rast koji procenjujemo na oko 20%. Razloge za neuobičajeno visok rast građevinarstva u Q4 treba tražiti uglavnom u povoljnim meteorološkim uslovima koji su omogućili vanredno povećanje broja radnih dana. Zbog izraženog sezonskog karaktera građevinarstva, Q4 (kao i Q1) se odlikuje znatno nižom građevinskom aktivnošću u odnosu na Q2 i Q3. Oštre međugodišnje promene u kvartalnom rastu u Q1 i Q4 nisu neuobičajene, ali imaju manji uticaj na ukupni godišnji rast građevinarstva (Tabela T5-8).

Visok rast je posledica povoljnijih meteoroloških uslova

Procena nosećeg trenda u građevinarstvu na osnovu indikatora iz Q4 upravo je i otežana promenljivim uticajem sezonskih komponenti. Ipak, procenjujemo da je približno polovina ostvarenog rasta građevinarstva u Q4 posledica vanrednih okolnosti, dok je noseći trend rasta građevinarstva iznosio oko 10% međugodišnjeg rasta.

Među više indikatora koji opisuju kretanja u građevinarstvu kao najpouzdaniji posmatramo indeks proizvodnje cementa⁹ (Tabela T5-8). Proizvodnja cementa u Q4 2006. je 20,2% iznad proizvodnje u istom periodu prethodne godine.

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

	12-m indeksi				
	I kvartal	II kvartal	III kvartal	IV kvartal	ukupno
2001	89,5	103,5	126,9	148,1	114,2
2002	83,6	107,9	115,6	81,6	99,1
2003	51,1	94,4	92,7	94,4	86,6
2004	118,8	107,4	98,5	120,1	108,0
2005	66,1	105,0	105,8	107,4	101,6
2006	136,0	102,7	112,2	120,2	112,7

izvor: RZS.

Od ostalih indikatora građevinarstva koje objavljuje RZS: vrednost građevinskih radova u Q4 je nominalno viša za 30,4%, a u stalnim cenama za 15,8%, u odnosu na isti period prethodne godine. Broj radnika na gradilištima je manji za 2,4%, dok je međugodišnji rast ostvarenih časova rada na gradilištima 2,1%¹⁰.

U 2006. građevinarstvo je ostvarilo visok rast od 13%

Posmatrano na godišnjem nivou, građevinarstvo je u 2006 godini ostvarilo visok rast koji procenjujemo na oko 13%. Visokim rastom posebno se ističu Q1 i Q4. U oba slučaja ostvareni rast možemo najvećim delom pripisati povoljnijim meteorološkim uslovima u odnosu na prethodnu godinu, a za Q1 i poređenjem sa kvartalom iz 2005. u kojem je uveden PDV, što je tada dodatno smanjilo građevinsku aktivnost, posebno u stanogradnji.

Noseći trend rasta građevinarstva odražavaju rezultati iz Q2 i Q3 i on nas upućuje na zaključak da je stvarni rast građevinarstva u 2006. približno 8%, dok je dodatnih 5% nastalo kao posledica vanrednih pogodnosti u 2006.

⁹ Ispravan indikator bi bila potrošnja cementa, ali nije dostupan na kvartalnom nivou. Istraživanja su pokazala da proizvodnja cementa relativno pouzdano aproksimira potrošnju.

¹⁰ Neusklađenost objavljenih indikatora ukazuje na visok rast produktivnosti, ali verujemo i da je posledica niske pouzdanosti podataka.

6. Platni bilans i spoljna trgovina

Naglo pogoršanje deficita tekućeg računa (16,2% procenjenog BDP-a u Q4) jeste najvažnija karakteristika eksternog sektora u poslednjem kvartalu 2006. godine. Robni bilans beleži rastući deficit, pre svega zbog rasta uvoza, izazvanog u prvom redu značajnim rastom uvoza energenata. Rast izvoza naizgled blago usporava u Q4, prvenstveno zbog usporavanja rasta izvoza u decembru. Međutim, to decembarsko usporavanje jeste prolaznog karaktera, sudeći po dostupnim podacima o januarskom izvozu. Loše performanse tekućeg bilansa kompenzovane su izuzetnim kapitalnim prilivima. U Q4 beležimo rekordno visok suficit kapitalnog računa (2.418 miliona evra), kako zbog visokih stranih direktnih investicija (pre svega privatizacije i konsolidacije bankarskog sektora), tako i zbog nastavljanja rasta zaduživanja privrede u inostranstvu. Domaća devizna štednja takođe raste, a devizne rezerve NBS se u Q4 uvećavaju za dodatnih 1.232 miliona evra.

Rekordno visok deficit tekućeg računa (16,2% BDP-a) obeležio je Q4

Saldo tekućeg računa platnog bilansa u Q4 beleži rekordni deficit (1.111 miliona evra, ili 16,2% kvartalnog BDP-a). Do ovako visokog deficita dolazi usled pogoršanja deficita trgovinskog bilansa (-1.463 miliona evra), kao i zbog niskih tekućih transfera (373 miliona evra). Trgovinski deficit se pogoršava prvenstveno zbog ubrzanja rasta uvoza, pre svega uvoza energenata, dok saldo tekućih transfera pada zbog niskog priliva na devizne račune stranih lica, kao i visokog odliva podignute efektivne sa deviznih računa građana.

Trgovinski deficit u Q4 raste 10,4% međugodišnje

Robni bilans se u Q4 pogoršao za 10,4% u odnosu na prethodnu godinu, i pored međugodišnjeg rasta izvoza od 27,6% u ovom kvartalu. U tom periodu izvezeno je robe u vrednosti od 1,484 miliona evra a uvezeno u vrednosti od 2.910 miliona. Ubrzanje uvoza, (sa 14,1% u Q3 na 18,5% u Q4, međugodišnja stopa rasta) posledica je snažnog uvoza energenata i sirovina, kao i jačanja lične tražnje što, i pored snažnog rasta izvoza – dovodi do pogoršanja robnog bilansa. Da bi došlo do samanjena robnog deficita, neophodno je da izvoz raste – aproksimativno – dva puta brže od rasta uvoza. Međutim, to u Q4 nije bio slučaj, i pored prihvatljivih performansi izvoza. Izvoz, iako naizgled blago usporava rast u Q4 – u suštini nastavlja da stabilno raste, jer je Q4 prethodne godine, kao osnovica koju koristimo za poređenje, bio vanredno visok, što dovodi do niže vrednosti međugodišnje stope rasta. To potvrđuju i preliminarni podaci o januarskom izvozu, budući da je međugodišnji rast izvoza za period decembar–januar iznosio 27,8%, što odgovara srednjoročnom trendu.

Međugodišnji rast izvoza u Q4 27,6%, uvoza 18,5%

Okvir 1. Trgovinski bilans: poređenje Srbije i zemalja regiona.

Suština problema spoljnotrgovinskog deficita Republike Srbije jeste nizak nivo izvoza. Ako uporedimo performanse spoljnog sektora Srbije sa zemljama u regionu, uočavamo da je uvoz roba i usluga¹ niži u odnosu na region (47,9% BDP-a u Q4, Tabela T6-1), a da je izvoz roba i usluga (27,6% BDP-a u Q4) značajno niži od nivoa zabeženog u zemljama regiona.

Tabela T6-1. Uvoz, izvoz i trgovinski deficit, zemlje u regionu¹⁾

	Hrvatska	BiH	Bugarska	Rumunija	Mađarska	Srbija
	u % BDP					
Izvoz roba i usluga	49,3	36,0	60,8	33,3	68,1	27,6
Uvoz roba i usluga	-56,5	-80,1	-77,4	-43,5	-68,9	-47,9
Trgovinski deficit	-7,2	-44,1	-17,3	-10,3	-0,8	-20,1

Izvor: Centralne banke navedenih zemalja, NBS.

Napomena: Srbija, podaci za 2006, ostale zemlje 2005.

1) Radi uporedivosti sa podacima iz regiona pravimo upoređivanje uvoza i izvoza roba i usluga, dok u ostalom delu teksta govorimo o uvozu i izvozu robe.

Tabela T6-2. Srbija: platni bilans, 2004–2006¹⁾

	2004	2005	2006	2005		2006				
				Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	
tokovi u milionima evra										
TEKUĆE TRANSAKCIJE	-2.197	-1.805	-2.892	-519	-671	-680	-475	-625	-1.111	
Robni bilans	-5.311	-4.279	-4.950	-1.215	-1.292	-1.101	-1.256	-1.167	-1.426	
Izvoz robe	2.991	4.006	5.146	1.019	1.163	1.039	1.243	1.380	1.484	
Porast (međugodišnji, u %)	15	34	28	23	19	28	23	35	28	
Uvoz robe	-8.302	-8.285	-10.096	-2.234	-2.455	-2.140	-2.498	-2.548	-2.910	
Porast (međugodišnji, u %)	29	0	22	15	-8	43	19	14	19	
Bilans usluga	155	-5	-49	0	-22	-31	4	16	-37	
Kamate, neto	-172	-260	-314	-56	-62	-58	-97	-81	-79	
Tekući transferi	2.728	2.471	2.240	686	586	474	828	566	373	
Otkup deviza, neto	1.592	1.631	1.447	445	303	289	593	284	281	
Devizni računi stranih lica	568	460	561	151	202	183	94	218	67	
Donacije	403	268	181	66	120	36	45	42	58	
GREŠKE I PROPUSTI	168	-384	-221	-130	-179	-31	-32	-83	-75	
KAPITALNE TRANSAKCIJE	2.377	3.863	7.353	1.103	1.587	1.100	1.587	2.247	2.232	
Strane direktne investicije (SDI)	773	1.248	4.077	495	250	164	574	1.671	1.668	
Ostale investicije	1.604	2.615	3.276	608	1.337	936	1.013	577	564	
Srednjoročni i dugoročni krediti	1.221	1.820	3.140	387	819	443	1.242	771	684	
Preventna otplata duga i kamata države ²⁾	-1.060	0	0	0	-189	-188	-683	
Ostalo ³⁾⁻⁴⁾	383	795	1.196	220	518	493	-40	-6	563	
DEVIZNE REZERVE NBS⁵⁾, neto, (korišćenje: +)	-349	-1.675	-4.240	-454	-738	-390	-1.079	-1.539	-1.232	
PRO MEMORIA										
Kapitalne transakcije bez obaveznih rezervi	2.188	2.963	5.868	925	1.124	830	724	1.979	2.334	
Zaduživanje poslovnih banaka, neto ⁵⁾	391	159	170	-91	271	88	93	-211	200	
Sopstvene rezerve NBS ⁶⁾	-299	-679	-1.679	-185	-225	-92	-340	-181	-1.066	
Ukupno zaduživanje bez obav. rezervi posl. banaka ⁷⁾	1.195	1.236	1.825	214	652	385	358	337	745	
u % BDP-a odgovarajućeg perioda										
Spoljni dug	52,5	62,0	66,9	...	...	...	...	...	...
Javni dug	41,5	44,8	37,7	...	...	...	...	...	...
Privatni dug	11,0	17,2	29,1	...	...	...	...	...	...
Neto spoljni dug ⁸⁾	41,2	43,0	29,4	...	...	...	...	...	...
Izvoz robe	15,2	19,0	20,9	18,5	19,8	19,2	20,7	21,6	21,6	
Uvoz robe	-42,1	-39,3	-40,9	-40,5	-41,7	-39,6	-41,6	-39,8	-42,4	
Bilans robne razmene	-26,9	-20,3	-20,1	-22,0	-21,9	-20,4	-20,9	-18,2	-20,8	
Bilans tekućih transakcija	-11,1	-8,6	-11,7	-9,4	-11,4	-12,6	-7,9	-9,8	-16,2	
BDP u evrima ⁹⁾	19.723	21.107	24.670	5.516	5.889	5.397	6.006	6.403	6.864	

Izvor: Tabela P-5. 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) Uključuje prevremenu otplatu duga i kamata MMF-u i Svetskoj banci.

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

4) Isključujući tranše MMF-a. Međutim u 2006. uključuje prevremenu otplatu kredita MMF-u i Svetskoj banci, kao i privremenu otplatu glavnice.

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

6) Bruto rezerve NBS, bez depozita banaka i države. 7) Uključuje neto srednjoročno i dugoročno zaduživanje, kao i kratkoročno zaduživanje.

8) Spoljni dug umanjeno za devizne rezerve NBS.

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

Prihodi, kao i rashodi po osnovu usluga – nastavljaju sa stabilnim rastom u Q4, gotovo identičnim sa onim ostvarenim u Q3 (međugodišnji rast prihoda od 30,8%, rashoda 33,0%), što dovodi do neznatnog deficita salda usluga (-37 miliona evra).

Neto faktorski transferi (kamate) su u Q4 za 26,3% viši nego u istom periodu prethodne godine. Po ovoj stavci platnog bilansa neto je otplaćeno 79 miliona evra. Rast visokih deviznih rezervi NBS plasiranih u prvoklasne inostrane HoV, kao i rast referentnih kamatnih stopa u svetu, dovode do značajnog rasta naplaćenih kamata (49 miliona evra), što predstavlja međugodišnji rast od 81,2%. Na drugoj strani, kontinualan rast stranog zaduživanja dovodi do rasta isplaćenih kamata (42,9%). Kamate isplaćene inostranstvu¹ u Q4 iznosile su 127 miliona evra.

Positivan saldo tekućih transfera pao je u posmatranom periodu za 36,3% u odnosu na isti period prethodne godine, čime je značajno doprineo pogoršanju deficita po tekućem računu. Prilivi doznaka su stabilni (međugodišnji rast od 14,7%) i iznose 312 miliona evra. Međutim, podizanje efektivne sa deviznih računa građana značajno raste (48,8%) i iznosi 322 miliona evra, tako da saldo doznaka postaje negativan (11 miliona evra). Prilivi na devizne račune stranih lica su izuzetno niski u Q4, svega 67 miliona evra, 66,7% manje nego u istom kvartalu prethodne godine, što doprinosi padu salda tekućih transfera. Nakon pada koji je otkup deviza zabeležio u Q3² (-36,4%), u Q4 otkup deviza još uvek ostaje ispod svoje prošlogodišnje vrednosti (međugodišnji pad od -7,1%).

1) Ne uključuje prevremeno isplaćene kamate po osnovu kredita Svetske Banke.

2) Opširnije o uzrocima pada menjačkih priliva videti FREN (2006) *Kvartalni monitor* br.6, "Platni bilans i spoljna politika."

**Uvoz ubrzava u Q4,
prvenstveno zbog rasta
uvoza energije**

**Tekući transferi su za
36,3% niži nego u Q4
2005...**

**...što doprinosi rastu
deficita tekućeg računa**

**Menjački prilivi još uvek
ispod prošlogodišnjih
vrednosti**

Rekordni kapitalni račun...	Kapitalni račun u Q4 dostiže svoj istorijski maksimum (2.418 miliona evra) kao posledica visokih stranih direktnih investicija (1.668 miliona evra), kao i daljeg direktnog zaduživanja privrede u inostranstvu (545 miliona evra), i kratkoročnog i dugoročnog zaduživanja banaka u inostranstvu (304 miliona evra) koje, međutim, na međugodišnjem nivou znatno usporava.
...posledica visokih SDI i direktnog zaduživanja	Izuzetan nivo stranih direktnih investicija u poslednjem kvartalu 2006. jeste direktna posledica, pre svega procesa u bankarskom sektoru. Značajne dokapitalizacije iz inostranstva domaćih banaka kao i decembarska uplata privatizacije Vojvođanske ³ i Panonske banke čine preko 50% stranih direktnih investicija u Q4.
Raste srednjoročno i dugoročno zaduživanje...	Srednjoročno i dugoročno zaduživanje je blago usporilo u Q4 u odnosu na prethodnu godinu, kao posledica visokih propisanih obaveznih rezervi NBS na direktno zaduživanje banaka u inostranstvu. Usled toga, kao što je QM sugerisao još u prethodnom broju, dolazi do značajne promene u strukturi srednjoročnog zaduživanja iz inostranstva. Naime, domaće banke u stranom vlasništvu sve više se finansiraju povećanjem sopstvenog kapitala, a ne zaduživanjem. Te banke u poslednje vreme, međutim, svoje velike privredne klijente (a sve češće i manje) upućuju na direktno zaduživanje kod banaka matica u inostranstvu. Tako, u ukupnom neto srednjoročnom i dugoročnom zaduživanju iz inostranstva (684 miliona evra) – banke učestvuju sa svega 20,3% (139 miliona evra), dok direktno zaduživanje privrede iznosi čak 79,7% (545 miliona evra). U prvoj polovini godine situacija je bila drastično različita – zaduživanje banaka je iznosilo 66,6% ukupnog srednjoročnog zaduživanja, dok je privreda učestvovala sa 28,4%. Direktno srednjoročno zaduživanje privrede je za 83,0% veće nego u istom kvartalu 2005. Nakon obaranja obavezne rezerve na kratkoročne kredite iz inostranstva ⁴ u decembru, zaduživanje po ovom osnovu počinje ponovo da raste u Q4 (165 miliona) nakon, gotovo, zaustavljanja u Q2 i Q3.
... prvenstveno zbog snažnog rasta direktnog zaduživanja privrede	Nova devizna štednja, nakon značajnog rasta u Q3 (78,1%), nastavlja da raste i u Q4, mada nešto sporijim tempom: 223 miliona nove devizne štednje u posmatranom periodu (međugodišnji rast od 48,0%).
Narodna banka sprečava dalju apresijaciju dinara uprkos visokom deviznom prilivu...	Rast sopstvenih neto rezervi, jeste posledica intervencije NBS na deviznom tržištu u širem smislu ⁵ tokom Q4, kako bi se sprečila dalja apresijacija dinara. Devizne rezerve NBS nastavljaju da rastu (skok od 1.223 miliona evra u posmatranom periodu), uglavnom kao posledica emisije dinara deviznim kanalom. Neto sopstvene rezerve NBS (bruto rezerve umanjene za obavezne rezerve banaka i depozite države), u Q4 iznose 1.066 miliona evra.

Izvoz⁶

Izvoz u Q4 naizgled usporava međugodišnji rast (28,7%)...	Izvoz u Q4 2006. usporava rast u odnosu na izuzetne performanse u Q3 (međugodišnji rast u Q4 iznosio je 28,7%, dok je u Q3 iznosio 35,3%, Tabela T6-3). Međutim, do ovog usporavanja dolazi, pre svega zbog usporavanja izvoza u decembru (rast od svega 15,7%), tako da stvarna dinamika kretanja izvoza može da se kvalitetno analizira tek kada budu dostupni podaci za januar i februar. Preliminarni podaci za januar potvrđuju da je pad izvoza u decembru bio prolaznog karaktera. Poređenje međugodišnjih stopa rasta izvoza za dvomesečni period januar–decembar (27,8%) sa godišnjom stopom rasta izvoza 2006. u odnosu na 2005. (28,3%) – to i potvrđuje. Takođe, u rekordno visokom novembru 2006. izvoz je prešao barijeru od 500 miliona evra mesečnog izvoza (501 milion evra).
--	--

³ Iako je privatizacija Vojvođanske banke izvršena još u julu, ugovorom je regulisano da će sredstva biti uplaćena tek u decembru.

⁴ Videti odeljak 8: Monetarna politika i trendovi, Okvir 1.

⁵ U intervenciju NBS u širem smislu uključujemo intervencije NBS na međubankarskom deviznom tržištu kao i otkup deviza od menjača NBS.

⁶ Zvanična statistika, od septembra objavljuje podatke u koje uključuje i robnu razmenu sa Crnom Gorom. Kvartalni monitor, u ovoj analizi koristi podatke za Q3 i Q4 2005 i 2006 godine u koje je uključena robna razmena sa Crnom Gorom.

Tabela T6-3. Srbija: analiza rasta izvoza, 2005–2006¹⁾

	2005		2006			
	Nov.	Dec.	Sep.	Okt.	Nov.	Dec.
	međugodišnji rast, u %					
Ukupno	14,9	38,3	34,9	35,7	36,9	15,7
Krupni (dominantni) izvoz	-5,8	25,0	75,0	76,7	58,1	30,6
Noseći izvoz	25,7	44,3	22,5	22,2	28,6	9,9
Jezgro	39,4	63,7	20,4	18,8	25,1	5,8
Ostalo	9,0	21,4	26,0	27,5	33,9	16,2

Izvor: RZS.

...ali je to posledica pre svega visokog Q4 predhodne godine, što remeti poređenje

Kao što Tabela T6-3 jasno ilustruje, neuobičajeno ubrzanje izvoza u decembru prošle godine, jeste uzrok, samo naizgled, pada stope rasta izvoza u decembru 2006. Rast izvoza u oktobru i novembru 2006. jeste stabilan i značajan (35,7% i 36,9%, respektivno), i posledica je rasta – kako krupnog, tako i nosećeg izvoza. *Krupni izvoz*, koji obuhvata najznačajnije izvozne oblasti⁷ u oktobru i novembru značajno raste (76,7% i 58,1% respektivno) i značajno doprinosi izuzetnim performansama izvoza u ovom periodu. *Noseći izvoz* (izvoz iz kojeg je isključen *krupan izvoz*), koji je u Q3 rastao po međugodišnjoj stopi od 26,3% – u oktobru raste po stopi od 22,2%, dok se u novembru rast nosećeg izvoza ubrzava (28,6%).

Tabela T6-4. Srbija: analiza rasta izvoza, 2005–2006

	Učešće u izvozu u 2006 (u %)	u mil. evra		međugodišnji rast (u %)							
		2006		2005				2006			
		Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	
Ukupno	100,0	1.474,4	50,2	40,3	28,5	25,6	26,2	21,6	35,3	28,7	
Krupni (dominantni) izvoz	17,5	473,6	144,3	139,7	0,0	5,4	32,7	13,1	65,8	52,8	
Gvožđe i čelik	8,0	187,2	146,2	83,0	-13,6	5,4	2,2	24,7	92,5	43,4	
Obojeni metali	5,6	154,2	103,7	66,2	76,1	67,7	79,9	53,5	58,8	73,3	
Žitarice i proizvodi	2,8	77,9	64,5	119,4	130,5	77,1	88,0	31,9	21,2	29,6	
Šećer i srodni pr.	1,2	54,4	1.509,3	3.558,9	-92,2	-63,7	18,5	-47,7	13,8	79,8	
Noseći izvoz	82,5	1.000,8	27,0	14,9	40,3	35,3	23,2	26,2	26,3	19,7	
Jezgro	24,1	590,5	36,1	23,3	40,4	47,8	29,6	24,0	22,7	16,0	
Povrće i voće	3,4	75,9	9,0	7,9	19,2	8,5	8,6	1,4	20,5	26,9	
Odeća	2,9	73,6	75,7	68,6	69,9	55,8	34,8	21,8	19,1	28,0	
Razni gotovi proizvodi, nigde pomenuti	2,4	60,1	20,6	16,0	40,5	32,9	24,1	14,7	7,2	4,5	
Proizvodi od kaučuka	2,0	50,7	20,0	20,3	36,2	17,8	19,7	9,5	10,0	17,7	
Proizvodi od metala, nigde pomenuti	2,7	69,5	-1,1	16,3	37,1	36,6	61,4	69,6	68,8	50,8	
Plastične materije u primarnim oblicima	0,5	13,0	19,2	44,1	57,4	57,6	30,2	11,7	20,6	16,8	
Nafta i naftni derivati	1,0	16,2	229,5	21,9	14,4	139,5	45,2	19,4	29,6	-52,8	
Organski hemijski proizvodi	1,6	44,9	151,8	-30,2	20,0	29,8	20,2	72,1	16,9	36,0	
Obuća	1,4	32,5	89,1	87,7	55,0	60,0	32,5	33,8	21,6	22,2	
Medicinski i farmaceutski proizvodi	1,1	29,7	6,8	24,2	58,9	119,5	11,5	48,4	5,2	-24,7	
Specijalne mašine za neke industr. grane	0,8	19,6	49,8	40,1	71,4	78,8	39,1	5,8	-4,5	-9,5	
Industrijske mašine za opštu upotrebu	1,2	28,4	8,2	13,1	93,2	78,7	8,0	14,1	25,9	15,2	
Hartija, karton i proizvodi od celuloze	1,2	28,5	44,4	31,1	36,2	61,9	63,0	16,3	18,0	22,1	
Električne mašine, aparati i uređaji	1,8	47,9	6,2	13,4	49,6	81,9	70,5	53,6	70,5	56,1	
Ostalo	58,4	410,2	15,3	4,3	40,2	19,5	13,4	29,4	31,9	25,5	

Izvor: RZS.

Krupni izvoz, (32,1% ukupnog izvoza) – beleži usporavanje rasta u Q4 2006. (međugodišnji rast od 52,8% u Q4, prema 65,4% u Q3, (Tabela T6-4), ali to usporavanje moramo uzeti s određenom rezervom, usled već pomenutih razloga vezanih za decembarsko ponašanje izvoza. Posmatrano prema strukturi, vidimo da izvoz gvožđa i čelika (12,7% ukupnog izvoza), u Q4 ostvaruje međugodišnji rast od 43,4%. Izvoz obojenih metala, (10,5% ukupnog izvoza), u Q4

⁷ *Krupan izvoz* uključuje crne i obojene metale, žitarice i proizvode od žitarica, i šećer i srodni proizvodi

Noseći izvoz ostaje na srednjoročnom trendu solidnog rasta

2006. ubrzava rast (međugodišnji rast od 73,3% u Q4, u odnosu na 58,3% u Q3)⁸. Istovremeno, izvoz žitarica i izvoz šećera (5,3% i 3,7% ukupnog izvoza respektivno) ubrzao je rast u Q4 2006. (12-m rast od 29,6% i 79,8%), i doprineo je povećanju ukupnog izvoza sa 5,4%, odnosno 7,3%. Ipak, neophodno je ukazati na činjenicu da je rast izvoza šećera i srodnih proizvoda u vezi sa njegovom relativno niskom vrednošću u Q4 2005.

Noseći izvoz (67,9% ukupnog izvoza) – obuhvata široke grupe izvoznih proizvoda i zato je manje podložan eventualnim rizicima loše performanse nekog od njih – u periodu oktobar–novembar raste po stopi od 25,3%, čime nastavlja dinamiku rasta iz prethodna dva kvartala (26,2% u Q2 i 26,3% u Q3). U celom Q4 *noseći izvoz* usporava rast (međugodišnji rast u Q4 od 19,7% u odnosu na 26,3% u Q3) zbog više puta pomenute specifičnosti decembarskog izvoza.

Pored krupnih izvoznika, rast srpskog izvoza jeste i posledica dinamizma u raznovrsnim osecima srpske industrije, od kojih neki uzimaju novi zalet, a neki drugi kao da gube dah. Brojni sektori iz grupe *ostalo*, koji tokom 2004. i 2005. nisu prikazivali značajne izvozne performanse – uzimaju zamah i na širokoj bazi doprinose stabilnom rastu izvoza. Sa druge strane, grupa *jezgro* koju smo definisali kao izvoznju kategoriju koja obuhvata najpropulzivnije izvozne sektore 2005, više nije dinamični pokretač rasta ukupnog izvoza, budući da određene grupe izvoznih proizvoda, sadržane u njoj, ne prikazuju potencijal za dalji rast.

Najveće učešće u ukupnom izvozu u Q4 2006. iz grupe *noseći izvoz* ostvarili su: povrće i voće (5,1%), odeća (5,0%), proizvodi od metala nigde nepomenuti (4,7%) i razni gotovi proizvodi (4,1%). Uzimajući u obzir grupe izvoznih proizvoda koje su ostvarile rast veći od 2%, najveći rast izvoza zabeležili su: električne mašine, aparati i uređaji (56,3%), proizvodi od metala nigde nepomenuti (50,8%), organski hemijski proizvodi (36,0%), odeća (28%) i povrće i voće (26,9%), dok, s druge strane, iznenađuje pad u izvozu medicinskih i farmaceutskih proizvoda (-24,7%).

Uvoz

Uvoz ubrzava...

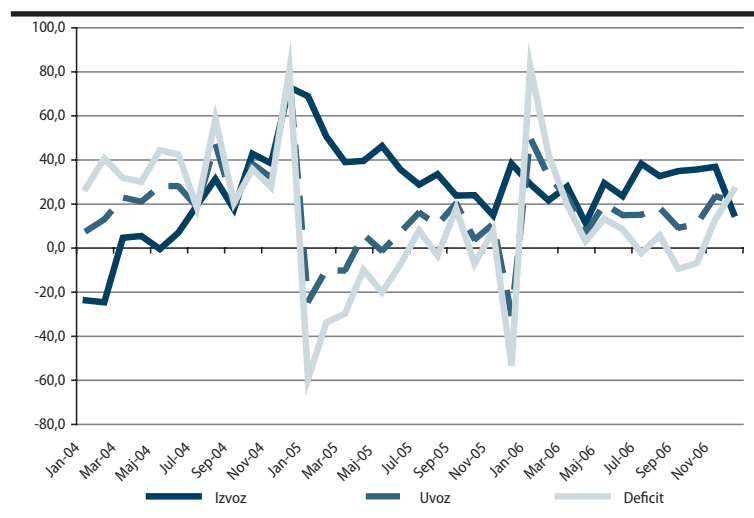
...pre svega zbog rasta uvoza energenata...

...ali i zbog ekspanzivnog fiskalnog trošenja...

...i konsekvantnog rasta domaće tražnje

Robni uvoz ubrzava u Q4 i u odnosu na Q3 rast uvoza je veći za 4,6 procentnih poena (međugodišnji rast u Q4 od 18,5%, 13,9% u Q3, Tabela T6-6). Do ubrzanja uvoza u Q4 dolazi, pre svega zbog značajnog rasta uvoza energenata i sirovina. Ako posmatramo kretanje uvoza bez energije, vidimo da je ubrzanje u Q4 manje naglašeno (međugodišnji rast u Q4 od 17,3% u odnosu na rast u Q3 od 16,6%). Osim toga raste i uvoz potrošnih dobara, što je posledica apresijacije dinara, kao i ekspanzivne fiskalne politike (započinjući u Q3 i postajući izražena u Q4) koja, verovatno, dovodi do jačanja domaće tražnje.

Grafikon T6-5. Srbija: 12-m stope rasta izvoza, uvoza i deficita 2004–2006.



Izvor: RZS.

Ako posmatramo dezagregirani uvoz klasifikovan po nameni Evropske Unije, vidimo da je u Q4 2006. najbrže rastao uvoz energenata (međugodišnji rast od 24,1%). Drastično ubrzanje rasta uvoza tih proizvoda u oktobru i novembru mesecu, dominantno je doprinelo ubrzanju rasta ukupnog kvartalnog uvoza. Rast uvoza energenata bio je pod uticajem povećanih

⁸ Treba napomenuti da je u decembru zabeleženo drastično usporavanje rasta izvoza obojenih metala, a da je njegovo kvartalno ubrzanje prouzrokovano dinamičnim rastom u oktobru i novembru.

potreba Elektroprivrede Srbije za derivatima nafte i postepenog iscrpljivanja postojećih zaliha u prethodnom periodu.⁹ Taj rast bi bio još značajniji da u Q4 nije došlo do pada cene nafte na svetskim tržištima. Uvoz intermedijarnih proizvoda beleži stabilan i visok rast u Q4 (međugodišnji rast od 21,1%), što odgovara konstantno visokim potrebama privrede za sirovinama i poluproizvodima. Ovaj uvoz je u direktnoj vezi sa značajnim rastom izvoza tokom Q4. Intermedijarni proizvodi čine najveći deo ukupnog uvoza (36,6%) i najviše su doprineli njegovom rastu (40,8%). Uvoz kapitalnih dobara (23,9% ukupnog uvoza) zabeležio je blago usporavanje rasta u Q4 2006. (međugodišnji rast u Q4 od 13,7% u odnosu na rast od 15,4% u Q3). Uvoz netrajnih potrošnih dobara (14,8% ukupnog uvoza) ubrzava, i raste u Q4 po međugodišnjoj stopi od 19,3%. Takođe, u Q4 2006. zabeleženo je ubrzanje uvoza ovih proizvoda kao posledice: apresijacije dinara u odnosu na evro, rasta zarada, kao i rasta šire agregatne tražnje.¹⁰ Konačno, uvoz trajnih potrošnih dobara ostvario je najmanji međugodišnji rast (6%).

