

kvartalni monitor

EKONOMSKIH TREDOVA I POLITIKA U SRBIJI

Broj 9 • april–jun 2007

Beograd, septembar 2007

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

Centar za visoke ekonomskne 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

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

SARADNICI U OVOM BROJU

Ivan Kalafatić
Aleksa Nenadović
Predrag Petrović

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 ekonomskne studije

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

Najtoplje 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	<i>Pod lupom 2:</i>	
TRENDovi	8	Kvalitet finansijske regulative	78
1. Pregled	8	<i>Katarina Veljović, Tijana Ječmenica</i>	
Izabrani pokazatelji – tabela	11	1. Uvod	78
2. Međunarodno okruženje	12	2. Metodologija	79
3. Cene i devizni kurs	17	3. Ocena regulative hartija od vrednosti	81
4. Zaposlenost i zarade	21	3.1. Zaštita investitora	81
5. Privredna aktivnost	29	3.2. Zaštita integriteta tržišta	83
6. Platni bilans i spoljna trgovina	37	4. Ocena kvaliteta primene regulative	84
7. Fiskalni tokovi i politika	46	5. Zaključak	86
8. Monetarni tokovi i politika	54	6. Literatura	88
9. Finansijska tržišta	64		
POD LUPOM	65	<i>Pod lupom 3:</i>	
<i>Pod lupom 1:</i>		Restrukturiranje i privatizacija javnih preduzeća u Srbiji	89
Hanibal ante portas ili o izazovima i mogućnostima primene Bazel II standarda	69	<i>Milojko Arsić, Duško Vasiljević</i>	
<i>Evan Kraft, Branko Urošević, Boško Živković</i>		1. Uvod	89
1. Uvod	69	2. Reforme javnih preduzeća u periodu 2001–2007. godine	91
2. Osnovne ideje Bazel II standarda	70	3. Osnovni pravci budućih reformi infrastrukturnih – državnih javnih preduzeća	92
3. Dosadašnja iskustva Srbije	72	4. Strategija privatizacije javnih preduzeća: aktuelne opcije	93
4. Jedno vrlo korisno iskustvo: primena Bazel II standarda u Hrvatskoj	73	5. Zaključak	98
5. Umesto zaključka	76	6. Literatura	99
		ANALITIČKI PRILOG	101

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 objašњavanje 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, zamenujemo sa 12-m zbog ekonomičnosti pisanja.

H – primarni novac

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

IMC – indeks maloprodajnih cena

IIP – indeks cena proizvođača industrijskih proizvoda

ITŽ – indeks troškova života

M1 – gotov novac u opticaju i depoziti po viđenju.

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

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

NDA – neto domaća aktiva

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

Skraćenice

BDP – bruto domaći proizvod

BDV – bruto dodata vrednost

ECB – Evropska centralna banka

EPS – Elektroprivreda Srbije

EU – Evropska Unija

JIE – jugoistočna Evropa

FED – Američka centralna banka (Federal Reserve System)

FZR – Fond za razvoj Republike Srbije

MAT – Makroekonomске analize i trendovi, časopis Ekonomskog Instituta u Beogradu

MMF – Međunarodni monetarni fond

MSP – mala i srednja preduzeća

NBS – Narodna banka Srbije

NZS – Nacionalna služba za zapošljavanje

OECD – Organizacija za ekonomsku saradnju i razvoj

PDV – porez na dodatu vrednost

QM – Kvartalni monitor

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

RZS – Republički zavod za statistiku Srbije

SDI – strane direktne investicije

SDŠ – stara devizna štednja

SMTK – Standardna međunarodna trgovinska klasifikacija

ZZP – Zajam za preporod Srbije

Uvodnik



Drugi kvartal je značajniji po tome šta je posejao, nego po onome šta se u privredi događalo. Naime, u Q2 je donet, sa zakašnjenjem zbog formiranja Vlade, budžet za 2007, a potom odmah i Memorandum Vlade o budžetu, ekonomskoj i fiskalnoj politici za 2008. godinu. Usvojeni budžet za 2007. predviđa značajan porast plata i javnih investicija do kraja godine. Ta, ne dobrodošla, fiskalna ekspanzija jeste najvećim delom izazvana obavezama koje je zakonski preuzeila prethodna Vlada. Stoga Memorandum o budućoj fiskalnoj politici nove Vlade najavljuje nužan zaokret – smanjenje rashoda i kontrolu plata. Osnovno pitanje jeste – da li će se to i desiti?

Privreda je u Q2 ušla u mirne vode, doduše sa svojim već trajnim ozbiljnijim poremećajem – visokim spoljnjim deficitom.

Inflacija je ipak pod kontrolom. Ona će najverovatnije biti oko 8% u 2007, mada je javnost malo uz nemirena što je inflacija veća kako od planirane (6,5%), tako i od prošlogodišnje (6,6%). Ta inflacija je, međutim, još uvek niska za Srbiju, i što je važnije izazvana je pre svega nužnim uskladivanjem kontrolisanih cena, a ne ekspanzijom tražnje. Ovo uskladivanje cena je mahom izostalo tokom 2004–2006, pa sada dolazi na “naplatu”. Stoga je bolje porebiti baznu inflaciju, tj. onu određenu na tržištu – ponudom i tražnjom. Ona se ove godine smanjuje u odnosu na prethodnu: procenjujemo da će iznositi 4–5%, što je na donjoj granici intervala koji cilja NBS (4–8%). Kako se bazna inflacija smanjuje – to znači da tražnja u Q2 nije gurala inflaciju, te da za sada nema opasnosti da se inflacija otrgne kontroli. Bazna inflacija je duduše porasla u avgustu, ali po svemu sudeći usled jednokratnih šokova na strani ponude: suša, moguće monopolsko ponašanje i sl., što ne bi trebalo da dovede do inflatornog talasa. No, rizik postoji, pa ostaje da se prati inflacija u septembru.

Bruto domaći proizvod (BDP) snažno raste i u Q2 – procenjujemo 7,3% na godišnjem nivou. Rast bi bio i veći da nije pala poljoprivredna proizvodnja. Stoga kretanje nepoljoprivredne proizvodnje tačnije odražava privredni aktivnost i uticaj agregatne tražnje na nju. Visok rast nepoljoprivredne proizvodnje od 8,5% ukazuje da je privredna aktivnost iznad dugoročnog trenda rasta proizvodnje, što je nesumnjivo izazvano velikom agregatnom tražnjom.

Kao i u prethodnom kvartalu, visoka tražnja se prelila u *visok deficit tekućeg računa od 13,5% BDP-a*, a ne i na inflaciju. Taj nivo deficita jeste izvesno unapređenje u odnosu na ekscesni deficit u Q1 (17,7%), ali još uvek predstavlja drugi najgori rezultat u poslednje dve godine. Smanjenje deficita jeste rezultat značajnog usporavanja rasta uvoza. Nažalost, “kočenje” uvoza je većim delom posledica pada uvoza energetika što je privremenog karaktera (Tabela T6-7).

Agregatna tražnja, iako još uvek visoka, usporava rast u Q2. Ukupna tražnja i u Q2 raste nešto brže od proizvodnje, izazivajući iznad prosečan rast BDP-a. Interesantno je, međutim, da se rast domaće tražnje (tj. ukupna tražnja manje izvoza) “koči” u Q2, tj. da je ispod rasta BDP-a (vidi Okvir 1, deo 5. “Privredna aktivnost”). Sledi da izvoz, kao element tražnje, postaje sve značajniji, što je dobra vest. Druga dobra vest jeste da je kočenje domaće potrošnje nastalo kao rezultat fiskalnog zatezanja – u Q2 je naime ostvaren suficit čak i kada se u rashode uračuna isplata stare devizne štednje i sl. (vidi deo 7. “Fiskalni tokovi i politika”). Kakva je onda uloga dva preostala izvora rasta tražnje: plata i kredita?

Plate i u Q2 ostvaruju veliki međugodišnji rast (18,6% realno), ali je to pre svega odraz visokog dostignutog nivoa a ne daljeg ubrzanja njihovog rasta. Plate su snažno skočile u Q1, znatno više od BDP-a, i tako uticale na značajno povećanje domaće tražnje. U Q2 ostaje visok nivo kao i masa zarada iz prethodnog kvartala, ali se njihov udio u BDP ne uvećava: 37,3% u Q1 prema 36,6% u Q2 (vidi Tabelu T4-5). Sledi da plate nisu uticale na povećanje tražnje u Q2, a time ni na porast inflacije, iako su, s druge strane, krive za visok nivo tražnje. Rast plata može da utiče na inflaciju i preko rasta troškova rada. Kretanje jediničnih troškova rada pokazuje rast u Q1 i održavanje na istom, visokom nivou u Q2 (vidi Tabelu T4-5). Prethodno izneta ukazuje da je rast plata možda predstavlja izvesni troškovni udar u Q1, ali ne i u Q2. Ovde treba istaći i da su plate javnog sektora porasle više nego prosek privrede, što predstavlja snažan argument za njihovu najavljenu kontrolu u 2008. godini.

Krediti su u ekspanziji u Q2 i oni su glavni pokretač rasta tražnje. Banke su dale jednu milijardu evra novih kredita u Q2, a preduzeća su se još dodatno zadužila direktno iz

inostranstva za oko pola milijarde evra (bez zaduženja Telekoma Srbije). Prirast kredita u Q2 bio je veći od prirasta proizvodnje: ideo prirasta kredita u BDP se povećao sa 15,9% u Q1 na 21,2% u Q2. Brži rast kredita od BDP-a upućuje da su oni gurali tražnju naviše, a ova rast BDP-a iznad dugoročnog trenda. Dobra vest je da je najveći deo prirasta kredita otišao u privredu – oko 1,1 milijardu evra (15,8% kvartalnog BDP-a), dok je stanovništvu plasirano novih 350 miliona evra (5,3% kvartalnog BDP-a). Kod stanovništva je, međutim, značajan deo otišao u gotovinske kredite: preko 150 miliona evra (preko 2,5% kvartalnog BDP-a), što je izazvalo NBS da reaguje (vidi Okvir 1, deo 8. "Monetarni tokovi i politika").

Osim okretanja banaka privredi, pozitivni tokovi su i to što bankarski sektor prestaje sa dodatnim zaduživanjem u inostranstvu i čak počinje da se razdužuje. Tako glavni izvori za plasmane banaka postaju uvećanje njihovog kapitala i domaća štednja. I jedno i drugo značajno umanjuje verovatnoću eventualne bankarske krize. Najzad, dobro je i to što banke smanjuju "neproduktivno" ulaganje u papire NBS, i tako oslobođena sredstva plasiraju u privedu.

Monetarna politika već drugi kvartal zaredom nije pod pritiskom visokog priliva stranog kapitala s kojim je morala da se bori u 2006. Štaviše, NBS je u Q2 mogla sebi da dozvoli emisiju novca umerenim otkupom deviza a da ga pri tom naknadno ne povlači skupim pozajmljivanjem (repo operacijama) od privatnog sektora. Taj luksuz NBS nije mogla sebi da dozvoli u 2006. kada je skupim repo operacijama morala da povlači novac nastao usled priliva stranog kapitala. Upravo su te repo operacije dovele do stvarnog gubitka u poslovanju NBS 2006. godine (vidi Okvir 3, deo 8. "Monetarni tokovi i politika"). Sada se, posle dužeg vremena okreće trend – naime, NBS je u poziciji da smanjuje svoje zaduženje otkupljujući svoje papire uz blago snižavanje referentne kamatne stope do 9,5% (i opet kao signal samo blago povećanje na 9,75% u avgustu nakon skoka cena). To smanjuje troškove monetarne politike, ali i vodi dodatnoj emisiji novca koja sada može da se toleriše. Inače, troškovi NBS su još uvek veoma visoki, jer je njen dug (repo stok) još uvek veoma visok a stoga i kamate koje ona plaća na njega.

Dodatna emisija NBS u Q2 mogla je da se toleriše jer nije dovela do ubrzanja rasta novčane mase (M2); naprotiv, rast novčane mase se usporio u Q2. S jedne strane fiskalno zatezanje i štednja države (depozit) kod NBS doveo je do pada M2, dok je prethodno opisani rast kredita gurao M2 naviše. Neto efekat je bio usporenje rasta novčane mase M2. To je saglasno s, napred iznetim, usporavanjem rasta domaće tražnje, jer je ona povezana s kretanjem najšire definisane novčane mase (M2).

Fiskalna politika je odigrala pozitivnu ulogu u Q2, (uključujući i juli) ostvarujući suficit i štedeći. Time se pozicija privrede u Q2 približila željenoj: država štedi (doduše još uvek skromno) i tako stvara prostor za značajan rast kredita privatnom sektoru i shodno tome njegovu ekspanziju. Ali, ovo je suviše dobro da bi potrajalo.

Izgledi su da će do kraja godine makroekonomска stabilnost biti uzdrmana. Najveći su, međutim, izazovi u 2008. i opredeljeni su budžetom koji se sada priprema.

Budžetom za 2007. ugrađena je *velika fiskalna ekspanzija do kraja godine*, što nas vraća na početak ovog teksta. Ekspanzija će se odvijati preko velikog rasta već visokih plata u državnom sektoru, brzog rasta javnih investicija u okviru NIP-a i povećanjem rashoda za tekuće poslovanje države. Na prihodnoj strani veća potrošnja biće podstaknuta smanjenjem poreza na apsolutna prava i ukidanjem poreza za kupovinu prvog stana. Sve to predstavlja zaokret od suficita u prvoj polovini godine do značajnog fiskalnog deficitu u drugoj, te će se 2007. godina završiti sa stvarnim deficitom od oko 2% BDP-a.

Predstojeća fiskalna ekspanzija nasloniće se na već opisani visok rast kredita privatnom sektoru, što će zajedno dovesti do značajnog rasta domaće tražnje. To će izazvati pogoršanje već visokog deficitu tekućeg računa, i verovatno izvršiti pritisak na inflaciju. U tom slučaju NBS mora da reaguje povećanjem kamatnih stopa i verovatno ograničavanjem rasta kredita. Rezultat će biti potiskivanje privatnog sektora od strane države i usporavanje njegovog rasta. Rast kamatnih stopa podstičće apresijaciju dinara, što će dodatno pogoršati deficit tekućeg računa. Sledi da će stanje privrede krupnim koracima da se udaljava od poželjnog.

Prethodno opisani poremećaji biće prolazni (manje izraženi) ako *budžet za 2008.* bude restriktivan, kako se Vlada već obavezala u svom Memorandumu o fiskalnoj politici za sledeću godinu. Za pohvalu je – predviđeno smanjenje javnih rashoda za 1,7 procenntih poena od BDP-a, dok bi javni prihodi ostali neizmenjeni. Ali to podrazumeva teške i politički hrabre odluke: zamrzavanje plata iz budžeta (i fondova) tokom 2008., na doduše visokom nivou iz novembra 2007, smanjenje javnih investicija za NIP, smanjenje tekućih rashoda države i smanjenje subvencija (vidi deo 7. "Fiskalni tokovi i politika"). S druge strane, sindikati najavljuju štrajkove ako dođe do zamrzavanja plata. Zatim, tu su zahtevi za dodatnim rashodima u 2008. – za restituciju, za izmirenje dugovanja u kratkom roku (polovina je dug JP Putevi Srbije, oko 23 milijarde dinara), za uplatu zdravstvenog osiguranja za neosigurana lica i sl. Samo ti zahtevi za povećanje rashoda doveli bi do njihovog

uvećanja od dva procentna poena BDP-a i više nego poništili planirano smanjenje javne potrošnje. Otvara se i pitanje usklađivanja penzija s naglo poraslim platama, tj. da sa oko 50% dođu na 60% prosečne plate; puno usklađivanje bi značilo dodatni rast javne potrošnje od jednog procentnog poena BDP-a. Na sve to dolaze i izbori – period kada se po pravilu fiskalna politika zloupotrebljava (kraj 2006. i kraj 2003).

Ako Vlada popusti i dozvoli *nastavak fiskalne ekspanzije u 2008.* onda bi prethodno opisani poremećaji došli do punog izražaja. Deficit tekućeg računa opasno bi se uvećao preteći platno-bilansnom krizom, dok bi inflacija mogla biti zauzdana samo veoma visokim kamatama, i snažnim sputavanjem rasta privatnog sektora. Naime, velika javna potrošnja i rezultirajući deficit nije "igra" u kojoj jedni dobijaju a svi ostali ostaju na istom. Naprotiv, to je slučaj gde manji broj njih dobija a veći deo stanovništva, zbog stagnacije privrednog rasta i/ili inflacije, gubi.

Vlada bi trebalo da stane uz interes većine, a ne uz parcijalne interese bez obzira na njihov snažan pritisak.

Opasnosti od suviše velikog rasta tražnje i njeno kočenje jeste osnovna nit prethodnog izlaganja, što je opravdano kada se gleda neposredna makroekonomска stabilnost. Međutim, na srednji i duži rok "problem" visokog rasta tražnje može da reši visok rast ponude, tj. značajan privredni rast. Strukturne reforme su ključni faktori rasta ponude. Stoga se *teme koje stavljamo "pod lupu"* u ovom broju QM-a bave segmentom strukturnih reformi u Srbiji, gde je zajednička nit: regulacija. To su važna i aktuelna pitanja: *privatizacija i restrukturiranje velikih javnih sistema*, zdravija finansijska tržišta (*kvalitet primene zakona kojima se uređuje finansijsko tržište*) i unapređenje kontrole rizika bankarskog poslovanja u skladu s međunarodnim tendencijama (*primena Basel II standarda*).



TRENDYOVI

1. Pregled

U Q2 je nakon četiri meseca diskontinuiteta u radu republičkih institucija došlo do formiranja koalicione Vlade i uspostavljanja rada parlamenta. U tom periodu, i pored nedostatka centralne vlasti, privredni rast nije bio ugrožen, ali taj duži prekid u radu Republičke skupštine, kašnjenje s formiranjem Vlade i privremeno finansiranje – značajno su ograničili fiskalno trošenje. Umereno fiskalno trošenje, kombinovano s visokim ekonomskim rastom i posledičnim rastom fiskalnih prihoda, dovodi do fiskalnog suficita i smanjenja domaće agregatne tražnje u odnosu na Q1. U takvoj konstelaciji, NBS nalazi prostora da popusti sa svojom restriktivnom politikom i pored rasta kredita i monetarnih agregata. Ekonomski rast u Q2 je visok, iako blago usporava u odnosu na Q1, pre svega, verujemo, zbog blagog usporenenja domaće tražnje i lošije performanse poljoprivrede. Inflacija blago ubrzava, ali do toga dolazi pre svega zbog udara sa strane ponude, tj. zbog rasta cena energenata i sirovina na svetskim tržištima. Spoljna neravnoteža, izražena kroz visok spoljnotrgovinski deficit i dalje je značajna pa treba raditi na otklanjanju suštinskog uzroka tog endemskog poremećaja: nekonkurentnosti domaće privrede, i, konsekventno tome, niskog nivoa izvoza.

Ekomska aktivnost u Q2 nastavlja sa snažnim rastom. Procenujemo da BDP u Q2 raste po međugodišnjoj stopi od 7,3% realno. To predstavlja blago usporenje u odnosu na Q1, pre svega zbog lošijih rezultata poljoprivrede, ali se i dalje zadržava visok ritam rasta. Nepoljoprivredna BDV, koju smatramo pouzdanijim indikatorom privredne aktivnosti, porasla je za 8,5% međugodišnje, zadržavajući skoro isti visok rast kao u prethodnom kvartalu. Po svemu sudeći, uzrok vanredno visokog privrednog rasta u prvoj polovini 2007. jeste visoka agregatna tražnja. Najveći rast u odnosu na 2006. ostvarile su usluge, posebno trgovina i finansijsko posredovanje s međugodišnjim rastom u prvoj polovini godine od oko 20%. Industrijska proizvodnja je u Q2 ostvarila solidan rast od 5,2%, gde su sličan rast ostvarile oblasti koje su okrenute domaćem tržištu i oblasti usmerene na izvoz. Građevinska aktivnost je u Q2 za oko 10% viša u odnosu na isti period prethodne godine, što ujedno smatramo i nosećim trendom rasta ove delatnosti. S druge strane, loši rezultati poljoprivrede izazivaju poremećaj na strani ponude što će u već nepovoljnjoj konstelaciji odnosa domaće ponude i visoke tražnje verovatno pojačati pritisak na inflaciju i/ili usloviti dodatni rast spoljnotrgovinskog deficitra.

Kao i u prethodnim kvartalima, visok privredni rast nije praćen povećanjem broja zaposlenih. Prema polugodišnjem Izveštaju o zaposlenima i zaradama zaposlenih RZS, broj zaposlenih u martu 2007. stagnira u odnosu na septembar i iznosi oko 2,004 miliona. Dobra vest je to da pad broja zaposlenih kod pravnih lica vidno usporava, a za to je najzaslužnije usporavanje prekida radnih odnosa u prerađivačkoj industriji. Ukupan broj zaposlenih, međutim, blago se smanjuje jer se zaustavlja visok rast zaposlenosti kod preduzetnika iz prethodnog perioda.

Plate u Q2 ostaju na visokom nivou ostvarenom u prethodnom kvartalu. Tako realni međugodišnji rast bruto plate u Q2 iznosi 18,6%. Najveći međugodišnji rast od 31,5% u Q2 dostigle su plate koje se finansiraju iz budžeta, i to u sektoru zdravstvo i socijalni rad. Najveći rast u privatnom sektoru beleže plate u građevinarstvu (26%), a rast plata u gotovo svim delatnostima premašuje međugodišnju realnu stopu od 11%. Rast plata je veći od rasta produktivnosti rada, što znači da rastu jedinični troškovi koji implicitno ugrožavaju konkurentnost naše privrede.

Fiskalna politika u Q2 uticala je na smanjenje agregatne tražnje. Konsolidovani javni prihodi realno su porasli za 8% u odnosu na isti period prethodne godine, dok su konsolidovani javni rashodi realno porasli za 8,8%. Mada su i u Q2 2007. ukupni prihodi rasli brže od rasta BDP, uočljivo je značajno usporavanje međugodišnje stope rasta u odnosu na Q1 2007. godine. Takva kretanja javnih prihoda i rashoda imala su za posledicu ostvarenje povoljnog neto rezultata,

čak i kada se iz prihoda isključe prihodi za licencu za trećeg operatera mobilne telefonije, a u rashode uključi servisiranje domaćeg javnog duga (devizna štednja, zajam za preporod Srbije, dug prema penzionerima i dr.), i krediti koje odobrava država (krediti poljoprivrednim gazdinstvima, studentski krediti, krediti za početak posla i dr.). Primjenjujući definiciju fiskalnog deficit-a kojom se meri uticaj državnih aktivnosti na agregatnu tražnju (analitički bilans), u Q2 2007. godine ostvaren je suficit od 2,4 milijarde dinara.

I pored umerenijeg državnog trošenja, u Q2 cene ubrzavaju rast: prosečna mesečna stopa inflacije u Q2 dostigla je 1,0%, odnosno 12,0% na godišnjem nivou, dok je u Q1 ta stopa iznosila svega 5,1%. Ovo ubrzanje je uglavnom posledica porasta nebaznih cena (pre svega poskupljenja struje u maju). Bazna inflacija takođe ubrzava, ali je i dalje relativno niska i ispod donje granice koridora koji cilja NBS; u Q2 prosečno iznosi 0,3% mesečno, tj. 3,7% na godišnjem nivou. U avgustu, međutim, beležimo osetnije ubrzanje i ukupne i bazne inflacije, a ukupna inflacija od početka godine do avgusta dostiže 6,1%. Čini nam se ipak da je inflatorni udar u avgustu prvenstveno posledica faktora sa strane ponude, te da je prolaznog karaktera, a da, uprkos evidentnom ubrzanju, rast cena neće izmaći kontroli. Dinar je u odnosu na evro u Q2 nominalno vrlo blago depresirao (0,3%), a realno je apresirao za 1,6%. Posmatrano od početka godine, do avgusta beležimo nominalnu depresiju dinara prema evru od 1,6%, a realnu apresijaciju od 2,7%.

Deficit tekućeg računa platnog bilansa u Q1 je za 4,2% BDP-a niži u odnosu na deficit ostvaren u Q1. Iako taj pad predstavlja poboljšanje, deficit tekućeg računa i dalje ostaje visok (13,5% BDP-a). U odnosu na isti kvartal prethodne godine taj deficit, izražen kao procenat BDP-a je za dve trećine veći. Do međugodišnjeg rasta deficit-a tekućeg računa dolazi zbog pogoršanja trgovinskog deficit-a i pada tekućih transfera. Iako izvoz nastavlja sa stabilnim i značajnim rastom (28,7% na međugodišnjem nivou), do otvaranja trgovinskog deficit-a dolazi zbog visokog uvoza (rast od 23,2%), a to dovodi do rasta spoljnotrgovinskog deficit-a u Q2 od 17,8%. Pad tekućih transfera je pre svega posledica nižeg priliva deviza kroz menjačke poslove. S druge strane, snažni prilivi stranih direktnih investicija i dalji rast privatnog srednjoročnog i dugoročnog zaduživanja – dovode do značajnog suficita kapitalnog računa. Suficit kapitalnog računa pokriva deficit tekućeg i dovodi do daljeg rasta deviznih rezervi NBS (rast od 397 miliona evra).

Novčana masa u Q2 usporava međugodišnji rast nakon dva kvartala u kojima je taj monetarni agregat ubrzano rastao. Krediti nedržavnog sektoru, međutim, ponovo se zahuktavaju ostvarujući međugodišnju stopu rasta od 30,2% nominalno (26,3% u Q1 2007). Ekspanziju doživljavaju pre svega krediti privredi, kako kroz domaći bankarski sistem – 550 miliona evra novih kredita u Q2 (313 u Q1 2007), tako i direktno iz inostranstva – preko 1.200 miliona evra novih kredita lokalnim preduzećima u Q2, odnosno 550 miliona evra ako se isključi inozemni kredit Telekomu „Srbija“ namenjen njegovom regionalnom širenju. Banke nove izvore prikupljaju prvenstveno povećanjem kapitala (600 miliona evra u Q2, naspram -25 miliona u Q1), ali i kroz domaće depozite. Banke su povukle likvidnost iz dospelih repo plasmana više nego što su plasirale na tom tržištu tokom Q2 u ukupnom iznosu od -200 miliona evra. Pad interesovanja za repo plasmane jeste posledica smanjenja referentne stope NBS i ubrzanja inflacije koji dovode do daljeg smanjenja realnih prinosa na repo instrumente (sa 5,9% na 4,4% tokom Q2). Narodna banka se u monetarnoj sferi ponašala pasivnije nego u ranijem periodu što je dovelo do porasta primarnog novca. Takođe, NBS je emitovala dinare i putem repo tržišta i putem deviznog tržišta (otkupom od menjača i kroz svega nekoliko intervencija na MDT). Referentna kamatna stopa je snižena, sa 10,5% na kraju Q1 na 9,5% u maju. Država se, pak, u Q2 ponašala restriktivno uvećavši svoj dinarski depozit kod NBS za čak 26 milijardi dinara.

Promet na tržištu akcija dostiže rekordne vrednosti u Q2, a za razliku od prethodnih nekoliko kvartala, nosilac tog povećanja jeste diskontinualni deo tržišta. Promet na tržištu akcija porastao je u Q2 za 20%, a obavljeno je 42,7% transakcija više nego u Q1 2007. Prosečna transakcija u Q2 je za 15,9% manja nego u Q1, što ukazuje na nastavak povećanja učešća manjih, individualnih investitora. U Q2 je, međutim, došlo do osetnijeg pada vrednosti većine akcija. Naime, po mnogima, nerealno visok rast tržišta akcija od početka godine naglo se zaustavio u Q2 kada, inicirano političkom krizom u maju, oba indeksa Beogradske berze ostvaruju rekordan dnevni

1. Pregled

gubitak vrednosti. Nakon kratkog oporavka tržišta, nekoliko dana zatim započinje trend pada koji se nastavlja i u Q3. Na tržištu obveznica SDŠ nastavlja se pad prinosa, pri čemu najveći pad ostvaruju obveznice serije A2008 i A2009, 52bp, odnosno 48bp. Istovremeno je ostvaren istorijski najveći obim trgovanja obveznicama SDŠ od oko 78,4 miliona evra, što je rast od 52,1% u odnosu na Q1 2007. Podaci o učešću stranih investitora na domaćim tržištima u Q2 pokazuju da su domaći investitori nosioci povećanog obima trgovine na tržištu SDŠ.

Srbija: izabrani makroekonomski pokazatelji, 2004–2007¹⁾

	godišnji podaci			kvartalni podaci									
	2004	2005	2006	2005		2006				2007			
				Q2	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1				
Cene i kurs				međugodišnji rast²⁾									
Maloprodajne cene - ukupno	10,1	16,5	12,7	17,2	14,8	15,6	12,5	8,2	5,8	4,7			
Maloprodajne cene - bazna inflacija ³⁾	7,9	14,8	10,3	15,2	12,0	11,6	10,8	6,9	4,7	3,0			
Realni kurs dinar/evro (prosek 2005=100) ⁴⁾	100,5	100,0	92,1	100,9	97,1	94,8	90,3	86,4	86,2	86,3			
Nominalni kurs dinar/evro ⁴⁾	72,62	82,92	84,19	81,89	87,09	86,87	83,25	79,55	79,98	81,07			
Privredna aktivnost				međugodišnji realni rast²⁾									
BDP (u mlrd. dinara)	1.431	1.750	2.085	...	...	...	...	...	...	...
BDP	8,4	6,2	5,7	7,8	7,0	5,9	5,3	5,0	8,7	7,3			
Nepoljoprivredna BDV	7,5	6,3	7,7	7,7	9,6	7,3	7,0	7,2	8,8	8,5			
Industrijska proizvodnja	7,1	0,8	4,7	-1,5	5,3	6,1	3,9	2,9	4,8	5,2			
Prerađivačka industrija	9,7	-0,7	5,3	-4,1	7,5	6,2	4,4	2,9	8,5	4,9			
Prosečna mesečna neto plata (u din)	14.108	17.478	21.745	17.122	19.284	21.126	21.986	24.585	25.103	27.165			
Ukupno zaposlenih, bez poljoprivrede (mil.)	2,050	2,061	2,022	2,070	...	2,032	...	2,019	...	2,004			
Fiskalni podaci				međugodišnji realni rast									
Javni prihodi	41,2	40,1	38,9	-0,5	4,8	3,8	4,4	5,9	15,9	8,0			
Javni rashodi	40,0	38,2	38,3	-2,0	8,1	-2,4	5,2	21,0	9,7	8,8			
Konsolidovani bilans	17,5	33,8	12,0	3,9	0,4	16,3	9,9	-14,8	12,2	16,9			
Analitički bilans (def. FREN) ⁵⁾	-7,7	-2,9	-37,2	-13,4	-3,9	-0,8	-0,2	-32,3	-1,9	2,4			
Platni bilans				u mil.evra, tokovi²⁾									
Uvoz robe	-8.302	-8.286	-10.096	-2.100	-2.139	-2.494	-2.541	-2.910	-2.813	-3.078			
Izvoz robe	2.991	4.006	5.146	1.011	1.039	1.244	1.368	1.484	1.401	1.599			
Bilans tekućeg računa	-2.197	-1.805	-2.892	-291	-679	-469	-633	-1.111	-1.141	-974			
u % BDP	-11,1	-8,6	-11,6	-5,7	-13,1	-8,0	-9,5	-15,4	-17,7	-13,5			
Bilans kapitalnog računa	2.377	3.863	7.353	463	1.100	1.587	2.247	2.418	1.296	1.303			
Strane direktnе investicije	773	1.248	4.077	240	164	545	1.671	1.668	887	152			
NBS bruto devizne rezerve ((+) znači povećanje)	229	1.857	4.240	281	390	1.079	1.539	1.232	-202	397			
Monetarni podaci				u mil.dinara, stanja na kraju perioda²⁾									
NBS neto sopstvene rezerve ⁶⁾	103.158	175.288	302.783	137.044	182.772	224.808	244.631	302.783	327.997	348.471			
NBS neto sopstvene rezerve ^{6), u mil.evra}	1.291	2.050	3.833	1.656	2.103	2.614	2.983	3.833	4.021	4.410			
Krediti nedržavnom sektoru	342.666	518.298	609.171	409.397	547.564	591.270	614.698	609.171	666.007	732.402			
Devizna štednja stanovništva	110.713	190.136	260.661	141.477	207.609	222.105	243.328	260.661	293.195	307.783			
M2 (12-m realni rast, u %)	10,4	20,8	30,6	22,1	24,7	19,8	20,5	30,6	35,4	30,7			
Krediti nedržavnom sektoru (12-m realni rast, u %)	27,3	28,6	10,3	25,0	26,9	25,4	20,7	10,3	15,2	17,8			
Krediti nedržavnom sektoru, u % BDP	23,9	29,6	28,6	25,7	29,9	31,0	30,9	28,6	30,5	32,6			
Finansijska tržišta													
BELEXline, vrednost indeksa ⁷⁾	1.161	1.954	2.658	1.777	2.107	2.036	2.342	2.658	4.220	4.456			
Promet na Beogradskoj berzi (u mil. evra) ^{8) 9)}	423,7	498,8	1.166,4	90,0	182,5	235,8	271,4	476,7	529,4	644,8			

Izvor: FREN.

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

2) Ukoliko drugačije nije naznačeno.

3) Bazna inflacija meri kretanje cena proizvoda i usluga koje nisu pod administrativnom kontrolom već se slobodno formiraju na tržištu.

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

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

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

7) Vrednost indeksa na poslednji dan posmatranog perioda.

8) Ukupna vrednost prometa na Beogradskoj berzi, obuhvata vrednost prometa akcijama i obveznicama SDŠ.

9) Za preračunavanje prometa na tržištu akcija iz dinara u evre korišćen je srednji kurs za posmatrani period.

2. Međunarodno okruženje

Sjedinjene Američke Države su se u Q2 oporavile od lošeg rezultata privrede u Q1, dok je u evrozoni i Japanu došlo do usporavanja rasta. Zemlje u razvoju nastavljaju visok rast, posebno Kina i Rusija. Inflacija je u većini zemalja pod kontrolom, a odluke o kamatnim stopama centralnih banaka su pod uticajem nestabilnih finansijskih tržišta.

Tabela T2-1. Svet: privredni rast i inflacija, 2005–2007

u %	Realni BDP							Troškovi života		
	realni rast		godišnji desezonirani realni rast					u odnosu na prethodnu godinu		
	2005	2006	Q2 2006	Q3 2006	Q4 2006	Q1 2007	Q2 2007	Q4 2006	Q1 2007	Q2 2007
Svet ukupno od čega:	3,2	3,6	3,5	2,8	4,0	3,2	3,9	2,1	2,3	2,4
SAD	3,5	2,9	2,6	2,0	2,2	0,6	4,0	0,2	2,4	2,7
Kanada	2,9	2,8	2,0	1,7	1,0	3,9	3,4	1,5	1,8	2,2
Japan	2,7	2,2	1,5	0,8	3,8	3,2	0,5	0,5	-0,1	-0,1
Kina	10,2	11,1	13,1	10,4	7,9	13,6	15,7	2,0	2,7	3,6
Indija	8,4	9,4	7,7	9,6	7,8	11,3	9,6	6,2	7,0	6,3
Evro zona	1,5	2,9	2,7	2,7	3,3	2,9	1,4	1,8	1,9	1,9
Nemačka	1,1	3,1	4,4	2,6	4,0	2,2	1,0	1,6	1,9	2,0
Francuska	1,2	2,2	4,9	0,0	2,2	2,2	1,3	1,3	1,3	1,3
Velika Britanija	1,9	2,8	2,8	2,8	2,7	2,8	3,4	2,7	2,9	2,6
Italija	0,1	1,9	2,6	1,1	2,8	1,1	0,4	2,0	2,0	1,9
Rusija	6,4	6,7	9,9	1,8	7,7	3,7	10,0	9,2	7,9	8,1
Bugarska	5,5	6,0	6,4	6,7	5,7	6,2	...	6,0	5,3	4,7
Rumunija	4,1	6,9	7,7	8,2	7,6	5,8	5,6	6,1	3,8	3,8
Mađarska	4,1	3,8	4,1	3,9	3,4	1,4	0,2	6,4	8,5	8,6
Hrvatska	3,8	5,0	3,5	4,7	4,9	4,9	...	2,2	1,8	2,1
Makedonija	3,8	4,0	5,7	3,6	...	...	...	0,4	1,6	...
BIH	5,0	...	...	...	...	...	...	...	...	...

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

Evrozona. U evrozoni je privreda u Q2 rasla ispod očekivanja. Tako je ostvarena stopa rasta u Q2 od 1,4% (kvartalni desezonirani rast na godišnjem nivou, Tabela T2-1) prema 2,9% koliko je ostvareno u Q1 2007 i 3,3% u Q4 2006. Iznenadenje je bio trgovinski deficit u junu 2007. od rekordnih 7,8 milijardi evra¹ (1,6 milijardi evra u junu 2006) – kao rezultat dvostruko većeg rasta izvoza od rasta uvoza. Odnos između trgovinskih partnera polako se menja: slabi veza između Evrope i Sjedinjenih Država budući da se od 2000. do danas udeo izvoza u taj region smanjuje, a izvoz u zemlje centralne i istočne Evrope povećava (za četiri procentna poena² od 2000. do danas). To slabljenje trgovinske međuzavisnosti sa SAD, zatim globalizacija i jačanje trgovinskih veza sa centralnom i istočnom Evropom doprineće da negativni efekti recesije u SAD na zemlje evrozone budu manji. Od 2000. izvoz u Sjedinjene Države opao je sa 17,3% ukupnog izvoza u 2000. na 14,4% u 2006, dok je udeo zemalja centralne i istočne Evrope 14,6% u februaru 2007. (samo u Poljsku, Rusiju i Češku odlazi 11,3% izvoza evrozone u 2006). Inflacija je u junu održana na međugodišnjem nivou od 1,9%, koliko je iznosila i na kraju Q1, Tabela T2-1. Stambeni i potrošački krediti usporavaju rast, a obe veličine negativno utiču na ličnu potrošnju. Pozitivna situacija na tržištu rada (u maju je stopa nezaposlenosti bila 7%,³ što je najniža vrednost u poslednjih dvadeset pet godina) ublažiće uticaj sticanja kredita, ali će verovatno lična potrošnja u 2007. biti nešto niža nego prošle godine. ECB je u junu podigla referentnu kamatnu stopu sa 3,75% na 4%, a tom prilikom je korisćena retorika koja upućuje na još jedno podizanje stope u septembru, jer je ravnotežna stopa definisana u rasponu 4–4,25%. Globalna kriza na tržištu novca, podizanje likvidnosti putem intervencije centralnih banaka (FED i ECB), neizvesnost da li će kriza nekretnina u SAD još više ugroziti rast, dovelo je do toga da u septembru ECB zadrži stopu na 4%. U pitanju je kompromis između stabilnosti cena i smirivanja finansijskih tržišta. Postoji rizik od rasta inflacije: kapaciteti su visoko iskorišćeni, novčana masa raste a ekonomski

¹ Eurostat

² BNP Paribas

³ JP Morgan

aktivnost je i dalje značajna. Stav ECB je da treba sačekati još informacija, i videti da li dalje podizati stopu.

Nemačka privreda je u Q1 rasla u skladu s prosekom Unije, dok je u istom periodu 2006. bila premašila taj nivo. Kvartalni desezonirani rast BDP-a podignut na godišnji nivo bio je 1% u Q2 (Tabela T2-1), pre svega kao rezultat porasta investicija u mašine i opremu (2,5% međugodišnji rast⁴), smanjenja uvoza (-0,9% međugodišnje⁴) i, s druge strane, smanjenja investicija u građevinarstvo (-4,8% međugodišnje⁴). U Francuskoj je u Q2 desezonirani kvartalni rast BDP-a na godišnjem nivou bio 2,2% (Tabela T2-1). Kao i u Q1 nastavio se problem opadanja proizvodnje u auto-industriji ali je njegov uticaj na ukupan rast ublažen porastom izvoza avio-industrije (Airbus). Doprinos spoljne trgovine opet ima negativan uticaj na BDP zbog oštrog skoka uvoza (2,1% međugodišnje), pre svega energenata. Francuska domaćinstva su povećala potrošnju energenata, pa je ukupna lična potrošnja porasla i pored slabe maloprodaje potrošnih dobara. U Italiji je, nakon Q1 kada je rast bio najniži u EU, usledio još jedan loš rezultat od 0,4% (Tabela T2-1, desezonirani kvartalni rast na godišnjem nivou). Italijansku privredu pogada jak kurs evra, i činjenica da je njena proizvodnja dobrim delom specijalizovana u relativno niskotehnološkim sektorima gde je jaka konkurenca azijskih zemalja s jeftinom radnom snagom, dok je domaća radna snaga u Italiji skuplja nego u novim članicama EU. Dobar primer u kom pravcu treba da idu strukturne promene u italijanskoj privredi jeste primer FIAT-a koji beleži međugodišnji rast izvoza od 20%⁵ u prva četiri meseca. Inflacija je u Q2 bila 1,9% međugodišnje (Tabela T2-1). Tu je negativan uticaj rasta cena energenata u junu bio ublažen stabilizovanim cenama hrane. Prema izveštaju evropske Komisije u junu, menadžeri u industriji i građevinarstvu kao i potrošači, imali su povećana inflatorna očekivanja. Niska nezaposlenost još nije značajnije pogodila stopu inflacije. Problem oko povećanja ponude u EU i kontrole inflacije komplikuje politička situacija. Neravnoteža ponude i tražnje u Francuskoj se stalno povećava jer je u poslednjih šest godina domaća tražnja porasla za 12,7%, dok je BDP u istom periodu porastao za samo 9,7%. Preduzimljivi francuski predsednik Sarkozy započeo je agresivni plan reformi u pravcu strukturnih promena, tako da on zauzima meksi stav prema inflaciji, jer dizanje stope ECB-a može da uspori njegove poteze. Takođe Francuska neće ostvariti planirano smanjivanje budžetskog deficit-a, jer bi i eventualno ostvarenje istog blokiralo spomenute reforme. Odatle želja Francuza da ekonomска politika više počiva na demokratskom odlučivanju i popularizaciji neke vrste ekonomskog patriotizma. Predsednik Sarkozy krivi visok evro za neuspeh francuskog izvoza, dok Nemačka nije zainteresovana za depresijiju. Argument Nemačke jeste da je njihov izvoz porastao u SAD uprkos visokom evru, a razmena s ostalim evropskim članicama je opala iako su u istoj monetarnoj zoni, tako da nivo kursa nije odlučujuća prepreka rastu izvoza. Sukob interesa proizilazi iz različitih stanja njihovih privreda, koje teško da mogu imati interesa za istim ekonomskim merama u rešavanju različitih problema.

SAD. Statistički podaci pokazuju da je u Q2 došlo do realnog skoka BDP-a u Sjedinjenim Državama i da je kvartalni desezonirani rast na godišnjem nivou bio 4%⁶. Taj pokazatelj je drastično poboljšanje u odnosu na Q1 kada je rast iznosio samo 0,6%⁷. U Q2 rast trgovine, nerezidualnih investicija i državna potrošnja kompenzovali su negativan uticaj smanjenja lične potrošnje i pad investicija u građevinarstvo i opremu. U toku Q1 manjak akumulacije zaliha je smanjio rast BDP-a za čitav procentni poen. U Q2 je bilo indikacija da će doći do vraćanja zaliha na viši nivo ali su zalihe u tom kvartalu doprinele rastu BDP-a samo za 0,2 procenatna poena⁷. Rast cena goriva, smanjio je potrošnju, a došlo je i do osetnog pada kupovine automobila, mada je i prodaja ostalih proizvoda takođe usporena. Veoma je bitno da li je pad potrošnje izazvan padom cena nekretnina ili rastom cena goriva. Ukoliko je uzrok ovo drugo, mnogo su veće šanse za brz oporavak, dok uticaj cena nekretnina može biti mnogo dugotrajniji i teži. Rastu BDP-a doprineo je rekordni izvoz u maju, a takođe doprinosi i povećanje državne potrošnje. Globalna tražnja je stabilna, dok izvozu pomaže i dolar koji je na veoma niskom nivou.

⁴ Statistisches Bundesamt

⁵ ISTAT

⁶ BNP Paribas

⁷ Bureau of Economic Analysis, US Department of Commerce

2. Međunarodno okruženje

Inflacija je ostala na niskom nivou od 2,7% međugodišnje (Tabela T2-1). U junu je bazna inflacija porasla samo 0,2%,⁸ ali je i pored toga predsednik FED-a izjavio da i dalje postoje inflacioni rizici: visoka iskorišćenost kapaciteta, mogućnost da rast ukupne inflacije značajnije utiče na baznu inflaciju, šansa da visoka ukupna inflacija poveća infatorna očekivanja. Za sada su stabilna inflatorna očekivnja održala inflaciju na zadovoljavajućem nivou, ali pošto je veza između njih dvosmerna, moguće je da dođe do suprotnog efekta.

U Americi je u proteklih deset godina putem inovacija finansijskih instrumenata došlo do ekspanzije visoko rizičnih stambenih kredita (subprime mortgage), ali od kada su cene nekretnina prestale da rastu a kamatne stope se povećavale, mnogi građani nisu u stanju da otplate uzete kredite. Po poslednjim podacima, prodaja postojećih nekretnina u junu bila je ispod očekivanja, što može da produži krizu nekretnina, za koju se mislilo da polako prolazi. I pored optimizma zbog privrednog rasta u Q2, još nije potpuno sigurno da li će se kriza koja je počela na tržištu nekretnina proširiti na ostale sektore ili ostati izolovana. Mnogi hedž fondovi koji su plasirali sredstva na spomenuto tržište su u krizi i beleže gubitke, neki su i bankrotirali kao i firme koje su se bavile izdavanjem kredita na visoko rizičnom tržištu stambenih kredita. Banke, fondovi i kompanije koje u svom portfoliju poseduju finansijske instrumente koji su povezani s visoko rizičnim stambenim kreditima, suočene su s agresivnom prodajom njihovih akcija, što dalje smanjuje poverenje investitora u tržište a povećava strah da će se kriza nekretnina produžiti i produbiti na druge sektore. Kriza nekretnina smanjila je poverenje investitora, povećalo se zaziranje od rizika, što je dovelo do krize likvidnosti na svetskim tržištima novca. Banke su počele da zaziru od pozajmica na međubankarskom tržištu, jer strahuju da potencijalni dužnik ima u portfoliju ulaganja u visoko rizične stambene kredite, pa je u avgustu došlo do skoka međubankarske kamatne stope gotovo na 6%, što je daleko iznad federalne stope od 5,25%. Do tada je bilo normalno da međubankarska stopa bude samo nekoliko stotih delova procenog poena iznad federalne stope. FED je 9. i 10. avgusta ubacio 62 milijarde dolara na tržište da bi povećao likvidnost. Nakon toga je promenio tzv. "diskontnu stopu" i smanjio je sa 6,25% na 5,75%. To je stopa po kojoj banke mogu da se zadužuju kod FED-a za prekonoćne pozajmice ili u nekim situacijama i duže. Ono što je interesantno jeste da je ovaj put vanredno prihvaćeno da kolaterala za tu vrstu kredita mogu biti i stambeni krediti. Time su oni, koji poseduju ulaganje u tržište nekretnina trenutno najteže dolaze do kredita, pomognuti da izbegnu nelikvidnost. Za sada je neizvesno kada će se kriza završiti i koliki će biti njeni negativni efekti na rast.

Ostaje nejasno zbog čega u Q1 tokom smanjenja BDP-a, a pogotovu zbog kočenja u građevinarstvu zbog krize nekretnina, nije došlo do rasta nezaposlenosti u Q2 (stopa nezaposlenosti u Q2 je 4,5%), koja je i ovako blizu nivoa koji se po nekim mišljenjima može smatrati "punom zaposlenošću" (NAIRU). Po svim proračunima negde oko pola miliona radnika nije otpušteno u sektoru građevinarstva. Objasnjenja za to jesu: da je puno radnika radilo na crno, da je ideo onih koji traže posao opao, da su se radnici preorijentisali na nestambenu gradnju, ili da firme očekuju oporavak sektora pa neće da otpuste radnike. Ukoliko je ovo poslednje tačno, i ukoliko, po svemu sudeći, otpuštanja radnika slede uskoro, to znači da će lična potrošnja opasti, što će imati značajan negativan uticaj na finansijska tržišta i projekcije rasta.

Azija. Region istočne i jugoistočne Azije bez Japana beleži u Q2 visok kvartalni desezonirani godišnji rast BDP-a od čak 10,1%. To je dodatni porast u odnosu na takođe veoma dobar Q1 (9,1%). Inflacija je pri tom relativno niska i iznosi 3,2% na međugodišnjem nivou.

U Q2 2007. realni godišnji desezonirani rast kineske privrede iznosio je skoro 16%⁸ po preliminarnim procenama, što je rekordni skok ukoliko se izuzme kvartal nakon problema s virusom Sars. Rastu su najviše doprineli izvoz, investicije u fiksna sredstva i maloprodaja. Trgovinski deficit raste, u prvoj polovini godine porastao je 84,6%⁸ na godišnjem nivou. Kina koja godinama jeftinim izvozom smanjuje globalnu inflaciju, može uskoro na isti način da počne da je uvećava. Naime, nakon apresijacija juana od 3,8% u prethodnih šest meseci u odnosu na dollar, kineske izvozne cene su se povećale oko 4,7%. Ukupna inflacija se približava 5% na godišnjem nivou, ali i dalje je bazna inflacija pod kontrolom. Kineska vlada pokušava da spreči

⁸ JP Morgan

nerealno povećanje cena akcija A kategorije na berzi, uzrokovanim velikom likvidnošću. Uveden je veći dnevni raspon oscilacije kursa u odnosu na dolar sa 0,3% na 0,5%, i dozvoljeno većem broju domaćih banaka da kroz specijalne fondove ulažu domaću štednju na strana finansijska tržišta. Na taj način, putem apresijacije juana strana ulaganja za Kineze postaju privlačnija, a obilje slobodnog kapitala se preusmerava na strana finansijska tržišta putem specijalnih fondova. U junu je iz Kine uloženo oko 1,7 milijardi dolara na strana tržišta. Ove mere, koje treba da smanje pritisak kapitala na domaće visoko kvalitetne akcije, praćene su umerenom monetarnom politikom.