Tabela T6-6. Srbija: uvoz, međugodišnje stope rasta, 2004–2006

	2005		2006		2005			2006		
	Q4	Q4	Dec - Mart	Q2	Q3	Q4	Dec - Mar	Q2	Q3	Q4
	u mil. evra				u %					
Uvoz	2.539	3.007	12,1	3,9	15,7	-9,4	4,4	14,0	13,9	18,5
Energija	442	549	21,5	22,4	66,0	3,9	-5,1	12,3	3,6	24,1
Uvoz bez energije	2.097	2.459	10,1	0,8	7,3	-11,7	6,3	14,3	16,6	17,3
Intermedijarni proizvodi	909	1.100	18,4	18,8	14,5	-0,1	15,9	11,4	22,5	21,1
Kapitalni proizvodi	631	717	11,4	-12,6	-2,0	-28,8	-9,8	17,9	15,4	13,7
Trajni proizvodi za široku potrošnju	112	119	2,5	-17,9	-0,3	-17,8	-2,5	14,5	1,7	6,0
Netrajni proizvodi za široku potrošnju	374	446	1,3	-12,0	6,5	-3,3	17,4	18,7	11,2	19,3
Ostalo	71	76	-19,1	28,5	38,0	25,1	8,1	2,9	-2,9	7,0

Izvor: RZS.

⁹ U septembru i oktobru 2006. zabeleženo je smanjenje uvoza energenata, i to po respektivnim 12-m stopama od 5,7% i 14%.

¹⁰ Takođe, tokom Q4, na mesečnom nivou, uočeno je usporavanje rasta uvoza ovih proizvoda.

7. Fiskalni tokovi i politika

Zaokret fiskalne politike u pravcu jačanja ekspanzivnosti, koji je započeo tokom Q3, doživeo je puno ostvarenje u Q4 2006. godine. Fiskalni deficit u Q4, bez obzira na način njegovog merenja, dostigao je najveću vrednost tokom poslednje tri godine. Ostvareni deficit posledica je ekspanzije rashoda, kako tekućih, tako i kapitalnih, dok su prihodi rasli srazmerno rastu BDP. Fiskalni deficit je finansiran smanjenjem ranije akumuliranih depozita države, uglavnom iz prihoda od privatizacije i prodaje licenci za mobilnu telefoniju. Procenjujemo da se pogoršanje spoljnotrgovinskog bilansa krajem 2006. godine kao i oporavak industrijske proizvodnje u decembru, dobrim delom mogu objasniti povećanjem javne potrošnje. Smanjenje javne potrošnje tokom Q1 2007. usled privremenog finansiranja budžeta Republike Srbije, uticaće na ublažavanje posledica fiskalne ekspanzije iz Q4 2006. godine. Eventualni nastavak fiskalne politike iz Q4, nakon isteka privremenog finansiranja, dodatno bi produbio spoljnotrgovinski deficit i doprineo porastu inflatornih pritisaka. Stoga smatramo da revizija fiskalne politike treba da bude prioritetni zadatak nove Vlade.

Opšte tendencije

Ekspanzivnost fiskalne politike je značajno povećana

Konsolidovani javni prihodi u Q4 2006. bili su nominalno veći za 14,4% u odnosu na isti kvartal prethodne godine (Tabela T7-1), dok je realni rast u istom periodu iznosio 5,9% (Tabela T7-2). Učešće javnih prihoda u BDP ostalo je napromenjeno budući da je rast realnog nivoa prihoda približno jednak procenjenom rastu realnog BDP. U odnosu na Q3 2006. godine konsolidovani javni prihodi su povećani za 16% nominalno, uglavnom usled delovanja sezonskih činilaca¹.

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

	2005		2006				
	Q4	Q1-Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1-Q4
	u milijardama dinara						
I UKUPNI PRIHODI	210,2	701,6	175,4	201,6	207,5	240,6	825,0
II UKUPNI RASHODI	-195,1	-667,8	-174,9	-185,3	-197,6	-255,4	-813,2
III OTPLATE STARIH DUGOVA I BUDŽETSKI KREDITI	-7,8	-36,6	-4,4	-17,1	-10,1	-17,5	-49,1
<i>od čega III.3. Budžetski krediti, neto²⁾</i>	-1,5	-4,9	-1,8	-0,8	-1,3	-3,2	-7,1
IVa KONSOLIDOVANI BILANS (I+II), definicija MFin ³⁾	15,2	33,8	0,4	16,3	9,9	-14,8	11,8
IVc ANALITIČKI BILANS (I+II+III), definicija FREN ³⁾	7,3	-2,9	-3,9	-0,8	-0,2	-32,3	-37,3
V FINANSIRANJE (definicija FREN) ⁴⁾	6,9	27,7	8,5	1,4	103,2	8,7	121,7
VI PROMENA STANJA NA RAČUNU (IVc+V)	14,2	24,8	4,5	0,5	103,0	-23,7	84,4
PRO MEMORIJA							
Promena neto pozicije države u bankarskom sistemu (NBS)	-4,2	16,0	10,6	6,7	90,1	-31,5	75,9
Potraživanja privrede po osnovu PDV (procena FREN) ⁵⁾	7,5	17,1	-1,6	2,1	..	..	0,5
Prihodi od licence ⁴⁾	27,0	..	27,0

Izvor: Tabela P-6 u Analitičkom prilogu.

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.

Napomena: Za detalje videti Tabelu P-6 u Analitičkom prilogu.

1 Realni rast je približno jednak nominalnom, jer je inflacija u Q4 u odnosu na Q3 iznosila samo 0,2%.

Konsolidovani javni rashodi u Q4 2006. godine povećani su nominalno za 30,9%, a realno za 21,0% u odnosu na isti kvartal prethodne godine (Tabela T7-2). Procenjuje se da je učešće javnih rashoda u (kvartalnom) BDP poraslo za oko šest procentnih poena u odnosu na isti kvartal 2005. godine. Konsolidovani javni rashodi u odnosu na prethodni kvartal porasli su 29,2% nominalno. Rast javnih rashoda tokom Q4 jednim delom je posledica sezonskih činilaca (rast isplata za javne investicije na svim nivoima države), dok je većim delom posledica mera ekonomske politike (rast plata, NIP).

Konsolidovani deficit je dostigao trogodišnji maksimum

Procenjuje se da je konsolidovani fiskalni deficit, definisan prema uticaju rashoda na agregatnu tražnju (analitička definicija FREN-a), u Q4 iznosio 1,5% BDP 2006. godine, odnosno oko 5,4% BDP koji je ostvaren u Q4.

Deficit je finansiran trošenjem državnih depozita

Fiskalni deficit u Q4 finansiran je trošenjem ranije akumuliranih državnih depozita, koji su formirani uglavnom po osnovu prihoda od privatizacije i prodaje licenci za mobilnu telefoniju. Neto depoziti države kod bankarskog sektora tokom Q4 smanjeni su za 31,5 milijardi dinara (Tabela T7-3), što približno odgovara FREN-ovoj proceni fiskalnog deficita i što predstavlja meru uticaja državne potrošnje na rast agregatne tražnje².

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

	u milijardama dinara					realni rast (u %)				
	2005		2006			međugodišnji			u odnosu na prethodni period	
	Q4	Q1-Q4	Q1-Q3	Q4	Q1-Q4	2006		2005	2006	
						Q1-Q3	Q4	Q1-Q4	Q4/Q3	Q4/Q3
I UKUPNI PRIHODI	210,2	701,6	584,5	240,6	825,0	4,3	5,9	4,7	14,1	15,7
od čega: Javni prihodi bez PDV obaveza prema privredi i kompenzacija sa FZR ^{2),3)}	200,9	191,1	579,9	235,1	815,0	6,3	8,2	6,8	11,6	15,2
1. Tekući prihodi	207,8	693,7	577,5	237,3	814,8	4,2	5,6	4,6	14,1	15,5
Poreski prihodi	185,8	638,9	533,0	218,2	751,3	3,1	8,6	4,6	9,7	15,4
Porez na dohodak	27,2	94,3	84,3	34,3	118,6	10,2	16,5	11,9	8,4	16,9
Porez na dobit	2,8	10,3	14,3	4,0	18,3	66,1	34,0	58,0	43,8	15,2
PDV	62,2	215,9	161,1	64,0	225,1	-8,2	-4,9	-7,3	9,8	12,0
od čega: Neto PDV ²⁾	54,7	198,8	160,6	64,0	224,6	-2,4	8,2	0,4	3,2	12,0
Akcize	20,0	71,3	57,4	24,2	81,6	-1,8	11,8	1,8	-2,3	11,7
Carine	12,3	39,0	32,2	13,1	45,3	6,0	-1,5	3,7	13,2	32,1
Doprinosi	54,6	184,0	162,0	70,2	232,2	9,7	18,9	12,3	12,8	17,8
od čega: Doprinosi bez kompenzacija sa FZR ³⁾	52,7	178,6	158,0	64,7	222,7	10,1	13,5	11,0	10,8	16,3
Ostali poreski prihodi	6,8	24,1	21,7	8,5	30,1	9,2	15,8	11,0	12,5	7,1
Neporeski prihodi	22,0	54,8	44,4	19,1	63,5	19,2	-20,0	4,1	71,8	16,6
2. Kapitalni prihodi	2,4	7,9	7,0	3,3	10,3	11,6	25,6	15,7	15,7	24,3
II UKUPNI RASHODI	-195,1	-667,8	-557,8	-255,4	-813,2	3,4	21,0	8,3	12,0	28,9
1. Tekući rashodi	-184,3	-634,8	-526,5	-222,8	-749,3	2,5	11,7	5,0	11,0	20,5
Rashodi za zaposlene	-47,7	-166,3	-138,9	-59,6	-198,6	2,7	15,7	6,2	10,4	26,3
Rashodi za zaposlene bez otpremnina ⁴⁾	-45,5	-164,1	-136,6	-59,6	-196,3	0,9	21,1	6,2	5,4	-23,6
Kupovina roba i usluga	-29,7	-92,2	-76,7	-37,5	-114,1	7,4	16,7	10,3	22,9	28,7
Otplata kamata	-7,8	-24,5	-19,5	-9,4	-28,9	2,5	10,8	5,0	31,8	6,1
Subvencije	-15,8	-54,5	-36,4	-18,0	-54,4	-17,4	5,2	-11,2	8,5	32,2
Socijalni transferi	-78,7	-281,5	-242,8	-93,1	-335,8	5,0	9,3	6,1	6,7	13,6
od čega: penzije ⁵⁾	-51,5	-186,1	-166,9	-60,8	-227,7	8,7	9,2	8,8	5,3	3,6
Ostali tekući rashodi	-4,6	-15,8	-12,2	-5,2	-17,4	-4,5	4,5	-2,0	5,6	26,8
2. Kapitalni rashodi ⁶⁾	-10,8	-33,0	-31,3	-32,6	-63,9	23,0	180,1	71,8	32,1	147,0
III OTPLATE STARIH DUGOVA I BUDŽETSKI KREDITI	-7,8	-36,6	-31,6	-17,5	-49,1	-3,8	106,5	18,6	-15,8	72,7
1. Otplata duga - SDŠ i ZZP	-0,8	-21,9	-20,4	-1,4	-21,8	-15,7	56,7	-13,2	-84,7	-71,5
2. Penzije	-5,6	-9,8	-7,3	-13,0	-20,3	49,1	115,4	85,5	260,9	224,1
3. Budžetski krediti, neto ⁷⁾	-1,5	-1,3	-4,0	-3,2	-7,1	3,1	100,0	30,8	-41,4	134,4

Izvor: Tabela P-6 u Analitičkom prilogu.

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

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

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

4) Procena FREN. Videti tabelu P-6 u Analitičkom 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-5).

7) Stavka odgovara pojmu "Izdaci za nabavku finansijske imovine" u BJK, odnosno stavci "net lending" u prezentaciji MMF. Reč je o kreditima studentima, finansiraju 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.

² Promena neto pozicije države može se interpretirati na ovaj način, budući da u Q4 nije bilo značajnijih izdataka po osnovu servisiranja stranih kredita, kao i da su prihodi od prodaje treće licence za mobilnu telefoniju prebačeni u 2007. godinu.

Makroekonomske implikacije fiskalne politike

Makroekonomske implikacije fiskalne ekspanzije tokom Q4 značajno zavise od toga da li se radi o privremenim (jednokratnim) troškovima ili o troškovima čiji viši nivo je trajno ugrađen u javnu potrošnju.

Polovina porasta javne potrošnje je privremena, a polovina je trajna

Procenjujemo da je približno polovina porasta javne potrošnje i deficita koji je ostvaren tokom Q4 posledica rasta jednokratnih rashoda, kao što su: rashodi za privremenu isplatu penzija, isplata zaostalih dugovanja, povećani izdaci za kupovinu roba i usluga i dr. Uticaj tih rashoda na agregatnu tražnju je privremen i ispoljiće se kroz rast spoljnog deficita i inflacije tokom Q1 i Q2 2007. godine. Druga polovina povećanja javne potrošnje i deficita vezana je za rast plata³ i drugih komponenti rashoda koje će trajno ostati na višem nivou. Zadržavanje troškova rada i drugih stalnih rashoda na visokom nivou koji je dostignut krajem 2006. godine, imaće za posledicu trajan porast nivoa agregatne tražnje i, takođe, posledično – pritisak na spoljni sektor i cene.

Smanjenje poreza na zarade i relizacija NIP-a dodatno će povećati ekspanzivnost fiskalne politike

Prethodno opisana fiskalna ekspanzija u Q4 2006, predstavlja samo jedan od tri ključna elementa zaokreta u fiskalnoj politici; druga dva elementa jesu: smanjenje poreza na zarade i pokretanje Nacionalnog investicionog plana⁴. Iako te dve mere treba da generišu povoljne srednjoročne efekte na zaposlenost i rast privrede, njihove kratkoročne implikacije na makroekonomsku stabilnost biće negativne. Osnovni makroekonomski problem u "miksi" mera u oblasti fiskalne politike koji je pripremljen tokom 2006. godine jeste to što, inače poželjno, smanjenje poreza i rast javnih investicija nije praćeno adekvatnim smanjenjem tekuće potrošnje. Umesto toga, povećanjem plata tokom Q4 2004. godine, povećan je nivo javne potrošnje.

Smanjenje prihoda od poreza na zarade od početaka 2007. godine, koje nije praćeno smanjenjem javne potrošnje, dodatno će uticati na povećanje ekspanzivnosti fiskalne politike. Procenjuje se da bi u slučaju da se realizuje navedena fiskalna politika, konsolidovani fiskalni deficit, definisan prema uticaju na agregatnu tražnju (FREN-ova definicija) dostigao 3–4% BDP.

Makroekonomske implikacije ekspanzivne fiskalne politike bitno će zavisiti od reakcije monetarne politike

Sintetički efekat svih navedenih mera jeste rast agregatne tražnje, koja se već sada nalazi na visokom nivou (domaća tražnja je tokom poslednjih nekoliko godina za 20–25% veća od BDP). Makroekonomske posledice takve fiskalne politike zavisice od reakcije monetarne politike. Ukoliko izostane intervencija Narodne banke Srbije, može se očekivati ubzanje inflacije i rast deficita tekućeg platnog bilansa. Ukoliko NBS preuzme restriktivne mere, što je verovatnije, očekuje se rast kamatnih stopa i potiskivanje privatne potrošnje i investicija od strane države.

Prioritet nove Vlade – vraćanje fiskalne politike u funkciju održanja makroekonomske stabilnosti i rasta

Prioritetni zadatak nove Vlade treba da bude temeljno prispitivanje ukupne fiskalne politike. U okviru toga neophodno je uspostavljanje viška tekućih fiskalnih prihoda u odnosu na tekuće rashode, kao i preispitivanje NIP-a u cilju njegovog usklađivanja sa održivom makroekonomskom stabilnošću i brzim privrednim rastom. U tom smislu, neophodne su mere kojima bi se obezbedio rast poreskih prihoda, kako bi se obezbedio višak tekućih fiskalnih prihoda u odnosu na tekuće rashode. Čini se da je pad cena nafte na svetskom tržištu krajem 2006. i početkom 2007. godine bio povoljna prilika da se povećanjem akciza, uz zadržavanje nivoa maloprodajnih cena, smanji fiskalna neravnoteža. Drugi pravac aktivnosti jeste temeljno redefinisavanje NIP-a u pravcu utvrđivanja prioriternih projekata (Koridor 10), odlaganje nekih projekata i isključivanje lokalnih projekata i tekućeg održavanja iz NIP. Takođe, na samom početku realizacije NIP-a treba obezbediti institucionalnu formu kojom bi se unapredila efikasnost javnih investicija. U tom smislu, jedno od mogućih rešenja je formiranje određenog tela (agencije i sl.) koje bi odgovaralo Narodnoj skupštini, a čija bi nadležnost bila kontrola realizacije javnih investicija – počev od izbora izvođača radova i dobavljača, pa do toga da li se ugovoreni poslovi obavljaju na ekonomski efikasan način (najniže cene, najkraći rokovi, dobar kvalitet radova i sl.).

³ Rast plata u decembru 2006. godine takođe sadrži privremenu komponentu koja se odnosi na iznad prosečne dodatke (u odnosu na realni nivo koji je isplaćivan tokom prethodnih godina) koji su zaposleni u javnom sektoru dobili povodom novogodišnjih i božićnih praznika.

⁴ Osim makroekonomskih implikacija poseban problem je struktura projekata u okviru NIP-a. Značajan deo NIP odnosi se na lokalne projekte, tekuće održavanje i klasičnu tekuću potrošnju. Takođe, nisu stvoreni institucionalni mehanizmi koji bi obezbedili efikasnost investicija, tj. realizaciju investicija u najkraćem roku, po najnižoj ceni, a uz visok kvalitet realizacije.

Analiza pojedinačnih poreskih oblika i pojedinačnih pozicija rashoda

Kretanje prihoda je uglavnom u skladu sa sezonskim obrascem. Nešto snažniji rast prihoda od doprinosa odražava visok rast plata, usled predizborne kampanje.

U Q4 2006. godine porezi na potrošnju ispoljavaju divergentne tendencije. Dok je PDV ostvario skroman nominalni rast (a realni pad) u odnosu na isti kvartal prethodne godine, prihodi od akciza su značajno porasli.

U Q4 skroman nominalni rast PDV...

Prihodi od PDV u Q4 nominalno su veći za samo 2,9% u odnosu na isti kvartal prethodne godine, što implicira realno smanjenje prihoda za oko 5% (Tabela T7-2). Skroman rast PDV u odnosu na isti kvartal prethodne godine jednim delom odražava stvarne faktore (veći izvoz, povećanje utaje poreza,), dok je drugim delom posledica neuobičajeno visokih prihoda u Q4 2005. godine usled odlaganja isplate povraćaja, kao i prevremenih uplata u budžet.

... i visok rast akciza

Prihodi od akciza, nakon stagnacije tokom većeg dela 2006. godine, u Q4 su značajno porasli. Nominalno povećanje akciza od 20,9% u odnosu na isti kvartal prethodne godine, delom se može objasniti niskim prihodima od akciza u poslednjem kvartalu 2005. godine.

Prihodi od carina u Q4 2006. veći su za 6,5% nominalno u odnosu na isti kvartal prethodne godine. Sporiji rast carina, uprkos značajnom rastu uvoza, posledica je apresijacije nominalnog kursa dinara. U odnosu na isti kvartal prethodne godine nominalni kurs dinara u odnosu na evro apresirao je za preko 8%, dok je u odnosu na ponderisani prosek evro (70%) i dolar (30%) apresirao za oko 11%.

Međugodišnja stopa rasta prihoda od poreza na dohodak i doprinosa za socijalno osiguranje, ostvarila je iznad prosečan nivo u Q4. Ubrzanje rasta poreza na dohodak i doprinosa, posledica je ubrzanja rasta plata, koji je iniciran rastom plata u javnom sektoru.

Međugodišnje stope rasta prihoda od poreza na dobit tokom cele 2006. godine zadržane su na visokom nivou, uprkos izraženoj tendenciji usporavanja. Samo detaljnija mikroekonomska analiza može odgovoriti na pitanje – u kojoj meri je rast prihoda od poreza na dobit posledica poboljšanja efikasnosti privrede, a u kojoj meri je posledica smanjenja sive ekonomije. Takođe, moguće je da nisko fiskalno opterećenje dobiti u odnosu na fiskalno opterećenje ostalih dohodaka stvara podsticaj ka fiktivnom povećanju dobiti i smanjenju drugih dohodaka.

U okviru opšte ekspanzije javnih rashoda naročito je izražen rast javnih investicija, rashoda za zaposlene i rashoda za nabavku roba i usluga.

Rashodi za zaposlene i javne investicije su ključni generatori rasta javne potrošnje

Rashodi za zaposlene povećani su u Q4 za 25,1% nominalno odnosno za 15,7% realno u odnosu na isti kvartal prethodne godine (Tabela T7-2). U odnosu na Q3 2006, rashodi za zaposlene nominalno su povećani za oko 26,6%, što zbog niske inflacije implicira približno isti realni rast. U okviru samog Q4 postojao je izrazito rastući trend povećanja rashoda za zaposlene, pa su tako izdaci za zaposlene u decembru bili za oko 44% veći nego u oktobru. Intenzivan rast plata u okviru Q4, rezultat je kumulativnog delovanja sezonskih činilaca (novogodišnji i božićni praznici) i predizborne “kupovine” glasača. Značajno delovanje nesezonskih (političkih) činilaca može se uočiti i na osnovu toga što su rashodi za plate u decembru 2006. bili veći za oko 40% u odnosu na isti mesec prethodne godine. Usled rasta plata tokom Q4 2006. godine, ponovo je značajno skočilo učešće troškova rada u javnoj potrošnji i BDP, čime je neutralisan efekat smanjenja broja zaposlenih u javnom sektoru tokom 2005. godine.

Rashodi za nabavku roba i usluga nastavili su ubrzani rast, započeti u Q3, po godišnjoj stopi od oko 26%, što odgovara realnom rastu od 16,7%. Rast rashoda za nabavku roba i usluga, uz rast plata, predstavlja glavne generatore rasta tekuće javne potrošnje i može se neposredno povezati s predizbornom kampanjom.

Prevremena isplata javnog duga jednokratno je uticala na rast javnih rashoda

Rashodi za subvencije u Q4 2006, nominalno su povećani 13,8% u odnosu na isti kvartal prethodne godine, što približno odgovara stopi rasta nominalnog BDP.

Isplata duga po osnovu penzija, uključujući i prevremenu isplatu, iznosila je u Q4 13 milijardi dinara, što je za 133% više nego u istom kvartalu prethodne godine.

Tokom Q4 značajno su povećani kapitalni rashodi na svim nivoima države. Nominalna vrednost kapitalnih rashoda više je nego udvostručena u odnosu na Q4 prethodne godine, dok povećanje u odnosu na Q3 2006, iznosi blizu 150%. Glavni pokretač rasta kapitalnih rashoda jeste početak realizacije Nacionalnog investicionog plana. Rast kapitalnih rashoda u Q4, jednim delom je posledica sezonskih činilaca, koji odražavaju plaćanja lokalnih zajednica i Republike izvođačima građevinskih radova na kraju građevinske sezone. Povećane isplate po ovom osnovu delom predstavljaju i smanjenje docnji u izmirenju obaveza države prema preduzećima.

Tabela T7-3. Srbija: pozicija države kod bankarskog sektora, 2004–2006

	2004			2006			
	Dec.	Sep.	Dec.	Mar.	Jun.	Sep.	Dec.
stanja, u milijardama dinara							
Ukupno	-7,1	-32,8	-43,1	-53,7	-60,4	-150,5	-119,0
Republike i državna zajednica	6,0	-10,2	-27,8	-31,1	-34,0	-124,2	-100,5
Lokalna samouprava	-13,1	-22,6	-15,3	-22,6	-26,4	-26,3	-18,5
kumulativi od početka godine, u milijardama dinara							
Ukupno	8,8	-25,7	-36,0	-10,6	-17,3	-107,4	-75,9
Republike i državna zajednica	15,1	-16,2	-33,8	-3,3	-6,1	-96,3	-72,7
Dinarska pozicija	1,0	-16,8	-27,9	-3,1	-16,3	-13,1	-12,0
Devizna pozicija	14,1	0,6	-5,9	-0,2	10,2	-83,2	-84,7
Lokalna samouprava	-6,3	-9,5	-2,2	-7,3	-11,1	-11,0	-3,2
NBS	-3,8	-5,0	-0,8	-6,1	-5,1	-5,5	-3,5
Poslovne banke	-2,5	-4,5	-1,4	-1,2	-5,8	-5,5	0,3

Izvor: NBS.

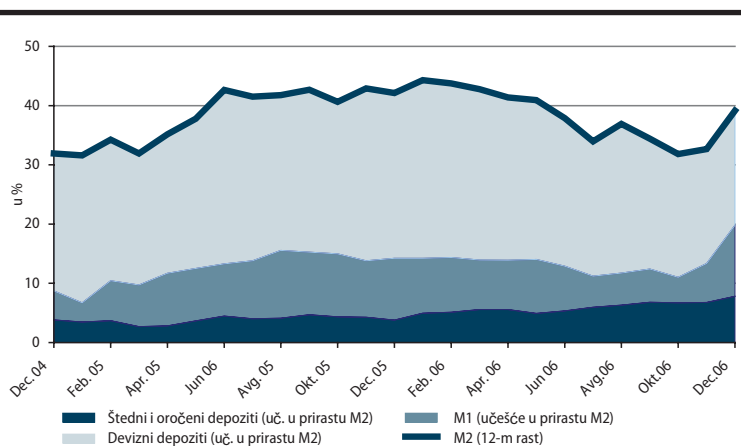
8. Monetarni tokovi i politika¹⁾

Iako je inflacija i u Q4 uspešno smanjena, pred kraj godine novčana masa ubrzava međugodišnji rast na 39,1%, što predstavlja promenu trenda u odnosu na prethodna dva kvartala (34,4% u Q3 i 37,9% u Q2). Kredit nedržavnom sektoru koji potiče iz domaćeg bankarskog sektora snažno je obuzdan, a krediti privredi su potpuno zaustavljeni. Privredi je, međutim, taj izvor finansiranja kompenzovan direktnim kreditiranjem iz inostranstva. Domaće banke su čak 80% novih plasmana plasirale u nove repo ugovore kod Narodne banke Srbije (NBS). Bankarski plasmani su, kao i u Q3, pretežno finansirani iz domaćih depozita (prirast u Q4 od 900 miliona evra) i iz povećanja kapitala banaka (530 miliona evra), dok novo zaduživanje u inostranstvu učestvuje sa samo 220 miliona evra. U Q4 dolazi do povećanja likvidnosti preduzeća što se ogleda u iznenađujućem porastu njihovih dinarskih depozita – od 450 miliona evra. Monetarna politika ogledala se u intenzivnom otkupu deviza na međubankarskom tržištu, čime se sprečavala dalja apresijacija dinara pod pritiskom viška ponude deviza. NBS je kreiran primarni novac uspešno ali skupo sterilizovala, što je rezultiralo u rekordnom prirastu stanja repo plasmana u Q4 (oko 800 miliona evra u dinarskoj protivvrednosti). I pored uporne sterilizacije, primarni novac beleži značajno ubrzanje rasta u Q4 usled državne potrošnje koja nije u potpunosti neutralisana kroz repo tržište.

Monetarni sistem: struktura i tokovi novčane mase

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

Rast nominalnog M2 se ponovo ubrzava krajem Q4



Izvor: Tabela P-8 u Analičkom 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).

(20,5% u Q3). Kada posmatramo doprinos pojedinih oblika upotrebe (držanja) novčane mase, na Grafikonu T8-1, uočavamo da u Q4 dinarska komponenta novčane mase (gotov novac u opticaju i dinarski depoziti po viđenju) ostvaruje relativno povećanje učešća u rastu novčane mase u odnosu na učešće deviznih depozita.

Monetarni rast u Q4 je posledica porasta deviznih rezervi i trošenja državnog depozita kod monetarnog sektora

Kao što se u Tabeli T8-2 može videti, ukupan prirast novčane mase za celu 2006. godinu od 39,1% generisan je povećanjem neto strane aktive (NSA) u iznosu od 41,0% od početnog M2 i, smanjenjem neto domaće aktive (NDA) od 1,9% od početnog M2. U prirastu neto domaće aktive od -1,9% od početnog M2 u celoj 2006. godini, 27,5% od početnog M2 odnosi se na povećanje kredita nedržavnom sektoru, a 17,5% od početnog M2 odnosi se na neto kredit državi (pretežno generisan kroz prirast državnog depozita kod monetarnog sektora). Kada posmatramo Q4 2006. vidimo da se prirast M2 od 15,3% u tom kvartalu (razlika između ukupnog prirasta M2 u 2006.

1 Monetarni podaci koji se koriste u ovom poglavlju QM-a razlikuju se od podataka koji su se koristili u prethodnim brojevima, jer je NBS promenila metodologiju u Statističkom biltenu NBS. Metodologija koja se koristi u QM-u je ostala nepromenjena, samo je bazirana na nešto izmenjenim podacima.

**Rast kredita
nedržavnom sektoru
nastavlja da usporava**

od 39,1% i kumulativnog prirasta za prva tri kvartala od 23,8% od početnog M2) sastojao od: prirasta NSA od 10,1% od početnog M2 i prirasta NDA od 5,2% od početnog M2 (prethodne procenete dobijamo analogno kao i za ceo M2 – oduzimanjem kumulativnog prirasta za celu godinu i kumulativnog prirasta za prva tri kvartala za svaku od komponenti M2). U Tabeli T8-2 takođe vidimo da se prirast NDA od 5,2% u Q4 ostvaruje pre svega povećanjem neto kredita državi (trošenjem državnog depozita kod monetarnog sektora) od 4,3% od M2 s početka godine. Ostatak prirasta NDA odnosi se na ostale stavke (nisu precizirane u Tabeli T8-2), dok se kredit nedržavnom sektoru od strane domaćeg bankarskog sistema zaustavio u odnosu na kraj Q3, jer njegov prirast u Q4 iznosi samo 2,5% od početnog M2, posmatrano u obliku korigovanih tokova za efekat promene deviznog kursa (videti fusnotu 3 u Tabeli T8-2).

Usporavanje rasta kredita nedržavnom sektoru, posmatrano preko međugodišnjih stopa rasta, nominalnog i realnog kredita, započeto je u Q3 i nastavljeno u Q4 2006. U Tabeli T8-2 vidimo da je međugodišnji rast nominalnog kredita privredi na kraju Q4 2006. iznosio 17,8% (dok je na kraju Q3 bio 34,6%). Posmatrano na osnovu korigovanih tokova za efekat promene kursa (za detalje o metodologiji za korekcije videti fusnotu 3 u Tabeli T8-2 i Okvir 2, QM6, deo 8. Monetarni tokovi i politika) usporavanje je takođe uočljivo, ali je i nešto manje izraženo: 12-m nominalni rast na kraju Q4 2006. je 24,4% (na kraju Q3 2006. bio je 38,0%, a na kraju Q4 2005. 45,6%).

Tabela T8-2. Srbija: rast novca i agregata koji mu doprinose, 2004–2006

	2004		2005			2006			
	Dec.	Mar.	Jun	Sep.	Dec.	Mar.	Jun	Sep.	Dec.
	12-m, u %								
M2 ¹⁾	31,9	37,0	42,6	42,7	42,1	42,8	37,9	34,4	39,1
Krediti nedržavnom sektoru ²⁾	44,3	50,9	46,0	48,7	51,3	45,3	44,4	34,6	17,8
Krediti nedržavnom sektoru ²⁾ , korigovani ³⁾	30,6	39,2	34,6	38,6	45,6	39,6	41,6	38,0	24,4
Domaćinstva	107,0	100,2	94,7	91,3	92,5	100,6	96,6	80,8	63,6
Privreda	19,8	29,7	24,2	27,6	34,3	25,0	26,9	24,7	10,9
	12-m realni, u%								
M2 ¹⁾	10,4	16,3	22,1	22,4	20,8	24,7	19,8	20,5	29,8
Krediti nedržavnom sektoru ²⁾	27,4	28,0	25,0	27,6	28,6	26,9	25,4	20,7	9,8
Krediti nedržavnom sektoru ²⁾ , korigovani ³⁾	28,2	28,2	28,2	28,2	28,2	21,5	22,7	23,6	16,0
Domaćinstva	59,1	59,1	59,1	59,1	59,1	74,8	70,4	61,9	52,7
Privreda	18,2	18,2	18,2	18,2	18,2	8,8	9,9	11,7	3,5
	kumulativni, u % od početnog M2⁴⁾								
M2 ¹⁾	31,9	2,6	15,9	30,8	42,1	3,1	12,4	23,8	39,1
M2 dinarski ¹⁾	8,7	-0,8	4,4	10,5	14,2	-0,5	3,6	8,8	19,8
Devizni depoziti (privreda i domaćinstva)	12,8	2,5	9,2	16,1	22,5	2,6	8,4	18,1	25,7
Kursne razlike ⁵⁾	10,5	0,8	2,3	4,3	5,4	1,0	0,4	-3,1	-6,4
Neto strana aktiva (NSA), dinarski prirast	-3,8	0,5	7,0	17,1	18,0	-4,0	2,4	30,9	41,0
Neto strana aktiva (NSA), devizni prirast	-13,3	-0,2	5,0	13,3	13,5	-4,7	2,1	34,3	48,3
Kursne razlike ⁶⁾	9,5	0,7	2,0	3,8	4,4	0,7	0,3	-3,4	-7,3
Neto domaća aktiva (NDA)	35,8	2,1	8,9	13,7	24,2	7,1	10,0	-7,1	-1,9
od čega: krediti nedržavnom sektoru ²⁾ , korigovani ³⁾	15,9	6,7	12,5	21,2	34,1	5,1	15,6	25,0	27,5
od čega: krediti državi, neto ⁷⁾	6,1	-3,9	-2,4	-5,0	-10,4	-0,7	-1,3	-21,8	-17,5
od čega: kapital NBS i poslovnih banaka	-10,2	-5,6	-8,2	-10,7	-12,1	-1,2	-7,5	-8,5	-11,3
	kumulativni, u % od godišnjeg BDP⁸⁾								
Krediti državi, neto ⁷⁾	1,1	-0,8	-0,5	-1,0	-1,9	-0,2	-0,3	-4,8	-3,5
od čega: dinarski	0,1	-0,5	-0,6	-1,0	-1,6	-0,2	-0,9	-0,7	0,6
Krediti nedržavnom sektoru ²⁾ , korigovani ³⁾	7,3	2,3	4,2	6,8	10,0	1,6	3,8	4,8	4,4

Izvor: Tabela P-8. u Analitičkom prilogu.

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

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

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

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

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.

Tabela T8-3. Srbija: monetarni pregled, 2004–2006

	2004		2005			2006			
	Dec.	Mar.	Jun	Sep.	Dec.	Mar.	Jun	Sep.	Dec.
STANJE									
u milionima dinara, na kraju perioda									
Neto strana aktiva (NSA)	160.868	162.488	183.484	216.183	218.886	200.462	229.984	360.685	407.124
od čega: rezerve NBS	248.376	274.136	304.386	362.216	424.844	465.497	549.529	648.946	715.118
od čega: obaveze poslovnih banaka	-83.225	-98.169	-114.781	-131.090	-191.124	-229.081	-302.170	-300.781	-307.511
Neto domaća aktiva (NDA)	162.007	168.841	190.622	206.257	239.985	272.642	285.856	207.195	231.381
Kreditni državi, neto ¹⁾	5.951	-6.864	-1.602	-10.242	-27.831	-31.129	-33.954	-124.159	-100.534
Dinarski krediti, neto	5.524	-1.823	-4.583	-11.268	-22.332	-25.479	-38.649	-35.438	-10.316
Devizni krediti, neto	427	-5.041	2.981	1.026	-5.499	-5.650	4.695	-88.721	-90.218
Kreditni nezdržavnom sektoru ²⁾	342.666	376.883	409.397	456.541	518.298	547.564	591.270	614.698	610.305
Ostale stavke	-186.610	-201.178	-217.173	-240.042	-250.482	-243.793	-271.460	-283.344	-278.390
Novčana masa: M2 ³⁾	322.876	331.331	374.106	422.441	458.870	473.103	515.840	567.881	638.505
Novčana masa: dinarski M2 ³⁾	146.209	143.768	160.351	180.043	192.180	189.911	208.606	232.506	283.048
Devizni depoziti (privreda i domaćinstva)	176.667	187.563	213.755	242.398	266.690	283.192	307.234	335.375	355.457
STRUKTURNI POKAZATELJI									
Gotov novac u opticaju / Dinarski depoziti (privreda i domaćinstva), u %	44,7	37,7	35,9	35,6	38,7	31,8	30,6	28,9	31,9
Devizni depoziti (privreda i domaćinstva)/M2 (%)	54,7	56,6	57,1	57,4	58,1	59,9	59,6	59,1	55,7
Koeficijent obrta (BDP ⁴⁾ / M2)	4,4	4,6	4,3	4,0	3,8	3,9	3,7	3,5	3,2
M2 / BDP ⁴⁾	0,23	0,22	0,24	0,25	0,26	0,26	0,27	0,29	0,31
Kreditni nezdržavnom sektoru / BDP ⁴⁾	0,24	0,25	0,26	0,27	0,30	0,30	0,31	0,31	0,30
Nenaplativi krediti ⁵⁾ (u % od ukupnih)	..	..	..	..	..	..	..	..	4,7
Multiplikator novca (dinarski M2/H)	1,8	1,8	2,0	2,0	1,9	2,1	2,1	2,1	2,0

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 notacijske 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.

Okvir 1. NBS smanjuje stopu obavezne rezerve na dinarsku osnovicu i ujednačava stopu na zaduženje u inostranstvu

Tokom Q4, NBS u dva navrata snižava stopu obavezne rezerve na dinarsku osnovicu – najpre na 15% u novembru, a zatim i na 10% u decembru 2006. Tom prilikom izmenjena je i obavezna rezerva na deviznu osnovicu tako što je izjednačena stopa na zaduživanje banaka u inostranstvu na nivou od 45%, dok je stopa koja se odnosi na novu deviznu štednju ostala nepromenjena na nivou od 40%. Ukupan efekat tih promena je teško proceniti, budući da se nisu kretale u istom smeru za sve komponente osnovice za obračunavanje obavezne rezerve.

Tabela T8-4. Stope obavezne rezerve banaka kod NBS¹⁾, 12. 2004–12. 2006

	12/2004	05/2005	07/2005	10/2005	11/2005	03/2006	04/2006	05/2006	11/2006	12/2006
Stopa na: (u %)										
DINARSKU OSNOVICU	21	20	20	18	18	18	18	18	15	10
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	45
od čega:										
zaduženje banaka u inostranstvu sa rokom dospeća do 2 godine ²⁾ :							60	60	60	45
NOVU DEVIZNU ŠTEDNJU ³⁾	47	47	45	41	38	40	40	40	40	40
SUBORDINIRANI KAPITAL						20	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) Primenjuje se na prosečno dnevno knjigovodstveno stanje osnovice u poslednjem kalendarskom mesecu. Važi od 10. u narednom mesecu. Banka je obavezna da u obračunskom periodu održava prosečno dnevno stanje izdvojene rezerve u visini obračunate rezerve.
- 2) Do aprila 2006. godine i od decembra 2006. zaduženje banaka u inostranstvu je jedinstveno tretirano, bez obzira na ročnost. Stoga ova potkategorija nema vrednosti zaključno s martom 2006. i od decembra 2006, odnosno jedinstvena devizna osnovica – primenjuje se na sve prilive iz inostranstva po osnovu zaduženja poslovnih banaka.
- 3) Prema važećoj regulativi do decembra 2005. godine obaveze poslovnih banaka da izdvajaju sredstva 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.

Bankarski sektor: plasmani i izvori finansiranja

U Q4 je nastavljeno usporavanje rasta kredita privredi

U Tabeli T8-3 posmatramo ukupne kredite nedržavnom sektoru u dinarima: u nominalnom izrazu oni su na kraju 2006. opali u odnosu na kraj Q3 2006. Pošto se procenjuje da je oko 70% ukupnih kredita banaka indeksirano prema stranoj valuti¹, smatramo da ima razloga da u ovom odeljku (gde posmatramo tokove kredita kao jedan od oblika plasmana banaka) – izvršimo korekcije za efekat promene kursa. Za detalje o *metodologiji za korekcije* videti Okvir 2, QM6 i fusnotu 3 u Tabeli T8-2. Tako se u Tabeli T8-5 gde posmatramo korigovane tokokve izražene u evrima javlja pozitivan prirast kredita nedržavnom sektoru u Q4, dok se u Tabeli T8-3 beleži smanjenje stoka ukupnih kredita izraženih u dinarima jer se u smanjenju stoka kredita sadrži i efekat njihove revalorizacije koji je usled aprecijacije dinara negativan.

U Tabeli T8-5 vidimo da je prirast ukupnih bankarskih plasmana privredi i stanovništvu u Q4 značajno smanjen u odnosu na prethodni period i da iznosi svega 250 miliona evra (od ukupnog prirasta u 2006. koji je iznosio 1.575 miliona evra). Uočava se i potpuno zaustavljanje plasmana privredi u odnosu na kraj Q3. Međutim, zaustavljanje kreditiranja privrede od strane domaćeg bankarskog sistema – koji ovde posmatramo – kompenzovan je kroz priliv kredita privredi direktno iz inostranstva koji je iznosio oko 500 miliona evra u Q4 (Tabela T8-5).

Repo plasmani ostvaruju rekordni prirast u Q4

Tokom Q4, banke su plasirale 60 milijardi dinara (oko 800 miliona evra) u nove repo ugovore (Tabela T8-5). Taj, do sada rekordni prirast repo plasmana, činio je oko 75% ukupnog prirasta plasmana u Q4 (u Q3 2006. prirast repo plasmana činio je 50% ukupnog prirasta bankarskih plasmana, dok je u Q4 2005. bio zanemarljiv).

U novoprikupljenim bankarskim izvorima dominiraju domaći depoziti...

...uz iznenađujući prirast dinarskih depozita privrede

I u Q4 nastavlja se trend uspostavljen u Q3: da banke dominantno finansiraju nove plasmane iz novih domaćih depozita. Do tada je u novim izvorima banaka dominiralo zaduživanje u inostranstvu, što se vidi u Tabeli T8-5 u podacima za 2005. i prvu polovinu 2006. godine. Domaći depoziti su u Q4 porasli za 920 miliona evra (Tabela T8-5), dok su kapital i rezerve banaka uvećane za 530 miliona, a zaduživanje banaka u inostranstvu tek 220 miliona evra. Kao što se po prvi put uočava u Q3, izrazitom skoku domaćih depozita u Q4 iznenađujuće mnogo doprinosi rast depozita privrede (510 miliona evra u Q4), i to naročito dinarskih depozita privrede (440 miliona evra u Q4). Prirast depozita privrede je pre Q3 2006. bio izuzetno umeren i nikada nije predstavljao značajan izvor novih plasmana banaka (u Q4 2005. iznosio je, primera radi, oko 100 miliona evra). Moguće objašnjenje za veliki prirast depozita preduzeća u bankarskom sektoru jeste – da je ono prateći fenomen zaobilazjenja domaćeg finansijskog sektora i prelazak sve većeg broja lokalnih klijenata u direktne kreditne odnose sa bankama u inostranstvu (centrale lokalnih banaka u stranom vlasništvu): (a) depoziti u zemlji koriste se u takvim ugovorima kao kolateral ili (b) depoziti predstavljaju samo način za zaobilazjenje velike obavezne rezerve na direktno zaduživanje banke u inostranstvu. Drugim rečima, u ovom drugom slučaju, dinarski

Značajano je i uvećanje kapitala banaka u Q4

¹ IMF, Serbia and Montenegro: 2005 Article IV Consultation – Staff Report

depoziti preduzeća (kome je strana banka – “majka” lokalne banke – odobrila kredit), položen kod lokalne banke predstavlja sada jeftiniji izvor banke za nove plasmane budući da je obavezna rezerva na takve depozite 10%, dok je banka na zaduživanje u inostranstvu obavezna da izdvoji 45% kod centralne banke.

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.	Dec.	
	u milionima evra, kumulativni od početka god.									
Izvori sredstava (-, povlačenje)	-1.221	-377	-1.051	-1.712	-2.783	-539	-2.208	-3.468	-5.144	
Domaći depoziti	-623	-73	-488	-913	-1.314	-116	-550	-1.322	-2.245	
Depoziti stanovništva	-356	-144	-350	-575	-884	-178	-413	-795	-1.201	
dinarski depoziti	9	1	-27	-40	-46	-13	-54	-51	-124	
devizni depoziti	-365	-145	-323	-535	-838	-165	-359	-744	-1.076	
Depoziti privrede	-267	71	-138	-338	-430	63	-137	-527	-1.044	
dinarski depoziti	-175	29	-92	-223	-363	36	-52	-295	-738	
devizni depoziti	-92	43	-46	-115	-68	27	-85	-232	-306	
Zaduživanje u inostranstvu	-701	-169	-345	-506	-1.194	-401	-1.278	-1.433	-1.657	
Kapital i rezerve ¹⁾	103	-134	-218	-293	-275	-22	-380	-713	-1.242	
Devizne rezerve (-, povlačenje)	-59	-89	-3	-27	-29	-190	-191	-36	-85	
Plasmani¹⁾	1.267	402	802	1.369	2.058	417	1.193	1.906	3.057	
Ukupno privreda i stanovništvo	1.126	337	651	1.147	1.893	272	847	1.320	1.575	
Privreda	705	274	437	697	1.172	85	390	557	546	
kratkoročni plasmani	488	217	385	597	835	85	254	258	179	
dugoročni plasmani	217	57	52	101	337	1	136	299	367	
Stanovništvo	421	63	214	450	721	187	457	763	1.029	
kratkoročni plasmani	53	8	18	38	81	50	106	169	199	
dugoročni plasmani	367	54	196	412	640	137	351	594	830	
Repo plasmani ²⁾	0	40	216	242	208	165	453	743	1.560	
Neto kreditiranje države ³⁾	142	25	-64	-21	-43	-20	-107	-157	-78	
PRO MEMORIA										
Direktno zaduživanje privrede u inostranstvu + bankarski plasmani privredi	1.557	353	799	1.281	2.035	325	897	1.599	2.112	
od čega: direktno zaduživanje privrede u inostr.:	852	79	363	583	863	239	507	1.043	1.567	
Srednjeročno i dugoročno	829	75	349	589	846	224	479	979	1.523	
Kratkoročno	23	5	14	-6	17	15	29	64	43	
Obavezne rezerve i depoziti	277	4	221	430	921	213	1.177	1.532	1.884	
Ostala potraživanja od NBS (neto) ⁴⁾	-52	-38	-5	-3	54	-56	-75	-46	1	
od čega: slobodne rezerve posl. banaka	-80	-32	-21	-19	12	-55	-59	-73	-50	
Ostale stavke ⁵⁾	-909	61	1	-61	-158	168	130	166	413	
Efektivna obavezna rezerva (u %) ⁶⁾	27	26	27	28	31	32	38	38	37	

Izvor: Tabela P-9. u Analičkom 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.

2) U repo plasmane su uključene državne hartije i blagajnički zapisi NBS, koji su prvobitno zamenjeni državnim hartijama u januaru 2005. god. da bi ponovo bili uvedeni u septembru 2005.

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.

Prirast depozita stanovništva od 400 miliona evra u Q4 od kojih se 330 miliona odnosi na novu deviznu štednju (380 miliona evra u Q3, 305 miliona evra u Q4 2005) predstavlja stabilan rast ovog tradicionalnog izvora finansiranja banaka. Porast neto kreditiranja države za 80 miliona evra odnosi se na trošenje državnog depozita kod bankarskog sektora (Tabela T8-5).

U Q4 je potpuno zaustavljen kredit privredi od strane domaćeg bankarskog sektora...

...ali je kompenzovan direktnim kreditom iz inostranstva

Centralna banka: bilans i monetarna politika

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, kumulativni od početka god.								
Neto sopstvene rezerve NBS ²⁾	16.645	9.949	29.646	48.293	63.136	4.628	49.014	78.899	147.062
Neto sopstvene rezerve NBS (u evrima)	229	123	364	587	759	53	564	933	1.796
Neto Domaća aktiva (NDA)	-9.384	-18.426	-35.268	-44.208	-46.040	-20.755	-54.348	-74.989	-107.491
Dinarski krediti države	3.356	-284	-4.883	-5.506	-6.077	-1.595	-1.856	-1.858	-1.439
Dinarski depoziti države	-13.760	-12.538	-8.482	-14.796	-18.576	-4.789	-14.422	-10.572	17.540
od čega: lokalna samouprava	-3.786	-5.259	-3.213	-4.965	-824	-6.068	-5.339	-5.505	-3.500
Repo operacije ³⁾	2.223	-3.206	-17.607	-19.804	-16.829	-14.258	-39.152	-63.335	-125.021
Ostala (domaća) aktiva, neto ⁴⁾	-1.203	-2.398	-4.296	-4.102	-4.558	-113	1.082	776	1.429
Primarni novac	7.261	-8.477	-5.622	4.085	17.096	-16.127	-5.334	3.910	39.571
od čega: gotovina u optičaju	2.186	-5.797	-2.849	2.118	8.485	-7.825	-4.724	-1.540	14.739
od čega: slobodne rezerve	334	-2.403	-3.675	-1.753	3.518	-8.643	-7.916	-2.106	16.588
PORAST									
	kumulativni, u % od stanja početnog H⁵⁾								
Neto sopstvene rezerve NBS ²⁾	55,6	14,9	43,9	72,4	93,4	7,9	52,5	73,5	136,3
Neto Domaća aktiva (NDA)	-45,3	-25,9	-51,1	-67,1	-71,2	-25,0	-58,1	-69,4	-94,3
Dinarski depoziti države	-19,4	-16,2	-11,0	-19,2	-24,0	-5,1	-15,3	-11,2	19
Repo operacije ³⁾	3,1	-4,1	-22,8	-25,6	-21,8	-15,1	-41,5	-67,1	-133
Ostala (domaća) aktiva, neto ⁴⁾	-29,1	-5,5	-17,4	-22,3	-25,4	-4,8	-1,4	9,0	20
Primarni novac	10,2	-11,0	-7,3	5,3	22,1	-17,1	-5,7	4,1	41,9
od čega: gotovina u optičaju	3,1	-7,5	-3,7	2,7	11,0	-8,3	-5,0	-1,6	16
od čega: slobodne rezerve	0,5	-3,1	-4,8	-2,3	4,6	-9,2	-8,4	-2,2	18
PRO MEMORIA									
Bruto dev. rezerve (kumul. od poč. god. u evrima)	210,3	273,3	568,3	1.167,5	1.860,0	387,7	1.420,9	2.945,0	4.083,2
Bruto dev. rezerve (u % H s poč. god., u evrima)	77,1	33,3	72,5	147,4	228,4	43,1	132,1	237,5	307,6
Primarni novac (stopa rasta, 12-m, u %)	8,9	18,0	15,0	26,6	22,1	13,7	24,3	20,8	41,9
Gotov novac u optičaju (stopa rasta, 12-m, u %)	5,1	3,6	4,9	11,4	18,8	16,4	15,6	10,2	27,5

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.

Primarni novac (H) se uvećava u Q4 usled trošenja države

Ukupan prirast primarnog novca (H) u 2006. godini koji je iznosio 41,9%, nastao je kroz prirast neto sopstvenih rezervi centralne banke od 136,3% od početnog H i smanjenje neto domaće aktive (NDA) od -94,3% od početnog H, kao što se vidi u Tabeli T8-6. Primarni novac je u Q4 porastao za 31,8% od početnog H (razlika između prirasta od 41% za celu 2006. i 4,1% za prva tri kvartala 2006.) što predstavlja ubrzanje njegovog rasta oslikano i u značajnom skoku međugodišnje stope rasta H, koja je povećana sa 20,8% na kraju Q3 na 41,9% na kraju Q4 (Tabela T8-6).

Narodna banka uspeva da steriliše rast primarnog novca visokoprinosnim repo ugovorima

Gotovo celokupan rast primarnog novca kreiran putem povećanja neto sopstvenih rezervi NBS (videti Tabelu T8-8 i metodologiju za obračun ove komponente u QM5, Okvir 4 u delu 8. Monetarni tokovi i politika) od oko 850 miliona evra u Q4 (68 milijardi novokreiranih dinara), sterilisan je intenzivnim intervencijama NBS kroz repo operacije. Narodna banka je tako u Q4 povukla 62 milijarde dinara putem repo operacija (Tabela T8-6). Preostali rast primarnog novca u Q4 odnosio se na državnu potrošnju, tj. trošenje državnog depozita kod NBS u iznosu od 27 milijardi dinara u Q4. Značajan rast primarnog novca u Q4 je ipak delimično neutralisan jer su banke imobilisale veliki depozit kod NBS: povećanje slobodnih rezervi banaka u iznosu od 14,5 milijardi dinara, Tabela T8-6 (videti detaljnije u Okviru 3).

Likvidnost kreiranu otkupom 850 miliona evra...

...Narodna banka u velikoj meri sterilizuje kroz repo operacije

Tabela T8-7. Neto mesečna trgovina na međubankarskom deviznom tržištu (NBS – poslovne banke)

	Neto mesečna intervencija ¹⁾	
	u milionima evra	
<i>Narodna banka u Q4 brani kurs od apresijacije</i>	Jan-Okt 2006. ²⁾	-64
	Novembar 2006.	260
	Decembar 2006.	154
	Januar 2007.	-412
	Februar	-15

Izvor: NBS.

1) Negativan predznak predstavlja neto prodaju deviza od strane NBS.

2) Prosečna mesečna trgovina.

Iz Tabele T8-7 vidimo da je do novembra 2006. NBS na međubankarskom tržištu deviza neto prodavala bankama devize, tj. da je saldo ukupnog otkupa i ukupne prodaje deviza na međubankarskom tržištu bio negativan iz ugla centralne banke (operacija

koja se ogleda u smanjenju neto sopstvenih rezervi NBS detaljno predstavljenih u Tabeli T8-8). U toku prvih 10 meseci 2006. prosečna neto prodaja deviza od strane NBS na međubankarskom deviznom tržištu iznosila je 64 miliona evra. U novembru pak vidimo da je došlo do promene ovog trenda i da NBS tada „neto otkupljuje“ devize od banaka u iznosu od 260 miliona evra. U decembru je ovaj trend nastavljen u nešto manjem obimu (154 miliona evra neto otkup deviza). U januaru je pak ponovo došlo do preokreta i NBS ponovo „neto prodaje“ devize bankama i to u iznenađujuće velikom iznosu od 412 miliona evra. Ova – možemo slobodno reći – turbulencija na deviznom tržištu, oslikava velike oscilacije na strani ponude i tražnje za devizama u veoma kratkom periodu. Smatramo da se ta pojava stoga ne može objasniti nekom dugoročnom tendencijom, već je, najverovatnije, reč o nekoj većoj transakciji na finansijskom tržištu. Ona je, verovatno, zbog veoma plitkog deviznog tržišta pretela da ugrozi stabilnost dinara, te je NBS intervenisala u količini koja joj omogućava da spreči preteranu volatilnost kursa dinara, a verovatno i da održi kurs dinara na nivou koji je konzistentan sa ciljanom inflacijom. Toliki pritisak tražnje za dinarima može se donekle objasniti atraktivnim prinosima na dinarske repo ugovore koje je nudila NBS (detaljnije u odeljku 9. Finansijska tržišta) ili na pojedine akcije kojima se trguje na finansijskom tržištu (detaljnije u Okviru 3). Budući da u januaru NBS na deviznom tržištu interveniše neto prodajom deviza (povlačeći tako dinare), tada se i repo tržište smiruje (prirast stoka repo ugovora u januaru 2007. iznosio je samo sedam milijardi dinara).

Okvir 2. Pozicija monetarne politike – merenje

Referentna stopa NBS je u septembru postavljena na 18%, zatim je početkom novembra snižena na 17,5%, od sredine novembra smanjena na 16,5%, a početkom decembra na 15,5%. U decembru 2006. referentna kamatna stopa je još jednom snižena na 14%. U januaru 2007. ova kamatna stopa snižena je na 13%, a krajem februara na 11,5%.

Za ocenu efikasnosti monetarne politike i ocenu delovanja pojedinih „kanala“ njene transmisije bitno je da se zna pozicija monetarne politike, tj. relativna mera koja pokazuje da li monetarna vlast iz jednog perioda u drugi nastoji da svojim merama zategne ili popusti monetarne uslove. U razvijenim tržišnim privredama danas je najčešće korišćena i najpogodnija aproksimacija za poziciju monetarne politike – referentna kamatna stopa centralne banke jer, naročito u režimu ciljanja inflacije, predstavlja osnovni instrument za sprovođenje monetarne politike.

U malim otvorenim privredama, gde je uticaj deviznog kursa na cene veliki, tj. gde u transmisiji monetarne politike devizni kurs zauzima značajno mesto, pored kamatne stope, često se koristi tzv. *indeks monetarnih uslova* (Monetary Condition Index, MCI). Ovaj indeks se računa kao: ponderisana relativna promena deviznog kursa i kamatne stope. Ponderi se dodeljuju prema unapred urađenom makroekonomskom modelu za konkretnu zemlju¹.

Razlog zbog kojeg bi se u Srbiji – za utvrđivanje pozicije monetarne politike – posmatrao i devizni kurs, jeste upravo model, koji NBS koristi za operativno vođenje monetarne politike². Prema datom

1 Ericsson N, Eilev J, Kerbeshian N. and Nzmoen R, 1998, 'Interpreting a Monetary Condition Index in Economic Policy', Topics in monetary policy modeling, BIS Conference Papers Volume 6, pp. 237-254, Bank for International Settlements, Basle

2 Izveštaj o inflaciji za III kvartal 2006, NBS, decembar 2006.

modelu NBS utvrđuje "putanju deviznog kursa i kamatne stope, koje su konzistentne sa ostvarenjem ciljne inflacije". Kurs se određuje kao funkcija očekivanog kretanja domaće i strane kamatne stope. Domaća kamatna stopa koja se koristi u jednačini za dobijanje kursa, utvrđuje se kao funkcija: kamatne stope u prethodnom periodu, neutralne kamatne stope, proizvodnog jaza i očekivanog odstupanja inflacije od cilja.

Konkretno uzevši, ako posmatramo samo kamatnu stopu reklo bi se da je u Q4 NBS popuštala monetarne uslove. O tome svedoči i rast monetarne baze. Ipak, velika apresijacija dinara (oko 10% u drugoj polovini 2006.) značila je restriktivnu monetarnu politiku o čemu svedoči i ostvarenje niske stope 12-m inflacije od 6,6% – koja je čak i ispod prvobitno definisanog cilja NBS.

U Srbiji se, osim kamatne stope i deviznog kursa, za vođenje monetarne politike često upotrebljava i promena stope obavezne rezerve (Okvir 1), ali i veliki broj administrativnih mera koje po svojoj prirodi spadaju u domen prudencijalne kontrole. NBS poseže za ovom vrstom mera u nedostatku suptilnijih mehanizama da se pojedini izvori monetarne ekspanzije ograniče. To su, na primer, mere poput: klasifikacije kredita stanovništvu kod kojih rata prevazilazi 30% primanja domaćinstva u najrizičniju kategoriju; obaveza usklađivanja plasmana stanovništvu da ne premašuju 200% kapitala banke i sl. Prethodno navedeno predstavlja otežavajući faktor za zauzimanje jedinstvenog stanovišta o poziciji monetarne politike, tj. da li ona iz jednog perioda u drugi postaje restriktivna ili ekspanzivna.

Namera nam je da u narednom periodu u QM-u dodatno istražimo kanale transmisije monetarne politike i razvijemo metodologiju koja bi omogućila jednoznačno merenje pozicije monetarne politike iz perioda u period.

Tabela T8-8. Struktura deviznih rezervi Srbije, stanja i tokovi 2004–2006

	2004		2005			2006			
	Dec.	Mar.	Jun	Sep.	Dec.	Mar.	Jun	Sep.	Dec.
u milionima evra, stanja									
Neto strana aktiva Srbije	2.009	2.028	2.241	2.548	2.544	2.303	2.674	4.403	5.158
Poslovne banke, neto	-228	-487	-577	-761	-1.451	-2.042	-2.921	-2.920	-3.194
Bruto rezerve	813	724	810	787	784	594	593	748	699
Obaveze	-1.042	-1.211	-1.387	-1.548	-2.235	-2.636	-3.514	-3.668	-3.893
Narodna banka Srbije, neto	2.237	2.515	2.818	3.309	3.995	4.345	5.595	7.323	8.352
Bruto rezerve	3.109	3.382	3.677	4.276	4.969	5.357	6.390	7.914	9.052
Obaveze	-872	-868	-859	-967	-974	-1.011	-795	-591	-700
MMF	-704	-654	-630	-765	-748	-787	-575	-373	-181
Ostale obaveze	-168	-213	-229	-202	-226	-225	-220	-218	-519
STRUKTURA NETO REZERVEI NBS									
1. Narodna banka Srbije, neto	2.237	2.515	2.818	3.309	3.995	4.345	5.595	7.323	8.352
1.1 Depoziti poslovnih banaka	-821	-877	-1.083	-1.262	-1.725	-1.995	-2.858	-3.126	-3.210
1.2 Depoziti države	-125	-223	-79	-170	-220	-247	-123	-1.213	-1.296
1.3 NBS sopstvene rezerve (1.3 = 1 - 1.1 - 1.2)	1.291	1.415	1.656	1.878	2.050	2.103	2.614	2.983	3.846
u milionima evra, kumulativi od početka godine									
Neto strana aktiva Srbije	-190	19	233	540	535	-240	131	1.859	2.615
Poslovne banke, neto	-594	-258	-348	-533	-1.223	-591	-1.469	-1.468	-1.742
Bruto rezerve	91	-89	-3	-27	-29	-190	-191	-36	-85
Obaveze	-685	-169	-345	-506	-1.194	-401	-1.278	-1.433	-1.657
Narodna banka Srbije, neto	404	278	581	1.072	1.758	350	1.600	3.328	4.357
Bruto rezerve	273	273	568	1.167	1.860	388	1.421	2.945	4.083
Obaveze	130	4	13	-95	-102	-37	179	383	274
MMF	26	50	75	-61	-44	-38	173	375	567
Ostale obaveze	104	-46	-62	-34	-58	1	6	8	-294
STRUKTURA NETO REZERVEI NBS									
1. Narodna banka Srbije, neto	404	278	581	1.072	1.758	350	1.600	3.328	4.357
1.1 Depoziti poslovnih banaka	-186	-56	-263	-441	-904	-270	-1.133	-1.401	-1.485
1.2 Depoziti države	140	-98	46	-45	-95	-27	97	-993	-1.076
1.3 NBS sopstvene rezerve (1.3 = 1 - 1.1 - 1.2)	358	123	364	587	759	53	564	933	1.796

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. Emisija akcija Agrobanke – efekat na tokove primarnog novca

U novembru 2006. Agrobanka je realizovala javni poziv za upis akcija nominalne vrednosti od 1,5 milijardi dinara. Mehanizam upisa akcija putem javnog poziva sastoji se najpre u uplati zainteresovanih lica maksimalnog iznosa koji žele da ulože u akcije. Nakon uplate, pravo na upis akcija raspodeljuje se zainteresovanim licima srazmerno ulogu u ukupnoj prikupljenoj sumi. Tako je, zbog velike atraktivnosti ulaganja u akcije Agrobanke – uplaćeno 32 milijarde dinara koje je prema propisima o izdavanju akcija putem javnog poziva, banka dužna da u dinarskom iznosu drži deponovano na računu kod NBS i, nakon upisa akcija, refundira svim licima višak koji su uplatili preko kupovne cene akcija na koje su dobili pravo upisa. Akcije su prodane sa premijom od 100% od nominalne vrednosti (20 000 dinara po akciji) akcionarima sa običnim pravom upisa i, sa premijom od 80%, akcionarima sa prečim pravom upisa (postojeći akcionari zainteresovani za novu emisiju). Na taj način Agrobanka je prikupila sredstva za uvećanje svog kapitala od oko pet milijardi dinara. O opravdanoj atraktivnosti kupovine akcija svedoči činjenica da je, prema tadašnjim kretanjima na berzi, posedovanje akcija Agrobanke omogućavalo veoma veliku zaradu: u decembru je tržišna cena ovih akcija na berzi u jednom trenutku dostigla vrednost od blizu 50.000 dinara, što predstavlja prinos od 100% nakon samo mesec dana posedovanja akcije.