U Japanu je kvartalni desezonirani godišnji rast u Q2 iznosio 0,5%, što je bilo ispod očekivanja i pored najavljujanog usporena u odnosu na Q1 (kada je rast bio 3,2%). Usporavanje je pomogao manji izvoz u Ameriku kao i smanjena tražnja privatnog sektora, dok je inflacija i dalje blizu nule. Potrošnja će verovatno opasti u Q3, jer u junu prestaju poreske olakšice prema stanovništvu. S druge strane, indikator ekspanzije-kontrakcije je bio ispod 50⁹ u aprilu, ali se vratio na ravnotežni nivo pa će usporavanje verovatno biti kratkotrajno. Stopa nezaposlenosti koja iznosi 3,7% je na najnižem nivou u poslednjih devet godina, a broj aktivnog radnog stanovništva se povećava. Inflacija je i dalje niska, u Q2 bila -0,1% na godišnjem nivou (Tabela T2-1). Deflatorski ambijent u vezi s drugim faktorima dovodi do krajnje komplikovanih zadataka za centralnu banku. Stručnjaci centralne banke ističu da postoji značajna nepredvidivost efekata monetarnih mera. Na primer, u poslednjih deset godina kretanje novčane mase je imalo negativnu korelaciju s nominalnim BDP-om! Jen je do juna nastavio da pada, dostigao rekordno niske nivoe prema dolaru, ali kako se kriza nekretnina u Americi produbljivala tako je kontrakcija "carry trgovine", vodila rastu jena. Carry trgovina, u stvari predstavlja zaduživanje u niskokamatnoj valuti (jenu) i plasiranje u visoko kamatne valute i njihova tržišta. Japan je zbog izuzetno niskih stopa (0,5%) pogodan za zaduživanje u ovoj vrsti transakcija. Investitori se zadužuju u Japanu i obično ulažu u sigurne hartije u Sjedinjenim Državama, što je od nastanka krize nekretnina oslabilo¹⁰.

Istočna evropa i okruženje. Nakon nešto nižeg kvartalnog desezoniranog rasta na godišnjem nivou u prethodnom kvartalu (4,7%), Istočna Evropa u Q2 beleži solidnu stopu rasta od 5,7%. Ovo je, međutim, i dalje niže od rasta u 2006. godini koji je bio 6,3%.

Za razliku od prošlogodišnjeg rasta u Rumuniji od 6,9%, u Q2 2007. rast se na godišnjem nivou smanjio na 5,6% (Tabela T2-1). Do usporena rasta došlo je zbog usporavanja lične potrošnje, udvostručavanja trgovinskog deficit-a (došlo je do skoka tražnje za proizvodima iz EU nakon uklanjanja trgovinskih barijera, pa je u Q1 trgovinski deficit porastao: u evrima izvoz je povećan za 4,9% a uvoz za 21%¹¹, međugodišnje), kao i smanjenja prikupljenog PDV usled usvajanja EU procedura. Troškovi života u junu porasli su na godišnjem nivou za 4,6%, Tabela T2-1. Za razliku od većine zemalja koje se bore s inflacijom i preopterećenjem kapaciteta, Mađarska se nalazi u drugačijoj fazi ciklusa i primenjuje ekspanzivne mere ekonomski politike – smanjivanje referentne stope. Desezonirani rast BDP-a je u Q2 2007. bio veoma nizak (0,2 % u Q2 na godišnjem nivou, Tabela T2-1), što je osetno niže od 1,4 % koliko je iznosio u Q1 2007. U maju se trgovinski deficit smanjio na samo 1,6%¹² BDP-a posmatrano 12-mesečno, jer je mađarski izvoz koji ima rast od 19%¹² u odnosu na prošlu godinu, pomognut situacijom na berzi kukuruza (visokom tražnjom i cenom). Do porasta cene kukuruza na svetskom tržištu u posmatranom periodu dovela je činjenica da EU i SAD, zbog visoke cene nafte, gomilaju zalihe i podižu tražnju za kukuruzom, jer se kukuruz koristi za proizvodnju biogoriva. Kako se nominalni rast plata na godišnjem nivou stabilizovao (u rasponu 8,5–9%¹³ u periodu od septembra 2006. na ovamo), a lična potrošnja nije bitno rasla, te je utvrđeno da lična primanja ne ugrožavaju stopu inflacije, centralna banka je u junu smanjila referentnu stopu na 7,75%. Rusko ministarstvo ekonomije

⁹ BNP Paribas, vrednost ispod 50 ukazuje na kontrakciju privrede, a iznad na ekspanziju

¹⁰ Međutim ovakvo ulaganje je rizično jer može doći do apresijacije valute u kojoj se investitor zadužuje. Za vreme krize 1998. jen je ojačao za 15% u toku jedne nedelje. Od juna 2007, zbog rasta rizika i smanjenja likvidnosti na američkom tržištu dolazi do obimne kontrakcije carry trgovine praćene prodajom dolara, pa je jen stoga osetno ojačao.

¹¹ National Institute of Statistics, Romania

¹² JP Morgan

¹³ Magyar Nemzeti Bank

2. Međunarodno okruženje

izdalo je saopštenje da će realni rast BDP-a u Q1 biti 7,9%¹⁴ na godišnjem nivou. Rastuće cene nafte zajedno s rekordnim kapitalnim prilivom u prvoj polovini godine omogućavaju sredstva koja se ulažu u infrastrukturu. Uz pomoć vladinog plana i fondova Razvojne banke, kao i visokih stranih ulaganja, došlo je do velikog skoka investicija u fiksna sredstva, tako da u četiri meseca 2007, u periodu maj–avgust rast ukupnih investicija u fiksna sredstva na godišnjem nivou prelazi 20%¹⁴. Za unapređenje tehnološkog sektora predviđeni su subvencionisani krediti, oslobođanje carine za inpute proizvodnje kao poreske olakšice za specijalne ekonomski zone, kao što je ruska “silikonska dolina Zelenograd”, u koju će biti uloženo milijardu dolara. Moskovska berza je privukla značajna sredstva iz inostranstva, ali zahlađivanje odnosa sa zapadom predsednika Putina i sve češće mešanje Vlade u privredu, može uticati negativno na strane investicije i ulaganja. Zbog rasta cena žita inflacija je prešla planirani nivo od 8% na godišnjem nivou ali je smanjen PDV na sve vrste hleba, tako da će inflacija kratkoročno biti obuzdana, ali će ostati na nivou višem od planiranog. Zbog velikog priliva iz inostranstva centralna banka je povećala procenat obaveznih rezervi na 4,5% početkom jula, ali ta mera neće otkloniti rizik od povećanja inflacije do kraja godine ukoliko ona bude pod pritiskom domaće tražnje.

3. Cene i devizni kurs

Rast cena u Q2 ubrzava u odnosu na Q1, što je uglavnom posledica porasta nebaznih cena¹ (pre svega poskupljenja struje u maju). Prosečna mesečna stopa inflacije u Q2 je tako dostigla 1,0%, odnosno 12,0% na godišnjem nivou – u Q1 ta stopa iznosila je svega 5,1%. Bazna inflacija² takođe ubrzava, ali je i dalje relativno niska i ispod donje granice koridora koji cilja NBS; u Q2 prosečno iznosi 0,3% mesečno, tj. 3,7% na godišnjem nivou. U avgustu, međutim, beležimo osetnije ubrzanje i ukupne i bazne inflacije, a ukupna inflacija od početka godine do avgusta dostiže 6,1%. Čini nam se ipak da je udar u avgustu prvenstveno posledica faktora sa strane ponude, te da je prolaznog karaktera, a da, uprkos evidentnom ubrzanju, rast cena neće izmaći kontroli. Dinar je u odnosu na evro u Q2 nominalno vrlo blago depresirao (0,3%), a realno je apresirao za 1,6%. Posmatrano od početka godine, do avgusta beležimo nominalnu depresijaciju dinara prema evru od 1,6%, a realnu apresijaciju od 2,7%.

Inflacija u Q2 blago ubrzava...

Nakon veoma niske inflacije (merene kretanjem indeksa maloprodajnih cena) u poslednjem kvartalu prethodne i prvom ove godine, ona u Q2 2007. blago ubrzava. Iako je međugodišnja stopa rasta cena u Q2 svega 4,7%, što je niže nego u prethodna dva kvartala (5,8% u Q1 2007. i 8,2% u Q4 2006), realniju sliku dobijamo posmatranjem mesečnih stopa inflacija. Naime, pad međugodišnje stope ne bi smeо da nas zavara, budуći da je došlo do rapidne promene trenda u drugoj polovini 2006. Stoga, smatramo da je analitički još uvek ispravnije posmatrati mesečnu stopu inflacije podignutu na godišnji nivo. Tako, prosečna mesečna stopa inflacije u Q2 iznosi 1%, odnosno 12,0% na godišnjem nivou (Tabela T3-1), što je preko dva puta više u odnosu na prethodni kvartal (kada je ova stopa iznosila 5,1% na godišnjem nivou).

Tabela T3-1. Srbija: indeks maloprodajnih cena i bazna inflacija, 2005–2007

	Indeks maloprodajnih cena				Bazna inflacija			
	Bazni indeks (prosek 2005 =100)	Međugodišnji rast	Mesečni rast	3m pokretne sredine, na god. nivou*	Bazni indeks (prosek 2005 =100)	Međugodišnji rast	Mesečni rast	3m pokretne sredine, na god. nivou*
2005								
dec	107,6	17,6	2,2	22,5	106,3	14,6	0,9	18,6
2006								
mar	110,0	14,4	0,3	9,1	108,1	11,7	0,8	7,0
apr	111,9	15,5	1,8	15,2	108,9	11,7	0,8	8,3
maj	113,7	16,1	1,6	16,0	109,7	11,9	0,7	9,6
jun	113,7	15,1	0,0	14,4	110,4	11,3	0,6	8,7
jul	113,6	12,8	-0,1	6,0	111,0	11,3	0,6	7,9
avg	114,4	13,1	0,7	2,3	111,5	10,8	0,4	6,6
sep	114,1	11,6	-0,2	1,4	112,1	10,1	0,6	6,6
okt	113,7	9,3	-0,4	0,3	112,3	8,0	0,1	4,5
nov	114,6	8,8	0,8	0,6	112,5	6,8	0,2	3,7
dec	114,7	6,6	0,1	2,1	112,5	5,8	0,0	1,2
2007								
jan	115,1	6,5	0,4	5,4	112,5	5,3	0,0	0,8
feb	115,3	5,2	0,1	2,5	112,2	4,7	-0,2	-0,8
mar	116,1	5,6	0,8	5,1	112,4	4,0	0,1	-0,4
apr	117,1	4,6	0,9	7,0	112,6	3,3	0,2	0,4
maj	118,8	4,4	1,4	12,7	112,8	2,8	0,2	2,0
jun	119,5	5,1	0,6	12,0	113,4	2,7	0,5	3,7
jul	120,2	5,9	0,6	10,9	113,6	2,3	0,2	3,7
avg	121,6	6,3	1,2	10,0	114,9	3,0	1,1	7,4

Izvor: Republički zavod za statistiku

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

1 Nebazne cene su one koje su pod direktnom administrativnom kontrolom (cene električne energije, stambeno-komunalnih usluga i sl.) ili pod direktnim uticajem sezonskih (poljoprivredni proizvodi) ili pod uticajem egzogenih činilaca (cene naftnih derivata).

2 Bazna inflacija meri kretanje cena proizvoda i usluga koje nisu pod administrativnom kontrolom već se slobodno formiraju na tržištu.

3. Cene i devizni kurs

...kao posledica porasta nebaznih cena Ubrzanje rasta cena u Q2 u najvećoj meri jeste posledica porasta nebaznih cena. U aprilu je tako najveći doprinos rastu cena (0,9% u odnosu na prethodni mesec, odnosno 4,6% međugodišnje, Tabela T3-1) dalo poskupljenje naftnih derivata, koje je bilo zaslužno za oko dve trećine ukupnog porasta cena. U maju je poskupela struja za 15% i skoro celokupni porast cena u ovom mesecu (1,4% u odnosu na prethodni mesec) posledica je tog poskupljenja. Osim toga, u maju beležimo i nešto veća poskupljenja usluga društvene zaštite i poljoprivrednih proizvoda.

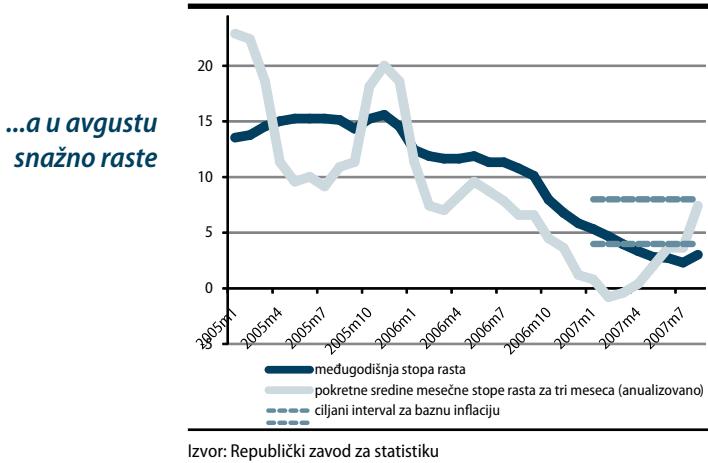
U junu i julu ponovo nešto niža inflacija... U junu beležimo nešto nižu inflaciju (0,6% u odnosu na prethodni mesec) nego u prethodna dva meseca, ali je u junu i bazna inflacija dala značajniji doprinos ukupnom rastu cena (oko 40% ukupnog porasta). Uz baznu, najveći doprinos rastu ukupne inflacije u junu u odnosu na maj dali su industrijski neprehrabeni proizvodi, i to pre svega naftni derivati i lekovi. Značajan je i doprinos poskupljenja duvanskih proizvoda. Za razliku od toga, poljoprivredni proizvodi su pojeftinili za 8,1% u odnosu na maj (u skladu sa sezonskim kretanjima) i time umanjili ukupni rast cena.

Sličan trend, kao i u celom Q2, beležimo i u julu: ukupna inflacija je tada iznosila 0,6% mesečno, što je više nego u Q1 2007. i Q4 2006, ali i dalje relativno nisko. Kao i u gotovo svim mesecima ove godine, i u julu je najveći doprinos (preko 80%) rastu cena dala nebazna inflacija. Konkretno, rast cena je u najvećoj meri posledica poskupljenja: naftnih derivata (oko 60% ukupnog porasta), usluga društvene zaštite (oko 20%) i saobraćajnih usluga (oko 20%). U isti mah, pojeftinjenje poljoprivrednih proizvoda od 6,2% smanjilo je ukupni rast cena u julu (za blizu 35%).

...ali u avgustu ukupna inflacija značajnije ubrzava U avgustu beležimo značajnije ubrzavanje ukupne (ali i bazne) inflacije. Ukupna inflacija u avgustu iznosila je 1,2% u odnosu na prethodni mesec, odnosno 6,3% u odnosu na avgust prošle godine. To je, ne računajući maj u kom je poskupela struja, najveća mesečna stopa inflacije u poslednjih 15 meseci. Pored značajnog doprinsa bazne inflacije, visokom rastu cena doprinelo je i poskupljenje poljoprivrednih proizvoda, prvenstveno zbog suše i lošijeg roda poljoprivrednih kultura. Ukupni rast cena od početka godine time je dostigao 6,1%.

Bazna inflacija u Q2 takođe blago ubrzava... Bazna inflacija u Q2 je takođe ubrzala, ali je i dalje ispod donje granice koridora koji cilja NBS. Prosečna mesečna stopa bazne inflacije u Q2 iznosi 3,7% na godišnjem nivou, dok je u Q1 čak bila negativna (-0,4%). To ubrzanje bazne inflacije bilo je posebno evidentno u junu, kada je mesečni porast baznih cena dostigao 0,5%, što je u tom trenutku bila najveća mesečna bazna inflacija od septembra prošle godine. Porastu bazne inflacije u junu najviše je doprinelo poskupljenje sredstava za higijenu od 4,7%. Nakon „ispada“ u junu, bazna inflacija je u julu ponovo nakratko smirena (0,2% mesečni rast). Slično kao i s ukupnom inflacijom, međugodišnja stopa rasta bazne inflacije u Q2 (3,0%) niža je nego u prethodnom kvartalu (4,7%), ali smatramo da je kretanje mesečne stope bazne inflacije pouzdaniji indikator stvarnog trenda.

Grafikon T3-2. Srbija: kretanje bazne inflacije (u procentima), 2005–2007



U avgustu, međutim, dolazi do snažnog porasta bazne inflacije: ona tada beleži mesečnu stopu rasta od 1,1%, najveću još od novembra 2005. Prosečna mesečna stopa bazne inflacije u prethodna tri meseca podignuta na godišnji nivo u avgustu tako dostiže 7,4% i po prvi put ove godine se nalazi iznad donje granice koridora koji cilja NBS (4%-8%), štaviše približava se gornjoj granici tog koridora (Grafikon T3-2). Tako visoka bazna inflacija posledica je pre svega poskupljenja mesa, ulja i mleka.

**Ubrzanje bazne inflacije
je u glavnom posledica
šokova sa strane
ponude**

Ubrzavanje bazne inflacije u poslednjih par meseci jeste najverovatnije posledica šokova sa strane ponude (koji nisu pod direktnom kontrolom monetarnih i fiskalnih vlasti), a ne sa strane tražnje. Visoka tražnja se, po svemu sudeći, i dalje odražava prvenstveno na velik spoljnotrgovinski deficit, a ne na inflaciju. Stoga smatramo da za sada situacija nije dramatična i da rekordna inflacija u avgustu ne znači i njeno zahuktavanje niti pretnju da će izmaći kontroli. Istovremeno, bazna inflacija, iako sada pokazuje neke znake ubrzanja, i dalje je dosta niska i, sva je prilika, pod kontrolom monetarnih vlasti. Uz realne pretpostavke o njenom kretanju do kraja godine, bazna inflacija će u decembru verovatno biti na nivou između 4% i 5%. Dakle, očekujemo da će se nalaziti vrlo blizu donje granice koridora koji cilja NBS.

**Podstaknuta ubrzanjem
inflacije u avgustu,
Vlada se umešala u
formiranje cena**

Zbog ubrzavanja inflacije u avgustu, i Vlada i NBS su preduzele određene korake ka njenom ograničavanju. Vlada je, naime, odložila poskupljenje struje koje je ranije najavljeno za septembar i dogovorila sa proizvođačima ulja i pekarskom industrijom da se uzdrže od većih poskupljenja. Ostaje da se vidi koliko ovi administrativni potezi mogu zaista ograničiti rast cena konkretnih proizvoda, a koliko ga mogu samo odložiti. Takođe, moguće je da ove mere proizvedu određene poremećaje prirodnih tržišnih odnosa i tako dovedu do nekih drugih nepoželjnih efekata u privredi. Narodna banka je sa svoje strane podigla referentnu kamatnu stopu (makar i simbolično) i uvela ograničenja vezana za nenamenske gotovinske kredite³. Stalna pažnja je svakako neophodna, tim pre što se u Q3 i posebno u Q4 očekuje dodatni pritisak na tražnju kroz povećane rashode države predviđene budžetom za 2007⁴.

**I indeks troškova života
i cene proizvođača
industrijskih proizvoda
ubrzavaju u Q2**

Kao i u prethodnim kvartalima, indeks cena proizvođača industrijskih proizvoda i indeks troškova života kreću se u skladu s indeksom maloprodajnih cena. Tako i ovi indeksi u Q2 ubrzavaju (Tabela T3-3). Prosečan mesečni porast indeksa troškova života iznosi 0,9%, tj. 11,8% na godišnjem nivou (u prethodnom kvartalu 2,6%). Prosečan mesečni porast cena proizvođača industrijskih proizvoda u Q1 iznosi 1,3%, odnosno čak 16,8% na godišnjem nivou (u prethodnom kvartalu 4,5%). Što se tiče međugodišnjih stopa rasta, one su u Q2 nešto niže (3,3% u Q2 prema 4,8% u Q1 za indeks troškova života i 4,4% u Q2 prema 5,5% u Q1 za cene proizvođača industrijskih proizvoda) (Grafikon T3-4), ali, kao i za indeks maloprodajnih cena i baznu inflaciju, verujemo da su i u ovom slučaju mesečne stope pouzdaniji indikator trenda.

Tabela T3-3. Srbija: kretanje izabranih indeksa cena, 2005–2007

	Indeks maloprodajnih cena			Indeks troškova života		Indeks cena proizvođača industrijskih proizvoda		Indeks cena proizvođača poljopr. proizvoda	
	Bazni indeks (prosek 2005 = 100)	Međugodišnji rast	Mesečni rast	Međugodišnji rast	Mesečni rast	Međugodišnji rast	Mesečni rast	Međugodišnji rast	Mesečni rast
2005									
dec	107,6	17,6	2,2	17,1	1,6	15,4	0,4	11,8	1,0
2006									
mar	110,0	14,4	0,3	13,8	0,6	14,4	0,6	4,9	1,1
jun	113,7	15,1	0,0	13,7	0,0	16,2	0,2	8,7	1,2
sep	114,1	11,6	-0,2	10,7	-0,1	12,9	0,0	8,7	0,8
okt	113,7	9,3	-0,4	7,8	-0,4	10,0	-0,3	6,5	-2,4
nov	114,6	8,8	0,8	7,6	1,0	8,0	-0,3	7,3	1,2
dec	114,7	6,6	0,1	6,0	0,1	7,3	-0,2	7,3	1,1
2007									
jan	115,1	6,5	0,4	5,8	0,5	6,2	0,5	7,5	-1,5
feb	115,3	5,2	0,1	4,5	-0,2	5,1	0,0	4,6	-1,0
mar	116,1	5,6	0,7	4,2	0,4	5,1	0,6	3,4	-0,5
apr	117,1	4,7	0,9	3,4	0,8	3,7	0,8	1,8	-1,8
maj	118,8	4,5	1,4	3,1	1,6	4,5	2,4	2,7	2,3
jun	119,5	5,1	0,6	3,5	0,4	4,9	0,7	...	...
jul	120,2	5,8	0,6	4,1	-0,3	...	...	...	...
avg	121,6	6,3	1,2	6,9	3,0	...	...	...	...

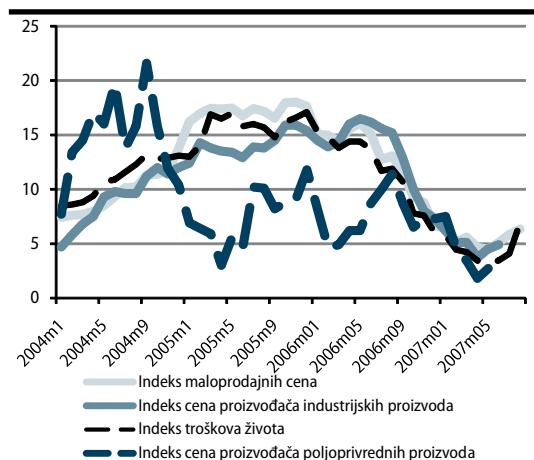
Izvor: Republički zavod za statistiku

³ Detaljnije o novim merama NBS pišemo u odeljku 8. Monetarni tokovi i politika (Okvir 1 i Okvir2).

⁴ Više detalja videti u odeljku 7. Fiskalni tokovi i politika

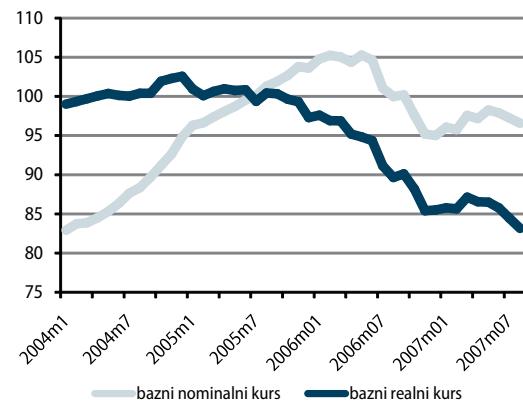
3. Cene i devizni kurs

Grafikon T3-4. Srbija: izabrani indeksi cena, 12-m rast, 2004–2007



Izvor: Republički zavod za statistiku

Grafikon T3-6. Srbija: nominalni i realni kurs dinar/evro, 2004–2007. (2005 = 100)



Izvor: Tabela P-3 u Analitičkom prilogu.

Napomena: Videti definiciju realnog kursa u Tabeli T3-5.

Nakon blage depresijacije u Q2, dinar u julu i avgustu ponovo apresira

Dinar je u odnosu na evro u Q2 blago nominalno depresirao (0,3%), a realno je apresirao za 1,6%. Od početka godine do juna beležimo nominalnu depresijaciju dinara prema evru od 3%, a realnu od 0,3% (Tabela T3-5 i Grafikon T3-6). U julu i avgustu dinar, međutim, ponovo apresira, pa je tako kurs prema evru nominalno ojačao za 1,3%, a realno za 3,0%, u odnosu na jun. Time je od početka godine do avgusta dinar prema evru nominalno depresirao za 1,6%, a realno je ojačao za 2,7%.

Tabela T3-5. Srbija: kretanje kursa evra, 2003–2007

	Nominalni				Realni				USD/EUR ⁶⁾
	Kurs ¹⁾	Bazni indeks ²⁾ (2005=100)	12-m indeks ³⁾	Kumulativ indeks ⁴⁾	Realni kurs ⁵⁾ (2005=100)	12-m indeks	Kumulativ indeks ⁴⁾	USD/EUR ⁶⁾	
godišnji kurs									
2004	72,6215	87,6	111,8	115,6	100,5	103,8	103,9	1,2392	
2005	82,9188	100,0	114,2	109,3	100,0	99,5	94,9	1,2433	
2006	84,1879	101,5	101,5	91,7	92,1	92,1	87,9	1,2537	
mesečni kurs									
2005									
Jun	82,5172	99,5	115,3	105,0	100,8	100,7	98,3	1,2180	
Decembar	85,9073	103,6	109,3	109,3	97,3	94,9	94,9	1,1861	
2006									
Mart	87,1033	105,0	107,9	101,4	96,9	96,3	99,6	1,2013	
April	86,5391	104,4	106,4	100,7	95,2	94,3	97,9	1,2239	
Maj	87,3023	105,3	106,7	101,6	94,8	94,1	97,5	1,2750	
Jun	86,7609	104,6	105,1	101,0	94,4	93,6	97,0	1,2677	
Jul	83,7931	101,1	101,0	97,5	91,1	91,7	93,7	1,2684	
Avgust	82,8893	100,0	98,7	96,5	89,7	89,3	92,2	1,2803	
Septembar	83,0621	100,2	98,3	96,7	90,1	89,8	92,6	1,2748	
Oktobar	80,9242	97,6	95,0	94,2	88,2	88,5	90,6	1,2615	
Novembar	78,9404	95,2	91,7	91,9	85,4	86,0	87,8	1,2876	
Decembar	78,7812	95,0	91,7	91,7	85,5	87,9	87,9	1,3210	
2007									
Januar	79,6587	96,1	91,7	101,1	85,8	87,9	100,3	1,2993	
Februar	79,3993	95,8	91,0	100,8	85,6	88,4	100,2	1,3075	
Mart	80,8968	97,6	92,9	102,7	87,1	89,9	101,9	1,3246	
April	80,5768	97,2	93,1	102,3	86,5	90,9	101,2	1,3516	
Maj	81,4770	98,3	93,3	103,4	86,5	91,2	101,2	1,3512	
Jun	81,1665	97,9	93,6	103,0	85,8	90,9	100,3	1,3420	
Jul	80,6204	97,2	96,2	102,3	84,5	92,7	98,8	1,3716	
Avgust	80,0774	96,6	96,6	101,6	83,2	92,8	97,3	1,3622	

Izvor: Tabela P-3 u Analitičkom prilogu.

1) Prosek mjeseca, zvanični dnevni srednji kurs NBS. 2) Odnos kursa u prvoj koloni i proseka kursa u 2005. godini.

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) x 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. 6) Prosek perioda

4. Zaposlenost i zarade

Broj zaposlenih u martu 2007. iznosio je oko 2,004 miliona. Pad broja zaposlenih kod pravnih lica vidno usporava, a za to je najzaslužnije usporavanje prekida radnih odnosa u prerađivačkoj industriji. Ukupan broj zaposlenih, međutim, i dalje pada, jer se zaustavlja visok rast zaposlenosti kod preduzetnika iz prethodnog perioda. Najveći porast zaposlenosti od oko 5.000 novih radnih mesta (oko 2,6%), između septembra 2006. i marta 2007. godine, ostvaren je u trgovini, što je očekivano, zahvaljujući izuzetno visokoj stopi rasta te privredne grane. Realni međugodišnji rast bruto plate u Q2 2007. iznosi 18,6%. Najveći međugodišnji rast od 31,5% u Q2 dostigle su bruto plate koje se finansiraju iz budžeta, i to u sektorima zdravstvo i socijalni rad. Najveći rast u privatnom sektoru od 26% beleže plate u građevinarstvu, a rast plata u gotovo svim delatnostima u Q2 premašuje međugodišnju realnu stopu od 11%. Stoga taj kvartal karakteriše rast plata koji je brži od produktivnosti rada, što je dovelo do porasta jediničnih troškova.

Zaposlenost

Zaposlenost u martu 2007. godine iznosi 2,004 miliona radnika

Ukupna zaposlenost na dan 31. marta 2007. godine iznosila je 2,004 miliona radnika (Tabela T4-1), prema konačnim podacima RZS za mart.¹

Tabela T4-1. Srbija: registrovani zaposleni, 2003–2007

	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	
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	2.019	1.447	572	242	330	1.777
2007						
Mart	2.004	1.438	566	239	327	1.765

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

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).

¹ RAD-1/P, Anketa za dopunu polugodišnjeg izveštaja RAD-1/P i RAD-15. Zaposlenost je na osnovu ovih anketa za 13.000 veća nego što je RZS predviđao pre ove korekcije.

4. Zaposlenost i zarade

Pad zaposlenosti kod pravnih lica u martu usporava, najviše zbog prerađivačke industrije

Pad zaposlenosti kod pravnih lica između septembra 2006. i marta 2007. usporava u odnosu na prethodni šestomesečni period. Za to usporavanje prekida radnih odnosa kod pravnih lica najzaslužnija je prerađivačka industrija, koja čini oko 28% ukupne zaposlenosti kod pravnih lica, i gde pad broja zaposlenih usporava. Između septembra 2006. i marta 2007. godine u prerađivačkoj industriji zaposlenost je pala za oko 10.000 radnih mesta, dok je u prethodnom šestomesečnom periodu pala za 23.000 radnih mesta (Tabela P-5 u Prilogu). To smanjivanje pada zaposlenosti dešava se istovremeno s rastom prerađivačke industrije od preko 8% u Q1 2007, pa je i očekivano. Daleko najznačajniji pad zaposlenosti zabeležen je u sektoru vađenja ruda i kamena, i on od septembra 2006. do marta 2007. iznosi oko 6.000 radnih mesta, odnosno 20,7% ukupne zaposlenosti u tom sektoru. Osetan pad zaposlenosti vidljiv je i u građevinarstvu (oko 3.000 poslova manje u odnosu na mart prošle godine, odnosno pad od oko 3,5% u okviru sektora), što je iznenadjujuće, s obzirom na to da QM procenjuje međugodišnju realnu stopu rasta građevinarstva u Q1 2007. na između 35 do 45%. Čini nam se da je u ovom slučaju u pitanju metodološki problem, budući da građevinarstvo kao sektor privredne delatnosti nije adekvatno statistički praćen u Srbiji. Zaposlenost je takođe, između marta i septembra, opala za oko 3.000 radnih mesta (4,4%) u sektoru poslova sa nekretninama².

Najveći porast zaposlenosti u trgovini i obrazovanju, a zatim u proizvodnji električne energije, gasa i vode

Najveći porast zaposlenosti ostvaren je u trgovini – oko 5.000 novih radnih mesta, ili 2,6% (Tabela P-5 u Prilogu), što je sigurno izazvano ubrzanjem rasta trgovine na malo, gde je međugodišnja stopa skočila sa 7,7% u septembru 2006. na 30% u martu 2007. godine. Dok porast zaposlenosti u trgovini možemo da objasnimo rastom ove privredne delatnosti, za skok zaposlenosti od oko 4.000 radnih mesta, odnosno 3,4% u obrazovanju za sada ne nalazimo objašnjenje. Moguće je da je porast zvanične zaposlenosti u obrazovanju nastao zbog izvesne promene u klasifikaciji ili uzorku u okviru te delatnosti, no, tek po dobijanju podataka o zaposlenosti u septembru 2007. moći ćemo s većom sigurnošću da utvrdimo da li taj porast predstavlja realni rast zaposlenosti, privremenu fluktuaciju ili grešku u merenju.

Rast zaposlenosti od oko 2.000 radnih mesta ili 4,6% u proizvodnji električne energije takođe ćemo moći ćemo da objasnimo tek kad dobijemo podatke o zaposlenosti u septembru 2007. godine.

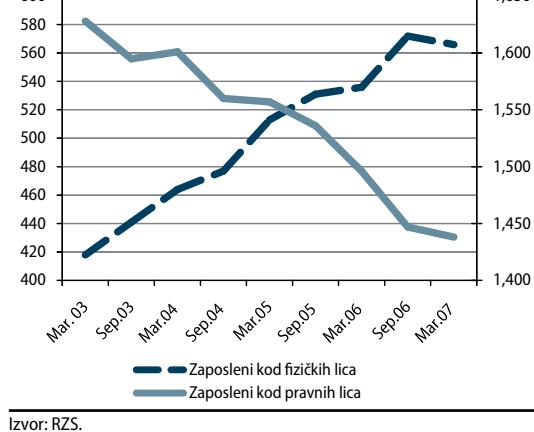
Mali pad broja preduzetnika i njihovih zaposlenih

Po prvi put od 2003. godine došlo je do neznatnog pada i broja preduzetnika i broja njihovih zaposlenih, odnosno, do stagnacije njihovog rasta. To “kočenje” rasta zaposlenosti kod preduzetnika

koreliše s usporavanjem rasta malih i srednjih preduzeća iz druge polovine 2006. godine, kada je kreditiranje privrede privremeno usporeno zbog restriktivne monetarne politike³. Moguće je da je, pored drugih razloga, usporavanje kreditiranja dovelo do usporavanja rasta broja preduzetnika. Preciznije zaključke o tome – da li je usporavanje rasta zaposlenosti kod preduzetnika novonastali trend ili je samo privremeno – bićemo u mogućnosti da donešemo tek kada produžimo seriju.

Stabilizacija broja zaposlenih kod pravnih i fizičkih lica prikazana je na Grafikonu T4-2. Leva osa na Grafikonu odnosi se na *zaposlene kod fizičkih lica*, a desna na *zaposlene kod pravnih lica*.

Grafikon T4-2. Srbija: kretanje zaposlenosti kod pravnih i fizičkih lica, 2003–2007



Izvor: RZS.

2 U ovaj sektor po statističkoj klasifikaciji spadaju i iznajmljivanje opreme, kompjuterske aktivnosti, istraživanje i razvoj, i ostale poslovne aktivnosti (arhitektonski birovi, menadžment, reklamiranje i propaganda itd.).

3 Za detaljnije objašnjenje videti Kvartalni monitor br. 6, Trendovi, odeljak 5. "Privredni rast".

Okvir 1. Zaposlenost kod pravnih lica

Od ovog broja QM-a prvi put objavljujemo detaljnije podatke o zaposlenima kod pravnih lica koje delimo na: (a) zaposlene koji se finansiraju iz budžeta, (b) zaposlene u javnim preduzećima i (c) ostalo. Tabela T4-3 pokazuje da je za pad zaposlenosti kod pravnih lica tokom proteklih godina najzaslužnija kategorija "ostalo", u koju ulaze privatna, društvena i mešovita preduzeća. Pad zaposlenosti u ovoj kategoriji je očekivan zbog procesa privatizacije i restrukturiranja društvenih preduzeća. Dodajmo tome da Vlada planira da se do kraja 2008. godine ugase sva društvena preduzeća, bilo kroz privatizaciju ili stečaj.

Ukupna zaposlenost u javnim preduzećima opada u poslednje dve godine. Dok se u javnim državnim preduzećima vidi značajan pad od 29.000 radnih mesta između marta 2003. i marta 2007. godine, broj zaposlenih u javnim lokalnim preduzećima je prilično stabilan, i u poslednje dve godine se manje-više održava na nivou od oko 60.000 zaposlenih. Podatke o lokalnoj samoupravi, međutim, treba uzeti s rezervom, jer su od svih raspoloživih podataka o zaradama i zaposlenosti u javnom sektoru to najnepouzdaniji podaci (Tabela T4-3).

Zaposlenost koja se finansira iz budžeta,¹ tokom proteklih dve godine smanjena je u sektorima zdravstva i socijalnog rada (za oko 10.000 radnika, ili oko 7%), kao i u administraciji (za oko 5.000 radnika, ili oko 8%), dok je zaposlenost u obrazovanju i kulturi koja se finansira iz budžeta porasla za oko 4.000 radnih mesta, odnosno 3,4% u istom periodu (Tabela T4-3). Skrećemo pažnju na to da su podaci o broju zaposlenih u administraciji najpouzdaniji, dok su podaci o broju zaposlenih u zdravstvu i obrazovanju nešto manje pouzdani².

1 Zdravstvo i socijalni rad se zapravo finansiraju iz Republičkog zavoda za zdravstveno osiguranje.

2 Brojevi zaposlenih u državnoj administraciji, obrazovanju i zdravstvu u Tabeli T4-3 niži su od brojeva u istim sektorima prikazanim u Tabeli P-5 u Prilogu. Osnovni razlog je u tome što u Tabeli T4-3 koja prikazuje broj zaposlenih koji se finansiraju iz budžeta ne ulazi privatni sektor, koji ulazi u Tabelu P-5 u Prilogu.

Tabela T4-3. Srbija: zaposleni kod pravnih lica, detaljniji pregled, 2003–2007

	Zaposleni kod pravnih lica								
	Javni sektor			Javna preduzeća		Javni sektor ukupno		Ostalo ¹⁾	Zaposleni kod fizičkih lica
	Iz budžeta		Javna preduzeća		Javni sektor ukupno				
	Administracija svi nivoi	Obrazovanje i kultura	Zdravstveni i soc. rad	Javna državna	Javna lokalna	6			
	1	2	3	4	5	6	7	8	
u hiljadama									
2003									
Mart	60	116	147	129	54	506	1.122	418	
Septembar	62	114	147	127	55	505	1.090	441	
2004									
Mart	63	117	147	125	57	509	1.092	464	
Septembar	63	116	148	124	57	508	1.052	477	
2005									
Mart	63	119	148	122	61	513	1.044	513	
Septembar	61	117	147	112	61	498	1.038	531	
2006									
Mart	60	118	141	105	61	485	1.011	536	
Septembar	58	117	138	102	60	475	972	572	
2007									
Mart	58	121	138	100	59	476	962	566	

Napomena: Vojska i policija, iako se finansiraju iz budžeta ne ulaze u ukupan bilans zaposlenih u tabeli. Njihov broj se procenjuje na oko 80.000, i oni doprinose još oko 4% ukupnoj zaposlenosti u Srbiji. Iz bezbednosnih razloga, RZS ne objavljuje tačan broj zaposlenih u ovim državnim institucijama niti njihove prosečne plate.

1) Privatna, društvena i mešovita preduzeća. Kolona nije razložena detaljnije zbog nedostatka podataka. Broj dobijamo kada od ukupnog broja zaposlenih kod pravnih lica iz Tabele T4-1 oduzmemmo broj zaposlenih u javnim preduzećima i onih koji se finansiraju iz budžeta.

4. Zaposlenost i zarade

RZS stopa nezaposlenosti za mart 2007. iznosi 26,7%

Za računanje stope nezaposlenosti postoje tri metodologije u Srbiji. Stopa nezaposlenosti prikazana u koloni 4 Tabele T4-4 nam pruža najpouzdaniju sliku i međunarodno uporedivu stopu nezaposlenosti, i to je stopa nezaposlenosti iz Ankete o radnoj snazi. U prethodnom broju QM-a smo objasnili metodologiju koja se koristi u ovoj anketi, kao i metodologiju koja se krije iza stope nezaposlenosti za koju smo tvrdili da Republički zavod za statistiku preuzima od Nacionalne službe za zapošljavanje⁴. Ustanovili smo, međutim, pripremajući ovaj tekst QM-a da se metodološki pristup NSZ do jednog stepena razlikuje od metodološkog pristupa RZS. Dok RZS ubraja ukupan broj poljoprivrednika iz Ankete o radnoj snazi u aktivno stanovništvo za izračunavanje stope nezaposlenosti (taj broj je iznosio 501.937 u oktobru 2006), NSZ u aktivno stanovništvo ubraja samo poljoprivrednike koji uplaćuju doprinose u PIO fond poljoprivrednika (po Zakonu, samo jedan član domaćinstva je obavezan da uplaćuje doprinose koji se prenose na druge članove domaćinstva, i stoga je broj dosta niži; npr. u oktobru 2006. iznosio je 341.795 i u konstantnom je opadanju⁵). Time stopa nezaposlenosti RZS koja je u martu 2007. iznosila 26,7%, uključuje samo osigurane zaposlene iz nepoljoprivrednih delatnosti, dok uzima u obzir ukupan broj poljoprivrednika bez obzira na to da li su osigurani ili ne. S druge strane, stopa nezaposlenosti NSZ koja je u martu 2007. iznosila 28,1%⁶ u potpunosti je administrativne prirode, i pre se može smatrati da nas obaveštava o procentu ljudi koji su registrovani kao zaposleni, bilo da su poljoprivrednici ili ne. Smatramo da obe ove stope značajno precenjuju ukupnu nezaposlenost u Srbiji. U Tabeli T4-4 nastavljamo da objavljujemo stopu nezaposlenosti RZS, s obzirom na to da je to stopa koja je poznata i prihvaćena u javnosti, ali skrećemo pažnju na to da je jedino stopa nezaposlenosti iz Ankete o radnoj snazi (kolona 4 u Tabeli T4-4) stvarna stopa nezaposlenosti, i ona je u oktobru 2006. godine iznosila 21,6%. Postoje indikacije da će i RZS i NSZ uskoro u potpunosti preći na stopu nezaposlenosti iz Ankete o radnoj snazi, i tada će i QM prestati da objavljuje stopu nezaposlenosti RZS (kolona 3 u Tabeli T4-4).

Ova stopa precenjuje stvarnu nezaposlenost, koja je bliža oktobarskoj stopi od 21,6% iz Ankete o radnoj snazi

Tabela T4-4. Srbija: registrovana nezaposlenost, 2003–2007

	Br. lica koja traže zaposlenje (NSZ) ¹⁾	Ukupan br. nezaposlenih 15-64 god. (NSZ) ²⁾	Stopa nezaposlenosti (RZS) ³⁾	Stopa nezaposlenosti 15-64 god. (ARS) ⁴⁾
2003				
Mart	945,960	...	25.8	..
Septembar	954,794	...	26.1	16.0
2004				
Mart	948,837	...	26.0	..
Septembar	946,512	842,775	23.9	19.5
2005				
Mart	992,147	884,111	25.0	..
Septembar	1,000,652	897,724	25.3	21.8
2006				
Mart	1,012,245	920,031	26.6	..
Septembar	1,007,657	914,564	26.6	21.6
2007				
Mart	997,306	913,299	26.7	..

Izvor: Nacionalna služba za zapošljavanje (NSZ); RZS, Anketa o radnoj snazi (ARS).

Napomena: Stanovništvo između 15-64 god. se smatra radno sposobnim.

1) Nezaposlena lica i zaposleni koji traži promenu zaposlenja.

2) Od jula 2004. "nezaposlena lica" su izdvojena kategorija iz "lica koja traže zaposlenje".

3) Ova stopa nezaposlenosti se računa kao razlika broja nezaposlenih i aktivnog stanovništva, gde se aktivno stanovništvo sastoji od ukupno zaposlenih iz evidencije RZS (kolona 1 u Tabeli T4-1), broja nezaposlenih iz evidencije NSZ (kolona 2 u ovoj tabeli) i broja poljoprivrednika iz ARS. Od septembra 2004. stopa registrovane nezaposlenosti računata je prema nezaposlenim licima, a ne prema licima koja traže zaposlenje.

4) Anketa o radnoj snazi se sprovodi samo jednom godišnjie tako da su podaci za septembar te godine zapravo podaci iz oktobra te godine.

4 Videti Kvartalni monitor br. 8, Trendovi, odeljak 4. "Zaposlenost i zarade", Okvir 1.

5 Od ovog broja osiguranih poljoprivrednika, procenjuje se da samo 15% zapravo plaća doprinose, dok su ostali na evidenciji i imaju dugovanja prema PIO fondu poljoprivrednika.

6 Od januara 2007. godine stopa nezaposlenosti koju prati NSZ počinje blago da pada, što se pripisuje promeni Zakona o zdravstvenoj zaštiti na osnovu koje nezaposlena lica više ne ostvaruju pravo na zdravstvenu zaštitu preko NSZ. Nakon izmene ove zakonske regulative, oko 50.000 građana prestalo je da se javlja na evidenciju nezaposlenih.

Zarade

Realni međugodišnji rast bruto plate u Q2 je 18,6%

Prosečna mesečna bruto zarada u Q2 porasla je za oko 3.000 dinara u odnosu na Q1 2007. (Tabela T4-5). Realni međugodišnji rast bruto plate u Q2 je visok i iznosi 18,6% (Tabela T4-6). I u ovom kvartalu je međugodišnji realni rast plata veći od rasta BDP-a. Visok međugodišnji rast plata nastavlja se i u julu, s realnim rastom prosečne bruto plate od 17,2% (Tabela T4-6).

Tabela T4-5. Srbija: masa zarada i prosečne mesečne zarade (RZS), 2004–2007

	Masa zarada (RZS) ^{1) 2) 3)}			Prosečna mesečna zarada (RZS)		
	u hiljadama din.	% u BDP	% u nepoljopr. BDV	Bruto, u din.	Neto, u din.	Bruto, u evrima
2004	454.125.726	33,1	46,1	20.555	14.108	283
2005	562.190.728	32,9	45,4	25.565	17.478	308
2006	683.292.822	33,6	45,7	31.801	21.745	379
2005						
Q2	137.692.500	33,9	45,9	25.035	17.122	306
2006						
Q1	152.864.571	35,3	45,8	28.209	19.284	324
Q2	166.655.577	33,5	44,8	30.914	21.126	356
Q3	172.572.020	32,2	44,4	32.130	21.986	386
Q4	192.591.293	33,4	46,6	35.951	24.585	452
2007						
Q1	185.111.211	37,2	47,9	35.046	25.103	438
Q2	200.284.312	36,6	48,3	37.900	27.165	467
Jul	..	..	..	38.712	27.752	480

Izvor: RZS.

- 1) Masa zarada je ocenjena veličina dobijena kao proizvod broja zaposlenih i zarada prema RZS. U Q2 broj zaposlenih za izračunavanje mase zarada koristimo prosek aprila i maja.
- 2) Zbog promene bazne godine indeksa cena na malo sa 2002. godine na 2005., došlo je do male promene u procentima učešće mase zarada u BDP i BDV. Podaci su korigovani za celu seriju.
- 3) Masa zarada je minimalno korigovana za Q1 2007. kao i njeno učešće u BDP zato što su došli konačni podaci o zaposlenima za mart; međutim izmene nisu preterano značajne.

Jedinični troškovi rada ostaju na visokom nivou koji su dostigli u Q1 2007.

Masa zarada sa međugodišnjom realnom stopom rasta od 16,3% u Q2 raste duplo brže od BDP-a, što se vidi i kroz činjenicu da je njeno učešće u BDP-u poraslo sa 33,5% u Q2 2006. na 36,6% u Q2 2007. godine. Takođe, učešće mase zarada u nepoljoprivrednoj BDV, koju koristimo kao pokazatelj jediničnih troškova rada poraslo je za 3,5 procentnih poena sa 44,8% u Q2 2006. na 48,3% u Q2 2007. Time i jedinični troškovi rada ostaju na visokom nivou koji su dostigli u Q1 2007. godine (Tabela T4-6).

Međugodišnji realni rast bruto plata u skoro svim delatnostima je iznad 11%

Međugodišnji realni rast bruto plata u svim delatnostima je iznad 11%, osim poljoprivrede koja beleži rast od 5,6%, i ribarstva koje beleži značajan pad od preko 36% (Tabela T4-7).

Dok Tabela T4-7 prikazuje rast bruto zarada u svim delatnostima, Tabela T4-8 detaljnije prikazuje kretanje zarada u javnom sektoru, i to onog dela zarada isplaćenog iz budžeta⁷. Ovde možemo da uporedimo kretanje zarada u javnom sektoru u odnosu na prosek Srbije kao i ostatak privrede, u koji ulaze društvena, mešovita i privatna preduzeća.

⁷ Zarada budžetskih korisnika prikazana u Tabeli T4-8 ne prikazuje onaj deo rasta zarada koji je ostvaren iz sopstvenih primanja budžetskih korisnika.

4. Zaposlenost i zarade

Tabela T4-6. Srbija: 12-m i međugodišnji indeksi zarada, 2004–2007

	Masa zarada (RZS) ¹⁾		Prosečna mesečna bruto zarada (RZS)	
	nominalni	realni	nominalni	realni
2004	123,7	111,4	123,7	111,4
2005	123,8	106,6	124,4	107,1
2006	121,8	109,0	124,4	111,3
2005				
Q2	124,1	106,6	125,3	107,6
2006				
Q1	124,9	109,0	127,3	111,0
Q2	121,0	106,0	123,5	108,1
Q3	119,4	107,1	122,3	109,7
Q4	122,2	114,1	124,9	116,6
Decembar	..	..	128,1	120,9
2007				
Q1	121,1	115,5	124,2	118,5
Q2	120,2	116,3	122,6	118,6
Jul	..	..	122,0	117,2

Izvor: RZS.