Emisija akcija Agrobanke imala je, po svoj prilici, značajan odraz na deviznom tržištu i na tokove primarnog novca u periodu novembar 2006. – januar 2007, budući da se radi o relativno velikom iznosu prikupljenih i deponovanih dinara za domaći finansijski sistem (protivvrednost od oko 400 miliona evra, što predstavlja oko trećinu prosečnog mesečnog prometa na deviznom tržištu u Srbiji – zajedno međubankarskom i menjačkom). Možemo pretpostaviti da se većina investitora ponašala prema sledećem obrascu: prodala je sredstva u evrima da bi ih deponovala u dinarima i stekla pravo na upis akcija Agrobanke. Rok za deponovanje uloga zainteresovanih lica bio je 30. novembar 2006. Kupovina akcija u ukupnom iznosu od oko 50 miliona evra i upis akcija sprovedeni su u decembru 2006, a višak deponovanih sredstva (od oko 350 miliona evra u dinarskoj protivvrednosti) vraćen je zainteresovanim licima u januaru. U novembru 2006. došlo je do velikog potresa na deviznom tržištu – kada je NBS intervenisala neto otkupom deviza od banaka u iznosu od 260 miliona evra (do novembra je na međubankarskom tržištu učestvovala kao neto prodavac deviza bankama, videti Tabelu T8-7), a kroz menjačke poslove je otkupljeno 130 miliona evra što, takođe, predstavlja skok u odnosu na trend iz prethodnog perioda. U tokovima kreiranja primarnog novca – ova masovna transakcija ogleda se u emisiji dinara koji bivaju sterilisani putem repo operacija, ali i velikim skokom *slobodnih rezervi* banaka kod NBS u iznosu od skoro trećine novokreiranih dinara u Q4 – Tabela T8-6 (pojam *slobodne rezerve* koristi se kao pandan *obaveznoj rezervi*, ali je očigledno da nije najprikladniji u ovom slučaju, budući da se radi o obavezi deponovanja sredstava na računu Agrobanke kod centralne banke zbog propisane procedure za izdavanje akcija). Isti trend pritiska ponude deviza i intervencije NBS otkupom viška ponude u odbrani kursa od dalje aprecijacije, nastavljen je i u decembru 2006, doduše u nešto manjem obimu (Tabela T8-7), te emisiju akcija Agrobanke ne treba posmatrati kao jedini uzrok viška ponude deviza. Ovaj višak može se još objasniti i visokim prinosom na dinarske repo plasmane (videti deo 7. Finansijska tržišta). U januaru 2007. desio se, međutim, preokret na deviznom tržištu – višak tražnje za evrima, što je dovelo do pritiska ka depresijaciji dinara i NBS je ovaj put intervenisala u suprotnom smeru nego u novembru i decembru – neto prodavši bankama 420 miliona evra na međubankarskom tržištu. Prethodnu pojavu ponovo možemo, delimično, objasniti vraćanjem investitorima viška deponovanih dinara iz uloga za kupovinu akcija Agrobanke koji su opet konvertovani u devize.

9. Finansijska tržišta

U Q4 2006. godine dostignut je istorijski maksimum u obimu trgovanja akcijama, mereno dinarskim prometom. Oba indeksa Beogradske berze: BELEXfm i BELEX15, zabeležila su značajan rast 9,8%, odnosno 17,2% i ponovo dostigla nove istorijske maksimume od 1.952, odnosno 1.675 indeksnih poena. Bankarski sektor ostao je na prvom mestu po tržišnoj kapitalizaciji. Nominalni prinosi na repo instrumente i dalje padaju, kao posledica politike Narodne banke Srbije (NBS), ali, za razliku od prethodnog perioda, dolazi i do smanjivanja realnih prinosa. Uprkos svemu, interesovanje investitora za repo instrumente ostaje i dalje veliko. Na tržištu obveznica SDŠ najveći prinos jeste na obveznice s najskorijim dospećem, ali prosečni prinosi stagniraju u Q4, dok, s druge strane, dolazi do značajnog porasta prometa.

U Q4 dostignut istorijski maksimum trgovanja akcijama

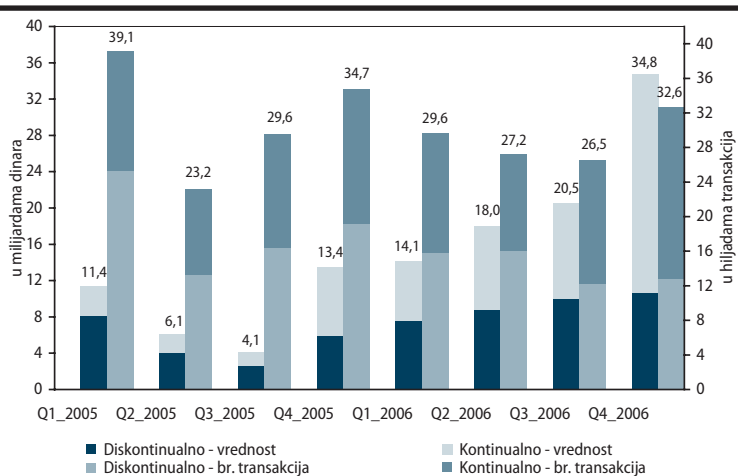
Obim trgovanja, meren dinarskim prometom, na tržištu akcija u poslednjem kvartalu 2006. godine nastavlja uzlazni trend i beleži novi istorijski maksimum od 34,75 milijardi dinara, što je 69,6% više nego u Q3 i dva i po puta više u odnosu na kraj 2005. U Q4 dolazi do preokreta u obimu trgovanja, merenom brojem obavljenih transakcija, nakon opadajućeg trenda koji traje od početka godine. U poslednja tri meseca 2006. obavljeno je 32,62 hiljade transakcija, što predstavlja maksimum za celu godinu i porast od gotovo 23% u odnosu na prethodni kvartal. Broj obavljenih transakcija u ovom kvartalu blizu je istorijskom maksimumu (mereno od početka 2005) od 34,73 hiljade transakcija koliko je zabeleženo u Q4 2005.

Posmatrajući strukturu obima trgovanja na tržištu akcija uočava se da je na trend rasta u Q4 odlučujuće uticao kontinualni segment trgovanja. Dinarski promet na diskontinualnom segmentu je porastao sa 10,01 milijardi dinara u Q3 na 10,74 milijarde dinara u Q4, dok je na kontinualnom segmentu ostvaren rast od 129% u odnosu na Q3. Slično je i kada se posmatra struktura obima trgovanja u obavljenim transakcijama. Broj obavljenih transakcija u kontinualnom segmentu porastao je za 38%, dok je na diskontinualnom segmentu zabeležen rast od samo 4,8%.

Najveći deo obima trgovanja na tržištu akcija ostvaren je sa samo pet najtrgovanijih akcija. U Q4 pet akcija sa najvećim obimom trgovanja činilo je 71,29% ukupnog obima trgovanja, dok je taj udeo u Q3 bio 74,03%. Korpa ovih akcija se menja iz meseca u mesec, ali u Q4 2006. AIK banka a.d. Niš (AIKB), Agrobanka a.d. Beograd (AGBN) i Komercijalna banka a.d. Beograd (KMBN) – uvek su bile u korpi pet akcija s najvećim obimom trgovanja i učestvovala su u ukupnom dinarskom prometu sa 49,04%.

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

Obim trgovanja celokupnog tržišta akcija raste



Izvor: www.belex.co.yu.

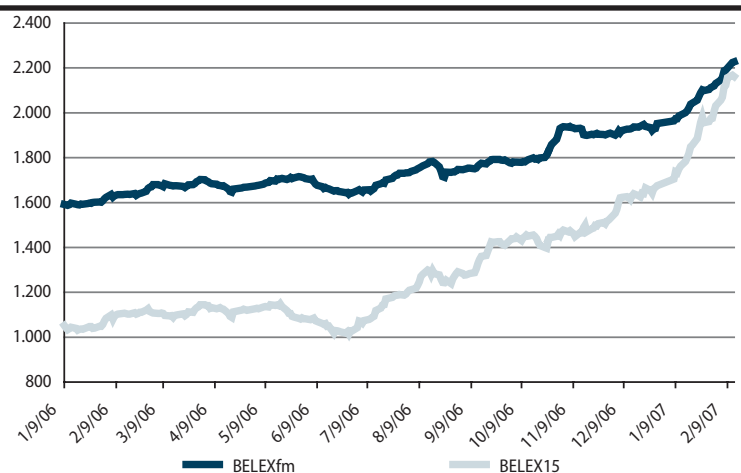
Legenda: MPC metod preovlađujuće cene, MCMK - minimalna cena minimalna količina, BLOK-cena blok transakcija.

Nakon preokreta na tržištu akcija u julu mesecu, koji je doveo do oporavka tržišta, ravnomerni uzlazni trend se sa Q3 prenosi i u poslednji kvartal 2006. godine. Zvanični indeksi Beogradske berze, BELEXfm i BELEX15 nastavljaju lagani rast i, kao i u prethodnom kvartalu, ostvaruju nove istorijske maksimume istoga dana na samom kraju Q4. Indeks svih akcija, BELEXfm dostiže vrednost od 1.952,30 indeksnih poena, a BELEX15, 1.675,20 indeksnih poena 29. decembra, što predstavlja rast od 9,84%, odnosno

17,12% respektivno. Pojava da oba indeksa Beogradske berze dostižu istorijske maksimume istoga dana na kraju posmatranog perioda, najavljuje nastavak uzlaznog trenda i u narednom periodu, što i potvrđuju podaci s početka 2007. godine.

Grafikon T9-2. BELEXfm i BELEX15 indeksi, 2006

*Uzlazni trend tržišta
akcija i novi istorijski
maksimumi oba
indeksa*



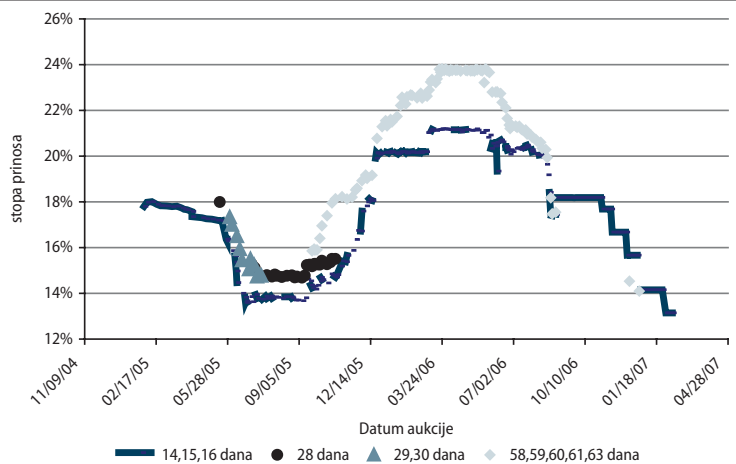
Izvor: www.belex.co.yu.

Hemofarma doveo je do značajnog smanjenja likvidnosti i investitori su koncentrisali svoju tražnju na sve manji broj likvidnih akcija. Uvođenje akcija Komercijalne banke u izvesnoj meri je nadomestilo izlazak Hemofarma. Osim toga, zbog učestale dokapitalizacije domaćih banaka i generalno uspešnog poslovanja bankarskog sektora u celini, povećalo se interesovanje investitora za akcije iz ovog sektora.

Na primeru emisija akcija Agrobanke (AGBN) – vidi se koliko je veliko interesovanje investitora za nove mogućnosti za plasiranje kapitala. U novembru 2006. Agrobanka je realizovala javni poziv za upis akcija nominalne vrednosti od 1,5 milijarde dinara. Akcije su prodane sa premijom od 100% od nominalne vrednosti (20.000 dinara po akciji) akcionarima sa običnim pravom upisa i, sa premijom od 80%, akcionarima sa prećim pravom upisa (postojeći akcionari zainteresovani za novu emisiju). Mehanizam upisa akcija putem javnog poziva sastoji se najpre u uplati zainteresovanih lica maksimalnog iznosa koji žele da ulože u akcije. Nakon uplate zainteresovanih lica, pravo na upis akcija raspodeljuje se licima srazmerno ulogu u ukupnoj prikupljenoj sumi. Tako je zbog velike atraktivnosti ulaganja u akcije Agrobanke uplaćeno 32 milijarde dinara, čak 21 puta više od nominalne vrednosti emisije. O opravdanoj atraktivnosti akcija svedoči činjenica da je prema tadašnjim kretanjima na berzi posedovanje akcija Agrobanke omogućavalo veoma

Grafikon T9-3. Repo prinosi, novembar 2004 - septembar 2006 (po ročnosti)

*Nominalni prinosi
na repo plasmane
padaju...*



Izvor: NBS i Ministarstvo finansija RS.

Nakon preokreta u avgustu, kada je sektor finansijskog posredovanja, posebno bankarstvo, izbio na prvo mesto po tržišnoj kapitalizaciji, pokazalo se da je to novi trend na tržištu akcija¹. Sektor finansijskog posredovanja ostaje na prvom mestu tokom celog Q4 2006. i u januaru 2007. Za taj novi trend najodgovorniji je izlazak Hemofarm koncerna a.d. Vršac (HMFR) sa Beogradske berze. Izlazak

Hemofarma doveo je do značajnog smanjenja likvidnosti i investitori su koncentrisali svoju tražnju na sve manji broj likvidnih akcija. Uvođenje akcija Komercijalne banke u izvesnoj meri je nadomestilo izlazak Hemofarma. Osim toga, zbog učestale dokapitalizacije domaćih banaka i generalno uspešnog poslovanja bankarskog sektora u celini, povećalo se interesovanje investitora za akcije iz ovog sektora.

Na primeru emisija akcija Agrobanke (AGBN) – vidi se koliko je veliko interesovanje investitora za nove mogućnosti za plasiranje kapitala. U novembru 2006. Agrobanka je realizovala javni poziv za upis akcija nominalne vrednosti od 1,5 milijarde dinara. Akcije su prodane sa premijom od 100% od nominalne vrednosti (20.000 dinara po akciji) akcionarima sa običnim pravom upisa i, sa premijom od 80%, akcionarima sa prećim pravom upisa (postojeći akcionari zainteresovani za novu emisiju). Mehanizam upisa akcija putem javnog poziva sastoji se najpre u uplati zainteresovanih lica maksimalnog iznosa koji žele da ulože u akcije. Nakon uplate zainteresovanih lica, pravo na upis akcija raspodeljuje se licima srazmerno ulogu u ukupnoj prikupljenoj sumi. Tako je zbog velike atraktivnosti ulaganja u akcije Agrobanke uplaćeno 32 milijarde dinara, čak 21 puta više od nominalne vrednosti emisije. O opravdanoj atraktivnosti akcija svedoči činjenica da je prema tadašnjim kretanjima na berzi posedovanje akcija Agrobanke omogućavalo veoma veliku zaradu: u decembru je tržišna cena ovih akcija na berzi u jednom trenutku dostigla vrednost od blizu 50.000 dinara, što predstavlja prinos od 100% nakon samo mesec dana posedovanja akcije. Ovo je sigurno imalo i uticaja na deviznom tržištu, o čemu detaljnije pišemo u odeljku 7. Monetarni tokovi i politika.

U Q4 2006. godine nastavlja se pad nominalnih prinosa na repo instrumente NBS, ali za razliku od prethodnih kvartala dolazi i do pada

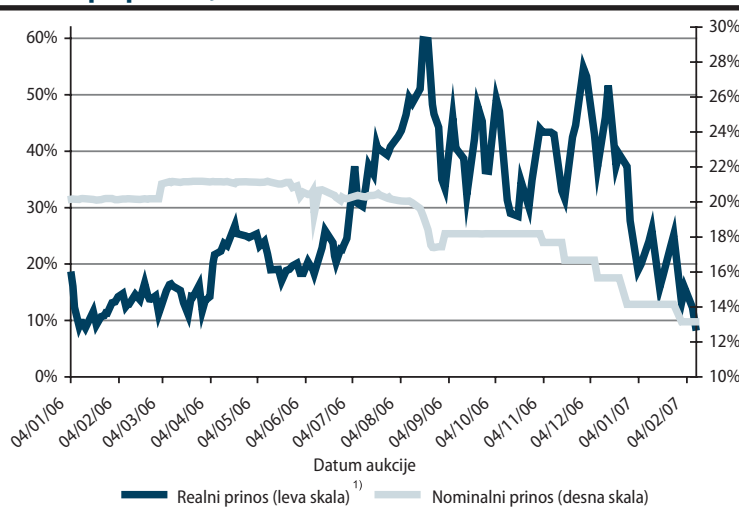
¹ Do avgusta 2006. sektor s najvećom tržišnom kapitalizacijom bio je proizvodnja prehrambenih proizvoda, pića i duvana.

realnih prinosa (računati u odnosu na kurs dinar/evro i u odnosu na inflaciju) (Grafikoni T9-3, T9-4 i T9-5). Smanjenje nominalnih prinosa, posledica je politike Narodne banke Srbije, koja fiksno određuje prinos na dvonedeljne repo instrumente (2w)². Taj prinos je 18% sve do novembra, nakon čega je smanjen prvo na 17,5%, a zatim na 16,5%, 15,5%, da bi na kraju godine bio 14%. Takva politika NBS se nastavlja i u 2007. godini, pa je krajem januara prinos na 2w repo instrumente smanjen na 13%. Dalji pad beleži i prinos na dvomesečne repo instrumente. Aukcija ovih instrumenata nije bilo od avgusta kada im je nominalni prinos bio 17,55%. U decembru su organizovane dve aukcije dvomesečnih repo instrumenata na kojima su ostvareni prinosi od 14,53% i 14,10%.

Novina u ovom kvartalu, kada govorimo o repo instrumentima, jeste to da realni prinosi, računati u odnosu na kurs dinar/evro (promena prethodna tri meseca) umesto u odnosu na kretanje inflacije, prate pad nominalnih prinosa. Ova promena trenda počinje na kraju kvartala, sredinom decembra, kada realni prinosi sa nivoa od oko 50% do kraja godine padaju na 28%, a taj pad se nastavlja i u Q1 2007, tako da početkom februara realni prinos na 2w repo je oko 9%. Ta promena trenda može se objasniti preokretom kursa dinar/evro. Posmatrajući tromesečni analizovani

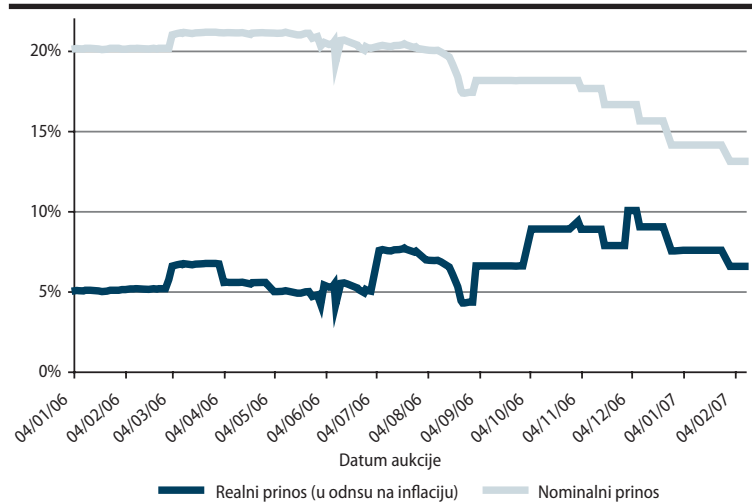
Grafikon T9-4. Realni (u odnosu na kurs dinar/evro) i nominalni repo prinosi, 2006

...kao i realni



Izvor: NBS i Ministarstvo finansija RS. 1) U odnosu na kurs din/eur

Grafikon T9-5. Realni (u odnosu na inflaciju) i nominalni repo prinosi, 2006



Izvor: NBS i Ministarstvo finansija RS.

² Memorandumom Narodne banke Srbije od 30. avgusta 2006. dvonedeljni repo instrumenti (2w) postali su ključni monetarni instrument čiji prinos se određuje fiksno od strane NBS.

kurs dinar/evro uočava se da upravo od sredine decembra, nakon duže apresijacije, dinar ponovo depresira do kraja godine i nastavlja taj trend u januaru 2007, što u kombinaciji sa padom nominalnih prinosa dovodi i do pada realnih prinosa na repo instrumente. Ista pojava zabeležena je i kada se realni prinosi na repo instrumente računaju u odnosu na stopu inflacije. Početkom Q4 ovi prinosi su bili oko 9%, da bi na kraju kvartala pali na 7,5%, a u februaru 2007 na daljih 6,6%.

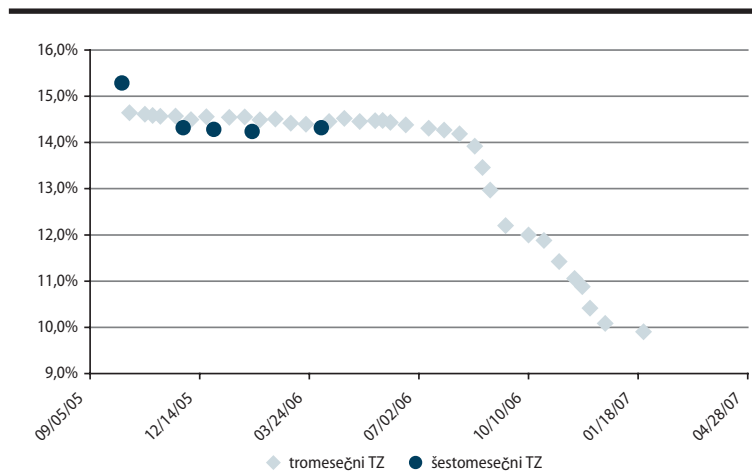
Bez obzira na novi opadajući trend, atraktivnost 2w repo nije opala kod investitora budući da je na svim dosadašnjim aukcijama procenat realizacije ostao 100%.

Oštar pad stope prinosa na tržištu trezorskih zapisa započet u avgustu nastavlja se u Q4 2006. i produžava u 2007. (Grafikon T9-5). Shodno tome, najveću stopu prinosa od 12% u Q4, ostvario je tromesečni trezorski zapis (TZ), ponuđen 10. oktobra –

nominalne vrednosti 500 miliona dinara. Koeffcijent realizacije svih ponuđenih tromesečnih TZ u Q4 bio je 100%. Vrednosti emisija tromesečnih TZ kretale su se od 500 miliona do milijardu dinara, dok šestomesečnih trezorskih zapisa nije bilo u ponudi ni tokom poslednjeg kvartala 2006. Ukupna nominalna vrednost svih trezorskih zapisa emitovanih tokom Q4 iznosila je pet milijardi dinara kao i u Q3 2006.

Grafikon T9-6. Stope prinosa na tržištu trezorskih zapisa, 2005–2006

Oštar pad stopa prinosa na tržištu trezorskih zapisa se nastavlja

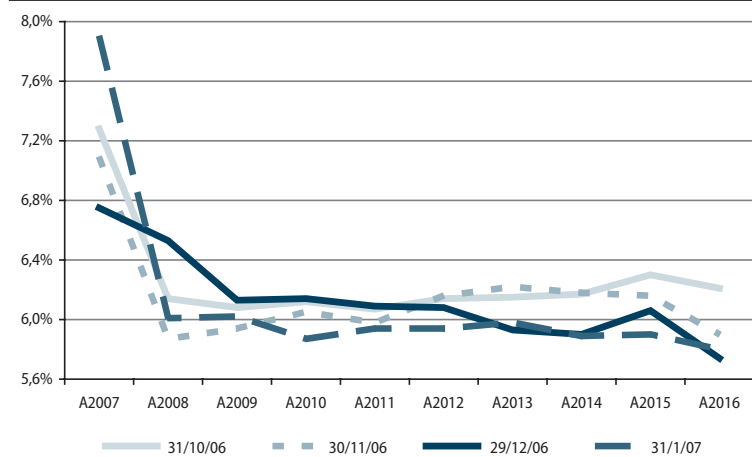


Izvor: NBS i Ministarstvo finansija RS.

beleže pad prinosa u opsegu od 9bp do 34 bp, zavisno od ročnosti. Kao i u prethodnom kvartalu, rast prinosa na obveznice sa skorijim dospećem može se objasniti očekivanjem investitora u pogledu kretanja kursa dinar/evro. Investitori i dalje očekuju, ako ne stagnaciju i apresijaciju, onda blagu depresijaciju dinara do dospeća A2007 i zahtevaju veću premiju. Ali, kada se radi o obveznicama sa kasnijim rokom dospeća, ta očekivanja su drugačija i investitori, verovatno, predviđaju depresijaciju dinara u nekom budućem, daljem periodu.

Grafikon T9-7. Krive prinosa na obveznice SDŠ

Krive prinosa SDŠ reflektuju očekivanja investitora u pogledu kretanja deviznog kursa



Izvor: www.belex.co.yu

Nakon rasta prinosa na obveznice SDŠ u Q3 2006, u poslednjem kvartalu dolazi do njihove stagnacije i pada krajem kvartala, koji se nastavlja i na početku Q1 2007. Rast je ostvaren kod obveznica sa skorijim dospećem, dok obveznice koje imaju duži rok dospeća – beleže i pad prinosa. Prinos na A2007 je u Q4 porastao za 36 bp, a na A2008 za 54 bp, dok obveznice A2013 do A2016

Posmatrajući krive prinosa obveznica SDŠ može se primetiti – da je približavanje roka dospeća A2007 u kombinaciji s blagom depresijacijom dinara, dovelo do pada prinosa obveznice. Međutim, kako dalja nagla depresijacija dinara nije usledila krajem januara 2007. (nakon parlamentarnih izbora), što su verovatno neki investitori očekivali, došlo je do ponovnog porasta prinosa na A2007.

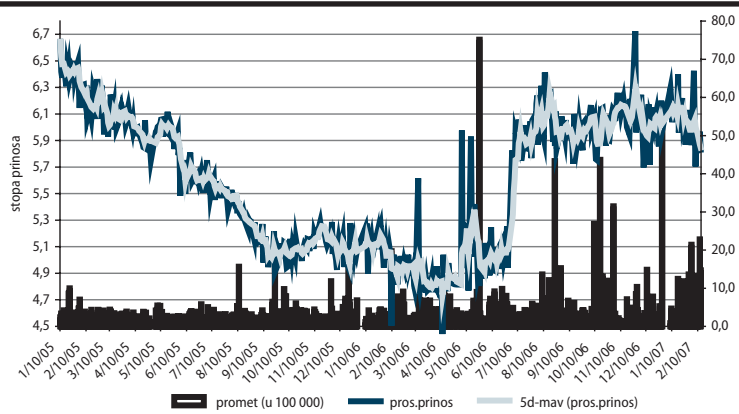
Porast prinosa na obveznice sa skorijim dospećem, osim očekivanja investitora u pogledu kretanja kursa, može se objasniti i transakcionim troškovima za investitore. Kako se datum dospeća obveznice približava, investitori zahtevaju sve veći prinos kako bi pokrili transakcione troškove³.

U Q4 2006. ukupan ostvareni promet obveznicama SDŠ je značajno porastao i iznosi 39,8 milijardi dinara, što predstavlja povećanje od 57,4% u odnosu na Q3, odnosno 77,6% u odnosu na Q4 prošle godine.

3 Videti: Živković, B., Urošević, B., Cvijanović, D., Drenovak, M. "Finansijsko tržište Srbije: 2000-2005", QM1, 2005

Stagnacija prosečnog prinosa na obveznice SDŠ u Q4

Grafikon T9-8. Prosečan prinost na obveznice SDŠ¹⁾



Izvor: www.belex.co.yu.

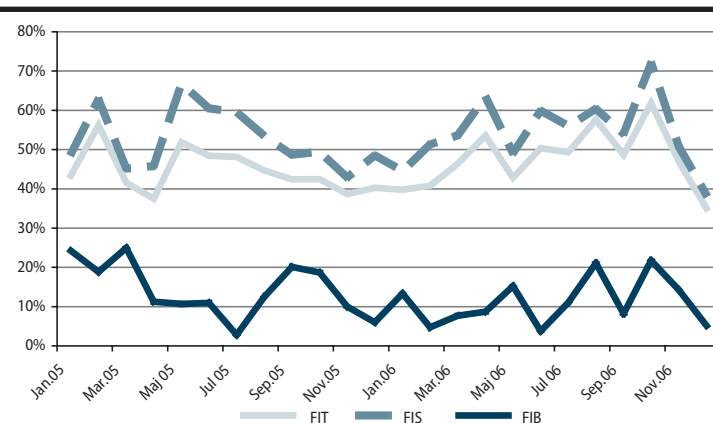
1) Na grafikonu su prikazane prosečne vrednosti, kada se izuzme abnormalni prinost od 42% na obveznici A2006 10. marta 2006.

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

T9-8). Može se pretpostaviti da su jedan od uzroka smanjenog učešća stranih investitora na finansijskim tržištima u Srbiji bili januarski parlamentarni izbori. Neizvesnost u pogledu sastava i politike buduće Vlade Srbije uticala je da investitori, makar privremeno, premeste svoje investicije. Zanimljivo je primetiti da je i pored do sada najmanjeg učešća stranih investitora, ostvaren rekordni promet – kako na tržištu akcija, tako i na tržištu obveznica SDŠ, i da su oba indeksa Beogradske berze dostigla svoje istorijske maksimume.

Aktivnost stranih investitora na istorijskom minimumu

Grafikon T9-9. Stope učešća stranih investitora, 2005–2006



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.

Od novembra dolazi do značajnog pada učešća stranih investitora na tržištu kapitala u Srbiji⁴. Učešće stranih investitora na tržištu obveznica (kriva FIB) u decembru iznosi 5,16%, što je najmanje zabeleženo učešće od jula 2006. Učešće stranih investitora na tržištu akcija (kriva FIS) i na tržištu trezorskih zapisa (kriva FIT) beleže svoje istorijske minimume u decembru i iznose 38,36% i 35,05%, respektivno (Grafikon

4 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 implicira 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 sa dvostrukim državljanstvom.

POD LUPOM

Iskustva Hrvatske sa spoljnim dugom

Evan Kraft*

Hrvatska je od 2000. ostvarivala stabilan privredni rast uz umerenu inflaciju, ali se sada suočava s visokim deficitom tekućeg bilansa i rastućim nivoom spoljnog duga. Kontrolisanje spoljnog duga dodatno otežava i visoka tražnja za kreditima, a u uslovima razvijenog bankarskog sektora u kojem dominiraju strane banke koje imaju mogućnost jeftinog zaduživanja u inostranstvu. Monetarna politika ima ograničene instrumente za upravljanje tom situacijom, a njene efekte umanjuje i visok nivo evroizacije. Zato je kombinacijom administrativnih mera monetarne politike i umerenim fiskalnim zatezanjima, Hrvatska pokušavala da stabilizuje spoljni dug, ali će, po svemu sudeći, za rešavanje tog problema u budućnosti biti potrebni veći napori, posebno u fiskalnoj sferi.

1. Uvod

Mada je Hrvatska od 2000. ostvarivala stabilan privredni rast uz umerenu inflaciju, suočila se s visokim deficitom tekućeg bilansa i visokim i rastućim nivoom spoljnog duga. Uprkos tim problemima, Evropska unija je Hrvatsku ocenila kao „zemlju funkcionalne tržišne privrede“ i dodelila joj status zemlje kandidata za članstvo. Štaviše, nekoliko agencija je ovoj zemlji nedavno dalo višu ocenu kreditnog rejtinga. Pa ipak, neravnoteža u odnosima sa inostranstvom ostaje bitan faktor rizika koji zaokuplja kreatore ekonomske politike.

Ovaj članak pruža kratak pregled uzroka nastanka hrvatskog problema s dugovima, kao i moguće pouke za Srbiju. Rizike koji proističu iz stranog duga, nažalost, veoma je teško precizno proceniti. Otuda, situacija u kojoj se Hrvatska trenutno nalazi možda se najbolje može opisati kao stabilnost u kratkom roku, mada mudro upravljanje nalaže primenu proaktivnih mera politike kako bi se izbegli mogući problemi na duži rok. Situaciju dodatno komplikuje činjenica da trenutno nema krize, što otežava stvaranje političkog konsenzusa oko nekih manje priyatnih mera koje bi zaista trebalo primeniti.

Koji se instrumenti ekonomske politike mogu koristiti? Monetarna politika svakako može da odigra određenu ulogu, iako visok nivo evroizacije i snažni prilivi kapitala u velikoj meri ograničavaju manevarski prostor i njenu ukupnu delotvornost. Stoga bi trebalo primeniti strože mere fiskalne politike kako bi se postigla određena mera osiguranja od budućeg rizika. Uz to, strukturne reforme su ključ za podizanje produktivnosti i izvozne konkurentnosti, što bi prekinulo začarani krug zavisnosti od uvoza, i to: kako kapitalnih proizvoda, tako i robe široke potrošnje.

2. Kratak pregled situacije

U Tabeli L1-1 dat je kratak pregled razvoja bitnijih makroekonomskih pokazatelja u Hrvatskoj.

Vidimo da je bruto spoljni dug porastao sa, već donekle visokog, nivoa od 60,6% BDP-a 2000. godine na oko 84,5% (autorova procena) krajem 2006 (Tabela L1-1). Kako se nivo od 80% često koristi kao kritična vrednost, to povećanje moglo bi se posmatrati sa zebnjom. Ujedno, neto dug je u ovom periodu značajno porastao, mada nešto manje – za 16,1 procentnih poena.

Rast spoljnog duga uglavnom se dogodio u 2003. godini, uz manje povećanje tokom 2004. Godina 2003. bila je period veoma visokog rasta, pogoršanja fiskalnog položaja, kao i znatnog rasta

* Autor je Savetnik Guvernera u Hrvatskoj narodnoj banci.

zaduživanja banaka u inostranstvu. Ta godina je takođe bila i predizborna, a kulminirali su i radovi na velikom građevinskom projektu – izgradnji autoputa Zagreb–Split. Izgradnja autoputa u stvari je započela 2002, što pomaže da se objasni ogroman skok deficita tekućeg bilansa te godine.

Tabela L1-1. Hrvatska, izabrani makroekonomski pokazatelji, 2000–2006

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006 p
Inflacija (indeks troškova života), u %	5,5	2,4	1,8	1,7	2,4	3,3	3,4
Realni rast BDP, u %	2,9	4,4	5,6	5,3	3,7	4,3	4,6
Bilans tekućeg računa, u % BDP	-2,5	-3,7	-8,6	-7,1	-5,1	-6,3	-7,5
Strane direktne investicije, u % BDP	5,7	6,8	4,9	6,8	3,5	4,6	7,1
Devizne rezerve centralne banke (mld. evra)	3,8	5,3	5,7	6,6	6,4	7,4	9,0
Bruto strani dug, u % BDP	60,6	60,7	61,5	75,5	80,2	82,5	84,5
Neto strani dug*, u % BDP	41,7	36,6	38,4	50,5	57,6	58,5	57,8
Konsolidovani fiskalni bilans**, u % BDP	-6,5	-6,7	-5,2	-6,3	-4,9	-4,1	-4,1
Strani dug države, u % BDP	26,4	26,8	24,1	25,2	25,5	22,8	19,8
Strani dug banaka, u % BDP	11,0	11,5	15,5	23,3	27,1	29,1	28,8
Strani dug preduzeća, u % BDP	18,6	16,5	16,1	18,6	20,5	23,1	27,9
Realni efektivni kurs, 2001=100	101,8	98,9	96,2	94,6	90,9	91,0	89,0
Realni kurs Kuna/Evro, 2001=100	102,3	100,0	99,6	102,1	100,9	98,6	96,8

* Neto strani dug = bruto strani dug - devizne rezerve centralne banke.

** Uključuje otplatu "penzijskog duga" u 2006.

Izvori: Hrvatska narodna banka, Hrvatski zavod za statistiku; procene autora za 2006.

Zanimljivo je primetiti da je spoljni dug značajno porastao uprkos velikom obimu direktnih stranih investicija, koje su u šest od sedam godina navedenih u Tabeli L1-1 premašale nivo od dve trećine deficita tekućeg bilansa. Drugim rečima, Hrvatska se zaduživala znatno više nego što je trebalo da se pokrije njen deficit tekućeg računa. Ovo odražavaju i znatno povećane rezerve centralne banke.

Ako spoljni dug posmatramo po sektorima, čini se, na prvi pogled, da državni sektor nije izazvao problem sa dugovima. Zaduzivanje banaka u inostranstvu poraslo je tokom ovog perioda za skoro 18 procentnih poena BDP-a, dok je zaduzivanje preduzeća u inostranstvu veće za više od devet procentnih poena. Ipak, ako se uzme u obzir državni deficit, koji je tokom celog tog perioda ostao na visokom nivou, bilo bi preuranjeno osloboditi državu odgovornosti samo na osnovu podataka o dugu.

Uteha se u određenoj meri može naći u tome što veliki deo ovako uvećanog duga otpada na privatni sektor, odnosno ugovoren je putem lokalnih banaka. Od banaka bi se moglo očekivati da pažljivije od javnog sektora biraju zdrave klijente za kredite i procenjuju mogući rizik. Uz to, sve manji udeo države u zaduzivanju u inostranstvu umanjuje verovatnoću da se pojave problemi sa suverenim dugom.

Pa ipak, pošteno je priznati to da se u novijoj istoriji javlja mnoštvo slučajeva u kojima komercijalne banke nesavesno odobravaju kredite, kao i situacijâ u kojima je očit „sindrom prezaduženosti“ (McKinnon and Pil 1999), u čemu prednjači upravo privatni sektor. Na drugim mestima sam zastupao stav (Kraft and Jankov 2005) da takvo pravilo ne odgovara Hrvatskoj, ali je i dalje tačno to da nije za utehu sama činjenica da se privatni sektor zadužuje.

Opravdano je i upozorenje o realnoj apresijaciji domaće valute. Realni efektivni kurs je tokom ovog perioda apresirao oko 12,8 procentnih poena; ipak, to je uglavnom prouzrokovano apresijacijom evra (pa samim tim i kune) u odnosu na američki dolar. Kurs kune prema evru, deflacioniran indeksom cena u Hrvatskoj i evrozoni, pruža bolji indikator apresijacionih pritisaka koje neposredno uzrokuju makroekonomske prilike u Hrvatskoj. Ovdje vidimo da se od 2003. javlja značajna realna apresijacija od skoro dva procentna poena godišnje. Mada je ovaj nivo

niži od realne apresijacije na koju ukazuje realni efektivni kurs, on i dalje predstavlja značajan apresijacioni pritisak.

3. Značaj problema spoljnog duga

Pre nego što pređemo na uzroke rasta duga, biće korisno reći nešto o njegovom značaju. Servisiranje obaveza iz spoljnog duga u ovom trenutku Hrvatskoj ne predstavlja problem. Rezerve u stranoj valuti pokrivaju više od pet meseci uvoza, a kratkoročni dug nije visok.

Pitanje održivosti duga, međutim, prilično je složeno. Predlagane su razne metode za analiziranje održivosti, ali čak i najsmeoniji autori priznaju da postoji mali broj jasnih smernica (IMF 2002, 2003, 2004; Goldstein 2004). Pristup koji verovatno najviše obećava jeste upravljanje rizikom: koristi se kako bi se osmislili mogući nepovoljni scenariji, ispitale njihova verovatnoća i implikacije, a potom i iznašle mere politike kojima bi se moguća ranjivost umanjila bez preteranih troškova.

Kada se ovaj pristup primeni na Hrvatsku, pokazuje se da se negativni scenariji mogu prilično lako zamisliti (Babić i dr. 2003). Veliki poremećaji nivoa neto izvoza, ili znatno usporavanje stope rasta, skopčani s neprikladnom fiskalnom politikom, mogu dovesti do oštrog rasta odnosa duga i BDP-a tokom perioda od pet do 10 godina. Ipak, uz razumnu politiku, uključujući i stalnu fiskalnu konsolidaciju, umeren rast novčane mase, i nastavak rasta BDP-a uz stopu od oko 4%, proporcije duga stabilizuju se ili čak beleže i manje poboljšanje.

Još dva faktora daju povoda za optimizam. Prvo, sve veći kredibilitet koji Hrvatskoj daje status zemlje kandidata za članstvo u EU trebalo bi da joj pomogne da izgradi kapacitete za bolje upravljanje dugovima. Mada ne bi bilo mudro očekivati da će EU ili, što je još manje izvesno, ECB, spasavati Hrvatsku od problema sa dugovima, manje je verovatno da će se tržište iznenada okrenuti protiv Hrvatske kada ona jednom postane članica EU.

Drugo, s tehničke tačke gledišta, trebalo bi revidirati BDP Hrvatske kako bi se njime obuhvatila i procenjena vrednost neformalne ekonomije. Ovaj metodološki zahtev nameću Eurostat i EU, a zapravo je zamišljen kako bi se sprečili „nezasluženi“ transferi iz budžeta EU zasnovani na potcenjenom BDP-u. Hrvatski BDP porašće za oko 11% (Lovrinčević i dr. 2005), usled čega će, naravno, odnos spoljnog duga i BDP-a pasti ispod „magičnih“ 80%. To ne bi trebalo smatrati suštinskom promenom, mada bi donekle moglo poslužiti kao protivteža u raspravi o ovom pitanju.

4. Problem štednje i fiskalna politika

Kratko rečeno, hrvatski problem sa spoljnim dugom stvara određene rizike, mada je teško reći koliko su oni ozbiljni. Okrenimo se sada pitanju na koje je lakše dati odgovor: zašto je problem zaduživanja u inostranstvu tako težak? Moglo bi se reći da sve to proističe iz niskog nivoa štednje u zemljama u tranziciji. Usled niske marginalne sklonosti da se štedi, ili njenog ekvivalenta: visoke marginalne tendencije da se troši, u zemljama u tranziciji vlada nestašica kapitala. Kamatne stope znatno su više nego u razvijenim tržištima, a kapital pritiče u zemlje u tranziciji uglavnom u obliku kredita.

Pri tom, ukupna štednja takođe je relativno niska, a često je i loše raspodeljena (u rukama je prilično uske grupe bogatih pojedinaca, od kojih su neki imetak stekli nedozvoljenim radnjama, dok mali broj njih želi da iskoristi svoju uštedevinu za investicije koje bi koristile privredi). Doduše, treba priznati da se bogatstvo stanovništva zemalja u tranziciji, ne meri najpouzdanije statističkim metodama kao i to da ono, zapravo, može biti bitno veće nego što se pretpostavlja. Prvo, postoje velike rezerve strane valute u gotovini koje je teško izmeriti. Drugo, mnogi stanovnici zemalja u tranziciji takođe drže imetak van svoje zemlje (npr. u obliku stranih bankovnih računa), ili u zemlji imaju drugu neregistrovanu imovinu.

Nesavršenost tržišta je, uz nizak nivo štednje, još jedan uzrok visokih kamatnih stopa. Usled velike pravne nesigurnosti, veće su premije za rizik na finansijskim tržištima; ograničena konkurencija i

neefikasne banke su takođe do nedavno bile uzrok visokih kamatnih stopa – one bi verovatno bile više u zemljama u tranziciji čak i da su stope štednje slične onima u razvijenim tržištima.

Postoje, međutim, dobri razlozi za to što je u zemljama u tranziciji stopa štednje niža. Kako je tranzicija odmicala, javljala su se očekivanja da će zarade porasti. Stanovništvo, prirodno, očekuje da će biti moguće otplatiti kredit uzet danas (većom) sutrašnjom zaradom. Dodajmo tome da život građana zemalja u tranziciji nije pratio evropski potrošački životni stil. Ako ništa drugo, tranzicija je svakako omogućila pristup traženoj robi široke potrošnje, kao što su automobili ili odeća (mada ni u kom slučaju za sve).

Činioci koji dodatno pogoršavaju nestašicu štednje jesu i velika državna potrošnja i investicije. Zemlje u tranziciji, delom zbog svog socijalističkog nasleđa, često obezbeđuju relativno izdašna socijalna davanja u poređenju sa svojim nivoom BDP-a po glavi stanovnika. Istovremeno, preveliki i neefikasni državni sektor – uključujući i državnu upravu i javna preduzeća – guta veliki deo BDP-a.

Štaviše, kako Vilem Bujter i Klemens Grafe (Willem Buijter and Clemens Grafe 2002) ističu, u zemljama u tranziciji postoji ogromna potreba za dosada nerealizovanim ulaganjima. Putevi, škole i bolnice – da navedemo samo bitnije stavke – vaze za izgradnjom ili obnovom. Socijalna stopa prinosa ovih ulaganja će svakako biti pozitivna, mada će se možda manifestovati tek na relativno dugi rok.

Ali kako se sve to može finansirati? Pa naravno! Zaduživanjem u inostranstvu, gde su poslednjih nekoliko godina kamatne stope neobično niske. Zemlje u tranziciji već neko vreme uživaju prednosti koje su doneli deflatorni strahovi Evrope i Japana. Posebno se Hrvatska država tokom devedesetih i početkom prve decenije 21. veka značajno zaduživala na japanskom tržištu.

Pitanje državnog zaduživanja u inostranstvu izgleda da je lakše rešiti nego pritisak visoke potrošnje i velikih apetita privatnog sektora za kreditima. Na kraju krajeva, država može da obveznice prodaje kod kuće umesto u inostranstvu. Naravno, ovo rešenje, koje je primenila Hrvatska, lošije je u odnosu na stvarno smanjenje državnog deficita, jer povećanje ukupne tražnje koju stvara državni deficit indirektno stimuliše zaduživanje u inostranstvu jer povećava tražnju stanovništva. Štaviše, može se dogoditi da i same banke počnu da se zadužuju u inostranstvu kako bi otkupile sve domaće državne hartije od vrednosti emitovane u skladu sa ovakvom strategijom. Izgleda da se upravo ovo dogodilo u Hrvatskoj u poslednjih nekoliko godina.

No, i pored toga, treba reći da Bujterovi i Grafeovi argumenti zaslužuju da budu uzeti u obzir. Državno zaduživanje, pa čak i zaduživanje u inostranstvu, da bi se finansirala infrastruktura, može povećati buduću proizvodnju i, posmatrano u široj perspektivi, predstavljati mudar politički izbor. Najbolji pravac delanja bio bi da se ograniče tekući rashodi, i to u meri dovoljno da se razuman nivo kapitalnih rashoda može finansirati u uslovima ukupnog budžetskog suficita. Ovako bi se mogao kontrolisati problem duga, a istovremeno bi se i na najmanju moguću meru sveli apresijacioni pritisci koji dolaze od javnog sektora.

Kreatori monetarne politike bi takođe mogli da iskoriste prihode od privatizacije za smanjenje spoljnog duga delimičnom otplatom. Hrvatska je do sada koristila prihode od privatizacije za finansiranje potrošnje, i to često tekuće potrošnje. Bilo bi razumnije koristiti jednokratne prihode od privatizacije za finansiranje investicija ili otplatu duga.

Ipak, ako su prihodi od privatizacije u domaćoj valuti, pre nego što ih država usmeri na otplatu spoljnog duga, morala bi da otkupi stranu valutu od komercijalnih banaka ili (što je verovatnije) centralne banke. Ovo je u Hrvatskoj već rađeno. Mana takvog pristupa je to što će se time smanjiti rezerve centralne banke u stranoj valuti. Zapravo, posle ovakve transakcije *neto dug* jedne zemlje ostaje nepromenjen. Iako se ovo merilo ređe pominje u javnim raspravama o spoljnom dugu, ozbiljni analitičari, kao na primer agencije za procenu kreditnog rejtinga ili međunarodne finansijske organizacije, veoma pažljivo prate nivo *neto duga*.

5. Banke, krediti i monetarna politika

Ako fiskalna strana, načelno, stvara nešto manje problema (iako možda u praksi nije u tolikoj meri lakša, kada se u obzir uzmu svi politički problemi koji je prate), onda je strana potrošnje/štednje zaista krajnje teška. Jedna od najuspešnijih političkih inicijativa u Hrvatskoj u poslednjih nekoliko godina – privatizacija komercijalnih banaka prodajom uglednim stranim igračima – zapravo, samo pogoršava ovaj problem. Bankarski sistem je sada zdrav, kreditno sposoban i dobro zarađuje. Domaćinstva i preduzeća uživaju u prednostima koje sa sobom nosi pristup kreditima, nikada ranije viđen. Zbog čega onda hrvatske (ili srpske) banke ne bi trebalo da se zadužuju u inostranstvu kako bi finansirale svoje planove za kreditnu ekspanziju? Nažalost, ono što je logično za pojedinačne banke problematično je za privredu u celini.

Nije lako pronaći instrumente kojima bi se kontrolisalo zaduživanje banaka u inostranstvu. Kamatne stope nisu od velike koristi; dizanje stopa samo bi povećalo priliv kapitala zasnovanog na kamati. Istini za volju, postoji teoretska šansa da bi se rastom kamatnih stopa smanjilo zaduživanje banaka u inostranstvu: to bi se desilo ukoliko bi kamatni elasticitet tražnje za kreditima bio veoma visok. U ovom slučaju, rast kamatne stope snažno bi uticao na tražnju za kreditima, usled čega bi banke imale manje potrebe za zaduživanjem radi pokrivanja kreditiranja.

Međutim, mogućnost da u jednoj zemlji u tranziciji tražnja za kreditima ispoljava visok kamatni elasticitet malo je verovatna. Sve doskora kredite je bilo teško dobiti, a kamatne stope bile su veoma visoke. Među zajmoprimcima postoji snažna nerealizovana tražnja, i nije izgledno da će oni biti izuzetno osetljivi na kamatne stope. Svako ko je ikada živeo u jednoj zemlji u tranziciji zna da je velika pobeda dobiti kredit – i to bilo kakav. Stvari se u tom pogledu menjaju, ali promene su tek počele. Zapravo, procena tražnje za kreditima u Hrvatskoj ipak pokazuje umeren nivo elasticiteta, ali nedovoljno visok da se na njega može računati.

Optimizam, međutim, kviri još jedno pitanje. Uzevši u obzir njihove visoke zarade, malo je verovatno da će banke više troškove preneti na svoje kamatne stope otplate kredita. U takvoj situaciji, koja je u Hrvatskoj svakako prisutna od 2003, čitav transmisioni sistem kamatnih stopa potpuno se raspada.

Šta se onda može učiniti? Jedan mogući pravac delanja je ograničavanje rasta novca. U Hrvatskoj, gde je glavni mehanizam emisije novca do sada bio kupovina strane valute od banaka, ovo bi značilo da treba kupovati manje strane valute, ili, nešto drugačije rečeno: dozvoliti apresijaciju domaće valute. Uz manju emisiju novca, banke bi imale manje likvidnosti dostupne za finansiranje kredita, pa bi rast kredita trebalo da se uspori.

I kod ove ideje javljaju se problemi. U Hrvatskoj je otprilike dve trećine kredita vezano za stranu valutu. To znači da će apresijacija smanjiti rate za otplatu kredita, što ima efekat ekvivalentan smanjenju kamatne stope. Takođe, ako centralna banka smanji emisiju novca, moguće je da bi banke pokušale to da nadoknade povećanim zaduživanjem u inostranstvu. Ovo bi, naravno, samo dodatno pojačalo apresijacione pritiske. Usled svega ovoga nameće se pitanje: koliko nominalne apresijacije centralna banka može da toleriše, ako se uzme u obzir rizik po izvoznike.

U Srbiji se kod ovog pitanja javlja još jedna začkoljica. Inflacija je u poslednjih par godina i dalje viša nego što bi to centralna banka želela. Nominalna apresijacija predstavlja koristan alat za borbu protiv inflacije. Sledi da bi prosto ograničenje emisije novca u Srbiji moglo biti korisniji mehanizam nego u Hrvatskoj, i to upravo zbog svoje dvostruke uloge: u borbi protiv inflacije i kao indirektni mehanizam za ograničenje zaduživanja u inostranstvu.

Da bi ostvarila kontrolu zaduživanja u inostranstvu Hrvatska je, takođe, pribegavala i manje uobičajenim merama. Glavna među njima bila je marginalna stopa obavezne rezerve po osnovu obaveza u inostranstvu, koja je od početnog nivoa od 24% u julu 2004. postepeno povećavana sve do 55% početkom 2006. Uzevši u obzir razlike u kamatnoj stopi, ova marginalna obavezna rezerva trebalo bi da sredstva iz stranih izvora učini skupljim od onih iz domaćih.

Zaduživanje hrvatskih banaka u inostranstvu ipak nije u potpunosti presušilo. Možemo pretpostaviti da je razlog za to potreba banaka za stranim kreditima ne zbog njihove cene, već

zbog rokova otplate. Hrvatske banke odobravaju sve više i više dugoročnih kredita, koji ne mogu (ili bar ne bi trebalo) da se finansiraju iz kratkoročnih izvora. Pošto domaće tržište ne nudi dugoročno finansiranje, banke se moraju okrenuti inostranim izvorima, čak iako su skuplji.

O marginalnoj obaveznoj rezervi mogu se reći još dve stvari. Prva, pošto pogađa samo banke, drugim, nebankarskim, subjektima ostavlja slobodan prostor. Hrvatska narodna banka, međutim, delimično je rešila ovaj problem tako što je obaveznu rezervu propisala i za depozite finansijskih ustanova koje nisu banke: ako se, na primer, preduzeće koje pruža usluge lizinga i koje je povezano s bankom zaduži u inostranstvu, a potom privremeno deponuje tako dobijena sredstva u banci, banka je primorana da 55% iznosa depozita zadrži kao obaveznu rezervu. Druga, u poređenju sa klasičnim mehanizmima kontrole kapitala, marginalna obavezna rezerva ima jednu bitnu prednost: može se primeniti bez usvajanja posebnih propisa. Ona predstavlja produžetak uobičajenih sredstava centralne banke (obavezne rezerve). Naravno, ova prednost je istovremeno i mana, kada je reč o delotvornosti.

Do sada smo prikazali mogućnosti monetarne i fiskalne politike. Ipak, treba imati na umu da ovde ulogu mogu igrati i druge reforme. U slučaju da takve reforme pomognu da se prevaziđu prepreke u poslovanju, ili poveća efikasnost tržišta i podstaknu inovacije, rast bi se ubrzao. U svakom slučaju, liberalizacija tržišta na ovaj način bila bi dobrodošla.

6. Pouke za Srbiju?

Kakve su implikacije iskustva Hrvatske za Srbiju? U principu, verovatno je da će hrvatsko iskustvo biti veoma relevantno za Srbiju, i to usled nasleđenog zajedničkog institucionalnog okvira iz bivše Jugoslavije, ulaska mnogih istih stranih banaka na domaće tržište, kao i visokog stepena evroizacije obeju zemalja.

Ali, postoje i bitne razlike. Srbija je uspela da izdejstvuje otpis većeg dela svog spoljnog duga, dok je Hrvatska otplatila sva svoja dugovanja. Oba ova pristupa imaju svoje dobre strane; bez otpisa, breme dugova bi svakako slomilo Srbiju. S druge strane, Hrvatska je u prednosti jer može da se predstavlja kao zemlja koja je uvek poštovala svoje obaveze, što takođe može biti korisno (mada, kako bi rekao Jakob Frankel, tržišta ionako nemaju pamćenje).

Bitna razlika leži i u većoj inflaciji u Srbiji nego u Hrvatskoj. Usled toga borba protiv inflacije ima mnogo veći prioritet, a korišćenje nominalne apresijacije kursa moglo bi joj biti od veće koristi. Uz to, jedna od mana Srbije je istovremeno i prednost, jer odsustvo „*investment grade*” kreditnog rejtinga, koji za investitore označava minimalni rizik, može donekle da ograniči rast spoljnog duga (Hrvatska je ovaj rejting stekla još 1997, uz sve njegove dobre i loše strane).

Jedna od velikih prednosti Srbije je dosadašnja striktna fiskalna politika. Za razliku od Hrvatske, Srbija u poslednjih nekoliko godina beleži suficit, što se možda ipak neće pokazati kao dovoljno za rešenje problema inflacije ili rastućeg spoljnog duga (kako bi mogao posvedočiti primer Bugarske, gde su inflacija i spoljni dug porasli uprkos brižljivo vođenoj fiskalnoj politici).

Lakih rešenja, nažalost, nema mnogo. Iskustva drugih zemalja razmatraju se u pokušaju da se rano otkriju rizici, kao i da se stekne uvid u moguću delotvornost politike. U tom smislu se nadamo da će hrvatsko iskustvo biti korisno za kreatora srpske ekonomske politike.

7. Literatura

- Buiters, Willem and Grafe, Clemens: "Patching up the Pact: Some Suggestions for Enhancing Fiscal Sustainability and Macroeconomic Stability in an Enlarged European Union," CEPR Working Paper 3496, 2002.
- Babić, Ante; Krznar, Ivo; Nestić, Danijel; Švaljek, Sandra: „Dinamička analiza održivosti javnog i vanjskog duga Hrvatske” (“Dynamic Analysis of Croatia’s Fiscal and External Sustainability”), *Privredna kretanja i ekonomska politika* 13, 2003, str. 77-126.
- International Monetary Fund: “Assessing Sustainability,” SM/02/06, May 28 (Washington) 2002
- ———, “Sustainability Assessments – Review of Application and Methodological Refinements,” Discussion Paper, June 23, 2003 (Washington).
- ———, “Debt Sustainability in Low-Income Countries—Proposal for an Operational Framework and Policy Implications,” Discussion Paper, February 3, 2004 (Washington)
- Goldstein, Morris: "Debt Sustainability, Brazil and the IMF" Institute for International Economics WP 03-1, February 2003
- Kraft, Evan and Jankov, Ljubinko: “Does Speed Kill? Lending Booms and Their Consequences in Croatia,” *Journal of Money, Banking and Finance* Volume 29, Number 1, January 2005 str. 105-121.
- Lovrinčević, Željko; Mikulić, Davor; Galić Nagyszombati, Andrea: “Estimate of the Size of the Underground Economy in Croatia and the Impact on the Macroeconomic Policy,” Proceedings, 6th Conference “Enterprises in Transition,” Split, Croatia, 2005, str. 253-256 (ceo tekst na CD-u).
- McKinnon, Ronald and Pil, Han: “Exchange Rate Regimes for Emerging Markets: Moral hazard and international overborrowing,” *Oxford Review of Economic Policy* Volume 15, str. 19-38, 1999.

Vađenje sirove nafte u Srbiji: za sada bez adekvatne nacionalne politike

Vuk Đoković
Goran
Radosavljević

Dok se većina zemalja u svetu veoma ozbiljno hvata u koštac sa problemima iskorišćavanja mineralnih resursa i povećanja energetske efikasnosti, u Srbiji te teme još uvek nisu prioritet. Započeta privatizacija nacionalne naftne kompanije otvorila je mnoga pitanja, ali se do sada najmanje govorilo o sudbini domaćih izvora sirove nafte. Postojeća zakonska regulativa predviđa da preduzeće koje vrši eksploataciju sirove nafte plaća naknadu 3% od ukupnog prihoda, dok je u svetu ta naknada daleko veća. Uprkos niskom nivou, ona se do sada u Srbiji nije ni plaćala – što predstavlja direktnu subvenciju NIS-u. Slična situacija je i sa korišćenjem ostalih mineralnih resursa. Država zato mora da reguliše ovu oblast pre početka privatizacije. U protivnom, ukoliko se zadrži postojeća zakonska regulativa, nastavilo bi se sa subvencionisanjem NIS-a i posle privatizacije.

1. Uvod

a) Sa 10 \$US po barelu sirove nafte tokom 1999. godine na preko 70 \$US po barelu sredinom 2006. godine.

Veliki rast cena sirove nafte na svetskom tržištu prethodnih godina^{a)} i smanjenje rezervi, usloveli su da jedan broj država poveća naknade na korišćenje ovog resursa. Vlade država koje poseduju velike rezerve sirove nafte i gasa, videle su u rastu cena šansu da povećaju svoje prihode.¹ Povećanje "naftnog poreza" je naišlo na različita reagovalja u javnosti. Dok su jedni takav potez okarakterisali kao normalnu reakciju, drugi su naglašavali da je to loš signal za međunarodne investitore. Naime, vlade tih država (reč je pre svega o državama Latinske Amerike) prvo su pozvale velike kompanije da ulože veliku količinu novca u poslove sa naftom, a onda su promenile politiku i uvele visoke takse.^{b)}

b) Videti, na primer, "Tax That Fellow Behind The Drill", Forbes, 12.12.2005.

2. Politika upravljanja nacionalnim resursima u Srbiji

Po pitanju regulativa vezanih za korišćenje nacionalnih resursa Srbija se, u poređenju sa drugim tranzicionim zemljama, nalazi na početku tranzicije. Problem naplate naknade za korišćenje domaćih resursa još uvek nije rešen na adekvatan način. U vreme socijalizma, to pitanje se nije ni postavljalo. Sredinom devedesetih donesen je Zakon o rudarstvu^{c)} koji je trebalo da reguliše i ovu oblast, ali njime nije određena visina naknade za korišćenje mineralnih sirovina. Uredba kojom se utvrđuje visina naknade donesena je tek sredinom 2002. godine.^{d)} Međutim, očekivani rezultat je izostao. Dva su osnovna razloga za to:

c) Službeni glasnik RS 44/95.

d) Službeni glasnik RS 28/02.

1. Podzakonska akta koja su trebalo da regulišu način naplate naknade za korišćenje mineralnih resursa nisu donesena, tako da sama procedura naplate nije bila jasna i samim tim se nije sprovodila.

2. Cena resursa nije bila striktno određena, tako da su firme (koje su i eksploatisale i prerađivale mineralne sirovine), koristile interne obračunske cene. Te cene su bile daleko ispod svetskog nivoa.

¹ Vlade zemalja koje vode aktivnu politiku naplate naknade za korišćenje sirove nafte zaradile su 2005. u odnosu na 2004. godinu 53% više od naknade. Izvor: The 2006 Global Upstream Performance Review, John S. Herold, Inc. & Harrison Lovegrove & Co. Ltd.

e) Službeni glasnik RS 34/06.
f) Službeni glasnik RS 102/06.

Najnoviji Zakon o izmenama i dopunama zakona o rudarstvu^{e)} i Pravilnik o načinu plaćanja naknade za korišćenje mineralnih sirovina^{f)}, samo su delimično rešili navedene nedostatke. Zakon predviđa da preduzeća koja u Srbiji vrše eksploataciju nacionalnih resursa plaćaju za to taksu – u zavisnosti od toga koja sirovina se vadi – u visini od 1–5% od vrednosti ekstrahovane mineralne sirovine. Naknada koju preduzeće plaća za eksploataciju sirove nafte i gasa u Srbiji je 3% od prihoda dela kompanije koji se bavi vađenjem sirove nafte. Takva definicija – gde se kao osnova za naplatu naknade uzima ostvareni prihod, a ne vrednost izvađene sirove nafte – ostavila je prostor NIS-u da plaća manju naknadu. Naime, metodologija za izračunavanje cene, koja bi se uzela kao referentna prilikom obračuna vrednosti sirovine – nije adekvatno definisana. Kompaniji je tako ostavljeno da sama odluči po kojoj će ceni obračunavati prihod. Takođe, naknada se do sada nije plaćala, pa je država na taj način direktno subvencionisala NIS. Kako se bliži privatizacija, postavlja se pitanje: hoće li kupac NIS-a dobiti na poklon srpsku naftu?

3. Naknada za vađenje sirove nafte u svetu

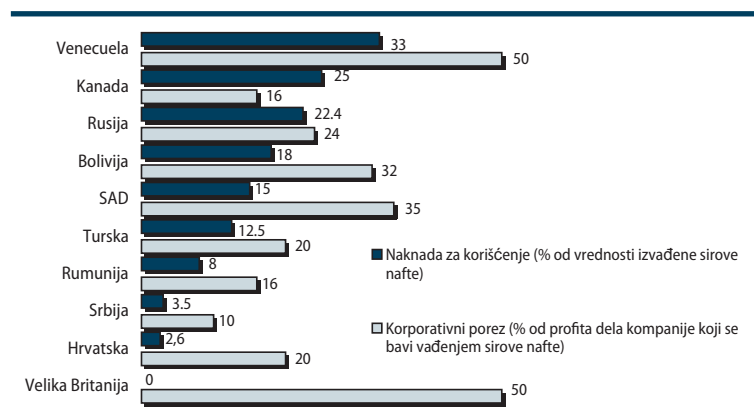
Povodom rezervi sirove nafte u Srbiji postoje različita i često divergentna mišljenja. Ne ulazeći u raspravu o tome kolike su stvarno te rezerve i ostavljajući za trenutak po strani samu proceduru davanja koncesije na eksploataciju rudnih bogatstava u Srbiji², činjenica jeste: da rezerve sirove nafte postoje, da nisu beznačajne i da ih stoga ne treba poklanjati. U prilog tome govori i činjenica: da je *sirova nafta redak i neobnovljiv resurs*, da su *cene u zadnjih par godina drastično porasle* i da imaju tendenciju daljeg rasta, kao i da je *srpska privreda u velikoj meri zavisna od ovog energenta*.