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

Tabela T4-7. Srbija: 12-m i međugodišnji realni indeksi bruto zarada po delatnostima, 2005–2007

	2005	Q1 2006	Q2 2006	Q3 2006	Q4 2006	2006	Q1 2007	Q2 2007
Ukupno	106,8	110,9	108,0	109,7	116,4	111,3	118,6	118,6
Poljoprivreda, šumarstvo i vodoprivreda	112,2	118,3	115,7	112,4	112,4	114,7	110,2	105,6
Ribarstvo	116,2	105,5	70,8	93,6	100,5	92,6	78,8	63,6
Vađenje ruda i kamena	100,4	108,9	114,5	115,5	115,1	113,5	135,4	121,1
Prerađivačka industrija	109,1	114,4	110,9	113,8	115,8	113,7	114,9	114,7
Proizvodnja električne energije, gase i vode	104,1	104,0	99,4	107,1	114,9	106,3	143,0	117,7
Građevinarstvo	104,5	108,7	111,0	112,7	119,4	112,9	123,9	126,0
Trgovina na veliko i malo, opravka	111,6	114,2	113,9	112,0	117,9	114,5	118,7	115,1
Hoteli i restorani	108,3	112,0	111,0	106,4	108,6	109,5	112,0	114,7
Saobraćaj, skladištenje i veze	104,2	110,0	111,0	104,0	109,1	108,5	108,5	111,9
Finansijsko posredovanje	110,5	112,9	111,5	113,9	111,3	112,4	112,9	111,4
Poslovi s nekretninama, iznajmljivanje	111,6	101,5	99,1	105,8	107,3	103,4	122,0	120,8
Državna uprava i socijalno osiguranje	105,0	112,6	104,3	107,6	112,5	109,2	111,5	118,3
Obrazovanje	108,2	114,9	103,5	105,0	112,0	108,9	111,9	118,5
Zdravstveni i socijalni rad	100,0	101,4	102,3	104,9	125,5	108,5	125,5	130,8
Druge komunalne, društvene i lične usluge	102,6	105,2	100,7	103,1	111,0	105,0	106,2	111,7

Izvor: RZS, RAD-1.

**Najveći međugodišnji
rast bruto plata od
31,5% u zdravstvenom
i socijalnom radu koji se
finansira iz budžeta**

Najveći međugodišnji rast bruto plata od realnih 31,5% zabeležen je u javnom sektoru, i to u zdravstvenom i socijalnom radu koji se finansira iz budžeta (Tabela T4-8). Zdravstvo i socijalni rad u Tabeli T4-7 prikazuju ukupni rast plata u zdravstvu i socijalnom radu koji obuhvata i deo plata koje se ne isplaćuju iz budžeta, i taj ukupni rast iznosi 30,8%. Obrazovanje i kultura su drugi po rastu plata u javnom sektoru, sa 19,2% realnim međugodišnjim rastom bruto plata koje se isplaćuju iz budžeta (Tabela T4-8), odnosno 18,5% ukupnim rastom plata u ovom sektoru (Tabela T4-7).

Tabela T4-8. Srbija: 12-m i međugodišnji realni indeksi bruto zarada, detaljniji pregled, 2004–2007

	Iz budžeta			Javna preduzeća		Ostalo ¹⁾	Prosek Srbije
	Administracija svi nivoi	Obrazovanje i kultura	Zdravstveni i soc. rad	Javna državna	Javna lokalna		
	1	2	3	4	5	6	7
2004	106,7	107,3	110,9	107,8	113,1	114,9	111,4
2005	106,0	106,1	100,5	100,6	102,8	105,2	107,1
2006	109,1	107,1	110,0	110,7	103,0	112,5	111,3
2005							
Q2	103,0	108,4	102,9	98,1	104,1	102,0	107,6
2006							
Q1	111,5	111,1	102,2	108,9	97,0	113,9	111,0
Q2	102,2	100,8	103,1	109,6	102,8	110,0	108,1
Q3	108,0	104,2	105,0	108,4	102,7	110,3	109,7
Q4	114,7	112,8	127,5	116,1	109,3	115,3	116,6
2007							
Q1	111,5	112,6	125,4	129,8	113,8	117,2	118,5
Q2	118,6	119,2	131,5	118,9	104,5	116,0	118,6

Izvor: RZS.

1) Kolona 6 uključuje privatna, društvena i mešovita preduzeća.

I dalje visok rast bruto plat u javnim preduzećima

Najveći rast plata u privatnom sektoru beleži građevinarstvo

Što se tiče javnih preduzeća, i dalje je prisutan visok međugodišnji rast bruto plata od 18,9% u državnim i dosta manji rast od 4,5% u lokalnim preduzećima. Međutim, obe stope rasta su značajno niže nego u prethodnom kvartalu (Tabela T4-8).

Najveći rast plata u privatnom sektoru beleži građevinarstvo sa 26%, zatim sektor vađenja ruda i kamena sa 21,1%, a potom i poslovi sa nekretninama gde je međugodišnji rast bruto plate 20,8%. Ovo su ujedno i tri sektora u kojima se vidi najveći pad zaposlenosti između septembra 2006. i marta 2007.

Okvir 2. Kretanje zarada u javnom sektoru

Od ovog broja QM-a detaljnije pratimo i kretanje zarada u javnom sektoru (Tabela T4-8).

Plate koje se isplaćuju direktno iz budžeta (administracija, obrazovanje i zdravstvo), kao i plate u javnim preduzećima veće su od prosečne bruto zarade od 2003. godine, a naročito prednjače plate u javnim državnim preduzećima, koje su u Q2 2007. za oko 75% veće od prosečne zarade u Srbiji¹ (Tabela P-7 u Prilogu).

Procenujemo da je prosečna mesečna bruto plata u Q1 u privatnom sektoru iznosila 32.526 dinara, a u javnom sektoru 41.805 dinara².

Učešće mase zarada iz javnog sektora u ukupnoj masi zarada u Q1 2007. iznosilo je 32,3% (Tabela P-8 u Prilogu), dok je učešće javnog sektora u ukupnoj zaposlenosti u martu 2007. godine iznosilo 27%³, što takođe potvrđuje činjenicu da su plate u javnom sektoru veće od prosečnih.

Tabela T4-8 uporedno prikazuje kretanje realnih međugodišnjih stopa bruto zarada koje se isplaćuju

¹ Treba dodatno imati u vidu da je prosečna mesečna zarada u Srbiji precenjena. Za detaljnije objašnjenje videti Stanić, K. (2006), "Lupa: Registrovana zaposlenost i zarade – statistički podaci i trendovi 2000–2005", Kvartalni monitor, br. 3, pp. 61–70

² Ovo procenjujemo na osnovu količnika mase zarada i broja zaposlenih u ovim sektorima. Analiziramo Q1 zato što još uvek nemamo pouzdane podatke o zaposlenosti za Q2. Takođe skrećemo pažnju da je ovo gruba procena zarada u ovim sektorima, zato što ne možemo sa sigurnošću utvrditi pouzdanost ovih podataka.

³ Ukupan broj zaposlenih u javnom sektoru iz Tabele T4-3 je podeljen sa ukupnim brojem zaposlenih radnika (kolona 6) iz Tabele T4-1.

4. Zaposlenost i zarade

iz budžeta, zarada javnih preduzeća kao i ostatka privrede, u koji ulaze privatna, društvena, i mešovita preduzeća, dakle, sva preduzeća koja će biti privatizovana ili ugašena do kraja 2008. godine. Iako su plate u privredi niže, njihove stope rasta od 2003. godine dinamično menjaju svoj odnos sa stopama rasta plata u javnom sektoru. Zanimljivo je da su godišnji proseci stopa rasta plata u privredi za 2004, 2005. i 2006. godinu bili ili veći ili približni stopama rasta u javnom sektoru. Kada pogledamo kvartalne podatke, vidimo da odnos počinje kontinuirano da se menja u drugoj polovini 2006. godine i taj trend se nastavlja u 2007. godini. U Q4 2006. stopa rasta plata u delatnostima zdravstvo i socijalni rad daleko prevazilazi rast plata u ostalim delatnostima. Vrlo visok rast plata zapažamo i u javnim državnim preduzećima, dok rast plata u administraciji gotovo dostiže rast plata u privredi. U Q1 2007. rast plata u zdravstvu i javnim državnim preduzećima daleko prevazilazi rast plata u privredi, a u Q2 sve plate u javnom sektoru, osim plata u lokalnim javnim preduzećima, daleko premašuju stopu rasta plata u ostatku privrede. Međutim, treba imati u vidu da je i rast plata u ostatku privrede daleko iznad rasta BDP-a. Iako nove usluge kao što su finansijsko posredovanje, osiguranje i sl. dosta doprinose ukupnom rastu plata u privredi, čak je i u prerađivačkoj industriji rast plata od 14,7% u Q2 veoma visok.

Smatramo da su plate u javnom sektoru značajno uticale na ukupan rast plata kako zbog javne dostupnosti tih podataka, tako i zbog značajnog učešća tog sektora u ukupnoj privredi⁴. S ovakvom dinamikom rasta zarada jedinični troškovi rada rastu u svim delatnostima.

⁴ Sličan stav zauzima i Bilten Javnih Finansija u "Zarade u javnom sektoru u Srbiji".

5. Privredna aktivnost

Privreda u Q2 blago usporava u odnosu na Q1, ali zadržava ritam visokog rasta. Rast BDP u Q2 u odnosu na isti period prethodne godine procenjujemo na oko 7,3%, u šta su uračunati i loši rezultati poljoprivrede. Nepoljoprivredna BDV, koju smatramo pravom merom privredne aktivnosti, porasla je za 8,5%. Po svemu sudeći uzrok vanredno visokog privrednog rasta u 2007. jeste povećana agregatna tražnja. Najveće ubrzanje u odnosu na 2006. ostvarile su usluge, posebno trgovina i finansijsko posredovanje s međugodišnjim rastom u prvoj polovini godine od oko 20%. Loši rezultati poljoprivrede izazivaju poremećaj na strani ponude što će u već nepovoljnoj konstalaciji odnosa domaća ponuda – tražnja verovatno pojačati pritisak na inflaciju i usloviti dodatni rast spoljnotrgovinskog deficit-a. Industrijska proizvodnja je u Q2 ostvarila solidan rast od 5,2%, gde su sličan rast ostvarile oblasti koje su okrenute domaćem tržištu i oblasti usmerene na izvoz. Građevinska aktivnost je u Q2 za oko 10% viša u odnosu na isti period prethodne godine, što ujedno smatramo i nosećim trendom rasta ove delatnosti.

Bruto domaći proizvod

Rast BDP u Q2 procenjujemo na visokih 7,3%

Prema preliminarnoj proceni QM-a, zasnovanoj na raspoloživim podacima o rezultatima privredne aktivnosti, a na osnovu metodologije RZS¹, u Q2 2007. godine međugodišnji realni rast bruto domaćeg proizvoda (BDP) iznosio je visokih 7,3% (Tabela T5-1). Ostvareni rast je za oko 1,5 procentnog poena niži u odnosu na Q1 kada je on iznosio 8,7%². Do usporavanja privrednog rasta u odnosu na Q1 došlo je jer je rast u Q1 delom bio zasnovan na vanrednim okolnostima (topla zima je pogodovala visokom rastu građevinarstva i povezanih delatnosti), a takođe, došlo je i do usporavanja domaće tražnje što se direktno odrazilo na usporavanje rasta BDP.

Tabela T5-1. Srbija: bruto domaći proizvod, 2004–2007³

	Međugodišnji indeksi										Bazni indeks (jan-jun) _{07/} (jan-jun) ₀₂	Učešće 2006			
	2004			2005			2006			2007					
	Q1	Q2	Q3	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1 ²⁾	Q2 ³⁾						
Ukupno	108,4	106,2	105,7	107,0	105,9	105,3	105,0	108,7	107,3	133,2	100,0				
Porezi minus subvencije	109,3	110,2	99,8	99,2	101,1	97,2	101,5	113,4	110,0	151,0	15,3				
Bruto dodata vrednost u baznim cenama	108,3	105,5	106,9	108,4	106,8	106,9	105,7	107,9	106,8	130,4	84,7				
Bruto dodata vrednost bez poljoprivrede	107,5	106,3	107,7	109,6	107,3	107,0	107,2	108,8	108,5	135,4	87,1				
Poljoprivreda	119,0	95,1	101,6	98,9	102,9	106,6	97,9	100,7	92,8	96,4	12,9				
Prerađivačka industrija	108,8	99,9	105,6	109,2	106,6	104,4	103,1	108,8	104,9	113,3	16,1				
Građevinarstvo	103,5	102,0	109,3	125,6	106,6	102,7	108,8	116,2	110,0	136,1	3,5				
Saobraćaj	115,8	123,4	127,5	128,0	126,6	126,9	128,5	119,4	120,0	233,0	11,5				
Trgovina na veliko i malo	117,0	122,0	110,6	116,6	107,9	109,0	110,5	124,1	115,0	212,8	12,9				
Finansijsko posredovanje	109,9	117,4	117,2	119,8	118,8	116,8	114,0	118,7	120,1	200,5	7,4				
Ostalo	99,8	99,9	100,2	100,8	100,2	100,1	100,1	98,6	102,0	105,1	35,7				

Izvor: RZS.

1) U stalnim cenama iz 2002. god.

2) Očekujemo korekciju RZS

3) Procena QM-a.

Ostvareni rast je posledica visoke tražnje

Analiza QM-a upućuje na zaključak da je glavni razlog visokog privrednog rasta u Q2 i čitavoj 2007. visoka tražnja koja je izazvana realnim rastom zarada zaposlenih i kredita, ali i značajnim rastom izvoza. Visok rast zarada, koje su u Q2 18,6% više u odnosu na Q2 2006. (realni rast

1 Metodologija koju smo koristili prilikom procenjivanja BDP zasnovana je na proceni realnog rasta bruto dodate vrednosti pojedinačnih sektora privrede po proizvodnom principu, a zatim njihovom sumiranju i dodavanju poreske komponente. Modifikacije u odnosu na RZS su delom vezane za indikatore na osnovu kojih procenjujemo sektorski rast, a za koje smatramo da u pojedinim slučajevima bolje prikazuju stvarni rast sektora (npr. proizvodnja cementa u građevinarstvu). Takođe, budući da raspolažemo s manjim brojem dostupnih indikatora od RZS, u procenu uključujemo i posredne indikatore koji nisu sastavni deo zvanične metodologije, a sprovodimo i dublje analize trendova pojedinačnih sektora.

2 Očekujemo korekciju naniže BDP u Q1 od strane RZS na oko 8%, te je stvarno usporavanje u Q2 između 0,5 i 1 procentnog poena na što ukazuju i vrednosti nepoljoprivredne BDV.

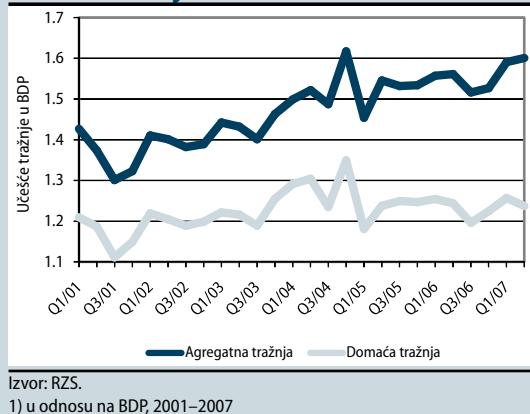
5. Privredna aktivnost

bruto plata), kao i kredita stanovništvu, doveli su do povećane potrošnje. Međugodišnji rast prometa u trgovini na malo u stalnim cenama je u Q2 iznosio 25,9% (8,5% u Q4 2006). Ipak primetno je usporavanje trenda uspostavljenog u Q1 kad je međugodišnji rast prometa u trgovini na malo u stalnim cenama iznosio čak 32,2%.

Okvir 1. Analiza tražnje

Od ovog broja QM-a u odeljku "Privredna aktivnost" počinjemo s redovnim praćenjem kretanja agregatne i domaće tražnje¹ koje su od uticaja na privrednu aktivnost. Na Gafikonu T5-2 prikazano je kretanje agregatne i domaće tražnje u periodu 2001–2007. u odnosu na BDP (iskazano u stalnim cenama 2002).

Grafikon T5-2. Srbija: kretanje agregatne i domaće tražnje¹



Izvor: RZS.

1) u odnosu na BDP, 2001–2007

Agregatna tražnja u navedenom periodu ostvaruje stalni rast u odnosu na BDP i u Q2 ona nadmašuje BDP 1,6 puta². Domaća tražnja bila je najviša u odnosu na BDP sredinom 2004. godine, da bi se nakon toga relativno smanjila i u Q2 je 1,25 puta viša od BDP.

U Q2 se nastavlja rast agregatne tražnje, ali je on posledica bržeg rasta izvoza od BDP, dok domaća tražnja smanjuje učešće u BDP (Grafikon T5-2). Verujemo da je smanjenje domaće tražnje u Q2 posledica nemernog fiskalnog zatezanja³. Na Gafikonu se takođe uočava da je u Q1 kada je realni rast BDP bio veoma visok i iznosio oko 8%, došlo do još bržeg rasta domaće tražnje, odnosno da je domaća tražnja bila stvarni uzrok vanredno visokog privrednog rasta u Q1. Na ovakav zaključak ukazivale su i sve dosadašnje analize QM-a.

1) Domaća tražnja = agregatna tražnja – izvoz

2) Agregatna tražnja bila je još viša u Q4 2004, koji je bio poslednji kvartal pre uvođenja PDV, ali ga ne treba posmatrati odvojeno od Q1 2005. kada je tražnja usporena sa sličnu veličinu.

3) Za više detalja videti odeljak: "Fiskalni tokovi i politika" Trendova ovog izdanja QM-a

4) Zvaničan podatak je još uvek 8,7%

Agregatna tražnja je, po svemu sudeći, podsticajno delovala na proizvodnju

Rast tražnje odrazio se i na domaću ponudu. Dodatni impuls rastu proizvodnje koji je evidentan u Q1 delimično se nastavlja i u Q2 – prerađivačka industrija ostvarila je visok međugodišnji rast u Q2 od 4,9% sa značajnim učešćem u rastu oblasti koje veći deo svoje proizvodnje plasiraju na domaće tržište (Grafikon T5-5). Ipak, zabrinjavajuće je to što se povećana potrošnja stanovništva zadovoljava velikim delom kroz uvoz³, što je u situaciji već postojećeg visokog spoljnotrgovinskog deficitia nepovoljan trend. S tim u vezi, skloni smo da ukažemo na opasnost da negativan uticaj povećane potrošnje stanovništva na ubrzanje spoljnotrgovinskog deficitia nadmaši pozitivan uticaj koji povećana tražnja ima na domaću proizvodnju i tako ugrozi makroekonomsku sliku Srbije srednjoročno.

Rast kreditiranja privrede može imati dugotrajan efekat na privredni rast

Zajedno s ubrzanjem kreditiranja stanovništva, ubrzavaju se i krediti privredi, što kroz domaći finansijski sistem, što kroz direktno zaduživanje preduzeća u inostranstvu. Posledica toga je ubrzano investiranje preduzeća. Uvoz kapitalnih proizvoda u Q2 beleži rast od 32,9%,⁴ dok imamo i naznake oporavka domaće proizvodnje kapitalnih proizvoda⁵. Rast kredita privredi i povećano investiranje može imati dugotrajan pozitivan uticaj na privredni rast.

3) Međugodišnji rast uvoza potrošnih dobara u Q2 od 22,3%, naspram 15,8% u Q2 2006. ili 16,3% u Q4 iste godine.

4) Ovaj rast je ipak znatno sporiji od onog iz Q1. Za više detalja videti odeljak: „Platni bilans i spoljna trgovina“ Trendova ovog izdanja QM-a.

5) Julski rezultati proizvodnje kapitalnih dobara pokazuju međugodišnji rast od 26,4%, ali za zaključak o eventualnim promenama u proizvodnji po nameni sačekaćemo dužu seriju podataka. Više reči o proizvodnji investicionih dobara biće u odeljku industrijske proizvodnje.

BDV je u Q2 ostvarila rast od 6,8%... BDV je u Q2 ostvarila rast od 6,8% koji je nešto niži od rasta BDP. Poreska komponenta BDP, dakle, kao i u Q1, i dalje prednjači u odnosu na rast BDV i u Q2 njen rast procenjujemo na oko 10%. Razlog za ovaj nesklad je povećanje tražnje iznad rasta BDV što se direktno odražava na povećanu naplatu PDV, koji čini najveći deo poreske komponente BDP.

...a nepoljoprivredna BDV od 8,5% Rast nepoljoprivredne BDV procenjujemo na visokih 8,5% što je ipak nešto niži ostvareni rast u odnosu na onaj iz Q1 (Tabela T5-1). Nepoljoprivrednu BDV smatramo relevantnim indikatorom privredne aktivnosti i ona ukazuje na visok privredni rast u Q2 kao i u toku čitave 2007. Znatno niži ostvareni rast BDP i BDV u odnosu na nepoljoprivrednu BDV posledica je uticaja egzogenih faktora (suša) na poljoprivrednu proizvodnju. Pretpostavlja se da će u 2007. godini poljoprivredna proizvodnja biti za oko 10% niža od one iz 2006. godine. Uzimajući u obzir učešće poljoprivrede u BDV od oko 13% taj pad se direktno odražava na smanjenje BDV za 2,3 procentna poena, a BDP za dva procentna poena. S tim u vezi, analiza nepoljoprivredne BDV dobija poseban značaj, jer otkriva suštinska kretanja privrede neopterećene uticajem egzogenih faktora.

Loše rezultate poljoprivrede ipak ne treba isključiti iz slike privrede Srbije. Tim pre što će se poremećaji na strani ponude u situaciji već postojeće visoke tražnje reflektovati na pojačan inflatori pritisak i dodatni rast spoljnotrgovinskog deficit.

Kako se do kraja godine ne očekuje bitno smanjenje tražnje, koja je najveći generator visokog privrednog rasta, QM procenjuje da će realni rast BDP u 2007. godini ostati visok i iznositi oko 7%. Rast nepoljoprivredne BDV će biti još viši i iznositi između 8,5% i 9%. Uz zadržavanje kontrole nad inflacijom, što je jedan od prioriteta ekonomske politike, i stabilan kurs dinara, sada je već posve sigurno da će se unutrašnja neravnoteža najvećim delom preliti na rekordan spoljnotrgovinski deficit u 2007.

Industrijska proizvodnja

Industrijska proizvodnja je u Q2 ostvarila rast od 5,2% U Q2 dobijamo potvrdu da je industrijska proizvodnja krenula napred na širokom frontu. Naša analiza ukazuje da više ne postoji toliko divergentni trendovi kretanja industrijske proizvodnje oblasti lidera i ostalih oblasti, što je bila jedna od osnovnih dosadašnjih karakteristika industrije u tranziciji. Ukupna ocena rasta industrijske proizvodnje u Q2 stoga više nije zbir uspešnih i neuspešnih, što nam se često činilo u prethodnom periodu, već ocena opšteg kretanja trenda industrijske proizvodnje.

Primećujemo promene u strukturi rasta Industrijska proizvodnja je u Q2 ostvarila međugodišnji rast od 5,2% (Tabela T5-3). Nastavlja se trend rasta industrijske proizvodnje od oko 5% uspostavljen u Q1, ali dolazi do promena u strukturi tog rasta. Najviši međugodišnji rast u Q2 ostvarila je proizvodnja i distribucija električne energije, gase i vode i on iznosi 8,7%. Prerađivačka industrija je nešto usporila svoj rast iz Q1 i on je sada 4,9%. Usporavanju prerađivačke industrije u Q2 najviše su doprineli rezultati junske industrijske proizvodnje kada je došlo do prekida trenda izuzetno visokog rasta u prerađivačkoj industriji koji je obeležio 2007. (Grafikon T5-4). Već julski rezultati prerađivačke industrije upućuju na zaključak da je usporavanje iz juna bilo samo privremenog karaktera. Vađenje ruda i kamena u Q2 imalo je međugodišnji rast od 1,4%.

Tabela T5-3. Srbija: indeksi industrijske proizvodnje, 2005–2007

	Međugodišnji indeksi										Bazni indeksi (jan-jun)07/ (jan-jun)02	Učešće 2006		
	2005	2006	2006				2007							
			Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2						
Ukupno	100,8	104,7	105,3	106,1	103,9	102,9	104,8	105,2	112,2	100,0				
Vađenje ruda i kamena	102,1	104,1	104,0	102,6	102,8	104,6	102,1	101,4	102,3	6,3				
Prerađivačka industrija	99,3	105,3	107,5	106,2	104,4	102,9	108,5	104,9	114,4	75,4				
Proizvodnja i distrib. el. energije, vode i gasa	106,6	102,2	99,3	107,6	101,6	102,1	94,2	108,7	106,6	18,3				

Izvor: RZS.

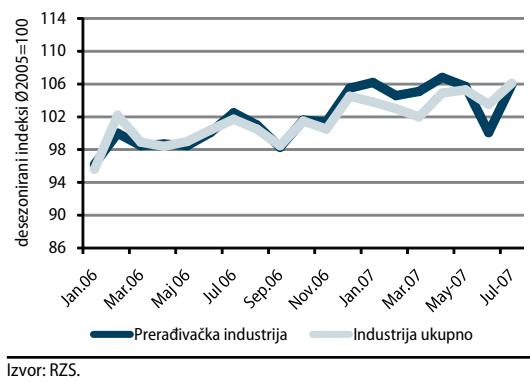
5. Privredna aktivnost

Prednjači proizvodnja i distribucija električne energije vode i gasa Moguće je da su vanredne okolnosti imale uticaj na industrijsku proizvodnju u Q2. Proizvodnja i distribucija električne energije gase i vode imala je visok međugodišnji rast u maju i junu (u junu čak 15,6%), što se možda može objasniti posledicom povećane upotrebe uređaja za klimatizaciju prostorija. Trend visokog rasta proizvodnje i distribucije električne energije gase i vode nastavio se i u julu.