Naknada koju preduzeće plaća za eksploataciju sirove nafte i gasa u Srbiji je daleko manja od naknade koju plaćaju velike svetske kompanije u zemljama s razvijenom tržišnom ekonomijom (Grafikon 1). Tako, na primer, kompanija koja vadi sirovu naftu u Velikoj Britaniji plaća korporativni porez na profit koji je stekla prodajom te sirove nafte od 50%.³⁾ Za ležišta koja su razvijena pre 1993. godine, naknada iznosi čak 75%. Slična je situacija u SAD i Kanadi. Visina “naftnog poreza” u SAD zavisi od toga *ko* je vlasnik zemlje (država ili privatni vlasnik), od *visine prihoda* kompanije i od toga *gde* se naftno polje nalazi. Od 100 jedinica prihoda od vađenja sirove nafte u SAD, država uzima oko 50 kroz razne poreze.^{h)} U Kanadi, slično kao u SAD, svaka država članica određuje visinu naknade za vađenje sirove nafte, koja zavisi od starosti ležišta, obima proizvodnje i cene na svetskom tržištu.³ Država u proseku uzima od 15% do 50% vrednosti izvađene sirove nafte, a kompanija ili deo kompanije, koji se bavi eksploatacijom, plaća državi još 16% od profita u vidu korporativnog poreza.

g) Wood Mackenzie, UK
Upstream Service, Country
Overview, May 2006.

h) Wood Mackenzie, US
Upstream Service, Region
Overview, May 2006.

Grafikon L2-1. Naknada za eksploataciju sirove nafte u svetu



Izvor: Wood Mackenzie; Ministarstva finansija navedenih zemalja Napomena:

1. Korporativni porez od 35% u SAD primenjuje se za profite preko 100.000 dolara.

2. U Velikoj Britaniji, za eksploataciju izvora sirove nafte razvijenih pre 1993. godine, plaća se porez na profit od 75%. Pošto je profit od vađenja sirove nafte i do 80%, sledi da preko korporativnog poreza država uzme kompaniji od 40–60% od vrednosti izvađene nafte.

3. U Turskoj, Rumuniji, Srbiji i Hrvatskoj korporativni porez na profit važi za celu privredu.

2 Prema izveštaju EBRD – Transition report 2006. – Srbija je prilično napredovala po pitanju zakonskih regulativa vezanih za koncesije, ali je primena još uvek slaba.

3 Alberta Department of Energy, Oil and Gas Fiscal Regimes, Electricity & Gas Division, November 2003.

S problemom (ne)plaćanja naknade za korišćenje mineralnih sirovina suočavala se doskoro i Rusija. Poreski sistem bio je suviše komplikovan da bi omogućio adekvatnu naplatu poreza na ogromne profite naftnih kompanija koje su ujedno: vadile, prerađivale i trgovale sirovom naftom. Osim toga, cena po kojoj se obračunavala vrednost domaće nafte bila je daleko ispod svetskog nivoa. Reformom poreskog

sistema 2002. godine, tri različita poreza na vađenje sirove nafte i gasa, ukinuta su i zamenjena jednim.⁴ Naplata je bila pojednostavljena, jer se sada osnovica za porez izračunavala kao proizvod između količine ekstrahovane nafte i cene te nafte na svetskom tržištu. Rezultati su uočljivi:

- poreska stopa na profit je smanjena sa 35% na 24%;
- naknada za korišćenje sirove nafte je oko 22,4%⁵;
- naplaćeni porez je u prvoj godini bio 27% veći nego pre poreske reforme, iako je cena na svetskom tržištu porasla za samo 3%.

Koliki su potencijalni gubici od neadekvatne politike upravljanja nacionalnim resursima, možemo videti na primeru Rumunije. Po zakonu, kompanija koja se bavi vađenjem sirove nafte u Rumuniji plaća taksu u visini od 3,5 do 13,5% od vrednosti proizvodnje sirove nafte. Visina takse zavisi od obima proizvodnje. Kompanija takođe plaća korporativnu taksu na profit od 16%, ali je oslobođena te obaveze u prvoj godini rada.⁶ Takođe, sistem naplate naknada za korišćenje mineralnih sirovina bio je neefikasan, a cena resursa nije bila adekvatno definisana. Rumunija je privatizovala svoju nacionalnu naftnu kompaniju 2004. godine (kupac austrijski OMV). Tokom 2005. i 2006. godine cena sirove nafte na svetskom tržištu porasla je sa 36 na čak 72 \$US po barelu. Po tom osnovu, profit Petrom-a od eksploatacije sirove nafte je u 2005. godini porastao skoro pet puta u odnosu na 2004. godinu i iznosio je oko 610 miliona evra. Pri tome je proizvodnja sirove nafte u 2005. godini smanjena za 4,5%. U prvoj polovini 2006. godine, profit od vađenja sirove nafte, dostigao je cifru od oko 300 miliona evra⁷. Eksploatacijom rumunske sirove nafte, OMV je dakle stekao ogroman ekstraprofit samo po osnovu rasta cene na svetskom tržištu (profit je 5–6 puta veći nego u 2004. godini) i za kratko vreme isplatio kupovinu Petrom-a. Država je dobila samo jedan mali deo tog ekstraprofita, bila je nezadovoljna, ali i nemoćna, a sama privatizacija Petrom-a je na kraju proglašena veoma sumnjivom i oko nje je pokrenuta istraga.

i) Rumunska Nacionalna
agencija za mineralne resurse,
2006.

j) Annual Report 2005 and
Results for January–March 2006,
www.petrom.ro.

4. Profit od vađenja sirove nafte u svetu

Rast cena sirove nafte na svetskom tržištu u prethodnih desetak godina, usled smanjenja rezervi i rasta tražnje (u pojedinim godinama i pada ponude), bio je daleko brži nego rast troškova proizvodnje (Tabela L2-1). Dok je rast troškova proizvodnje bio konstantan, ali postepen, cena sirove nafte je pod uticajem ponude i tražnje u čitavom periodu imala velike skokove i padove. Visoka cena nafte u zadnje četiri godine omogućila je naftnim kompanijama veoma visoke stope profita. Ipak, stiće se utisak da je visina nadoknade za korišćenje izvora nafte poprilično pratila rast cena, tj. da su i same države težile da što više profitiraju iz enormnog rasta cene. Tipičan primer je Rusija, koja je uspela da ostvari veliki suficit platnog bilansa zahvaljujući rastu cene sirove nafte i gasa na svetskom tržištu. Takođe, pojedine zemlje su naknadno izvršile nacionalizaciju kompanija^k koje se bave vađenjem nafte (Rusija)⁶, ili su potpuno promenile svoju politiku prema stranim naftnim kompanijama (Bolivija, Venecuela)⁷.

k) Većina zemalja članica OPEK
je to uradila još sedamdesetih
godina prošlog veka.

Tabela L2-2. Prosečna svetska cena i troškovi vađenja sirove nafte, 1995–2004

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
	u USD/t											
Prosečna cena u svetu	126,1	151,2	141,6	95,2	132,9	208,0	178,5	183,2	211,4	277,7	364,5	440,9
Prosečni troškovi vađenja u svetu	38,3	39,0	39,6	40,1	40,6	41,5	42,5	43,2	44,0	44,9	45,8	46,7

Izvor: Svetska banka i Energy Information Administration (EIA).

4 Viktor Subbotin (2004), "Tax Reform in the Oil Sector of Russia – A Positive Assessment," Economic Expert Group, Higher School of Economics.

5 Firme plaćaju i izveznu taksu u visini od 16,67%. Drugim rečima, cena derivata nafte je u Rusiji ispod evropskog nivoa, jer država dozvoljava da se sirova nafta u zemlji prodaje po cenama koje su ispod svetskog nivoa.

6 Viktor Subbotin (2004), "Tax Reform in the Oil Sector of Russia – A Positive Assessment," Economic Expert Group, Higher School of Economics.

7 Jim Bentein, „Latin American Swing to the Left“, Nicle's Profiler, Nickle's Energy Group, June 2006.

Međutim, parcijalna analiza odnosa između troškova vađenja, naknade za korišćenje i cene sirove nafte u pojedinim zemljama u svetu navodi nas na zaključak da je naknada za korišćenje izvora sirove nafte rasla samo u nekim zemljama. Sa tog stanovišta, sve zemlje možemo podeliti u tri grupe: (a) one koje su i ranije imale visoku naknadu za korišćenje sirove nafte (SAD, Velika Britanija, Saudijska Arabija), (b) zemlje u kojima je ta nadoknada bila niska, ali je u međuvremenu porasla (Bolivija, Venecuela, Rusija) i (c) zemlje u kojima je naknada i dalje niska i/ili se ne naplaćuje (Srbija, Rumunija, Nigerija, Hrvatska).

Tabela L2-3. Troškovi vađenja sirove nafte u svetu, 1995–2004

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
	u USD/t									
Iran	5,7	5,9	6,0	6,0	6,1	6,2	6,4	6,5	6,6	6,7
Irak	5,8	5,9	6,0	6,1	6,2	6,3	6,5	6,6	6,7	6,8
Saudijska Arabija	5,7	5,8	5,9	6,0	6,1	6,2	6,4	6,5	6,6	6,7
Kuvajt	11,3	11,5	11,7	11,9	12,0	12,3	12,6	12,8	13,0	13,3
Libija	31,6	32,2	32,7	33,1	33,6	34,3	35,1	35,7	36,4	37,1
Nigerija	30,8	31,4	31,9	32,3	32,7	33,5	34,3	34,8	35,5	36,2
Meksiko	29,0	29,6	30,1	30,4	30,8	31,5	32,3	32,8	33,4	34,1
Bolivija	104,8	106,7	108,5	109,7	111,3	113,7	116,5	118,4	120,5	123,1
Venecuela	28,7	29,3	29,8	30,1	30,5	31,2	31,9	32,5	33,1	33,7
Indonezija	49,9	50,8	51,6	52,2	53,0	54,1	55,4	56,3	57,4	58,6
SAD	73,1	74,5	75,7	76,5	77,6	79,3	81,3	82,6	84,1	85,9
Kanada	106,4	108,4	110,2	111,4	113,1	115,5	118,3	120,3	122,5	125,0
Rusija	40,5	41,2	41,9	42,4	43,0	43,9	45,0	45,7	46,6	47,5
Ukrajna	21,9	22,3	22,7	22,9	23,2	23,8	24,3	24,7	25,2	25,7
Velika Britanija	125,4	127,8	129,9	131,4	133,3	136,2	139,5	141,8	144,4	147,4
Evropa, prosek	38,2	38,9	39,6	40,0	40,6	41,5	42,5	43,2	44,0	44,9

Izvor: Svetska banka

Napomena: Velika razlika u troškovima vađenja rezultat je više faktora: (a) *prirodni uzroci* (koliko je potrebno za istraživanje i razvoj novih bušotina, sa koje dužine se vadi, da li ima gasa u nalazištima ili mora da se crpi pumpama, veličina rezervi u nalazištu i sl.), (b) *tehnologija* (neka nalazišta su davno amortizovana, dok su druga relativno skoro otvorena pa investicije još nisu amortizovane), (c) *cena rada*, (d) *kurs domaće valute prema dolaru* (neke valute su potcenjene pa su dolarski izrazi troškova vrlo niski, npr., u Iraku), (e) *gustina i kvalitet sirove nafte* (razlika u gustini rezultira time da u jednoj toni sirove nafte ima od 6–8 barela, pa dolarska cena po toni stoga nije valjan reper za poređenje već se cena iskazuje po barelu).

Dakle, kako nafta postaje sve ređi resurs u svetu, a njena cena sve veća, države prilaze ovom problemu sve ozbiljnije shvatajući potrebu da što racionalnije upravljaju tim resursom. Pored aktuelne politike koja se tiče povećanja energetske efikasnosti privrede i stanovništva i pokušaja da se pređe na neke druge (obnovljive) izvore energije, ozbiljnije upravljanje resursima podrazumeva i plaćanje adekvatne naknade za njihovo korišćenje. Kod nas se o tome još uvek malo ili gotovo nimalo ne vodi računa. Energetska efikasnost je na dnu evropske lestvice,¹⁾ a politika upravljanja prirodnim resursima je još uvek sporedna tema.

1) Nacionalni program energetske efikasnosti, Vlada RS, Ministarstvo rudarstva i energetike.

5. Zaključak

Srbija se, dakle, nalazi pred privatizacijom nacionalne naftne kompanije sa mnoštvom nerešenih problema: Naftna industrija Srbije je monopolista na domaćem tržištu,⁸ za eksploataciju sirove nafte NIS će morati da plaća naknadu od svega 3% od prihoda stečenog vađenjem te nafte; cena po kojoj se ta vrednost obračunava je ispod cene na svetskom tržištu i dr. Uzimajući u obzir ove činjenice, kao i to da situacija nije bolja ni kada je reč o ostalim mineralnim resursima Srbije (voda, gas, nemetali i dr.), stiče se utisak da država olako troši, rasipa, pa čak i poklanja svoja prirodna bogatstva.

Treba istaći da je Ministarstvo rudarstva i energetike uradilo ozbiljan pomak donošenjem Pravilnika o načinu plaćanja naknade za korišćenje mineralnih sirovina, ali, nažalost, nije imalo kapacitet (niti je postojala politička volja) da se reše ostali problemi. Takođe, ne postoji jedinstveno

8 U oktobru 2006. godine pokrenuta je inicijativa da se uvede carina na uvoz derivata i time monopol postepeno ukine do 2012. godine, ali taj zakon još nije stupio na snagu.

m) James M. Otto et al, Mining Royalties: A Global Study of Their Impact on Investors, Government, and Civil Society, Chapter 5, The World Bank, 2006.

mišljenje u svetu u vezi s tim: koji način plaćanja naknade za korišćenje mineralnih sirovina je optimalan.⁹ S jedne strane, država teži da privuče strane investicije smanjenjem korporativne takse na profit i drugih vidova oporezivanja (stopa poreza na profit od 10% u Srbiji je jedna od najnižih u Evropi), a s druge, sve je manje nafte i gasa u svetu. Cena nafte i gasa će biti sve veća, tako da racionalna država ne želi da se odrekne velike koristi koju njihovo posjedovanje donosi.^{m)} Profiti na vađenje uglja i drugih mineralnih sirovina su daleko manji i tu bismo se mogli složiti da naknada za njihovo korišćenje može da bude manja. Međutim, profiti od prodaje sirove nafte i gasa su ogromni, pa bi i naknada za njihovo iskorišćavanje morala biti veća. Cena te mineralne sirovine na svetskom tržištu bi dakle trebalo da bude reper za određivanje visine naknade za vađenje.

Zaključci su jasni. Promena zakonske regulative posle privatizacije NIS-a biće loša poruka stranim investitorima.¹⁰ S druge strane, ukoliko se zadrži postojeća zakonska regulativa, po kojoj je naknada za korišćenje sirove nafte neznatna, država bi kupcu NIS-a praktično poklanjala godišnje oko 50 miliona evra (više o ovome videti Okvir). Primamljiva ponuda, zar ne?

Okvir 1. Profit od vađenja sirove nafte u Srbiji

Prema podacima NIS-a, godišnje se u Srbiji (poslednjih nekoliko godina) vadi oko 700 hiljada tona nafte što je oko 5,2 miliona barela (tona domaće nafte je 7,418 barela). To je oko jedne petine godišnje potrošnje u zemlji. Prosečna cena nafte tipa Ural, koja se uzima kao referentna cena jer je najslbližnja našoj nafti, u 2006. godini bila je 61 \$US za barel (oko 452,5 \$US za tonu sirove nafte). Iako je cena krajem 2006. pala, do kraja februara ove godine opet se približila cifri od 60 \$US za barel. Na drugoj strani, podatke o troškovima koji su vezani za vađenje sirove nafte u Srbiji – nemoguće je dobiti. Ipak, ako se uzme u obzir da je većina bušotina u Srbiji (ili sve?) do sada amortizovana, i da je prosečan trošak vađenja tone sirove nafte u Evropi oko 45 \$US, možemo pretpostaviti da je taj trošak u Srbiji bar istog reda veličine. Koristeći grubu računicu, dobijamo da NIS svake godine samo od prodaje sirove nafte može da zaradi preko 200 miliona evra (ne računajući transportne troškove). Prema proceni Oil&Gas Journal-a, vodećeg svetskog časopisa koji se bavi svetskim tržištem nafte i gasa, Srbija (uključujući i Crnu Goru) ima rezerve od oko 78 miliona tona sirove nafte.¹ Iz toga sledi, (samo govoreći o redovima veličine) da Srbija poseduje naftu u vrednosti od nekoliko desetina milijardi evra.

Naknada za vađenje sirove nafte u Srbiji se trenutno ne plaća. Ako računamo sa sadašnjom domaćom proizvodnjom sirove nafte i pri nekom razumnom opterećenju za naše uslove od, na primer, 10–15%, država bi nakon privatizacije NIS-a svake godine gubila između 30 i 50 miliona evra kroz neplaćenu naknadu za korišćenje domaćih izvora sirove nafte. Pri trenutnom opterećenju od 3%, država je poslednje dve godine samo kroz neplaćanje naknade subvencionisala NIS sa blizu 20 miliona evra (2005. i 2006. ukupno).²

1 PennWell Corporation, "Special report: Oil production, reserves increase slightly in 2006", Oil & Gas Journal, Vol. 104.47, December 18, 2006.

2 Više o ovome: Udovički K, Radosavljević G., Đoković V. „Stvarna i moguća performansa Naftne industrije Srbije: koliki je jaz?“ Kvartalni monitor, oktobar–decembar 2005.

9 James M. Otto, "Mining Taxation in Developing Countries", UNCTAD, November 2000; J. Otto et al, Global Mining Taxation Comparative Study (2nd edition), Colorado School of Mines, 2000.

10 Potencijalni kupac RTB Bor, kompanija Ist Point, kao dodatni uslov tražila je da se postojeća zakonska regulativa (Zakon o rudarstvu u delu koji se tiče naknade za korišćenje prirodnih resursa) ne menja u narednom periodu. Izvor: B92, BETA, "Kuprom izneo dodatne uslove za RTB", 9. januar 2007.

6. Literatura

- Alberta Department of Energy, Oil and Gas Fiscal Regimes, Electricity & Gas Division, November 2003.
- B92, BETA, “Kuprom izneo dodatne uslove za RTB”, 9. januar 2007.
- J. Otto et al, Global Mining Taxation Comparative Study (2nd edition), Colorado School of Mines, 2000.
- James M. Otto et al, Mining Royalties: A Global Study of Their Impact on Investors, Government, and Civil Society, The World Bank, 2006.
- James M. Otto, “Mining Taxation in Developing Countries”, UNCTAD, November 2000.
- Jim Bentein, „Latin American Swing to the Left“, Nicle’s Profiler, Nickle’s Energy Group, June 2006.
- Kerry Dolan, “Tax That Fellow Behind The Drill”, Forbes, 12. December 2005.
- Nacionalni program energetske efikasnost, Vlada RS, Ministarstvo rudarstva i energetike
- Petrom, Annual Report 2005; www.petrom.ro
- Petrom, Results for January - March 2006, www.petrom.ro
- Pravilnik o načinu plaćanja naknade za korišćenje mineralnih sirovina, Službeni glasnik Republike Srbije 102/06.
- Rumunska Nacionalna agencija za mineralne resurse, 2006.
- Službeni glasnik RS, 102/06.
- Službeni glasnik RS, 34/06.
- Transition report 2006, EBRD. The 2006 Global Upstream Performance Review, John S. Herold, Inc. & Harrison Lovegrove & Co. Ltd.
- Viktor Subbotin (2004), “Tax Reform in the Oil Sector of Russia – A Positive Assessment,” Economic Expert Group, Higher School of Economics.
- Udovički K, Radosavljević G., Đoković V. „Stvarna i moguća performansa Naftne industrije Srbije: Koliki je jaz?“ Kvartalni monitor, oktobar–decembar 2005.
- Uredba o visini naknade za korišćenje mineralnih sirovina, Službeni glasnik Republike Srbije 28/02.
- Wood Mackenzie, UK Upstream Service, Country Overview, May 2006.
- Wood Mackenzie, US Upstream Service, Region Overview, May 2006.
- *Zakon o izmenama i dopunama zakona o rudarstvu*, Službeni glasnik Republike Srbije 34/06.
- *Zakon o rudarstvu*, Službeni glasnik Republike Srbije 44/95.

Dve godine poreza na dodatu vrednost u Srbiji

Nikola
Altiparmakov*

Zamena poreza na promet sistemom poreza na dodatu vrednost, predstavlja jednu od najznačajnijih fiskalnih reformi sprovedenih od početka tranzicije u Srbiji. U ovome tekstu osvrnućemo se na poboljšanja koja je novi sistem uveo u privredni i ekonomski sistem Srbije. Takođe, pokazaćemo da i pored svoje ekonomske superiornosti u odnosu na porez na promet, porez na dodatu vrednost (PDV) nije u stanju da obezbedi povećanje fiskalnih prihoda u odnosu na svoga prethodnika. Detaljnom analizom obrazložićemo da su tvrdnje o značajnom padu PDV performansi u 2006. godini neosnovane. Analizom regionalnih i evropskih trendova zaključujemo da postoji prostor za povećanje fiskalnog značaja prihoda od PDV u budućnosti. Preveliki broj malih obveznika u trenutnom sistemu identifikujemo kao najveću prepreku za budući razvoj sistema PDV u Srbiji.

Uvod

Nakon višegodišnjih priprema i odlaganja, 1. januara 2005. godine u Srbiji je uveden porez na dodatu vrednost (PDV), zamenivši dotada najizdašniji izvor javnih prihoda u Republici – porez na promet. Dve godine nakon njegovog uvođenja čini se da je dovoljno velika vremenska distanca sa koje je moguće objektivno sagledati efekte uvođenja PDV u Srbiji. Nakon rezimea istorijskog razvoja PDV u uvodnom odeljku, analiziraćemo fiskalne efekte i objasniti zašto ustaljena analiza bazirana na novčanim tokovima nije dovoljna da se opišu performanse sistema PDV u Srbiji. U trećem odeljku osvrćemo se na razlike između oporezivanja potrošnje porezom na promet i sistemom PDV. Četvrti odeljak sadrži analizu uloge PDV u trenutnom poreskom sistemu Srbije i mogućnosti za povećano oslanjanje na prihode od PDV u budućnosti, na osnovu iskustava zemalja u okruženju i Evropskoj Uniji. *Racio efikasnosti* je predstavljen u petom odeljku kao najrelevantnija statistika za praćenje i poređenje performansi PDV. Šesti odeljak objašnjava da veliki broj malih obveznika PDV predstavlja krupan administrativni teret za poreske vlasti i značajnu prepreku za budući razvoj sistema PDV u Srbiji. Zaključci istraživanja sumirani su u poslednjem odeljku.

1. Razvoj poreza na dodatu vrednost

Koncept PDV teorijski je razvijen dvadestih godina prošlog veka u Francuskoj, kao jedan od mogućih načina oporezivanja opšte potrošnje dobara i usluga. Motiv za razvijanje koncepta PDV, bio je da se prevaziđu slabosti različitih oblika poreza na promet, koji su tada bili osnovni oblik oporezivanja potrošnje. Naime, porezi na promet koji su se obračunavali samo na kraju proizvodnog lanca – u maloprodaji, bili su podložni izbegavanju poreza. S druge strane, porezi na promet koji su se obračunavali u različitim fazama proizvodnog ciklusa, proizvodili su kaskadne efekte poreza na porez, stimulišući vertikalne integracije i ometajući transparentno funkcionisanje privrede.

U sistemu PDV svaki učesnik proizvodnog lanca obračunava i plaća porez srazmeran dodatoj vrednosti koju je ostvario. PDV obaveza se obračunava kao razlika između PDV naplaćenog na isporuke (izlazni PDV) i PDV plaćenog na nabavke (ulazni PDV).¹ Treba naglasiti da svaki učesnik u sistemu PDV ima pravo na naknadu od države *preplaćenog PDV* ukoliko u nekom

* Istraživač u okviru USAID projekta podrške ekonomskom razvoju Srbije

¹ Privredni subjekti izvan PDV sistema ne naplaćuju izlazni PDV na isporuke, ali ni nemaju mogućnost povraćaja ulaznog PDV na nabavke.

poreskom periodu ostvari negativnu dodatnu vrednost (na primer, zbog velikih investicija u osnovna sredstva ili zbog cikličnog karaktera poslovanja). Poreski obveznik se u tom slučaju može opredeliti ili za novčani povraćaj od države ili za dobijanje knjigovodstvenih PDV kredita koji se mogu prebijati sa budućim PDV obavezama prema državi.

Funkcionišući na gore opisan način, čitav poreski teret PDV snosi krajnji potrošač, ali se prihod od PDV prikuplja tokom čitavog proizvodnog lanca da bi se smanjio prostor za izbegavanje poreza. Teoretski posmatrano, model poreza na dodatnu vrednost (PDV) koji svu proizvodnju i potrošnju tretira jednako i oporezuje po jedinstvenoj stopi bio bi apsolutno transparentan i alokativno neutralan po funkcionisanje privrede. Međutim, iz praktičnih razloga uvode se pojedini izuzeci pri primeni sistema PDV. Najčešće sistemi PDV isključuju pojedine vrste usluga (usluge finansijskog posredovanja pre svih) kod kojih nije moguće jednostavno odrediti ostvarenu dodatnu vrednost. Takođe, samo privredni subjekti sa značajnim nivoom poslovne delatnosti obavezni su da učestvuju u sistemu PDV, kako učestvovanje malih privrednika ne bi preopteretilo kapacitete poreskih vlasti. Iz socijalnih razloga države često, pored opšte stope PDV, uvode i redukovane stope PDV koje se primenjuju na potrošnju hrane i ostalih dobara iz 'socijalne' kategorije.

Nakon što ga je Francuska uvela 1954. godine, PDV se eksponencijalnom brzinom proširio po svetu krajem 20. veka i sada predstavlja najrasprostranjeniji oblik indirektnog oporezivanja i jedan od uslova za članstvo u Evropskoj Uniji.

Pri kreiranju srpskog Zakona o porezu na dodatnu vrednost, uzeta su u obzir međunarodna iskustva i preporuke: pažnja je usmerena na to da se ne dozvole značajni izuzeci iz poreske osnovice, praktično – samo promet robe socijalnog karaktera (hrana, lekovi) oporezuje se po redukovanoj stopi PDV, a investicije u osnovna sredstva stimulišu se time što imaju poreski tretman repromaterijala.² Kao i u većini zemalja u razvoju, uvođenje PDV u Srbiji zahtevalo je modernizaciju poreske administracije. Tako su razvijeni moderni informacioni sistemi za potrebe praćenja sistema PDV, razvijena je infrastruktura koja omogućava efikasne i pravovremene novčane PDV povraćaje, a sama poreska prijava poreza na dodatnu vrednost je značajno uprošćena u odnosu na neke druge nepotrebno komplikovane prijave zastupljene u Srbiji. Takođe, mehanizam samoprijavlivanja poreskih obaveza je unapređen, omogućujući poreskim vlastima da efikasnije alociraju resurse i usredsrede se na otkrivanje poreskih pretnji i utaja.

2. Fiskalni efekti uvođenja PDV

U Srbiji se performanse javnih finansija (samim tim i poreza na promet i PDV) prate na osnovu gotovinskog principa novčanih tokova (*cash-flow*) izloženog u MMF priručniku *Statistike javnih finansija 1986*. Treba naglasiti da gotovinski pristup često pruža nepotpunu ili iskrivljenu sliku događaja i da je neophodno performanse analizirati i sa stanovišta obračunskog (*accrual*) metoda.^{a)} Naime, gotovinski pristup nije najprikladniji za praćenje nivoa izbegavanja poreza jer ne uzima u obzir obračunate i prijavljene ali nepodmirene obaveze poreskih obveznika (poreski dug prema državi), koji ne predstavljaju izbegavanje poreza već nedostatak poreske naplate. Ova razlika između novčanih i obračunskih performansi može naročito doći do izražaja u slučaju PDV, gde pored potencijalnog duga poreskih obveznika prema državi postoje i PDV krediti (dug države prema poreskim obveznicima) koje mogu akumulirati obveznici PDV. Upravo to se desilo u Srbiji u 2005. godini.

Iz Tabele L3-1 možemo videti da su prihodi od poreza na promet rasli brže od procenjenog porasta potrošnje³ u 2003. i 2004. godini, što se može objasniti efikasnijim delovanjem poreskih službi i smanjenjem izbegavanja poreza. Naročito je vidno smanjenje izbegavanja poreza i proširenje

a) U najnovijem priručniku *Statistike javnih finansija iz 2001. godine*, MMF sugeriše prelazak sa novčanog na obračunski metod merenja performansi.

2 Zakoni o PDV u nekim zemljama, razlikuju nabavku repromaterijala od investicija u osnovna sredstva pri izračunavanju PDV obaveze, zahtevajući da se investicije amortizuju kroz vreme. Tretman investicija u srpskom Zakonu, stimuliše investicije u osnovna sredstva priznajući čitav trošak u momentu nastajanja.

3 Porast potrošnje procenjen je izuzimanjem sektora poljoprivrede iz rasta BDP, uzimajući u obzir promene u spoljnotrgovinskom bilansu.

b) Najznačajnije smanjenje izbegavanja poreza na promet ostvareno je pri oporezivanju prometa usluga – čiji realan rast u 2004. godini iznosi 19,4%.

poreske baze od oko 5% u 2004. godini, kao posledica uvođenja fiskalnih kasa^{b)}. Ustaljeno merenje performansi novčanim tokovima takođe sugerise da je uvođenje PDV u 2005. godini značajno poboljšalo poresku naplatu. Međutim, na osnovu podataka iz Tabele L3-1 proizilazi da je došlo do velikog pada performansi PDV u 2006. godini. Ovaj pad bio je objašnjavan porastom izbegavanja poreza koje je primećeno u mnogim zemljama u drugoj godini po uvođenju sistema PDV – nakon što su poreski obveznici skloni utaji poreza krenuli da iznalaze načine izbegavanja mehanizma samokontrole u proizvodnom lancu PDV.

Tabela L3-1. Performanse poreza na promet i PDV merene novčanim tokovima

	2003	2004	2005	2006
Novčani tokovi				
	u milionima dinara			
Porez na promet	126.540	156.863	23.849	6.430
PDV	..	..	191.957	218.737
Ukupno	126.540	156.863	215.806	225.167
	u %			
Realni rast prikupljenog poreza	5,60	13,10	17,40	-7,30
Procenjen realni porast potrošnje	3,00	7,50	6,50	6,00

Izvor: Ministarstvo finansija RS.

Po uvođenju sistema PDV, ograničeni resursi Poreske uprave našli su se pod administrativnim pritiskom velikog broja obveznika PDV (detaljnije o ovome u sledećim odeljcima). Imajući u vidu da su lažni zahtevi za novčanim povraćajima predstavljali najozbiljnije pokušaje malverzacija porezom na dodatu vrednost u mnogim zemljama, poreske vlasti su očigledno u uslovima administrativne prenatrpanosti identifikovale zahteve za povraćajima PDV u novcu kao prioritete poreske pretnje. Da li iz straha od inspekcija poreskih vlasti ili iz želje da prikriju izbegavanje poreza u drugim sferama, ali značajan broj obveznika PDV (naročito onih sa manjim obimom poslovanja u 2005. godini) ustezao se od traženja gotovinskih povraćaja i opredeljavao za knjigovodstvene PDV kredite. Kao rezultat toga, ukupni nivo akumuliranih PDV kredita (duga države prema obveznicima PDV) konstantno se povećavao (Grafikon L3-2). Nakon inicijalne administrativne prenatrpanosti, Poreska uprava u 2006. godini očigledno kreće na to da sve više resursa posvećuje i drugim PDV pretnjama, uključujući PDV kredite. U tim okolnostima, a suočeni i sa nagomilanim neiskorišćenim kreditima, obveznici PDV prestaju da gomilaju nove PDV kredite u 2006. godini i ukupan nivo tih kredita ostaje približno na nivou skraja 2005. godine.