Do kraja godine očekujemo rast industrijske proizvodnje od oko 5%

Desezonirani indeksi industrijske proizvodnje i prerađivačke industrije pokazuju visoke performanse industrije u Q2 (Grafikon T5-4). Desezonirani indeks ukupne industrijske proizvodnje u Q2 ukazuje da je ona viša za 4,5% u odnosu na 2006. godinu, što je u skladu s našim očekivanjima da će industrijska proizvodnja u 2007. godini ostvariti rast od oko 5%. Takođe, jasno se uočava pad u junu koji potpuno odudara od uspostavljenog trenda te ukazuje na vanrednu okolnost.

Grafikon T5-4. Srbija: desezonirani indeksi industrijske proizvodnje, 2006–2007



Izvor: RZS.

Za sada ne možemo jasno da objasnimo razlog navedenog usporavanja, ali je vrlo moguće da je i ono nastalo zbog neuobičajeno visokih temperaturi za ovaj mesec. Do usporavanja je došlo u prerađivačkoj industriji koja je do tada prednjačila u rastu industrijske proizvodnje u 2007. (Grafikon T5-4). Već julski desezonirani indeks prerađivačke industrije vraća se na postojeći trend⁶.

Mala preduzeća u Q2 ostvaruju znatno brži rast proizvodnje

Ocena industrijske proizvodnje malih preduzeća, koja ne obuhvataju redovna statistička istraživanja industrije, ukazuje da ona imaju u Q2 znatno brži međugodišnji rast od ostatka industrije⁷. Čini nam se da postoji korelacija između kreditne aktivnosti banaka na domaćem tržištu i nivoa industrijske proizvodnje malih preduzeća. Naime, velika i srednja preduzeća su u mogućnosti da se lakše direktno zadužuju kod inostranih banaka u odnosu na mala preduzeća kad god razlika u kamatnim stopama na domaćem i stranom finansijskom tržištu postane značajna. Samim tim pretpostavljamo da su mala preduzeća (verovatno i preduzetnici) najviše bila pogodjena dosadašnjim merama monetarne politike za smanjivanje kreditne aktivnosti banaka. Počevši od juna prethodne godine, indeks rasta malih preduzeća bio je znatno niži od rasta ostatka industrije što je koincidiralo s restriktivnim merama monetarne politike. Takvo stanje trajalo je do februara 2007.

Očekujemo da se taj trend nastavi do kraja godine

S tim u vezi nameće se zaključak da će međugodišnji indeks rasta malih preduzeća od juna pa do kraja godine najverovatnije biti znatno iznad nivoa ostatka industrijske proizvodnje, jer se poredi s niskom bazom iz 2006. Samim tim će i stvarni međugodišnji rast industrijske proizvodnje biti u ovom periodu nešto viši od zvaničnog.

Prerađivačka industrija je u Q2 ostvarila međugodišnji rast od 4,9%

Prerađivačka industrija je u Q2 ostvarila solidan međugodišnji rast od 4,9%. Ostvareni međugodišnji rast je znatno niži od onog iz Q1 (8,5% – Tabela T5-3), ali desezonirani indeksi ne ukazuju na bitno usporavanje⁸ (Grafikon T5-4). Indeksi kretanja zaliha gotovih proizvoda takođe ne pokazuju promene u stanju zaliha, te je rast industrijske proizvodnje prerađivačke industrije očigledno u skladu s postojećom tražnjom.

Još uvek prednjače oblasti koje proizvode za domaće tržište...

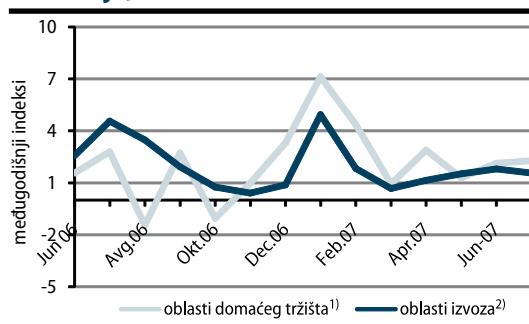
Visok rast industrijske proizvodnje prerađivačkoj industriji u 2007. (6,2% zaključno s julom) objašnjavamo povećanjem domaće tražnje. I u ovom broju QM-a nastavljamo analizu, započetu u QM8, tipičnih oblasti prerađivačke industrije koje mogu da ukažu na poreklo tražnje za industrijskim proizvodima. Analizirane su dve grupacije oblasti prerađivačke industrije. U prvoj grupaciji izdvjajili smo šest oblasti prerađivačke industrije koje značajan deo svoje proizvodnje

⁶ Ovaj podatak je možda i neočekivan ako je stvarni razlog vanrednog usporavanja prerađivačke industrije u junu bila visoka temperatura, jer je trajala i u julu. Međutim u julu i avgustu postoji sezonsko usporavanje industrijske proizvodnje, te međugodišnje poređenje ima ukalkulisanu sezonsku komponentu za razliku od juna kada se ostvaruju visoki rezultati industrijske proizvodnje.

⁷ Rast industrijske proizvodnje za mala preduzeća se ne objavljuje i ne ulazi u zvaničan podatak o industrijskoj proizvodnji, već se daje kao ocena procenjenog uticaja na ukupnu industrijsku proizvodnju.

⁸ Ukoliko isključimo iz razmatranja junske rezultate koji su van trenda.

Grafikon T5-5. Srbija: doprinos međugodišnjem rastu prerađivačke industrije, 2006–2007



Izvor: RZS

1) Oblasti prerađivačke industrije koje najveći deo svoje proizvodnje

plasiraju na domaće tržište

2) oblasti prerađivačke industrije koje značajan deo svoje proizvodnje

plasiraju na inostrano tržište

plasiraju na inostrano tržište – oblasti izvoza, dok su u drugoj grupaciji bile oblasti koje gotovo svu proizvodnju plasiraju na domaće tržište – oblasti domaćeg tržišta (Grafikon T5-5). Tokom većeg dela 2006 – veći doprinos rastu prerađivačke industrije imale su oblasti orijentisane na izvoz i pored toga što imaju manje učešće u prerađivačkoj industriji. U avgustu i oktobru 2006. oblasti domaćeg tržišta imale su i negativan doprinos ukupnom rastu prerađivačke industrije. Od novembra 2006. dolazi do preokreta trenda i od tada su oblasti domaćeg tržišta pokretaci rasta prerađivačke industrije. Sve ovo nas navodi na zaključak da je povećana domaća a ne izvozna tražnja pokrenula industrijsku proizvodnju krajem Q4 2006. i u toku 2007.

...ali i oblasti izvoza ostvarile su sličan rast

Za razliku od perioda novembar 2006 – april 2007. kad su oblasti domaće tražnje „vukle“ prerađivačku industriju, sada je situacija ipak nešto izmenjena. Razlika između doprinosa oblasti domaćeg tržišta i oblasti izvoza ukupnoj industrijskoj proizvodnji smanjila se. To ipak još uvek nije uobičajena slika industrijske proizvodnje prerađivačke industrije koja je u proteklim godinama većim delom ostvarivala rast zahvaljujući izvoznim oblastima, poput proizvodnje osnovnih metala i sl. Navedena analiza je potpuno u skladu s kretanjem agregatne i domaće tražnje analiziranom u Okviru 1.

Pojavljuju se nove oblasti lideri u 2007....

U Tabeli T5-6 predstavljene su oblasti koje su najviše doprinele rastu industrijske proizvodnje u 2007. godini (oblasti *lidi*). To su redom: proizvodnja prehrambenih proizvoda i pića, proizvodnja osnovnih metala, proizvodnja nameštaja i raznovrsnih proizvoda, proizvodnja mašina i uređaja osim električnih, proizvodnja proizvoda od nemetalnih minerala i izdavanje, štampanje i reprodukcija zapisa. Primetno je da se ove oblasti ne mogu smatrati liderima u smislu u kom smo definisali lidere do 2007. godine, odnosno da u 2007. ne postoje oblasti sa znatnim učešćem u industrijskoj proizvodnji koje se izdvajaju po znatno višim stopama rasta od ostatka prerađivačke industrije.

Za razliku od 2006. godine, među najuspešnijim oblastima industrije u Srbiji više nema proizvodnje duvanskih proizvoda i hemijske industrije, dok se među oblastima sa najvećim učešćem u rastu prerađivačke industrije u 2007. nalaze proizvodnja mašina i uređaja osim električnih, kao i izdavanje, štampanje i reprodukcija zapisa (Tabela T5-6). Interesantno je da se prvi put od kada pratimo pojedinačne oblasti industrijske proizvodnje među liderima prerađivačke industrije nalazi oblast koja proizvodi investiciona dobra (proizvodnja mašina i uređaja osim električnih).

Tabela T5-6. Srbija: oblasti sa najvećim učešćem u rastu u 2007, 2005–2007

	Međugodišnji indeksi								Bazni indeksi (jan-jun)07/ (jan-jun)02	Učešće 2006		
	2005		2006		2006		2007					
	2005	2006	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2				
Prerađivačka industrija	99,3	105,3	107,5	106,2	104,4	102,9	108,5	104,9	112,5	100,0		
Ukupno odabrani sektori	102,8	111,0	109,3	113,0	115,9	106,0	115,5	108,5	135,0	56,4		
Proizvodnja prehr. pr. i pića	104,6	105,3	104,2	105,1	109,5	102,5	112,2	107,7	123,8	30,0		
Proizvodnja osnovnih metala	121,8	122,7	116,6	131,7	135,4	109,8	115,1	108,7	247,2	10,9		
Proizvodnja nameštaja i raznovrsnih pr.	92,2	165,5	134,3	163,0	197,8	160,2	169,5	113,6	153,7	3,1		
Proizvodnja mašina i uređaja osim električnih	60,9	86,2	95,8	85,8	79,0	86,6	102,6	106,4	68,6	3,6		
Proizvodnja pr. od nemetalnih minerala	97,7	106,6	119,3	107,8	103,3	103,1	123,4	98,0	91,3	5,4		
Izdavanje štampanje i reprodukcija zapisa	94,0	105,0	107,1	115,1	95,3	100,6	99,8	119,4	114,7	3,4		
Ostalo	94,8	97,9	105,2	97,4	89,5	98,9	99,5	100,2	83,4	43,6		

Izvor: RZS.

5. Privredna aktivnost

*...ali rast lidera
u 2007. ne odstupa
mnogo od ostatka
industrije*

*Posmatrano
po nameni, prednjači
proizvodnja potrošnih
proizvoda...*

Zanimljivo je da u 2007. ne postoji velika razlika između rasta oblasti lidera u proizvodnji i ostalih oblasti. Oblasti lideri su u Q2 ostvarile međugodišnji rast od 8,5% dok su ostale oblasti na istom nivou proizvodnje ostverenom u Q2 prethodne godine (međugodišnji rast 0,2%). Analizirajući bazne indekse pojedinačnih oblasti (Tabela T5-6) vidimo da je proteklih pet godina ostavilo trajne posledice na strukturu industrijske proizvodnje. Proizvodnja osnovnih metala je dostigla 2,5 puta viši nivo proizvodnje u odnosu na 2002. godinu, dok je, sa druge strane, proizvodnja mašina i uređaja osim električnih tek na 70% ostvarene proizvodnje iz 2002. U navedenom periodu nisu bile neuobičajene dvocifrene međugodišnje promene nivoa industrijske proizvodnje kod većine oblasti. Rezultati industrijske proizvodnje u 2007. kao i prilično heterogena struktura oblasti lidera upućuju na zaključak da u predstojećem periodu uplovjavamo u „mirnije vode“ što se tiče strukturnih promena u industrijskoj proizvodnji.

Posmatrano po nameni, u Q2 nije došlo do bitnijih promena u odnosu na Q1. Najveći međugodišnji rast od 10,6% ostvarila je proizvodnja potrošnih dobara (Tabela T5-7). Za njom sledi proizvodnja intermedijarnih proizvoda sa ostvarenim rastom od 8,4% i proizvodnja energenata sa međugodišnjim rastom od 4,9%. Jedini pad međugodišnjeg indeksa industrijske proizvodnje zabeležen je u proizvodnji investicionih dobara i on iznosi 0,9%

Tabela T5-7. Srbija: proizvodnja industrijskih proizvoda po nameni, 2005–2007

	Međugodišnji indeksi										Bazni indeksi (jan-jun) ₀₇ / (jan-jun) ₀₂	Učešće ⁵⁾ 2006		
	2005		2006				2007							
	2005	2006	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2						
Ukupno	100,6	104,7	105,3	106,1	103,9	102,9	104,8	105,2	112,5	100,0				
Energija ¹⁾	103,9	102,5	100,7	104,8	99,9	102,7	93,0	104,9	106,4	23,6				
Investiciona dobra ²⁾	74,2	90,0	107,2	87,9	78,4	90,3	97,1	99,1	67,2	7,5				
Intermedijalna dobra ³⁾	104,9	106,7	109,4	109,1	106,5	102,3	113,6	108,4	133,0	32,2				
Intermedijalna dobra bez osnovnih metala	101,5	101,3	106,9	101,4	96,6	99,7	113,1	108,2	104,5	24,0				
Potrošna dobra ⁴⁾	101,6	112,0	107,5	110,0	116,2	110,2	122,4	110,6	125,1	36,7				
Potrošna dobra bez prehr. industrije	96,3	128,3	112,9	117,8	126,9	122,5	138,7	114,8	127,1	14,1				

Izvor RZS.

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

2) Proizvodnja metalnih proizvoda, osim mašina (oblasti 281, 282 i 283 Klasiifikacije 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 predava 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 Klasiifikacije 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.

*...ali je njen rast sada
mnogo niži u odnosu
na Q1...*

*...sledi proizvodnja
energenata...*

*... dok je jedini
pad u proizvodnji
investicionih dobara*

U odnosu na Q1 primetno je usporavanje proizvodnje potrošnih dobara za oko 12 procentnih poena (Tabela T5-7). Smatramo da je osnovni razlog za usporavanje industrijske proizvodnje potrošnih dobara usporavanje rasta domaće tražnje⁹ i pored usporavanja izvoza potrošnih dobara u Q2 (međugodišnji rast izvoza od 30,4% u Q1 i 24,4% u Q2). Ubrzanje međugodišnjeg rasta proizvodnje energenata u Q2 u odnosu na Q1 – tumačimo kao posledicu niskog nivoa proizvodnje energenata u Q1 usled tople zime, a ne kao stvarnu promenu trenda. Proizvodnja intermedijarnih dobara ostvarila je stabilan rast od 8,4% za koji ovaj put nije zasluzna samo proizvodnja osnovnih metala, već je rast ostvaren na širem frontu oblasti (Tabela T5-7). Investicioni proizvodi beleže međugodišnji pad proizvodnje od 0,9% koji je zapravo potvrda konačnog raskida s višegodišnjim trendom značajnog pada i najava boljih dana u domaćoj industrijskoj proizvodnji investicionih dobara (Grafikon T5-8). U prilog ovom zaključku idu i rezultati industrijske proizvodnje investicionih dobara u julu kada je ostvaren međugodišnji rast od čak 26,4%. Izvoz kapitalnih proizvoda u 2007. ostvaruje rekordne stope rasta (60%), te je vrlo verovatno da će posle “neutralna”

⁹ Pogledati Okvir 1 odeljka „Privredna aktivnost“ Trendova ovog izdanja QM-a

prva dva kvartala industrijska proizvodnja kapitalnih proizvoda u 2007. prvi put posle 2004. ostvariti pozitivnu stopu rasta.

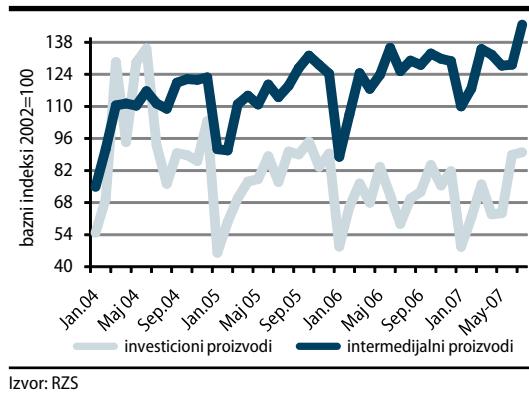
Proizvodnja investicionih proizvoda je verovatno na pragu oporavka

Na Grafikonima T5-8 i T5-9 predstavljeni su bazni indeksi kretanja industrijske proizvodnje po nameni. Primetna su dva divergentna trenda u proizvodnji investicionih i intermedijarnih dobara od 2004. do 2007. (Grafikon T5-8), a ukupna industrijska proizvodnja je sve vreme bila negde *između* ne priklanjajući se ni jednom od ova dva trenda. Dok su intermedijarna dobra zahvaljujući pre svega dobrim rezultatima u proizvodnji osnovnih metala (Tabela T5-7 – bazni indeksi) beležila stalni rast, u isto vreme je proizvodnja investicionih dobara imala stalni pad. Verujemo da je posredi bilo tržišno prilagođavanje industrije, u kom su konkurentne oblasti (najčešće s dominantnim učešćem privatizovanih preduzeća) iskoristile otvaranje ekonomije za ubrzano širenje na inostrana tržišta, dok su nekonkurentne oblasti – preduzeća – u istom procesu izgubile i domaće tržište za svoje proizvode i smanjila ili zaustavila proizvodnju. U 2007. se, po svemu sudeći, navedeni procesi privode kraju. Proizvodnja investicionih proizvoda zaustavlja svoj pad. Visok rast izvoza investicionih dobara ukazuje na to da zaustavljanje pada proizvodnje nije posledica eventualne privremene domaće neselektivne investicione tražnje, već je trajna promena trenda. Od preostalog dela, očigledno konkurentnog, ove namenske grupe¹⁰ očekujemo dalju ekspanziju u skladu s ukupnim rastom industrijske proizvodnje. Takođe, rast u proizvodnji intermedijarnih dobara u 2007. nije posledica samo brzog oporavka pojedinačnih oblasti sa zatećenim kapacitetima već zajedničkog trenda rasta čitave namenske grupe. I u ovom slučaju je teško očekivati nastavak divergentnog trenda u odnosu na ostatak industrijske proizvodnje.

Proizvodnja potrošnih dobara je naglo usporila rast u maju

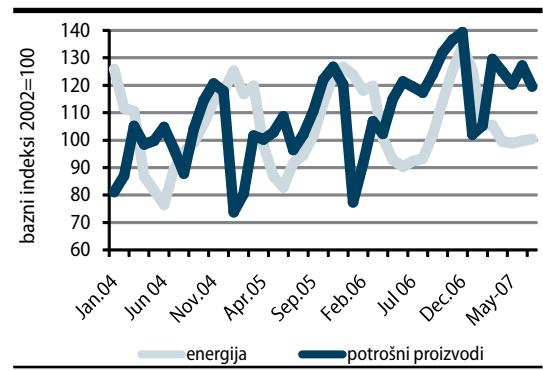
Na Grafikonu T5-9 prikazano je kretanje u proizvodnji energenata i potrošnih dobara. Najveće promene u proizvodnji energenata u 2007. ostvarene su u mesecima s izraženom sezonskom komponentom. Dok su na jednoj strani januarski i februarski nivo proizvodnje energenata bili znatno ispod očekivanog sezonskog nivoa, na drugoj strani nije došlo do očekivanog sezonskog pada u junu. Smatramo ove rezultate posledicom egzogenih faktora (vremenski uslovi). U junu se sezonski očekuje najniži nivo proizvodnje energenata, a on je ove godine bio iznad majskog. Proizvodnja potrošnih proizvoda je u periodu decembar 2006.–april 2007. beležila prosečnu stopu međugodišnjeg rasta od oko 22%, da bi nagli rast, jednako naglo kako se i pojavio, prestao u maju kada su se međugodišnje stope rasta vratile na trend od oko 4%. Ove promene objašnjavamo, pre svega, dinamikom domaće tražnje, ali primetno je i određeno usporavanje rasta izvoza.

Grafikon T5-8. Srbija: kretanje industrijske proizvodnje po nameni, 2004–2007



¹⁰ Napominjemo da je industrijska proizvodnja investicionih dobara u 2007. ispod 70% one ostvarene u 2002.

Grafikon T5-9. Srbija: kretanje industrijske proizvodnje po nameni, 2004–2007



Izvor: RZS

Građevinarstvo

Građevinarstvo je u Q2 ostvarilo rast od oko 10%...

Građevinarstvo se u Q2, nakon izuzetno visokog međugodišnjeg rasta u Q1, vraća na trend rasta od oko 10% koji je uspostavljen još u 2006. godini. Među više indikatora koji opisuju kretanja u građevinarstvu kao najpouzdaniji posmatramo indeks proizvodnje cementa¹¹ (Tabela T5-10). Proizvodnja cementa u Q2 2007. je 8,9% iznad proizvodnje u istom periodu prethodne godine.

... što ujedno smatramo i nosećim trendom

Za procenu nosećeg trenda građevinarstva, Q2 je izuzetno bitan kvartal jer je najmanje pod uticajem promenljivih sezonskih faktora. Samim tim i ostvareni rast od oko 10% koji je u skladu s procenjenim rastom za 2006. smatramo dugoročnim trendom rasta građevinarstva.

Podaci RZS upućuju na visok rast produktivnosti

Od ostalih indikatora građevinarstva koje objavljuje RZS: vrednost građevinskih radova u Q2 je nominalno viša za 28,4%, a u stalnim cenama za 21,6% u odnosu na isti period prethodne godine. Broj radnika na gradilištima je niži za 2%, dok je zabeležen i međugodišnji pad ostvarenih časova rada na gradilištima od 2,5%. Neusklađenost objavljenih indikatora ukazuje prvenstveno na visok rast produktivnosti, ali verujemo i da je posledica nešto niže pouzdanosti podataka.

Tabela T5-10. Srbija: proizvodnja cementa, 2001–2007

	Međugodišnji indeksi				
	I kvartal	II kvartal	III kvartal	IV kvartal	ukupno
2001	89,5	103,5	126,9	148,1	114,2
2002	83,6	107,9	115,6	81,6	99,1
2003	51,1	94,4	92,7	94,4	86,6
2004	118,8	107,4	98,5	120,1	108,0
2005	66,1	105,0	105,8	107,4	101,6
2006	136,0	102,7	112,2	120,2	112,7
2007	193,8	108,9	-	-	-

izvor: RZS.

¹¹ Ispravan indikator bila bi potrošnja cementa, ali nije dostupan na kvartalnom nivou. Istraživanja su pokazala da proizvodnja cementa relativno pouzdano aproksimira potrošnju.

6. Platni bilans i spoljna trgovina

Deficit tekućeg računa u Q2 2007. (13,5% BDP-a) smanjuje se za 4,2 procentna poena u odnosu na Q1 (17,7% BDP-a). Spoljnotrgovinski deficit u Q2 iznosi 1,478 miliona evra, i mada manji nego u Q1, beleži značajan međugodišnji rast od 17,8%. Izvoz stabilno raste (28,7% na međugodišnjem nivou), dok uvoz usporava u odnosu na Q1, i raste po međugodišnjoj stopi od 23,2%. Visoki prilivi stranih direktnih investicija i dalji rast privatnog srednjoročnog i dugoročnog zaduživanja dovode do značajnog suficita kapitalnog računa koji pokriva deficit tekućeg računa i dovodi do daljeg rasta deviznih rezervi NBS (rast od 397 miliona evra).

Deficit tekućeg računa smanjuje se u odnosu na deficit u Q1 za 4,2% BDP-a...

... i iznosi 13,5% BDP-a

Deficit bilansa tekućeg računa platnog bilansa Srbije smanjuje se u odnosu na Q1 i iznosi -974 miliona evra (13,5% procenjenog kvartalnog BDP-a, Tabela T6-1) – što je za 4,2 procentna poena BDP-a niže nego u Q1, kada je deficit tekućeg računa iznosio 17,7% BDP-a. Ali, u poređenju s istim kvartalom prethodne godine, deficit tekućeg bilansa izražen u evrima se udvostručio (međugodišnji rast od 105,0%). Izraženo u procentima BDP-a taj deficit raste sa 8,0% u Q2 2006. na 13,5% u Q2 2007. Ovakvo međugodišnje pogoršanje deficitu tekućeg računa posledica je pogoršanog trgovinskog bilansa čiji je deficit u Q2 2007. godine 17,8% veći nego u Q2 2006. Takođe, do rasta deficita tekućeg bilansa dolazi usled značajnog međugodišnjeg pada tekućih transfera (pad od 34,6% ili 286 miliona evra). Tekući transferi se smanjuju zbog znatno slabijeg deviznog priliva kroz menjake poslove i slabijeg priliva na račune nerezidenata.

Izvoz u Q2 stabilno raste po međugodišnjoj stopi od 28,7%, uvoz raste po stopi 23,2%,

...što dovodi do rasta deficitu robne razmene od 17,8%

Saldo usluga je gotovo u ravnoteži (suficit od svega devet miliona evra)

U Q2 izvoz, prema metodologiji NBS¹ i izražen u evrima,² raste po međugodišnjoj stopi od 28,7%, što predstavlja usporavanje u odnosu na Q1 kada je rastao po stopi od 34,9%. To usporavanje izvoza je prividnog karaktera, budući da je značajan rast izvoza u Q1, i posebno u januaru, posledica prelivanja izvoza iz decembra 2006. u Q1 2007, o čemu više pišemo u delu teksta koji se bavi izvozom i uvozom. Uvoz takođe usporava u odnosu na Q1, i u Q2 raste po međugodišnjoj stopi od 23,2%, (31,5% u Q1). Ovakav rast uvoza i izvoza dovodi do daljeg rasta robnog deficitu u Q2, koji je za 17,8% viši nego u Q2 prethodne godine. Robni deficit u Q2 iznosi 20,6% procenjenog kvartalnog BDP-a (21,9% u Q1).

Odnos stopa rasta uvoza i izvoza još je daleko od odnosa 1:2, koliko aproksimativno iznosi pokrivenost uvoza izvozom (52,0%). Naime, da bi došlo do smanjenja robnog deficitu, međugodišnja stopa rasta uvoza bi trebalo da bude maksimalno 52,0% stope rasta izvoza. Ako uzmemo stopu rasta izvoza u Q2 kao referencu, da bi došlo do smanjenja trgovinskog deficitu – uvoz ne bi smeо da raste po međugodišnjoj stopi većoj od 14,9%.

Kako uvoz, tako i izvoz usluga stabilno rastu po stopi od 32,3% i 31,2% respektivno, pri čemu je saldo usluga gotovo zanemarljiv (devet miliona evra). U tom smislu saldo roba i usluga, odnosno trgovinski bilans (1,469 miliona evra) gotovo je identičan sa saldom robnog bilansa (1,478 miliona evra). Rastu prihoda od usluga najviše doprinose rast saobraćaja (57,8%) i ostalih usluga (30,1%). Inostrani turisti su u Srbiji, prema podacima NBS u Q2 potrošili 92 miliona evra, 23,6% više nego u istom kvartalu prethodne godine. Rashodi po osnovu usluga porasli su pre svega zbog povećanih rashoda za saobraćaj (ukupno 168 miliona evra u Q2, međugodišnji rast od 51,7%), kao i rashoda za turizam (91 milion evra u Q2, rast od 50,3%).

¹ U delu teksta koji se bavi analizom platnog bilansa koriste se korigovani podaci za uvoz i izvoz (f.o.b) koje objavljuje NBS i koji se računaju po metodologiji MMF-a („Balance of Payments Manual”, fifth edition, IMF; <http://www.imf.org/external/np/sta/bop/BOPman.pdf>). U delu teksta koji se bavi analizom uvoza i izvoza koristimo podatke RZS koji se metodološki razlikuju od podataka NBS. Zbog toga postoji objektivna razlika u prikazanom uvozu i izvozu kao i u stopama rasta.

² Zbog značajne apresijacije dinara u poslednjih godinu dana, kao i zbog promene odnosa dolar – evro, stope rasta uvoza i izvoza bi imale značajno drugačije vrednosti u zavisnosti od valute u kojoj su izražene uvoz i izvoz. No, s obzirom na značaj koji robna razmena sa EU ima za srpsku spoljnu trgovinu, kao i zbog visokog stepena evrizacije u Srbiji, smatramo da podaci izraženi u evrima najbolje odražavaju realnu dinamiku srpskog spoljnog sektora.

6. Platni bilans i spoljna trgovina

Tabela T-6.1. Srbija: platni bilans, 2004–2007¹⁾

	2004	2005	2006	2005		2006		2007	
				Q1	Q2	Q1	Q2	Q1	Q2
godišnje, u milionima evra									
TEKUĆE TRANSAKCIJE	-2197	-1805	-2892	-324	-291	-680	-475	-1141	-974
Robni bilans	-5311	-4279	-4950	-683	-1089	-1101	-1256	-1412	-1478
Izvoz robe	2991	4006	5146	813	1011	1039	1243	1401	1599
Porast (12-m, u %)	14,7	33,9	28,5	54,4	52,6	27,8	22,9	34,9	28,7
Uvoz robe	-8302	-8285	-10096	-1496	-2100	-2140	-2498	-2813	-3078
Porast (12-m, u %)	29,4	-0,2	21,9	-13,4	6,6	43,0	19,0	31,5	23,2
Bilans usluga	155	-5	-49	-25	42	-31	4	-4	9
Kamate, neto	-172	-260	-314	-59	-83	-58	-97	-84	-85
Tekući transferi	2728	2471	2240	410	790	474	828	318	542
Otkup deviza, neto	1592	1631	1447	320	563	289	593	196	412
Devizni računi stranih lica	568	460	561	37	70	183	94	111	6
Donacije	403	268	181	33	49	36	45	41	38
GREŠKE I PROPUSTI	168	-384	-221	-184	109	-31	-32	-87	69
KAPITALNE TRANSAKCIJE	2377	3863	7353	710	463	1100	1587	1296	1303
Strane direktnе investicije (SDI)	773	1248	4077	262	240	164	574	887	152
Zaduživanje i ostali prilivi	1604	2615	3276	448	223	936	1013	409	1151
Srednjoročni i dugoročni krediti	1221	1820	3140	157	444	443	1242	494	986
Prevremenite otplate duga i kamata države ²⁾	-1060	0	0	0	-189	-177	0
Ostalo ³⁾	383	795	1196	291	-221	493	-40	93	164
DEVIZNE REZERVE NBS⁴⁾, neto, (korишћење: +)	-349	-1675	-4240	-202	-281	-390	-1079	202	-397
PRO MEMORIA									
Sopstvene rezerve NBS ⁵⁾	-299	-679	-1666	-51	-219	-92	-340	288	-364
u % BDP-a odgovarajućeg perioda									
Izvoz robe	15,2	19,0	20,7	17,8	19,7	20,1	21,0	21,7	22,2
Uvoz robe	-42,1	-39,3	-40,6	-32,7	-41,0	-41,3	-42,2	-43,6	-42,8
Bilans robne razmene	-26,9	-20,3	-19,9	-14,9	-21,2	-21,3	-21,2	-21,9	-20,6
Bilans tekućih transakcija	-11,1	-8,6	-11,6	-7,1	-5,7	-13,1	-8,0	-17,7	-13,5
BDP u evrima ⁶⁾	19.723	21.108	24.886	4.578	5.125	5.181	5.914	6.456	7.192

Izvor: Tabela P-9. U Analitičkom prilogu.

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

2) Uključuje prevremenu otplatu duga i kamata MMF-u i Svetskoj banci.

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

4) Ne uključuje tranše MMF-a.

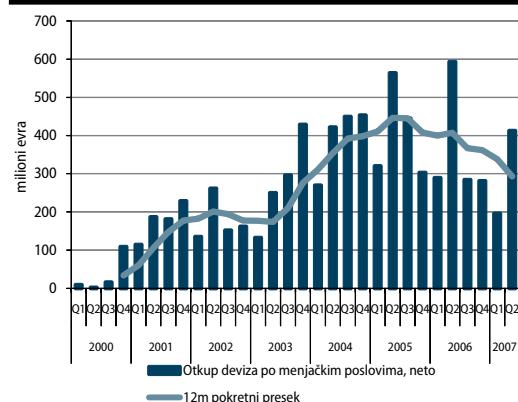
5) Bruto rezerve NBS, bez depozita banaka i države.

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

Međugodišnji pad tekućih transfera od 34,6% značajno doprinosi rastu deficitu tekućeg računa

Pozitivni saldo tekućih transfera (524 miliona evra) značajno pada u odnosu na Q2 2006. (-34,6%), i taj pad u velikoj meri doprinosi pogoršanju tekućeg bilansa. Priliv doznaka kroz formalne kanale je 19,8% viši nego u istom kvartalu 2006. (332 miliona evra). Rast registrovanih doznaka je između ostalog posledica modernizacije i vraćanja poverenja u domaći finansijski sistem što dovodi do premeštanja tokova doznaka iz nezvaničnih u zvanične tokove. To dovodi do pada priliva doznaka kroz nezvanične tokove, što se u platnom bilansu registruje kao pad otkupa deviza po menjačkim poslovima. S druge strane dolazi do značajnog rasta podignute efektive s deviznih računa građana od čak 45,9%. Podignuta efektiva s deviznih računa građana i doznake transferisane u inostranstvo – u platnom bilansu se registruju kao “odliv doznaka” (Tabela P-5 u Analitičkom prilogu). Zbog svega navedenog, saldo neto doznaka u Q1 je za 19,9% niži nego u Q2 2006. Priliv deviza kroz menjačke poslove je, iako sezonski visok, za 180 miliona niži nego u Q2 2006. (pad od 30,4%), zbog legalizacije tokova doznaka, smanjenja nivoa evrizacije, postepenog smanjivanja obima sive ekonomije i normalizovanja spoljnotrgovinskih odnosa sa Crnom Gorom.

Grafikon T6-2. Srbija: priliv deviza kroz menjačke poslove, 2000–2007



Menjački prilivi su -30,4% niži u odnosu na prethodnu godinu

Izvor: NBS

Visok suficit kapitalnog računa (1,303 miliona evra) pokriva deficit po tekućem računu

U Q2 2007. kapitalni račun ostvaruje suficit od 1,303 miliona evra, što pokriva deficit po tekućem računu i dovodi do rasta deviznih rezervi NBS od 397 miliona evra. Pozitivni kapitalni bilans je pre svega posledica značajnog priliva stranih direktnih investicija (SDI) tokom Q2.

Podaci prikazani u Tabeli T6-1 sugerisu da je rekordno zaduživanje preduzeća u inostranstvu od 1,192 miliona evra doprinelo pozitivnom saldu tekućeg računa, dok su SDI naizgled male.

Akvizicija Telekoma Republike Srpske iskriviljuje sliku ali su performanse SDI u suštini dobre

Navedene podatke ipak treba uzeti s rezervom, jer su oni, iako metodološki tačni, pod jakim uticajem akvizicije operatera mobilne i fiksne telefonije u Republici Srpskoj (Telekoma Srpska) od strane Telekoma Srbije u iznosu od 646 miliona evra. Naime, da bi finansirao investiciju u Republici Srpskoj, Telekom Srbije se zadužio u inostranstvu u aproksimativno istom iznosu, zbog čega ova transakcija uvećava zaduživanje privrede u inostranstvu. Ta sredstva su gotovo istovremeno uplaćena na račun Vlade Republike Srpske, što predstavlja značajan odliv SDI. No, kako platni bilans NBS prikazuje neto strane investicije (priliv SDI umanjen za njihov odliv), SDI prikazane u platnom bilansu izgledaju niske.

Priliv SDI u Srbiju u Q2 iznosi 800 miliona evra, od čega 182 miliona predstavljaju portfolio investicije. Odliv SDI iznosi 636³ miliona evra, zbog čega saldo SDI u Q2 prikazan u platnom bilansu (neto investicije u Srbiju) iznosi 152 miliona evra, 82,8% manje nego u Q2 2007.

Direktno zaduživanje privrede u inostranstvu prikazano u platnom bilansu NBS iznosi 1,192 miliona evra. To zaduživanje bez kredita Telekomu iznosilo bi oko 572 miliona evra, što je na nivou direktnog zaduživanja privrede ostvarenog u poslednja četiri kvartala od oko 500 miliona evra. Banke su se u posmatranom periodu razdužile 199 miliona evra. Stoga ukupno srednjoročno i dugoročno zaduživanje uključujući kredit Telekomu Srbije iznosi 986 miliona evra. Bez kredita Telekomu, ukupno srednjoročno zaduživanje iznosilo bi oko 366 miliona evra.

Dalji rast deviznih rezervi NBS (397 miliona evra)

Nova devizna štednja je u Q2 porasla dodatnih 290 miliona evra, dok je po osnovu stare devizne štednje isplaćeno 155 miliona evra. Kao posledica značajnih kapitalnih priliva devizne rezerve NBS nastavljaju s rastom (397 miliona evra).

Spoljni dug

Spoljni dug Srbije iznosi 57,1% BDP-a, i smanjuje se na međugodišnjem nivou

Spoljni dug Srbije u junu 2007. prema podacima NBS iznosi 15,7 milijardi evra, ili 57,1% BDP-a (Tabela T6-2), čime se Srbija svrstava u red srednje zaduženih zemalja. Ukupan spoljni dug u apsolutnom iznosu raste u poslednje četiri godine, mada, izražen u procentima BDP-a spoljni dug opada u odnosu na 2005, pre svega zbog smanjenja javnog spoljnog duga.

U periodu od 2004. do danas, javni spoljni dug se smanjuje, uglavnom zbog otpisa dugovanja Pariskom klubu početkom 2006., koji je bio uslovлен pozitivnim okončanjem aranžmana sa MMF-om. Pored toga, prevremenom otplatom poslednje rate glavnice duga prema MMF-u marta 2007. javni spoljni dug se dodatno smanjio za 183 miliona evra.

Učešće javnog spoljnog duga u ukupnom spolnjom dugu značajno opada, sa 68,7% u decembru 2004. godnine, na 39,9% u junu 2007.

S druge strane značajno raste privatni strani dug, koji iznosi 16,4% BDP-a u 2004. i dostiže 34,4% u junu 2007. godine.

Dugoročni spoljni privatni dug iznosi 8,532 miliona evra od čega 31,7% predstavlja dug bankarskog sektora, a 68,3% predstavlja dug privrede.

Tokom 2006. godine spoljni bankarski dug se više nego udvostručio (godišnji rast od 132,4%, 1,669 miliona evra), kako zbog domaće kreditne ekspanzije, tako i zbog značajnog povećanja obaveznih rezervi na zaduživanje u inostranstvu, koje su dovele do multiplikativnog efekta ovog zaduživanja. U 2007. dugoročno zaduživanje bankarskog sektora opada, zbog mera NBS koje primoravaju banke da povećavaju svoju kapitalnu osnovu.

³ Odliv SDI od 636 miliona evra se razlikuje od iznosa akvizicije Telekoma Srpska (646 miliona evra) zbog kursnih razlika. NBS objavljuje platin bilans u dolarima, koji konvertujemo u evro koristeći srednji mesečni kurs, što dovodi do marginalne razlike u iznosima.

6. Platni bilans i spoljna trgovina

Tabela T6-3. Srbija: struktura spoljnog duga, 2004–2007

	2004	2005	2006	2007	
				Mar.	Jun
stanje na kraju perioda, u milionima evra					
Ukupan spoljni dug (U % BDP-a)	10.354 52,5	13.064 61,9	14.884 59,8	14.858 56,7	15.689 57,1
Javni spoljni dug (U % BDP-a)	7.112 36,1	7.714 36,5	6.420 25,8	6.241 23,8	6.253 22,8
Dugoročni od čega MMF	7.039 706	7.630 732	6.363 185	6.185 0	6.197 0
Kratkoročni	73	84	57	56	56
Privatni spoljni dug (U % BDP-a)	3.242 16,4	5.350 25,3	8.464 34,0	8.617 32,9	9.436 34,4
Dugoročni od čega banke	2.582 687	4.156 1.260	7.263 2.929	7.669 2.906	8.532 2.704
od čega privreda	1.895	2.895	4.334	4.763	5.828
Kratkoročni od čega banke	660 444	1.194 924	1.201 942	948 701	904 808
od čega privreda	216	271	259	247	96
Neto spoljni dug ¹⁾ , (u % BDP-a)	36,7	38,4	23,4	23,1	23,5

Izvor: NBS.

1) Ukupni spoljni dug umanjen za devizne rezerve NBS.

Izvoz

U Q2 izvoz zadržava visok tempo rasta (međugodišnji rast od 31,4%) uz neznatno usporavanje u odnosu na Q1. Julski podaci sugerisu da izvoz nastavlja sa snažnim rastom (rast od 34,1%). To je posledica uticaja dva faktora. Prvi je ubrzanje rasta izvoza u Q1 2007. zbog prenošenja izvoza iz decembra 2006. u januar i februar 2007, zbog čega je izvoz u Q1 imao visoke stope rasta. Drugi razlog je prividno usporavanje rasta izvoza gvožđa i čelika i širokog spektra proizvoda svrstanih u kategoriju *ostalo*. Kvartalni međugodišnji rast izvoza je od Q1 2006. stabilizovan na oko 30%.⁴

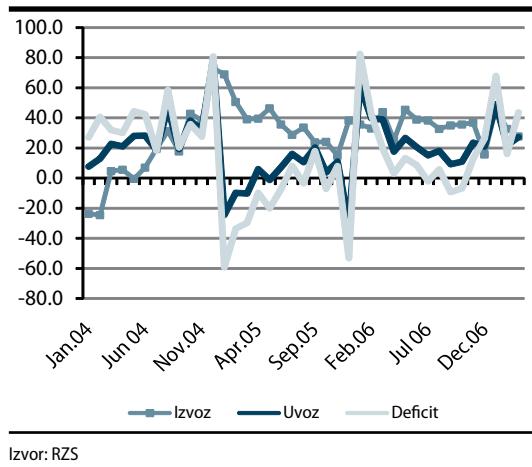
Tabela T6-4. Srbija: izvoz, međugodišnje stope rasta, 2005–2007

Učešće u ukupnom izvozu u 2006.	2007		2005		2006				2007	
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2
	u %	u mil. evra	međugodišnji rast (u %)							
Ukupno	100,0	1.390	1.613	28,5	25,6	38,0	36,7	35,3	28,7	34,5
Krupni (dominantni) izvoz	32,8	455	501	21,9	27,6	32,7	13,1	55,0	45,9	36,1
Gvožđe i čelik	13,6	213	222	-13,6	5,4	2,2	24,7	92,5	43,4	61,5
Obojeni metali	9,6	120	149	76,1	67,7	79,9	53,5	58,8	73,3	11,8
Povrće i voće	5,1	57	75	19,2	8,5	88,0	31,9	20,5	26,9	30,3
Žitarice i proizvodi	4,5	65	55	130,5	77,1	88,0	31,9	21,2	29,6	26,6
Noseći izvoz	67,2	935	1.113	31,6	24,8	23,2	26,2	26,8	21,4	33,8
Jezgro	31,9	443	515	38,2	40,4	29,6	24,0	26,8	26,0	30,6
Odeća	5,0	76	74	69,9	55,8	8,6	1,4	19,1	28,0	29,8
Razni gotovi proizvodi,nigde pomenuti	4,4	51	64	40,5	32,9	34,8	21,8	7,2	4,5	6,0
Proizvodi od metala,nigde pomenuti	4,2	60	81	37,1	36,6	24,1	14,7	68,8	50,8	76,7
Proizvodi od kaučuka	3,8	55	54	36,2	17,8	24,1	14,7	10,0	17,7	16,2
Električne mašine,aparati i uređaji	2,8	42	58	49,6	81,9	19,7	9,5	70,5	56,1	77,6
Organski hemijski proizvodi	2,6	43	39	20,0	29,8	61,4	69,6	16,9	36,0	42,8
Plastične materije u primarnim oblicima	2,6	30	36	-4,8	14,6	30,2	11,7	35,7	3,8	-7,4
Obuća	2,5	35	37	55,0	60,0	45,2	19,4	21,6	22,2	34,9
Hartija,karton i proizvodi od celuloze	2,1	27	34	36,2	61,9	20,2	72,1	18,0	22,1	12,3
Proizvodi od nemetalnih minerala	2,0	25	37	40,2	70,0	32,5	33,8	34,2	26,0	55,3
Ostalo	35,4	492	598	25,8	14,0	13,4	29,4	26,8	17,5	36,8
										25,9

Izvor: RZS.

4 Prosečna vrednost međugodišnje stope rasta izvoza iznosi 34,1% – na osnovu stvarnih podataka, i 29,7% – na osnovu desezoniranih podataka.

Grafikon T6-5. Srbija: 12-m stope rasta izvoza, uvoza 2004–2007. u procentima



Izvor: RZS

Uobičajena analiza QM-a podrazumeva dezagregaciju ukupnog izvoza na dva velika segmenta – *krupni izvoz* i *noseći izvoz*. *Krupni izvoz* uključuje odseke (kategorije) izvoza dezagregirane prema klasifikaciji Standarne međunarodne trgovinske klasifikacije (SMTK) čiji je ideo u ukupnom izvozu 2006. godine premašio 4%, a čiji je tempo rasta bio značajan. U ovu kategoriju spadaju: gvožđe i čelik, obojeni metali, povrće i voće, i žitarice i proizvodi. Kategorija *jezgro* obuhvata odseke čije je učešće u ukupnom izvozu u 2006. god. bilo veće od 2%, a godišnji rast premašio 15%. Konačno, komponenta *ostalo* obuhvata veoma široku lepezu proizvoda koji nisu svrstani u dve prethodno pomenute grupe.

Krupni izvoz u Q2 dinamično raste po međugodišnjoj stopi od 34,3%

Izvoz gvožđa i čelika prividno usporava rast u Q2, kao posledica oštrog skoka izvoza u Q2 2006.

Krupni izvoz je zadržao visok i stabilan rast, uz neznatno usporavanje (međugodišnji rast od 34,3% u Q2 prema 36,1% u Q1-Tabela T6-4). Ova komponenta je veoma značajna jer sačinjava 31% ukupnog izvoza i doprinosi njegovom prirastu sa 33,2%.⁵ Ipak, na prvi pogled, u strukturi krupnog izvoza primećuju se određene promene.

Jedna od bitnijih karakteristika krupnog izvoza u Q2 jeste prividno usporavanje rasta izvoza gvožđa i čelika (međugodišnji rast od 29,2% u Q2 prema 61,5% u Q1). Ovo usporavanje je u velikoj meri posledica ubrzanja izvoza u Q1 2007, ali i oštrog skoka izvoza u Q2 2006. kao osnove za poređenje. Naime, u Q2 2007. izvezeno je više gvožđa i čelika nego u Q1, ali je međugodišnji tempo rasta smanjen znatno veće osnove za poređenje (Tabela T6-6). Taj efekat je naročito bio izražen u maju mesecu (videti Tabelu T6-7).⁶ Da je usporavanje izvoza najverovatnije privremeno, pokazuje i međugodišnja stopa rasta u julu mesecu od 35,8%. Zato, uprkos prividnom usporavanju rasta, izvoz gvožđa i čelika ostaje pokretač rasta ukupnog izvoza. Njegov doprinos prirastu ukupnog izvoza je, zbog relativno visokog učešća, najveći i iznosi 13,7%.

Tabela T6-6. Srbija: izvoz gvožđa i čelika, vrednosti i stope rasta, 2006–2007

	2006		2007		2007	
	Q1	Q2	Q1	Q2	Q1	Q2
	u mil. evra				međugod. rast (u %)	
Gvožđe i čelik	132	172	213	222	61,5	29,2

Izvor: RZS.

Oporavak izvoza obojenih metala kompenzovao je prividno usporavanje izvoza gvožđa i čelika

Usporavanje rasta izvoza gvožđa i čelika delimično je kompenzovano oporavkom izvoza *obojenih metala* (36,2% u Q2 prema 11,8% u Q1), pri čemu je u junu 2007. uočeno njegovo usporavanje (Tabela T6-7). Treba reći da je ovo usporavanje praćeno i smanjenjem vrednosti izvoza obojenih metala u junu u odnosu na maj 2007. Ali, kako je vrednost izvoza u junu nešto veća od vrednosti izvoza u aprilu, zaključujemo da je do usporavanja rasta došlo zbog povećanja baze za poređenje, odnosno, vrednosti u junu 2006. Ipak, u julu mesecu došlo je do smanjenja izvoza obojenih metala, i to po međugodišnjoj stopi od 10%. Neophodno je sačekati podatke za narednih nekoliko meseci da bismo bili sigurni da li je ovo usporavanje privremenog karaktera.

5 Doprinos prirastu predstavlja učešće povećanja izvoza nekog proizvoda u povećanju ukupnog izvoza. Isto se odnosi i na uvoz.

6 Desezonirane serije daje nešto drugačije rezultate koji, ipak, ne utiču na naš zaključak. Naime, vrednost izvoza gvožđa i čelika u Q2 2007. nešto je manja od vrednosti u Q1, ali, istovremeno, veća od vrednosti izvoza ovih proizvoda u bilo kom drugom kvartalu posmatrajući seriju od Q1 2003. godine Dakle, usporavanje je prevashodno rezultat ubrzanja izvoza u Q1 2007. i skoka osnove za poređenje – izvoza u Q2 2006. (rast od 19,3% u odnosu na Q1). Sličan zaključak odnosi se i na mesec maj.

6. Platni bilans i spoljna trgovina

Tabela T6-7. Srbija: Izvoz gvožđa i čelika i obojenih metala, vrednosti i stope rasta, 2006–2007

	2006			2007			2007		
	April	Maj	Jun	April	Maj	Jun	April	Maj	Jun
	u mil. evra						12-m rast (u %)		
Gvožđe i čelik	49	65	58	69	75	78	42,2	15,2	33,8
Obojeni metali	29	40	39	43	62	44	45,1	54,0	11,2

Izvor: RZS.

Izvoz povrća i voća značajno ubrzava rast u Q2 (međugodišnji rast od 59,2%)

Dinamičnom rastu krupnog izvoza doprineo je u izvesnoj meri i oporavak izvoza voća i povrća (59,2% u Q2 prema 30,3% u Q1, Tabela T6-3), koji je naročito bio zapažen u julu mesecu (međugodišnja stopa rasta od 103,7%).

Konačno, izvoz žitarica i proizvoda zadržao je solidan međugodišnji rast od oko 23%, uz neznatno usporavanje u odnosu na Q1 (26,6%), koje je praćeno sezonskim smanjenjem njegove vrednosti. U julu mesecu 2007. ostvareno je izvanredno ubrzanje izvoza ovih proizvoda (međugodišnja stopa rasta od 173,4%).