Grafikon L3-2. Stanje akumuliranih PDV kredita, u milijardama dinara



Izvor: Poreska uprava

Iako procenjujemo da razlike između merenja performansi gotovinskim i obračunskim metodom nisu od ključnog značaja u slučaju samog poreza na promet, zbog velikih akumulacija PDV kredita⁴ u 2005. godini – neophodno je analizirati performanse na osnovu obračunskog principa i knjigovodstvenih podataka u Tabeli L3-3.⁵

4 Takođe, značajno preklapanje naplate poreza na promet i PDV u prvom kvartalu 2005. godine dodatno otežava analizu baziranu na novčanim tokovima.

5 Zbog nemogućnosti pribavljanja podatka o knjigovodstveno obračunatom porezu na promet u proteklim godinama, prisiljeni smo da koristimo prikupljen porez na promet kao aproksimaciju knjigovodstveno obračunatog. Međutim, procenjujemo da su razlike gotovinskih i obračunskih performansi poreza na promet manje značajne nego u slučaju PDV, gde je akumulacija

Tabela L3-3. Performanse PDV merene obračunskim pristupom

	2004	2005	2006
Obračunate poreske obaveze			
	u milionima dinara		
Porez na promet	156.863	..	..
PDV	..	182.288	222.300
Ukupno ¹⁾	156.863	187.288	222.300
	u %		
Realni rast prikupljenog poreza	..	1,90	5,45
Procenjen porast potrošnje	..	6,50	6,00

Izvor: Poreska uprava

1) Zbog strukturnog loma uvoza na kraju 2004. i početku 2005. godine, procenjujemo da je obračunati PDV u prvom kvartalu 2005. godine neophodno korigovati za 5 milijardi dinara, da bi podaci po godinama bili uporedivi.

Analiza obračunskim pristupom pokazuje da nije došlo do značajnijeg pada PDV performansi u 2006. godini.⁶ Međutim, knjigovodstveni podaci takođe impliciraju da uvođenje PDV u 2005. godini nije rezultiralo značajnim rastom ukupnih budžetskih prihoda u odnosu na porez na promet!

3. Oporezivanje potrošnje u Srbiji: poređenje poreza na promet i PDV

Kao što je pomenuto, novouvedeni porez na dodatu vrednost kao i zamenjeni porez na promet, predstavljaju oblike oporezivanja opšte potrošnje dobara i usluga. Odnosno, oba poreska oblika trebalo bi da oporezuju istu poresku osnovicu – potrošnju dobara i usluga, i poreski teret u oba poreska sistema snose isti ekonomski činioци – finalni potrošači. U ovom odeljku analiziramo kako se poresko opterećenje potrošnje u Srbiji promenilo – prelaskom sa poreza na promet na porez na dodatu vrednost.

Opšta potrošnja dobara i usluga bila je oporezovana po stopi od 20% u sistemu poreza na promet, dok ta stopa iznosi 18% u sistemu PDV. S druge strane, promet „socijalnih dobara“ (prehrambenih namirnica, lekova) nije bio oporezovan (0%) porezom na promet, dok je oporezovan po redukovanoj stopi od 8% u sistemu PDV. Takođe, finansijsko posredovanje je izuzeto iz sistema PDV, dok je uvedeno oporezivanje prometa novosagrađenih objekata po redukovanoj stopi od 8%.

U svim kvartalima 2005. i 2006. godine učešće oporezivog prometa na domaćem tržištu podložno opštoj stopi bilo je oko 80%, dok je 20% ukupnog oporezivog prometa bilo oporezivo po redukovanoj stopi. Iako ne postoje uporedivi podaci za porez na promet u 2004. godini, s obzirom na stabilnost ovog učešća oko 80% u svim kvartalima 2005. i 2006. godine, možemo pretpostaviti da je sličan odnos vladao i u 2004. godini. Ako odnos prometa po opštoj i redukovanoj stopi uzmemo kao (prvu) aproksimaciju potrošnje po opštoj i redukovanoj stopi, možemo zaključiti da se prosečno poresko opterećenje potrošnje u Srbiji nije značajno promenilo prelaskom sa poreza na promet na PDV: $0.8 \cdot 20\% + 0.2 \cdot 0\% = 16\% = 0.8 \cdot 18\% + 0.2 \cdot 8\%$. Iako uvođenje PDV nije značajnije promenilo prosečno poresko opterećenje, jeste došlo do ravnomernije raspodele poreskog tereta – što bi u perspektivi trebalo da dovede do efikasnije alokacije proizvodnih resursa.

S obzirom na to da PDV nije smanjio prosečnu poresku stopu i nije uspeo da obezbedi porast prihoda u odnosu na porez na promet, postavlja se pitanje da li rezultati iz Tabele L3-3 govore o razočaravajućem učinku sistema PDV u Srbiji? Iako je zakonska poreska osnovica ova dva poreska oblika gotovo identična, sledeća činjenica se ne sme ispustiti iz vida: sistem PDV po definiciji omogućava poreskim obveznicima da odbijaju prethodno plaćen porez, dok to nije bilo moguće kod poreza na promet koji je izazivao kaskadne efekte poreza na porez tokom proizvodnog lanca.

PDV kredita u 2005. godini glavni uzrok razlika. Zaista, obračunske i gotovinske PDV performanse u 2006. godini, gde nije bilo značajne akumulacije kredita, dosta su približne. Otuda naše verovanje da razlike obračunskih i gotovinskih performansi poreza na promet u 2004. godini nisu toliko značajne da bi mogle da ugroze zaključke studije.

⁶ Određen stepen poreske evazije se ne može isključiti, jer postoje indicije povećanog javljanja fantomskih firmi u PDV sistemu. Međutim, radi se o ciframa koje su daleko manje nego što podaci u Tabeli L3-1 pogrešno impliciraju.

Iako je nemoguće proceniti obim tih kaskadnih efekata i višestrukog oporezivanja, jasno je da su oni bili značajni, naročito pri višestrukom oporezivanju usluga. Tako je, na primer, 10 milijardi dinara u 2004. sakupljeno po osnovu poreza na promet usluga velikoprodaje (oporezivanje razlike između nabavne i prodajne cene), iako su ista dobra bila oporezovana i porezom na promet u maloprodaji na kraju proizvodnog lanca. Ovo dvostruko oporezivanje otklonjeno je uvođenjem PDV, ali je istovremeno državna kasa ostala bez najvećeg dela od 10 milijardi dvostruko oporezovanog prometa pri velikoprodaji. Gruba računica, koja uzima u obzir samo kaskadne efekte ostvarene u velikoprodaji, govori da je sistem PDV morao da proširi poreski obuhvat za oko 5% pri ostvarivanju fiskalnih rezultata realizovanih u 2005. godini.

Neosporno je da je sistem PDV značajno proširio poreski obuhvat i smanjio sivu ekonomiju. Međutim, dodatni prihodi nastali iz proširene poreske osnovice kompenzovali su gubitke prihoda iz kaskadnog višestrukog oporezivanja porezom na promet. Dakle, odsustvo značajnijeg porasta fiskalnih prihoda nije rezultat slabosti sistema PDV, već naprotiv – njegove superiornosti u odnosu na porez na promet sa stanovišta ekonomske efikasnosti i transparentnosti.⁷

4. Uloga PDV u poreskom sistemu Srbije

Sa stanovišta ekonomske efikasnosti, oporezivanje potrošnje je u principu poželjniji poreski oblik od direktnih poreza⁸ na prihod i dobit jer manje ometa funkcionisanje privrede i ponašanje ekonomskih činioca, ostavlja manje prostora za izbegavanje poreza i manje utiče na konkurentnost ekonomije u regionalnom/globalnom okruženju. Direktni poreski oblici pak omogućuju progresivno oporezivanje i mogu biti poželjniji sa stanovišta poreske pravičnosti. Tranzicione zemlje, u kojima su izbegavanje poreza i siva ekonomija značajnije zastupljene, tradicionalno su se više oslanjale na indirektno oporezivanje nego što je to bio slučaj sa razvijenim zemljama. Međutim, zbog ubrzane globalizacije sve više razvijenih zemalja je primorano da razmotri promenu svoje poreske strukture u korist indirektnih poreza kako bi zaštitili svoju konkurentnost na globalnom tržištu. Tako je, na primer, Nemačka u 2007. povećala stopu PDV sa 16% na 19%, istovremeno smanjujući doprinose na zarade i poreze na poslovne aktivnosti.

Tabela L3-4. Trend rasta indirektnih poreza u Srbiji

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
	u %						
Učešće indirektnih poreza u ukupnim poreskim prihodima	42,0	44,4	47,5	49,4	48,8	51,1	46,0
Učešće poreza na promet / PDV u ukupnim poreskim prihodima	25,4	28,4	27,5	27,5	27,5	31,3	28,7

Izvor: Ministarstvo finansija RS.

Tabela L3-4 pokazuje trend smanjenja učešća direktnih poreza (porezi na dohodak i dobit, doprinosi za socijalno osiguranje, porezi na imovinu) i povećanja učešća indirektnih poreza (porez na promet, PDV, akcize, carine) u ukupnim poreskim prihodima Republike Srbije. Prekid trenda u 2006. godini pre svega je posledica smanjenja akciza, ali i značajnog rasta naplate direktnih poreza na zarade i dobit. Imajući u vidu smanjenje poreza i doprinosa na zarade u 2007. godini, može se očekivati da će se učešće indirektnih poreza stabilizovati blizu polovine ukupnih poreskih prihoda.

⁷ Da su kaskadni efekti ozbiljno opterećivali usluge velikoprodaje, govori i činjenica da je svetski veletrgovinski lanac *Metro Cash and Carry* ušao na srpsko tržište tek po donošenju Zakona o PDV.

⁸ Direktni poreski oblici su oni kod kojih poreski obveznik ujedno i snosi ekonomsko opterećenje poreza. Kod indirektnih poreskih oblika, poreski obveznik obračunava i plaća porez, ali ekonomski teret poreza snosi neki drugi ekonomski činilac. Porezi na potrošnju su osnovni oblik indirektnog oporezivanja, dok su porezi na prihod i imovinu – najzastupljeniji direktni porezi.

Tabela L3-5. Stope PDV u izabranim zemljama

	Opšta stopa	Redukovana stopa
	u %	
Austrija	20,0	12,0
Bosna i Hercegovina	17,0	..
Bugarska	20,0	7,0
Rumunija	19,0	9,0
Hrvatska	22,0	10,0
Makedonija	18,0	5,0
Slovenija	20,0	8,5
Francuska	19,6	5,5
Nemačka	19,0	7,0
Poljska	22,0	7,0
Italija	20,0	10,0
Grčka	19,0	9,0
Finska	22,0	17,0
Švedska	25,0	12,0
Srbija	18,0	8,0

Bird i Gendron u svojoj opsežnoj studiji o dosadašnjim iskustvima PDV u zemljama u tranziciji [1] zaključuju da od svih oblika oporezivanja potrošnje (a naročito direktnih poreza na prihod i dobit), oporezivanje kroz PDV ostavlja najmanje prostora za izbegavanje poreza, najmanje utiče na ekonomski rast i superiorno je s aspekta ekonomske efikasnosti.

Iz Tabele L3-5 možemo videti da je stopa PDV u Srbiji među najnižim u okruženju i Evropskoj Uniji. Ta činjenica govori da bi se eventualnim povećanjem stope PDV mogao stvoriti

prostor za značajnije reforme na strani direktnih poreza, ukoliko bi to učinilo srpski poreski sistem efikasnijim, pravičnijim ili konkurentnijim u okruženju. Takođe, osnovna ekonomska logika govori da bi povećanje poreza na potrošnju trebalo da ima pozitivan uticaj na neke od najvećih makroekonomskih izazova Srbije – preveliku potrošnju i spoljnotrgovinski bilans.

Sa stanovišta ekonomske pravičnosti, PDV jeste regresivan porez^{c)} jer ga jednako plaćaju i bogati i siromašni slojevi stanovništva. Međutim, eventualno povećanje stope PDV ne mora automatski značiti i povećanje regresivnosti (nepravičnosti) u društvu, jer je potrebno sagledati pravičnost čitavog fiskalnog sistema Srbije (i prihodne i rashodne strane), a ne jednog poreskog oblika pojedinačno. Povećanje regresivnosti fiskalnog sistema u Srbiji bi moglo biti izbegnuto ukoliko bi se prihodi od povećanja stope PDV iskoristili za socijalne potrebe ili za dodatno finasiranje penzionog sistema (kao što je učinjeno u Nemačkoj u 1998).

c) Akademska istraživanja novijeg datuma pokazuju da je PDV značajno manje regresivan nego što se ranije tvrdilo.

Okvir 1. Oporezivanje finansijskog posredovanja

Jedna od praktičnih slabosti PDV jeste nemogućnost jednostavne integracije usluga finansijskog posredovanja, što narušava alokativnu neutralnost sistema PDV i potencijalno dovodi do gubitka prihoda. U želji da ne naruše alokativnu neutralnost neke zemlje uključuju usluge finansijskog posredovanja u sistem PDV uzimajući u obzir nivo aktivnih i pasivnih kamatnih stopa i aproksimirajući dodatnu vrednost (Novi Zeland). S druge strane, Izrael je uveo komplementarno oporezivanje finansijskih posrednika na osnovu godišnjeg prirasta kapitala.[4] Porez na promet finansijskih usluga činio je oko 4,5% ukupnih prihoda od poreza na promet. Prelaskom na PDV najveći deo ovih prihoda je "izgubljen". Potencijalni gubici po srpski budžet će postajati sve značajniji tokom vremena, s obzirom na to da finansijsko posredovanje beleži značajan rast i može se očekivati da će sa sadašnjih desetak posto u doglednoj budućnosti porasti na oko 20% BDP – što je slučaj u većini razvijenih zemalja.

5. Komparativne performanse PDV

Iako ne postoji jednostavan način ocenjivanja performansi PDV, *racio efikasnosti*⁹ se nametnuo kao najrelevantnija statistika za poređenje performansi PDV među zemljama i tokom vremena. Racio efikasnosti poredi ostvarene prihode od PDV sa hipotetičkim prihodima koji bi bili ostvareni u sistemu u kome nema izbegavanja poreza i gde se sva potrošnja oporezuje po opštoj stopi PDV.¹⁰ Racio efikasnosti, dakle, pored nivoa izbegavanja poreza uzima u obzir i u kojoj meri Zakon o porezu na dodatu vrednost odstupa od teorijski najpoželjnijeg modela koji svu potrošnju tretira i oporezuje jednako.

U nekim zemljama Evropske Unije, poput Nemačke i Velike Britanije, tokom godina akumulirale su se značajne PDV olakšice i izuzeća iz poreske osnovice, što je rezultiralo nešto nižim raciom efikasnosti. S druge strane, pojava izbegavanja poreza je glavni razlog niže vrednosti ove statistike u većini zemalja u tranziciji. Najbolje ostvareni rezultati su u zemljama poput Belgije koja je značajno reformisala svoj sistem PDV i ujednačila poresku osnovicu, ili Estonije, koju pored modernog Zakona o PDV karakteriše i modernizovana poreska administracija.

Procenjeni racio efikasnosti srpskog sistema PDV od 77% (Tabela L3-6) je ohrabrujući i značajno iznad zemalja u tranziciji (62%), pa i same Evropske Unije (71%). Međutim, taj rezultat se mora uzeti sa značajnom rezervom jer je zavisao od procena makroekonomskih statistika. Naime, ne izgleda verodostojno da je od svih zemalja u regionu i Evropskoj Uniji – procentualno učešće PDV u BDP dvocifreno jedino u Srbiji. Očigledno je da zvanična statistika i dalje potcenjuje nivo BDP u Srbiji, što je rezultovalo precenjenim raciom efikasnosti. Realnija procena makroekonomskih statistika bi verovatno svrstala performanse srpskog sistema PDV negde između zemalja u tranziciji i Evropske Unije.

Tabela L3-6. Racio efikasnosti PDV u izabranim zemljama

	Godina kada je PDV uveden	Opšta stopa PDV (u %)	Prihodi od PDV (u % BDP)	Privatna potrošnja (u % BDP)	Racio efikasnosti
Albanija	1996	20,00	6,20	90,50	0,35
Belorusija	1992	18,00	5,90	58,60	0,50
Belgija	1971	21,00	8,70	54,10	0,76
Bugarska	1994	20,00	8,40	69,30	0,60
Estonia	1992	18,00	8,80	56,90	0,86
Finska	1994	22,00	8,40	49,70	0,77
Nemačka	1968	16,00	3,40	58,20	0,36
Grčka	1987	18,00	7,90	70,60	0,62
Mađarska	1988	25,00	8,30	63,20	0,53
Italija	1973	20,00	5,90	60,10	0,50
Poljska	1993	22,00	7,80	63,30	0,56
Rumunija	1993	19,00	6,10	81,70	0,39
Češka	1993	19,00	7,00	53,40	0,60
Slovačka	1993	19,00	7,30	54,50	0,67
Švedska	1969	25,00	6,60	49,00	0,54
Ukrajna	1992	20,00	7,10	56,10	0,63
Velika Britanija	1973	17,50	6,70	65,40	0,58
Srbija – 2005	2005	18,00	10,70	77,00	0,77
Srbija – 2006	2005	18,00	10,60	76,50	0,78

Izvor: Bird, Gendron: VAT Revisited, USAID, 2005.

⁹ *Racio efikasnosti* se definiše na sledeći način:

Racio efikasnosti = Ostvaren PDV prihod / (Opšta PDV stopa * Privatna potrošnja)

¹⁰ *Racio efikasnosti* uključuje (neophodan) stepen aproksimacije, jer makroekonomska procena privatne potrošnje uključuje i imputirane rente (koje naravno nisu podložne PDV), dok ne uključuje kupovinu roba i usluga od strane države na koju se zaračunava PDV.

6. Granica za ulazak u sistem PDV

Jedan od elemenata po kome se zakoni o PDV u evropskim zemljama najviše razlikuju, jeste nivo poslovne aktivnosti (obim prometa), koji poreski obveznici treba da ostvare da bi učestvovali u sistemu PDV. Tako je granica za ulazak u sistem PDV 15 hiljada evra u Francuskoj, 50 hiljada u Nemačkoj, šest hiljada u Hrvatskoj, hiljadu evra u Danskoj i oko 60 hiljada evra u Velikoj Britaniji. Španija i Italija uopšte nemaju granice za ulazak u sistem PDV, ali manji poreski obveznici u ovim zemljama podležu uprošćenom oporezivanju PDV na paušalnoj osnovi. Takođe, neke zemlje poput Grčke imaju različite granice za poreske obveznike koji se bave prometom robe i one koji se bave prometom usluga.

Empirijska činjenica je da u svim sistemima PDV, najveći deo prihoda potiče od velikih poreskih obveznika, dok je doprinos velikog broja malih poreskih obveznika skroman.^{d)} Iako mali poreski obveznici predstavljaju veliki administrativni teret¹¹, česta je pojava da se poreske vlasti uzdržavaju da podignu granicu za ulazak u sistem PDV – bilo zbog straha od gubitka prihoda, bilo zbog efekata na funkcionisanje privrede i eventualnog privilegovanog položaja manjih privrednih subjekata. Međutim, potrebno je naglasiti da se izuzimanjem iz sistema PDV manji poreski obveznici ne oslobadaju oporezivanja, već se tretiraju kao finalni potrošači i oporezuju indirektno – poresko opterećenje koje oni snose sakuplja se od većih obveznika koji učestvuju u sistemu PDV.

Poreski obveznici u Srbiji sa godišnjim prometom preko dva miliona dinara, obavezni su da učestvuju u sistemu PDV, dok obveznici sa prometom preko jedan milion dinara mogu dobrovoljno učestvovati. Privrednim subjektima sa prometom manjim od jedan milion dinara nije omogućeno da učestvuju u sistemu PDV da ga ne bi administrativno preopteretili.

Tabela L3-7. Performanse PDV na domaćem tržištu u 2005. godini, u mil. dinara

	Broj obveznika PDV	Promet grupe	Učešće u prometu (u %)	Neto PDV na domaćem tržištu	Učešće u PDV (u %)
Godišnji promet obveznika PDV					
0 - 2 mil. dinara	43.516	30.898	0,7	-304	-0,5
2 - 5 mil. dinara	26.394	87.477	2,0	2.547	4,2
5 - 10 mil. dinara	18.929	134.598	3,0	3.003	5,0
10 - 20 mil. dinara	13.270	186.907	4,2	3.816	6,3
20 - 50 mil. dinara	10.183	317.651	7,2	5.714	9,4
50 - 100 mil. dinara	4.202	294.640	6,7	5.120	8,5
100 - 500 mil. dinara	4.150	853.900	19,3	12.600	20,8
500 - 1000 mil. dinara	512	351.829	8,0	5.665	9,4
> 1 milijarde dinara	468	2.161.530	48,9	22.350	36,9
UKUPNO	121.624	4.419.430	100,0	60.511	100,0

Izvor: Poreska uprava.

Možemo primetiti da je empirijska koncentracija dodate vrednosti među većim obveznicima potvrđena i u Srbiji. Tako, čak 50% registrovanog prometa i skoro 40% ukupnih prihoda od PDV na domaćem tržištu potiče od 0,4% najvećih obveznika. S druge strane, učešće blizu 50.000 najmanjih obveznika u registrovanom prometu je praktično beznačajno, dok ova grupa uopšte ne učestvuje u prihodima od PDV – naprotiv, oni više potražuju od države nego što imaju deklarisanog PDV. Ta grupa obveznika PDV, koji su se uglavnom bez zakonske obaveze dobrovoljno prijavili u sistem, predstavlja preko 35% ukupnog broja poreskih obveznika i ogroman administrativni teret za poreske vlasti.¹² Eventualnim izbacivanjem 50.000 najmanjih obveznika iz sistema PDV, sprečili bi se ne samo gubici države u toj grupi, već bi se i omogućila efikasnija alokacija resursa poreskih vlasti što bi trebalo da poveća poresku naplatu od većih obveznika.

¹¹ U nekim zemljama, poput Malte, pokušaj uvođenja sistema PDV je propao zbog previše niske granice.

¹² Da bi se smanjili administrativni troškovi poreskih vlasti, MMF predlaže povećanje granice za ulazak u PDV sistem na 5 miliona dinara - *IMF Selected Issues Report, Serbia, July 2005.*

d) Po nekom nepisanom pravilu, 15% najvećih obveznika donosi i do 85% ukupnih PDV prihoda.

Strmoglav pad performansi PDV u Ukrajni, na primer, pripisuje se rastućem privatnom sektoru koji je bio u stanju da zloupotrebi slabosti poreskih vlasti koje nisu dolazile do izražaja, dok je ukrajinskom ekonomijom dominirao društveni i državni kapital.[2] Kako proces tranzicije u Srbiji bude odmicao, za očekivati je da će poreske pretnje od strane rastućeg privatnog sektora postajati sve ozbiljnije. U tim okolnostima, a suočeni sa 35% malih PDV obveznika koji uopšte ne doprinose prihodima, teško je očekivati da će poreske vlasti u Srbiji biti u stanju da efikasno kontrolišu mnogobrojne poreske pretnje i održe sadašnji nivo PDV performansi.

7. Zaključak

Svi pokazatelji govore u prilog uspešnom uvođenju sistema PDV u Srbiju. Srpski Zakon o porezu na dodatu vrednost, napisan je u skladu s međunarodnom praksom i preporukama, dok su poreske vlasti uspele da se prilagode izazovima novog sistema i onemoguće neke od oblika izbegavanja poreza i malverzacija primećenih u drugim zemljama po uvođenju PDV.

Novi oblik oporezivanja potrošnje je ekonomski efikasniji i transparentiji po funkcionisanje privrede nego što je to bio porez na promet. PDV je takođe omogućio srpskim izvoznicima da njihovi proizvodi budu konkurentiniji na stranim tržištima – time što ih je kompletno oslobodio oporezivanja na domaćem tržištu.

Uvodjenje sistema PDV proširilo je poreski obuhvat, smanjilo sivu ekonomiju i olakšalo privrednim subjektima u legalnim tokovima da se takmiče sa nelojalnom konkurencijom, sklonoj izbegavanju poreza. Dodatni prihodi nastali povećanim poreskim obuhvatom kompenzovali su gubitak prihoda od višestrukog kaskadnog oporezivanja koje je bilo zastupljeno u sistemu poreza na promet. Međutim, efikasnija preraspodela poreskog tereta nastala uvođenjem PDV nije u stanju da proizvede povećanje fiskalnih prihoda u odnosu na porez na promet.

Eventualno povećanje stope PDV kako bi se povećali fiskalni prihodi, trebalo bi da bude deo šire poreske i fiskalne reforme. Preveliki broj malih obveznika u trenutnom sistemu predstavlja veliki administrativni teret i najveći izazov za budući razvoj sistema PDV u Srbiji.

8. Literatura

- R. Bird, P. Gendron (2005) “VAT Revisited – A New Look at the Value Added Tax in Developing and Transitional Countries”, USAID
- R. Bird (2005) “VAT in Ukraine - An Interim Report”, ITP
- L. Ebrill (2001) “The Modern VAT”, IMF
- P. Gendron (2006) “Value Added Tax Treatment of Financial Service: A Developing Country Perspective”, ITP
- M. Keen, J. Mintz (2004) “The optimal threshold for a value-added tax”, JPE

ANALITIČKI PRILOG

Tabela P-1. Srbija: cene na malo, 2003–2006

	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⁾								
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
2006	151,0	112,7	106,6	106,7	106,1	106,0	106,5	106,2
kvartalni indeksi²⁾								
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
Q4	153,2	108,2	106,6	106,7	106,1	106,0	106,5	106,2
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
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
Decembar	153,7	106,6	106,6	106,7	106,1	106,0	106,5	106,2
2007								
Januar	154,4	106,5	100,4	100,5	101,9	100,0	99,8	100,0
Februar	154,5	105,2	100,5	99,8	102,0	99,8	98,5	102,4

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, 2003–2006

	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⁾								
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
2006	151,0	112,7	149,5	111,7	144,1	113,3	142,2	108,5
kvartalni indeksi¹⁾								
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
Q4	153,2	108,2	151,2	107,1	146,7	107,9	145,5	107,2
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
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
Aug	153,3	113,1	150,8	111,9	147,3	114,3	146,17	111,73
Sep	152,9	111,6	150,7	110,7	147,3	111,4	147,35	108,93
Oct	152,4	109,3	150,1	107,9	146,9	108,9	143,81	107,06
Nov	153,6	108,8	151,6	107,5	146,4	107,5	145,52	107,15
Dec	153,7	106,6	151,7	106,0	146,8	107,3	147,22	107,33
2007								
Januar	154,4	106,5	152,5	105,7	...	...	...	...
Februar	154,5	105,2	152,1	104,4	...	...	...	...

Izvor: RZS.

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

Tabela P-3. Kretanje kursa evra, 2003–2006

	Nominalni					Realni			Indeks troškova života u Evro zoni ⁴⁾ (dec. 2002=100)
	Kurs ¹⁾	Bazni indeks (dec. 2002=100)	12-m indeks	Kumulativ indeks ²⁾	USD/EUR	Kurs ³⁾ (dec. 2002=100)	12-m indeks	Kumulativ indeks ²⁾	
godišnji kurs⁵⁾									
2003	64,9743	105,6	107,1	110,5	1,1241	102,4	97,8	104,4	101,0
2004	72,6215	118,0	111,8	115,6	1,2392	106,3	103,8	103,9	103,0
2005	82,9188	134,7	114,2	109,3	1,2433	105,8	99,5	94,9	105,3
2006	84,1879	136,8	101,5	91,7	1,2537	97,4	92,1	87,9	107,6
kvartalni kurs⁵⁾									
2005									
Q1	80,2421	130,4	115,9	102,7	1,3145	106,4	101,2	98,1	104,0
Q2	81,8942	133,0	115,7	105,0	1,2606	106,7	100,7	98,3	105,2
Q3	83,8302	136,2	114,2	107,5	1,2199	105,8	99,8	97,8	105,6
Q4	85,7085	139,2	111,3	109,3	1,1898	104,5	96,6	94,9	106,2
2006									
Q1	87,0875	141,5	108,5	101,4	1,2031	102,7	96,6	99,6	106,3
Q2	86,8674	141,1	106,1	101,0	1,2552	100,3	94,0	97,9	107,7
Q3	83,2482	135,2	99,3	96,7	1,2745	95,5	90,3	92,6	108,0
Q4	79,5486	129,2	92,8	91,7	1,2893	91,4	87,5	87,9	108,3
mesečni kurs									
2005									
Mart	80,7498	131,2	116,1	102,7	1,3074	106,5	101,0	98,1	104,5
Jun	82,5172	134,1	115,3	105,0	1,2180	106,7	100,7	98,3	105,3
Septembar	84,4958	137,3	113,6	107,5	1,2265	106,2	100,0	97,8	106,0
Oktobar	85,1413	138,3	112,6	108,3	1,2026	105,4	97,8	97,2	106,3
Novembar	86,0770	139,8	112,1	109,5	1,1809	105,1	97,1	96,9	106,1
Decembar	85,9073	139,6	109,3	109,3	1,1861	102,9	94,9	94,9	106,3
2006									
Januar	86,9033	141,2	108,8	101,2	1,2122	103,2	96,7	100,3	105,9
Februar	87,2558	141,8	108,9	101,6	1,1960	102,5	96,8	99,6	106,2
Mart	87,1033	141,5	107,9	101,4	1,2013	102,5	96,2	99,6	106,7
April	86,5391	140,6	106,4	100,7	1,2239	100,7	94,3	97,9	107,4
Maj	87,3023	141,8	106,7	101,6	1,2750	100,3	94,2	97,5	107,8
Jun	86,7609	140,9	105,1	101,0	1,2677	99,8	93,6	97,0	107,9
Jul	83,7931	136,1	101,0	97,5	1,2684	96,4	91,7	93,7	107,8
Avgust	82,8893	134,7	98,7	96,5	1,2803	94,8	89,3	92,2	108,0
Septembar	83,0621	134,9	98,3	96,7	1,2748	95,3	89,8	92,6	108,1
Oktobar	80,9242	131,5	95,0	94,2	1,2615	93,3	88,5	90,7	108,1
Novembar	78,9404	128,2	91,7	91,9	1,2876	90,4	86,0	87,8	108,2
Decembar	78,7812	128,0	91,7	91,7	1,3210	90,4	87,9	87,9	108,6
2007									
Januar	79,6587	129,4	91,7	101,1	1,2993	90,7	87,8	100,3	108,2
Februar	79,3993	129,0	91,0	100,8	1,3075	90,5	88,3	100,1	108,5

Izvor: NBS, RZS, Eurostat (www.epp.eurostat.cec.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) Harmonizovani indeksi troškova života

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

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

	Ukupno zaposleni 1 (=2+3)	Zaposleni kod pravnih lica 2	Zaposleni kod fizičkih lica			Ukupan broj zaposlenih radnika 6(=2+5)
			Ukupno 3 (=4+5)	Privatni preduzetnici 4	Zaposleni kod njih 5	
kvartalni podaci						
2004	2.050	1.577	473	210	263	1.840
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	2.061	1.540	521	228	293	1.833
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	2.022	1.472	562	239	323	1.795
Q1	2.035	1.500	535	228	307	1.806
Q2	2.017	1.481	550	234	316	1.797
Q3	2.012	1.462	571	243	328	1.790
Q4	2.023	1.445	590	249	341	1.786
mesečni podaci						
2005						
Januar	2.059	1.558	501	221	280	1.838
Februar	2.065	1.557	508	225	283	1.840
Mart	2.070	1.557	513	228	285	1.842
April	2.066	1.551	515	228	287	1.838
Maj	2.060	1.543	517	228	289	1.832
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
Oktobar	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	2.037	1.506	531	229	305	1.810
Februar	2.029	1.497	533	228	307	1.805
Mart	2.032	1.496	536	228	308	1.804
April	2.023	1.487	543	231	312	1.799
Maj	2.016	1.481	550	234	316	1.797
Jun	2.011	1.475	557	237	320	1.795
Jul	2.008	1.472	564	240	324	1.796
Avgust	2.002	1.467	571	243	328	1.795
Septembar	2.026	1.447	578	245	333	1.780
Oktobar ⁶⁾	2.026	1.448	584	247	337	1.785
Novembar ⁶⁾	2.021	1.443	590	249	341	1.784
Decembar ⁷⁾	2.021	1.443	596	251	345	1.788

Izvor: RZS Mesečni statistički pregled No.1/2007 (za podatke o pravnim licima do novembra 2007, o fizičkim licima do septembra 2007, ostatak podataka su FREN-ove projekcije na osnovu ekstrapolacije). 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.

Napomena: Za broj zaposlenih u Q4 projekcije nisu rađene, već su ostavljeni brojevi zaposlenih iz septembra.

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).

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.

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).

6) Za fizička lica podaci za oktobar i novembar su FREN-ove projekcije.

7) Svi podaci o zaposlenosti u decembru su FREN-ove projekcije.

Tabela P-7. Srbija: platni bilans, 2003–2006¹⁾

	2003	2004	2005				2006			
	Dec.	Dec.	Mar.	Jun	Sep.	Dec.	Mar.	Jun	Sep.	Dec.
	kumulativi, u milionima evra									
TEKUĆE TRANSAKCIJE	-1.355	-2.197	-324	-615	-1.134	-1.805	-680	-1.155	-1.780	-2.892
ROBA I USLUGE	-3.621	-5.156	-708	-1.755	-2.970	-4.284	-1.132	-2.384	-3.536	-4.999
Roba	-3.808	-5.311	-683	-1.772	-2.987	-4.279	-1.101	-2.357	-3.524	-4.950
Izvoz robe, f.o.b. ²⁾	2.447	2.991	813	1.824	2.843	4.006	1.039	2.282	3.662	5.146
Uvoz robe, f.o.b.	-6.415	-8.302	-1.496	-3.596	-5.830	-8.285	-2.140	-4.638	-7.186	-10.096
Izvoz/Uvoz (%)	38	36	54	51	49	48	49	49	51	51
Usluge	187	155	-25	17	17	-5	-31	-27	-12	-49
Prihodi	906	1.171	251	594	951	1.319	306	697	1.188	1.670
Rashodi	-719	-1.016	-276	-577	-934	-1.324	-338	-724	-1.200	-1.719
Kamate, neto	-180	-172	-59	-141	-198	-260	-58	-155	-236	-314
Naplaćene	61	64	12	32	53	80	32	66	105	154
Plaćene	-241	-235	-71	-174	-250	-339	-91	-221	-341	-468
Tekući transferi	2.020	2.728	410	1.200	1.886	2.471	474	1.302	1.868	2.240
Doznake, neto	332	340	35	167	225	281	-21	90	120	110
Priliv	690	796	184	424	683	955	95	95	200	512
Odliv	-358	-456	-149	-256	-457	-674	-283	-450	-715	-1.037
Devizni depoziti nerezidenata	308	568	37	108	259	460	183	276	494	561
Otkup deviza, neto	1.106	1.592	320	884	1.329	1.631	289	882	1.166	1.447
Ostalo ³⁾	274	228	17	41	73	99	23	54	87	123
Zvanične donacije	425	403	33	82	148	268	36	82	124	181
GREŠKE I PROPUSTI	44	168	-184	-75	-205	-384	-31	-63	-147	21
KAPITALNE TRANSAKCIJE	1.898	2.377	710	1.173	2.276	3.863	1.100	2.687	4.935	7.166
Finansijske transakcije	1.898	2.377	710	1.173	2.276	3.863	1.100	2.687	4.935	7.166
Strane direktne investicije (SDI)	1.198	773	262	502	998	1.248	164	738	2.409	4.077
Ostale investicije	701	1.604	448	671	1.278	2.615	936	1.949	2.526	3.089
Srednjeročni i dugoročni krediti, neto ⁴⁾	628	1.221	159	602	988	1.820	443	1.685	2.456	3.140
Drzava	206	229	15	44	108	192	73	84	132	132
Banke	106	417	68	209	292	729	146	1.122	1.346	1.484
Ostalo	317	574	74	348	588	886	224	479	979	1.523
Kratkoročni krediti, neto	14	164	94	28	33	330	212	-189	25	170
Prevremena otplata duga i kamata države ⁵⁾	0	0	0	0	0	0	0	-189	-377	-1.060
Ostala aktiva i pasiva	18	187	120	11	186	378	136	115	446	839
Poslovne banke, bruto rezerve (korišćenje: +)	-3	33	77	30	71	100	144	146	-25	1
DEVIZNE REZERVE NBS⁶⁾, neto (+, korišćenje)	-587	-349	-202	-483	-937	-1.675	-390	-1.469	-3.008	-4.296
Korišćenje kredita MMF-a	246	192	0	0	151	151	75	75	75	75
Otplata kredita MMF-u ⁶⁾	0	-188	-47	-93	-133	-166	-22	-22	-22	-32
PRO MEMORIA	u % BDP									
Izvoz robe i usluga	19,5	21,1	20,2	22,9	24,0	25,2	24,9	26,1	27,2	27,6
Uvoz robe i usluga	-39,6	-47,2	-33,6	-39,5	-42,7	-45,5	-45,9	-47,1	-47,1	-47,9
Bilans robne razmene	-21,1	-26,9	-12,9	-16,8	-18,9	-20,3	-20,4	-20,7	-19,8	-20,1
Bilans tekućih transakcija	-7,5	-11,1	-6,1	-5,8	-7,2	-8,6	-12,6	-10,1	-10,0	-11,7
BDP u evrima ⁷⁾ , kumulativ	18.008	19.723	5.277	10.554	15.830	21.107	5.397	11.392	17.806	24.670

Izvor: NBS i RZS.

1) Originalni podaci u US dolarima konvertovani su u evre na mesečnom nivou po mesečnom proseku zvaničnih dnevnih srednjih kursa 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) Uključuje prevremenu otplatu duga i kamata MMF-u i Svetskoj banci.

6) Otplata glavnice.

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

Tabela P-8. Srbija: konsolidovani bilans sektora države¹⁾, 2004–2006

	u milijardama dinara							% u BDP		
	2005		2006					2004	2005	2006
	ukupno	Q4	ukupno	Q1	Q2	Q3	Q4			
I UKUPNI PRIHODI	701,6	210,2	825,0	175,3	201,6	207,5	240,6	41,2	40,1	38,9
<i>od čega: Javni prihodi bez PDV obaveza prema privredi i kompenzacija sa FZR²⁾ 3)</i>	679,0	200,9	815,0	176,8	199,5	203,6	235,1	41,2	38,8	38,4
1. Tekući prihodi	693,7	207,8	814,7	173,2	199,3	204,9	237,3	40,8	39,6	38,4
Poreski prihodi	638,9	185,8	751,3	159,4	185,1	188,5	218,2	37,8	36,5	35,4
Porez na dohodak	94,3	27,2	118,5	25,8	29,2	29,2	34,3	5,4	5,4	5,6
Porez na dobit	10,3	2,8	18,3	7,9	2,9	3,5	4,0	0,5	0,6	0,9
Porez na promet / PDV	215,9	62,2	225,2	46,3	57,9	57,0	64,0	11,1	12,3	10,6
<i>od čega: neto prihod porez na promet/PDV²⁾</i>	198,8	54,7	224,7	47,9	55,8	57,0	64,0	11,1	11,4	10,6
Akcize	71,3	20,0	81,7	14,7	21,1	21,7	24,2	4,8	4,1	3,9
Carine	39,0	12,3	45,2	9,6	12,7	9,9	13,1	2,4	2,2	2,1
Doprinosi	184,0	54,6	232,2	48,5	54,1	59,4	70,2	11,1	10,5	10,9
<i>od čega: doprinosi bez kompenzacije sa FZR³⁾</i>	179,1	52,8	222,7	48,4	54,1	55,5	64,7	10,5	10,2	10,5
Ostali poreski prihodi	24,1	6,8	30,1	6,5	7,2	7,9	8,5	2,5	1,4	1,4
Neporeski prihodi	54,8	22,0	63,4	13,8	14,2	16,3	19,1	3,0	3,1	3,0
2. Kapitalni prihodi	7,9	2,4	10,3	2,1	2,3	2,6	3,3	0,4	0,5	0,5
II UKUPNI RASHODI	-667,8	-195,1	-813,0	-174,9	-185,1	-197,6	-255,4	40,0	38,2	38,3
1. Tekući rashodi	-634,8	-184,3	-749,1	-167,6	-174,3	-184,4	-222,8	37,4	36,3	35,3
Rashodi za zaposlene	-166,3	-47,7	-198,6	-46,0671	-45,7557	-47,0986	-59,6	9,6	9,5	9,4
<i>od čega: soc. davanja zaposlenima (bolovanje i otpemnine)⁴⁾</i>	-1,31	-0,2	-3,19	-1,54	-0,28	-0,43	-0,94	..	0,1	0,2
<i>od čega: otpremnine RZZO⁵⁾</i>	-2,17	-2,17	-2,28	-0,90	0,00	-1,38	0,00	..	0,1	0,1
Kupovina roba i usluga	-92,2	-29,7	-114,1	-22,4	-25,3	-29,0	-37,5	5,5	5,3	5,4
Otplata kamata	-24,5	-7,8	-28,9	-5,7	-4,9	-8,8	-9,4	1,7	1,4	1,4
Subvencije	-54,5	-15,8	-54,4	-10,1	-12,7	-13,602	-18,0	4,5	3,1	2,6
Socijalni transferi	-281,5	-78,7	-335,8	-79,8	-81,1	-81,7	-93,1	15,2	16,1	15,8
<i>od čega: penzije⁶⁾</i>	-186,1	-51,5	-227,7	-52,7	-55,7	-58,501	-60,8	10,6	10,6	10,7
Ostali tekući rashodi	-15,8	-4,6	-17,4	-3,5	-4,6	-4,1	-5,2	0,9	0,9	0,8
2. Kapitalni rashodi ⁷⁾	-33,0	-10,8	-63,9	-7,3	-10,8	-13,2	-32,6	2,6	1,9	3,0
III OTPLATE STARIH DUGOVA I BUDŽETSKI KREDITI	-36,7	-7,9	-49,1	-4,4	-17,1	-10,1	-17,5	1,8	2,1	2,3
1. Otplata duga - SDŠ i ZZP	-21,9	-0,8	-21,7	-1,0	-14,6	-4,8	-1,4	1,3	1,3	1,0
2. Penzije ⁸⁾	-9,8	-5,6	-20,3	-1,6	-1,7	-4,0	-13,0	0,3	0,6	1,0
3. Budžetski krediti, neto ⁹⁾	-4,9	-1,5	-7,1	-1,8	-0,8	-1,3	-3,2	0,1	0,3	0,3
IVa KONSOLIDOVANI BILANS (I+II), definicija MFIN¹⁰⁾	33,8	15,2	12,0	0,4	16,5	9,9	-14,8	1,2	1,9	0,6
Republički budžet	26,8	17,0	3,3	-9,1	7,5	4,9	0,0	0,1	1,5	0,2
PIO zaposlenih	-0,5	-0,7	5,0	1,8	1,4	0,1	1,7	0,1	0,0	0,2
PIO samostalaca	2,5	2,3	5,2	0,6	1,2	1,3	2,1	0,2	0,1	0,2
PIO zemljoradnika	0,0	-0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Fond zdravstva	-0,5	-2,2	3,1	1,0	2,4	1,8	-2,1	0,1	0,0	0,1
Nacionalna služba za zapošljavanje	0,8	0,0	0,2	0,3	0,8	0,2	-1,2	0,1	0,0	0,0
Vojvodina	-1,8	-1,9	-2,7	0,7	0,0	-1,1	-2,3	0,0	0,1	0,1
Lokal	3,8	-2,9	1,3	5,7	3,4	0,3	-8,2	..	0,2	0,1
IVb UKUPNI FINANSIJSKI REZULTAT (IVa+III.3.), definicija MMF, podaci MFIN¹¹⁾	28,9	13,7	4,9	-1,4	15,7	8,6	-18,0	1,1	1,6	0,2
IVc ANALITIČKI BILANS (I+II+III), definicija FREN¹²⁾	-2,9	7,3	-37,2	-4,0	-0,6	-0,2	-32,3	0,5	0,2	1,8
V FINANSIRANJE (definicija FREN)	27,8	7,0	121,8	8,5	1,4	103,2	8,7	1,7	1,6	5,7
Donacije ¹³⁾	0,2	0,1	0,7	0,1	0,1	0,2	0,3	0,1	0,0	0,0
Prihodi od privatizacije ¹⁴⁾	21,7	-2,3	106,1	9,1	1,3	103,0	-7,3	1,0	1,2	5,0
Domaće finansiranje ¹⁵⁾	5,0	1,1	21,0	1,4	0,2	1,4	18,0	0,4	0,3	1,0
Inostrano finansiranje ¹⁶⁾	6,7	3,3	2,0	-0,4	1,4	1,0	0,1	0,5	0,4	0,1
Izdaci za otplatu glavnice domaćim i stranim kreditorima ¹⁷⁾	-5,8	4,8	-8,1	-1,7	-1,7	-2,4	-2,3	0,3	0,3	0,4
VI PROMENA STANJA NA RAČUNU (IVc+V)	24,9	14,3	84,6	4,5	0,7	103,0	-23,7	1,1	1,4	4,0
PRO MEMORIA										
Promena neto pozicije države u bankarskom sistemu:										
- na osnovu evidentiranih fiskalnih tokova (IVc+V)	24,9	14,3	84,6	4,5	0,7	103,0	-23,7	1,1	1,4	4,0
- na osnovu evidencije stanja u poslovnim bankama (podaci NBS)	38,1	11,4	75,9	10,6	6,7	90,1	-31,5	0,5	2,2	6,4
Potraživanja privrede po osnovu PDV (procena FREN) ¹⁸⁾	17,1	7,5	0,5	-1,6	2,1	0,0	0,0	..	1,0	0,0
Kompenzacija FZR ¹⁹⁾	5,5	1,8	9,5	0,1	0,0	3,9	5,4	0,6	0,3	0,4
IVb Ukupni fiskalni rezultat po MMF evidenciji ²⁰⁾	25,4	..	..	..	..	..	..	0,6	1,5	..
Investicioni projekti (FLIPs), MMF podatak ²¹⁾	-6,1	..	..	..	..	..	..	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 umanjen za stavku "Potraživanja privrede po osnovu PDV" prikazanu u Pro Memorii. (Videti fus notu 16).

3) Prihod od doprinosa umanjen za stavku "Kompenzacija FZR" u Pro Memorii. (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 predviđjena 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-9. Srbija: monetarni pregled, 2004–2006

	2004		2005			2006				
	Dec.	Mar.	Jun	Sep.	Dec.	Mar.	Jun	Sep.	Dec.	
	u milionima dinara, na kraju perioda¹⁾									
Neto strana aktiva (NSA)	160.868	162.488	183.484	216.183	218.886	200.462	229.984	360.685	407.124	
Neto strana aktiva (NSA) (u evrima)	2.014	2.005	2.217	2.552	2.560	2.307	2.674	4.399	5.153	
Rezerve	313.353	332.844	371.427	428.842	491.883	517.118	600.522	710.311	770.332	
<i>Rezerve (u evrima)</i>	3.922	4.107	4.487	5.063	5.753	5.951	6.983	8.662	9.751	
NBS	248.376	274.136	304.386	362.216	424.844	465.497	549.529	648.946	715.118	
<i>NBS (u evrima)</i>	3.109	3.382	3.677	4.276	4.969	5.357	6.390	7.914	9.052	
Poslovne banke	64.977	58.708	67.041	66.626	67.039	51.621	50.993	61.365	55.214	
<i>Poslovne banke (u evrima)</i>	813	724	810	787	784	594	593	748	699	
Obaveze (-)	-152.485	-170.356	-187.943	-212.659	-272.997	-316.656	-370.538	-349.626	-363.208	
<i>Obaveze (-) (u evrima)</i>	-1.909	-2.102	-2.271	-2.511	-3.193	-3.644	-4.309	-4.264	-4.598	
NBS	-69.260	-72.187	-73.162	-81.569	-81.873	-87.575	-68.368	-48.845	-55.697	
<i>NBS (u evrima)</i>	-867	-891	-884	-963	-958	-1.008	-795	-596	-705	
Poslovne banke	-83.225	-98.169	-114.781	-131.090	-191.124	-229.081	-302.170	-300.781	-307.511	
<i>Poslovne banke (u evrima)</i>	-1.042	-1.211	-1.387	-1.548	-2.235	-2.636	-3.514	-3.668	-3.893	
Neto domaća aktiva (NDA)	162.007	168.841	190.622	206.257	239.985	272.642	285.856	207.195	231.381	
Domaći krediti	348.617	370.019	407.795	446.299	490.467	516.435	557.316	490.539	509.771	
Krediti državi, neto ²⁾	5.951	-6.864	-1.602	-10.242	-27.831	-31.129	-33.954	-124.159	-100.534	
Krediti	44.001	46.961	41.744	43.492	40.106	40.311	37.919	31.415	33.338	
Dinarski krediti	30.008	30.237	25.285	23.313	21.272	18.381	16.408	15.322	16.712	
NBS	22.407	22.123	17.524	16.901	16.330	14.735	14.474	14.472	14.891	
Poslovne banke	7.601	8.114	7.761	6.412	4.942	3.646	1.934	850	1.821	
Devizni krediti	13.993	16.724	16.459	20.179	18.834	21.930	21.511	16.093	16.626	
<i>Devizni (u evrima)</i>	175	206	199	238	220	252	250	196	210	
NBS	0	0	0	0	181	184	182	0	0	
<i>NBS (u evrima)</i>	0	0	0	0	2	2	2	0	0	
Poslovne banke	13.993	16.724	16.459	20.179	18.653	21.746	21.329	16.093	16.626	
<i>Poslovne banke (u evrima)</i>	175	206	199	238	218	250	248	196	210	
Depoziti (-)	-38.050	-53.825	-43.346	-53.734	-67.937	-71.440	-71.873	-155.574	-133.872	
Dinarski depoziti	-24.484	-32.060	-29.868	-34.581	-43.604	-43.860	-55.057	-50.760	-27.028	
NBS	-22.966	-30.245	-28.235	-32.797	-40.718	-39.439	-49.801	-45.785	-19.678	
Poslovne banke	-1.518	-1.815	-1.633	-1.784	-2.886	-4.421	-5.256	-4.975	-7.350	
Devizni depoziti	-13.566	-21.765	-13.478	-19.153	-24.333	-27.580	-16.816	-104.814	-106.844	
<i>Devizni (u evrima)</i>	-170	-269	-163	-226	-285	-317	-196	-1.278	-1.352	
NBS	-9.990	-18.088	-6.571	-14.392	-18.806	-21.464	-10.586	-99.498	-102.377	
<i>NBS (u evrima)</i>	-125	-223	-79	-170	-220	-247	-123	-1.213	-1.296	
Poslovne banke	-3.576	-3.677	-6.907	-4.761	-5.527	-6.116	-6.230	-5.316	-4.467	
<i>Poslovne banke (u evrima)</i>	-45	-45	-83	-56	-65	-70	-72	-65	-57	
Krediti nedržavnom sektoru	342.666	376.883	409.397	456.541	518.298	547.564	591.270	614.698	610.305	
Domaćinstva	66.514	72.489	86.340	108.053	132.146	150.290	172.185	190.378	205.490	
Privreda	276.152	304.394	323.057	348.488	386.152	397.274	419.085	424.320	404.815	
Ostala aktiva, neto ³⁾	-186.610	-201.178	-217.173	-240.042	-250.482	-243.793	-271.460	-283.344	-278.390	
od čega: kapital i rezerve (-)	-142.753	-160.723	-169.226	-177.165	-181.772	-187.095	-216.178	-220.712	-233.805	
NBS	-33.580	-39.068	-38.085	-36.571	-41.450	-42.531	-42.364	-27.662	-6.012	
Poslovne banke	-109.173	-121.655	-131.141	-140.594	-140.322	-144.564	-173.814	-193.050	-227.793	
Novčana masa: M2⁴⁾	322.876	331.331	374.106	422.441	458.870	473.103	515.840	567.881	638.505	
Novčana masa: dinarski M2 ⁵⁾	146.209	143.768	160.351	180.043	192.180	189.911	208.606	232.506	283.048	
Novčana masa: M1	111.258	110.073	120.481	134.727	144.949	137.800	148.694	158.452	200.031	
Gotov novac u opticaju	45.165	39.368	42.316	47.283	53.650	45.825	48.926	52.110	68.389	
Depoziti po viđenju (privreda i domaćinstva)	66.093	70.705	78.165	87.444	91.299	91.975	99.768	106.342	131.642	
Oročeni dinarski depoziti (privreda i domaćinstva)	34.951	33.695	39.870	45.316	47.231	52.111	59.912	74.054	83.017	
Devizni depoziti (privreda i domaćinstva)	176.667	187.563	213.755	242.398	266.690	283.192	307.234	335.375	355.457	
<i>Devizni depoziti (privreda i domaćinstva) (u evrima)</i>	2.211	2.314	2.582	2.862	3.119	3.259	3.572	4.090	4.499	
od čega: domaćinstva ⁶⁾	110.713	124.107	141.477	162.667	190.136	207.609	222.105	243.328	260.689	
<i>od čega: domaćinstva (u evrima)⁶⁾</i>	1.386	1.531	1.709	1.921	2.224	2.389	2.583	2.967	3.300	

Izvor: FREN, NBS – Statistički bilten.

1) Ukoliko nije drugačije naznačeno.

2) Država ne uključuje lokalnu samoupravu koja je tretirana kao nedržavni 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 domaćinstava, oročene dinarske depozite privrede i devizne depozite privrede i domaćinstava.

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 domaćinstava i oročene dinarske depozite privrede i domaćinstava.

6) Devizna štednja stanovništva.

Tabela P-10. Srbija: bilans poslovnih banaka, 2004–2006

	2004		2005			2006			
	Dec.	Mar.	Jun	Sep.	Dec.	Mar.	Jun	Sep.	Dec.
	u milionima dinara, na kraju perioda¹⁾								
Neto devizne rezerve	-18.248	-39.461	-47.740	-64.464	-124.085	-177.460	-251.177	-239.416	-252.297
Neto devizne rezerve (u evrima)	-228	-487	-577	-761	-1.451	-2.042	-2.921	-2.920	-3.194
Bruto devizne rezerve	64.977	58.708	67.041	66.626	67.039	51.621	50.993	61.365	55.214
<i>Bruto devizne rezerve (u evrima)</i>	<i>813</i>	<i>724</i>	<i>810</i>	<i>787</i>	<i>784</i>	<i>594</i>	<i>593</i>	<i>748</i>	<i>699</i>
Bruto devizne obaveze (-)	-83.225	-98.169	-114.781	-131.090	-191.124	-229.081	-302.170	-300.781	-307.511
<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>	<i>-3.893</i>
Neto domaća aktiva (NDA)	18.250	39.461	47.740	64.464	124.085	177.460	251.177	239.416	252.297
Domaći krediti	177.391	206.895	230.533	263.230	331.378	375.536	481.132	483.067	509.350
Kreditni državi, neto ²⁾	8.515	10.731	3.600	7.558	5.838	4.295	-3.369	-8.219	-2.441
Kreditni	22.863	25.948	25.396	28.062	25.803	27.837	26.044	20.745	23.516
Dinarski krediti	8.868	9.220	8.932	7.878	7.145	6.086	4.710	4.652	6.890
Devizni krediti	13.995	16.728	16.464	20.184	18.658	21.751	21.334	16.093	16.626
<i>Devizni krediti (u evrima)</i>	<i>175</i>	<i>206</i>	<i>199</i>	<i>238</i>	<i>218</i>	<i>250</i>	<i>248</i>	<i>196</i>	<i>210</i>
Depoziti (-)	-14.348	-15.217	-21.796	-20.504	-19.965	-23.542	-29.413	-28.964	-25.957
Dinarski depoziti	-10.750	-11.506	-14.859	-15.702	-14.399	-17.382	-23.171	-23.630	-21.482
Devizni depoziti	-3.598	-3.711	-6.937	-4.802	-5.566	-6.160	-6.242	-5.334	-4.475
<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>	<i>-57</i>
Neto potraživanja od NBS	97.706	99.551	136.668	159.585	204.896	235.986	340.148	382.531	467.420
Potraživanja	99.461	101.304	137.187	160.321	205.631	236.443	341.952	382.974	467.862
Gotovina	4.281	3.812	4.430	4.822	7.053	6.793	6.799	8.654	10.278
Obavezne rezerve	20.953	20.676	21.855	24.673	26.046	26.387	33.352	33.602	34.290
Slobodne rezerve	1.481	-1.076	-211	-76	2.621	-2.109	-2.473	-3.440	-1.524
Depoziti	72.746	74.685	93.482	111.094	153.016	174.078	247.994	263.765	279.958
od čega: dinarski depoziti	7.512	3.679	3.827	5.317	5.274	948	2.564	7.535	26.349
NBS blagajnički zapisi/repo operacije ³⁾	0	3.207	17.631	19.808	16.895	31.294	56.280	80.393	144.860
Obaveze	-1.755	-1.753	-519	-736	-735	-457	-1.804	-443	-442
Kreditni ostalom delu privrede, neto	71.170	96.613	90.265	96.087	120.644	135.255	144.353	108.755	44.371
Kreditni	333.582	367.552	399.378	446.022	507.171	536.214	579.880	593.628	589.915
Domaćinstva	66.356	72.261	86.064	107.781	131.860	150.007	171.904	190.098	205.179
Dugoročni krediti	49.563	54.699	67.600	87.403	107.724	121.378	138.539	151.998	165.109
Kratkoročni krediti	16.793	17.562	18.464	20.378	24.136	28.629	33.365	38.100	40.070
Privreda	267.226	295.291	313.314	338.241	375.311	386.207	407.976	403.530	384.736
Dugoročni krediti	127.659	134.122	136.572	143.875	165.442	168.212	178.091	183.205	181.836
Kratkoročni krediti	139.567	161.169	176.742	194.366	209.869	217.995	229.885	220.325	202.900
Depoziti (-)	-262.412	-270.939	-309.113	-349.935	-386.527	-400.959	-435.527	-484.873	-545.544
Dinarski depoziti	-86.669	-84.305	-96.457	-108.557	-121.022	-119.059	-130.309	-150.239	-191.041
Domaćinstva	-12.733	-12.624	-14.931	-16.017	-16.542	-17.688	-21.273	-20.972	-26.742
Privreda	-73.936	-71.681	-81.526	-92.540	-104.480	-101.371	-109.036	-129.267	-164.299
Devizni depoziti	-175.743	-186.634	-212.656	-241.378	-265.505	-281.900	-305.218	-334.634	-354.503
Domaćinstva ⁴⁾	-110.713	-124.107	-141.477	-162.667	-190.136	-207.609	-222.105	-243.328	-260.689
<i>Domaćinstva (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>-2.967</i>	<i>-3.300</i>
Privreda	-65.030	-62.527	-71.179	-78.711	-75.369	-74.291	-83.113	-91.306	-93.814
<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>	<i>-1.188</i>
Ostala aktiva, neto⁵⁾	-159.141	-167.434	-182.793	-198.766	-207.293	-198.076	-229.955	-243.651	-257.053
od čega: kapital i rezerve	-109.173	-121.655	-131.141	-140.594	-140.322	-144.564	-173.814	-193.050	-227.793

Izvor: FREN, NBS - Statistički bilten.

1) Ukoliko nije drugačije naznačeno.

2) Država obuhvata sve nivoe 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-11. Srbija: bilans Narodne banke Srbije, 2004–2006

	2004		2005			2006			
	Dec.	Mar.	Jun	Sep.	Dec.	Mar.	Jun	Sep.	Dec.
	u milionima dinara, na kraju perioda¹⁾								
Neto devizne rezerve	113.148	132.749	143.615	173.447	194.094	204.236	235.394	344.129	406.226
Neto devizne rezerve (u evrima)	1.416	1.638	1.735	2.048	2.270	2.350	2.737	4.197	5.142
Bruto devizne rezerve	248.376	274.137	304.386	362.216	424.844	465.497	549.529	648.946	715.118
<i>Bruto devizne rezerve (u evrima)</i>	<i>3.109</i>	<i>3.382</i>	<i>3.677</i>	<i>4.276</i>	<i>4.969</i>	<i>5.357</i>	<i>6.390</i>	<i>7.914</i>	<i>9.052</i>
Bruto devizne obaveze	-135.228	-141.388	-160.771	-188.769	-230.750	-261.261	-314.135	-304.817	-308.892
<i>Bruto devizne obaveze (u evrima)</i>	<i>-1.693</i>	<i>-1.744</i>	<i>-1.942</i>	<i>-2.229</i>	<i>-2.699</i>	<i>-3.006</i>	<i>-3.653</i>	<i>-3.717</i>	<i>-3.910</i>
od čega: devizne obaveze poslovnih banaka	-65.565	-71.063	-89.662	-106.865	-147.467	-173.371	-245.784	-256.325	-253.562
<i>od čega: devizne obaveze poslovnih banaka (u evrima)</i>	<i>-821</i>	<i>-877</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>	<i>-3.210</i>
Neto domaća aktiva	-35.895	-63.970	-71.980	-92.104	-99.741	-126.011	-146.374	-245.869	-272.302
Domaći krediti	-13.459	-37.295	-41.763	-58.665	-64.206	-87.578	-110.436	-220.997	-256.747
Kreditni državi, neto ²⁾	-15.648	-36.568	-25.594	-40.352	-48.936	-57.975	-56.993	-142.239	-116.587
Kreditni	22.407	22.123	17.524	16.901	16.511	14.919	14.656	14.472	14.891
od čega: dinarski krediti	22.407	22.123	17.524	16.901	16.330	14.735	14.474	14.472	14.891
Depoziti (-)	-38.055	-58.691	-43.118	-57.253	-65.447	-72.894	-71.649	-156.711	-131.478
Dinarski depoziti	-28.065	-40.603	-36.547	-42.861	-46.641	-51.430	-61.063	-57.213	-29.101
od čega: lokalna samouprava	-5.099	-10.358	-8.312	-10.064	-5.923	-11.991	-11.262	-11.428	-9.423
Devizni depoziti	-9.990	-18.088	-6.571	-14.392	-18.806	-21.464	-10.586	-99.498	-102.377
<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>	<i>-1.296</i>
Neto potraživanja od banaka	1.747	-1.214	-16.782	-18.830	-15.875	-30.218	-53.912	-79.337	-141.353
Potraživanja	1.747	1.992	825	974	954	869	2.069	827	497
od čega: ostali dinarski krediti	1.740	1.669	471	612	946	493	1.710	489	489
od čega: devizni krediti	7	323	354	362	8	376	359	338	8
<i>od čega: devizni krediti (u evrima)</i>	<i>0</i>	<i>4</i>	<i>4</i>	<i>4</i>	<i>0</i>	<i>4</i>	<i>4</i>	<i>4</i>	<i>0</i>
Obaveze	0	-3.206	-17.607	-19.804	-16.829	-31.087	-55.981	-80.164	-141.850
od čega: blagajnički zapisi NBS i repo transakcije	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Kreditni ostalom delu privrede, neto	442	487	613	517	605	615	469	579	1.193
Potraživanja	469	514	640	732	670	674	653	639	1.253
Dinarski i devizni krediti	469	514	640	732	670	674	653	639	1.253
Obaveze (-)	-27	-27	-27	-215	-65	-59	-184	-60	-60
Dinarski depoziti	-27	-27	-27	-215	-65	-59	-184	-60	-60
Ostala aktiva, neto ³⁾	-22.436	-26.675	-30.217	-33.439	-35.535	-38.433	-35.938	-24.872	-15.555
Primarni novac (H)	77.257	68.780	71.635	81.342	94.353	78.226	89.019	98.263	133.924
Gotovina u opticaju	45.165	39.368	42.316	47.283	53.650	45.825	48.926	52.110	68.389
Rezerve poslovnih banaka	32.092	29.412	29.319	34.059	40.703	32.401	40.093	46.153	65.535
Obavezne rezerve	20.953	20.676	21.855	24.673	26.046	26.387	33.352	33.602	34.290
Slobodne rezerve	11.139	8.736	7.464	9.386	14.657	6.014	6.741	12.551	31.245
Depoziti po vidjenju	6.858	4.924	3.034	4.564	7.604	-779	-58	3.897	20.968
Žiro računi i gotovina	4.281	3.812	4.430	4.822	7.053	6.793	6.799	8.654	10.277

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 Pavle Petrović. - 2005, br. 1 (januar/jul)- .
- Beograd (Kamenička 6) : Fond za razvoj ekonomske nauke, 2005 -
(Beograd : Alta Nova). - 30 cm

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

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