Kategorija jezgro ubrzava rast u Q2 i raste po stopi od 35,3%

U Q2 2007. ubrzan je izvoz proizvoda koji su svrstani u kategoriju *jezgro* (35,3% u Q2 prema 30,6% u Q1), što je praćeno povećanjem njegove vrednosti (Tabela T6-3). Kada je reč o dinamici rasta, iz ove kategorije se najviše izdvajaju: električne mašine, aparati i uređaji (81,2%), organski hemijski proizvodi (71,4%) i proizvodi od metala (60,6%). Nijedan odsek iz ove kategorije nije ostvario pad izvoza u posmatranom periodu, dok je najmanji rast zabeležen u slučaju izvoza plastičnih materija u primarnim oblicima (8,2%). Kategorija *jezgro* obuhvata 31,9% ukupnog robnog izvoza i sa 34,8% doprinosi njegovom prirastu.

Izvoz širokog spektra proizvoda svrstanih u kategoriju ostalo u Q2 prividno usporava rast

Izvoz robnih kategorija svrstanih u kategoriju *ostalo* usporio je rast u Q2 2007. (25,9% u Q2 prema 36,8% u Q1). Na ovo je u velikoj meri uticao efekat prelivanja izvoza iz decembra 2006. u prvi kvartal 2007, koji je doveo do rasta međugodišnje stope u Q1. Takođe, budući da je u Q2 2007. vrednost ovog izvoza povećana u odnosu na Q1, možemo zaključiti da je do usporavanja njegovog rasta došlo i zbog povećanja njegove vrednosti u Q2 2006, odnosno, da je ono više prividnog karaktera. Ta komponenta sačinjava 37,1% ukupnog robnog izvoza i doprinosi njegovom prirastu sa 32,0%. Najveći međugodišnji rast izvoza iz te grupe ostvarili su sledeći odseci: žive životinje (588,8%), duvan i proizvodi od duvana (427,7%) i čvrste biljne masti i ulja (165,2%). Istovremeno, najveći pad izvoza iz ove kategorije ostvarili su: nafta i naftni derivati (46,9%), uljano semenje i plodovi (45,5%) i životinske i biljne sirove materije (39,3%).

Interesantno je sagledati i geografsku strukturu izvoza (Tabela T6-8).⁷ Evropska unija u koju se izvozi 55,8% ukupnog robnog izvoza ostaje najvažniji spoljnotrgovinski partner. Crna Gora se pojavljuje kao važna izvozna destinacija srpske privrede. Važno je primetiti da Italija, BiH, Crna Gora, Nemačka, i Makedonija, kao zemlje u koje se najviše izvozilo u Q2 2007, apsorbuju 51,8% ukupnog robnog izvoza, što govori o njegovoj visokoj geografskoj koncentraciji. Osim toga, treba istaći i to da je rastu ukupnog izvoza najviše doprineo izvoz u: BiH (13,9%), Crnu Goru (12,6%), Nemačku (8,7%), Sloveniju (7,8%), i Italiju (7,1%). Dakle, oko polovine prirasta ukupnog izvoza čini prirast izvoza u pomenutih pet zemalja. Izuzmemli Nemačku i Italiju, kao tradicionalno strateške izvozne destinacije, možemo zaključiti da se privreda Srbije u velikoj meri oslanja na gravitirajuća tržišta – okolne zemlje, bivše republike SFRJ.

⁷ Podaci o ukupnom izvozu i uvozu, dobijeni sabiranjem po zemljama, razlikuju se od mesečnih podataka koje koristimo tokom analize, zbog retroaktivnih korekcija Republičkog zavoda za statistiku.

U Q2 se najviše izvozilo u Italiju, BiH, Crnu Goru, i Nemačku, koje su apsorbovale više od polovine ukupnog izvoza

Tabela T6-8. Srbija: izvoz, struktura po zemljama, 2006–2007

	Q2 2006	Q2 2007	Q2 2006	Q2 2007	Q2 07 / Q2 06
	učešće u %		u mil. evra		u %
Italija	14,6	12,9	179	205	14,5
BiH	12,4	12,7	152	203	33,5
Republika Crna Gora	10,8	11,2	133	179	34,9
Nemačka	10,0	9,7	123	155	25,9
Republika Makedonija	5,1	5,2	62	83	33,5
Slovenija	3,5	4,5	43	72	65,8
Ruska Federacija	6,9	4,4	85	70	-17,8
Hrvatska	3,9	3,8	48	60	25,3
Francuska	3,5	3,5	43	55	28,0
Austrija	2,8	3,2	34	51	49,1
Ostale zemlje	26,5	28,9	325	461	41,8

Izvor: RZS.

Nema sumnje da robni izvoz nastavlja dinamičan tempo rasta koji će, sasvim izvesno, imati multiplikativni efekat na obim ekomske aktivnosti. Takode, uočena usporavanja na pojedinim segmentima verovatno su privremenog karaktera, s obzirom na snažan rast srpske ekonomije.

Uvoz

Rast uvoza je u Q2 usporen, ali njegov tempo ostaje i dalje visok

Ukupan robni uvoz je u Q2 2007. značajno usporio rast (međugodišnji rast od 23,0% u Q2 u odnosu na 31,0% u Q1-Tabela T6-9). Ukoliko posmatramo uvoz bez energije, usporavanje rasta je, takođe, uočljivo (29,5% u Q2 prema 36,2% u Q1), ali je tempo i dalje veoma visok. Značajno brži rast izvoza od uvoza rezultirao je povećanjem procenta pokrivenosti uvoza izvozom, koji je u Q2 dostigao 50,7%, najveću kvartalnu vrednost u poslednjih četiri godine, ne računajući Q3 2006, kada je vrednost ovog pokazatelja iznosila 51,5%. Do usporavanja međugodišnjeg rasta uvoza došlo je prevashodno zahvaljujući prividnom usporavanju rasta uvoza kapitalnih dobara, smanjenju uvoza nafte i naftnih derivata, i neznatnom usporavanju rasta uvoza intermedijarnih i netrajnih potrošnih dobara.

Tabela T6-9. Srbija: uvoz, međugodišnje stope rasta, 2006–2007

	Učešće u uvozu (2007)		2007		2006				2007	
	Q1	Q2	Q1	Q2	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2
			u %	u mil. evra	međugodišnji rast (u %)					
Ukupno	100,0	100,0	2.901	3.183	44,4	21,7	13,9	18,5	31,0	23,0
Energija	20,5	15,7	594	499	42,3	43,1	3,6	24,1	14,2	-3,0
Intermedijarni proizvodi	35,2	38,6	1.021	1.228	42,5	14,0	22,5	21,1	34,6	32,6
Kapitalni proizvodi	23,9	25,8	693	820	54,1	21,4	15,4	13,7	51,1	32,9
Trajni proizvodi za široku potrošnju	3,5	3,7	101	116	45,2	16,2	1,7	6,0	29,1	34,8
Netrajni proizvodi za široku potrošnju	13,9	13,8	403	440	45,9	22,1	11,2	19,3	23,3	19,2
Ostalo	3,1	2,5	90	79	20,0	6,8	-2,9	7,0	24,3	7,0
Uvoz bez energije	79,5	84,3	2.307	2.684	45,0	17,3	16,6	17,3	36,2	29,5

Izvor: RZS.

Uvoz kapitalnih dobara usporava rast, ali i rast ove kategorije je i dalje značajan (32,9%)

Dezagregacija ukupnog robnog uvoza na robne grupe prema ekonomskoj nameni, po metodologiji EU, otkriva faktore usporavanja njegovog rasta. Usporenju rasta je najviše doprinelo usporavanje rasta uvoza *kapitalnih dobara* (32,9% u Q2 prema 51,1% u Q1 2007), ali je uvoz tih dobara u Q1 bio pod jakim uticajem jednokratnog rasta uvoza telekomunikacione opreme (Telenorovih centrala za mobilnu telefoniju). Ipak, donekle zabrinjava to što je usporavanje uvoza tih proizvoda primećeno u sva tri meseca Q2 (respektivne međugodišnje stope od 54,4%, 26,7% i 23,0%). Ova komponenta uvoza direktno utiče na poboljšanje tehnološke opremljenosti proizvodnje, povećanje efikasnosti i produktivnosti, proizvodnju kvalitetnijih proizvoda, i, konačno, na povećanje konkurentnosti domaće privrede. Kapitalni proizvodi čine oko 26% ukupnog uvoza i sa 34,1% doprinose njegovom prirastu.

6. Platni bilans i spoljna trgovina

Uvoz energenata je smanjen u Q2 usled privremenog smanjenja uvoza nafte i naftnih derivata

Druga robna kategorija koja je značajno doprinela usporavanju međugodišnjeg rasta ukupnog uvoza jeste uvoz energenata (-3,0% u Q2 2007.). Smanjenje uvoza ovih proizvoda na međugodišnjem nivou ostvareno je zbog značajnog pada uvoza nafte i naftnih derivata (međugodišnji pad od 11,3%), što je rezultat smanjenja količinskog uvoza, a ne cene ovog energenta. Ono je najverovatnije privremenog karaktera i rezultat blage zime i pojačanog uvoza u Q4 2006., koji je povećao naftne zalihe. Preostali energenti, koji ne spadaju u naftu i njene derive, zabeležili su međugodišnji rast uvoza od oko 14%. Neznatan rast uvoza energenata uočen je u junu 2007. (međugodišnja stopa od 6,6%), ali ne zbog oporavka uvoza nafte i naftnih derivata (međugodišnji pad od 10%), već zbog dinamičnog rasta uvoza ostalih energenata. Na drugoj strani, u julu mesecu uočen je očigledan oporavak uvoza energenata (međugodišnji rast od 21,6%), koji je delimično rezultat i oporavka uvoza nafte i njenih derivata (međugodišnji rast od 3,4%).

Uvoz intermedijarnih dobara zadržava stabilan i visok tempo rasta koji je usklađen s dinamičnim rastom BDP-a i agregatne tražnje

Treća grupa proizvoda koja je neznatno doprinela usporavanju međugodišnjeg rasta ukupnog uvoza jeste uvoz *intermedijarnih dobara* (rast od 32,6% u Q2 prema 34,6% u Q1). Uvoz tih proizvoda ima stabilan i visok tempo rasta koji je u Q2 2007. uskladen s dinamičnim realnim rastom BDP-i agregatne tražnje. Na osnovu desezonirane serije možemo zaključiti da je u prvom polugodištu 2007. međugodišnji rast uvoza tih proizvoda stabilizovan na nivou od oko 33–34%. Uvoz intermedijarnih dobara čini oko 38,0% ukupnog uvoza i doprinosi njegovom rastu sa 50,7%.

Četvrta grupa proizvoda koja je veoma malo doprinela usporavanju međugodišnjeg rasta ukupnog uvoza jeste uvoz *netrajnih potrošnih dobara* (19,2% u Q2 prema 23,3% u Q1 2007.). Uvoz netrajnih potrošnih dobara sačinjava oko 14,0% ukupnog uvoza i doprinosi njegovom rastu sa 11,9%.

Jedina komponenta uvoza koja je ubrzala rast jeste uvoz trajnih potrošnih dobara

Konačno, jedina komponenta uvoza koja je u Q2 2007. ubrzala međugodišnji rast jeste uvoz *trajnih potrošnih dobara* (34,8% u Q2 prema 29,1% u Q1), ali je u sva tri meseca Q2 uočeno usporavanje međugodišnjeg rasta uvoza tih proizvoda (respektivne stope su 46,6%, 35,3% i 25,2%). Trajna potrošna dobra čine svega 3,7% ukupnog uvoza, zbog čega doprinose njegovom rastu sa skromnih 5%.

U Q2 se najviše uvozilo iz Ruske Federacije, Nemačke, Italije, i Kine

Osim strukture uvoza prema ekonomskoj nameni, uobičajeno je da se prati i njegova geografska struktura (Tabela T6-10). U tom kontekstu nema bitnijih promena u poslednjih nekoliko godina, tačnije od 2004. Kao najznačajniji spoljnotrgovinski partneri izdvajaju se: Ruska Federacija, Italija, Nemačka i Kina. Iz tih zemalja potiče 37,3% ukupnog robnog uvoza u Q2 2007. Osim toga, uočljivo je i međugodišnje smanjenje uvoza iz Ruske Federacije, što je najverovatnije u vezi sa smanjenjem uvoza energenata. Prirastu uvoza u Q2 2007. najviše je doprineo uvoz iz: Kine (14,7%), Nemačke (9,2%), Italije (5,9%), i Ukrajine (5,4%).

Tabela T6-10. Srbija: uvoz, struktura po zemljama, 2006–2007

	Q2 2006	Q2 2007	Q2 2006	Q2 2007	Q2 07 / Q2 06
	učešće u %	u mil. evra	u %		
Ruska Federacija	15,4	12,4	399	397	-0,6
Nemačka	9,8	9,7	253	310	22,5
Italija	9,1	8,5	236	273	15,5
Kina	4,9	6,8	128	219	71,3
Bugarska	2,9	3,1	74	100	35,9
BiH	2,5	3,0	66	95	44,9
Francuska	3,0	2,7	78	87	11,4
Mađarska	2,1	2,7	55	86	57,1
Hrvatska	2,7	2,6	70	84	20,7
Ukrajina	1,9	2,6	50	84	67,3
Ostale zemlje	45,7	46,0	1.183	1.476	24,8

Izvor: RZS

Podaci za naredne mesece omogućiće nam da saznamo da li je registrovano usporavanje rasta ukupnog uvoza privremenog ili trajnijeg karaktera. Ipak, dinamičan rast ekonomske aktivnosti,

zarada, kredita nedržavnom sektoru, direktnog zaduživanja privrede u inostranstvu, i javne potrošnje, uz efekat vremenskog pomaka, može usloviti ubrzanje uvoza u narednim kvartalima.

No, ni sa trenutnim usporenim tempom rasta uvoza nije moguće obezbiti smanjenje spoljnotrgovinskog deficit-a, a time ni tekućeg računa platnog bilansa. Smatramo da bi mere ekonomske politike trebalo da budu usredsređene na podsticanje izvoza i redukciju agregatne tražnje.

7. Fiskalni tokovi i politika

Tokom Q2 2007. godine nastavljena su relativno povoljna kretanja u oblasti javnih finansija. Konsolidovani javni prihodi realno su veći za 8% u odnosu na isti period prethodne godine, dok su konsolidovani javni rashodi realno veći za 8,8%. Mada su i u Q2 2007. ukupni prihodi rasli brže od rasta BDP, uočljivo je značajno usporavanje međugodišnje stope rasta u odnosu na Q1 2007. godine. Takva kretanja javnih prihoda i rashoda imala su za posledicu ostvarenje povoljnog neto rezultata, čak i kada se iz prihoda isključe prihodi za licencu za trećeg operatera za mobilnu telefoniju, a u rashode uključi servisiranje domaćeg javnog duga (devizna štednja, zajam za preporod Srbije, dug prema penzionerima), i krediti koje odobrava država (krediti poljoprivrednim gazdinstvima, studentski krediti, krediti za početak posla i dr.). Primenjujući definiciju fiskalnog deficit-a kojom se meri uticaj državnih aktivnosti na agregatnu tražnju (analitički bilans), u Q2 2007. godine ostvaren je suficit od 2,4 milijarde dinara – što znači da je fiskalna politika u Q2 uticala na smanjenje agregatne tražnje.

Opšte tendencije i makroekonomske implikacije

Realni rast javnih prihoda se usporava, realni rashodi stagniraju

Konsolidovani prihodi i rashodi države u Q2 2007, uprkos značajnom usporavanju, i dalje beleže relativno visok rast u odnosu na isti period 2006. godine. Međugodišnja stopa rasta konsolidovanih javnih prihoda je približno duplo manja u Q2 u odnosu na Q1 2007. godine (8% u Q2 prema 15,9% u Q1, Tabela T7-2), dok je međugodišnja stopa rasta javnih rashoda u Q2 ostala približno na nivou iz Q1 (8,8% u Q2 prema 9,2% u Q1, Tabela T7-2). Slično usporavanje međugodišnjeg rasta ostvareno je i kod poreskih prihoda, gde je realna stopa rasta u Q2 2007. u odnosu na Q2 prethodne godine iznosila 7,7%, a u odnosu Q1 je bila 15,5% (Tabela T7-2). Međugodišnja realna stopa rasta konsolidovanih javnih rashoda u Q2 2007. iznosila je 8,8%, što je nešto ispod ostvarenog rasta u Q1 2007. Kao rezultat navedenih kretanja prihoda i rashoda u Q2 2007. godine, ostvaren je suficit u iznosu od 2,4 milijarde dinara, dok je u istom kvartalu 2006. godine ostvaren deficit od 0,8 milijardi dinara (Tabela T7-1).

Fiskalni sektor je u Q2 uticao na smanjenje domaće tražnje

Usporavanje rasta konsolidovanih javnih prihoda verovatno odražava usporavanje rasta domaće agregatne tražnje. Značajno smanjenje međugodišnjih stopa rasta prihoda od poreza na potrošnju u Q2 u odnosu na Q1 potvrđuje tu procenu. Usporavanje rasta tražnje moglo bi da ukazuje da je efekat rasta javne potrošnje i zarada u poslednjem kvartalu 2006. na domaću tražnju uglavnom iscrpljen tokom Q1 2007. godine¹.

Sumirajući rezultate Q1 i Q2 2007. godine dobija se minimalni suficit u konsolidovanom bilansu (analitički bilans) u iznosu od 0,5 milijardi dinara, dok je u istom periodu prethodne godine ostvaren deficit u iznosu od 4,7 milijardi dinara, Tabela T7-1. Iz prethodno opisanog sledi da je fiskalna politika, koja je realizovana u prvoj polovini godine, imala približno neutralan uticaj na kretanje domaće tražnje, a da je taj uticaj u Q2 bio restriktivan. Faktori koji su uticali na takav fiskalni rezultat već su identifikovani u prethodnom QM-i odnose se na ograničenje javne potrošnje u uslovima privremenog finansiranja, i rast javnih prihoda usled rasta domaće tražnje. Povratno, smanjenje domaće tražnje, kroz fiskalni suficit, imalo je povoljan efekat na umereno poboljšanje pokrivenosti uvoza izvozom u Q2. Takođe, restriktivna fiskalna politika doprinela je zadržavanju bazne inflacije na niskom nivou, od oko 1% u toku prvih šest meseci 2007. (Tabela T3-1).

Uprkos činjenici da fiskalna politika, tokom prve polovine 2007. godine nije dodatno generisala domaću tražnju², nivo domaće tražnje u navedenom periodu bio je vrlo visok, na šta upućuje visok nivo spoljnotrgovinskog deficit-a ali i rast BDP po stopi koja je iznad prirodnog nivoa. Ne sporeći da se u 2007. godinu ušlo s visokim nivoom javne potrošnje, kretanje domaće tražnje,

¹ Usporavanje rasta domaće tražnje i realnih javnih prihoda predviđeno je u prethodnom broju QM-a.

² Uzimajući u obzir vremenski pomak između fiskalnih varijabli i domaće tražnje, procenjuje se da je rast javnih rashoda u Q4 2006. uticao na povećanje domaće tražnje u Q1 2007. godine.

u prvoj polovini godine, upućuje na postojanje drugih značajnih generatora domaće tražnje. To se prvenstveno odnosi na dostignuti nivo i rast prosečnih zarada u Srbiji, kao i na ubrzanu ekspanziju domaćih i stranih kredita privredi i stanovništву. Stoga se obuzdavanje domaće tražnje ne može isključivo ostvarivati kroz fiskalnu politiku, nego kroz koordinirano delovanje ekonomskih politika (fiskalne, kreditno-monetaryne i politike plata).

**Potencijalni problem:
usporavanje rasta
javnih prihoda i najava
rasta javnih rashoda**

Kad je reč o međusobnoj dinamici javnih prihoda i rashoda, u prvoj polovini 2007. godine, iskršava dodatni, potencijalni problem. Prilagođavanje javnih rashoda visokom nivou javnih prihoda, koji je posledica privremenog, dugoročno neodrživog rasta domaće tražnje, predstavljaće potencijalni problem u budućnosti kada dođe do usporavanja tražnje, a time i realnog nivoa javnih prihoda. Naime, javni rashodi su znatno rigidniji u prilagođavanju *na dole* jer je njihov nivo pretežno određen zakonima i ugovorima, usled čega smanjenje javnih prihoda ima za posledicu smanjenje fiskalnog suficita ili rast fiskalnog deficit-a.

Povoljnu sliku o kretanju u javnim finansijama u prvoj polovini godine, kvari rast docnji u izmirenju obaveza za oko sedam milijardi dinara. U okviru navedenog prirasta najveći ideo ima javno preduzece Putevi Srbije, koje u ukupnom stoku docnji države sredinom 2007. godine (oko 49 milijardi dinara) učestvuje sa oko 46%.

Tabela T7-1. Srbija: konsolidovani bilans sektora države¹⁾, 2005–2007

	2005			2006				2007		
	Q1	Q2	Q1-Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1-Q4	Q1	Q2
u milijardama dinara										
I UKUPNI PRIHODI	146,0	168,4	701,6	175,4	201,6	207,5	240,6	825,0	215,1	228,1
II UKUPNI RASHODI	-141,1	-164,5	-667,8	-174,9	-185,3	-197,6	-255,42	-813,2	-202,9	-211,2
III OTPLATE STARIH DUGOVA I BUDŽETSKI KREDITI <i>od čega III.3. Budžetski krediti, neto²⁾</i>	-2,5	-17,4	-36,6	-4,4	-17,1	-10,1	-17,519	-49,1	-14,1	-14,6
	-0,3	-0,8	-4,9	-1,8	-0,8	-1,3	-3,2	-7,1	-0,6	-1,2
IVa KONSOLIDOVANI BILANS (I+II), definicija MFin ³⁾	4,9	3,9	33,8	0,4	16,3	9,9	-14,8	11,8	12,2	16,9
IVc ANALITIČKI BILANS (I+II+III), definicija FREN ³⁾	2,4	-13,4	-2,9	-3,9	-0,8	-0,2	-32,3	-37,3	-1,9	2,4
V FINANSIRANJE (definicija FREN) ⁴⁾	12,9	-3,9	27,7	8,5	1,4	103,2	8,7	121,7	24,9	8,0
VI PROMENA STANJA NA RAČUNU (IVc+V)	15,3	-17,3	24,8	4,5	0,5	103,0	-23,7	84,4	23,0	10,4
PRO MEMORIA										
Promena neto pozicije konsolidovane države u bankarskom sistemu	18,7	-3,8	36,0	10,6	6,7	90,1	-31,9	75,5	36,7	25,2
Potraživanja privrede po osnovu PDV (procena FREN) ⁵⁾	3,0	3,1	17,1	-1,6	2,1	..	..	..	..	..
Prihodi od licence ⁴⁾	27,0	..	27,0	25,5	0,0

Izvor: Tabela P-10 u Analitičkom prilogu.

1) Sektor države (general government) – svи 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 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.

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, zajima za prepord Srbije, duga penzionerima, itd. Ovakvo definisan rezultant meri likvidnosni efekat koji transakcije države imaju na privredu. Vidi metodološku diskusiju u Okviru 1 u Kvartalnom monitoru br.3 za detalje.

4) Obzironi 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 BJF.

Napomene: Za detalje videti Tabelu P-10 u Analitičkom prilogu.

Analiza pojedinačnih poreskih oblika i pojedinačnih pozicija rashoda

U okviru poreskih prihoda sve kategorije, izuzev poreza na dohodak, beleže realan rast u Q2 2007. godine. Tokom Q2 uočeno je, ipak, značajno usporavanje prihoda od poreza na potrošnju u odnosu na Q1 2007. godine, dok su direktni porezi (osim poreza na zarade) i u Q2 ostvarili visoku stopu realnog rasta.

Realni pad poreza na dohodak u Q2 (8,0% realno, Tabela T7-2) – uslovljen je padom poreza na zarade (15,5% realno, Tabela T7-2) koji predstavlja njegovu najznačajniju komponentu. Ostali porezi na dohodak, izuzev poreza na zarade, beleže realni rast u odnosu na isti period prethodne godine, u iznosu od 21%, Tabela T7-2.

Okvir 1. Smanjenje poreskog opterećenja plata – efekti nakon prve polovine godine

Početkom 2007. godine smanjeno je fiskalno opterećenje plata za oko 10 procenatnih poena, da bi se smanjili troškovi rada i time povećala tražnja za radnom snagom. Iako je to kratak vremenski period da bi se izvela pouzdanija procena o uticaju smanjenja fiskalnog opterećenja zarada na zaposlenost, već sada se može oceniti da li su u proteklih šest meseci smanjeni troškovi rada, kao i kakvi su efekti smanjenja poreskog opterećenja na javne prihode. Imajući u vidu da su u prvih šest meseci 2007. godine realne zarade, u koje su uključeni porezi i doprinosi na teret zaposlenog povećane za čak 19%, može se zaključiti da je rast realnih zarada u celini apsorbovao rast produktivnosti i fiskalno rasterećenje, te stoga jedinični troškovi nisu smanjeni (podsetimo, upravo je smanjenje jediničnih troškova bilo najavljeno kao jedan od ciljeva ove mesece).

Takođe, već sada je moguće proceniti efekat fiskalnog rasterećenja zarada na fiskalne prihode, na osnovu razlike između – stope rasta prihoda od poreza na zarade koja bi bila ostvarena da nije bilo fiskalnog rasterećenja i – stope rasta koja je ostvarena nakon primene poreskog rasterećenja. Pretpostavljajući da bi prihodi od poreza na zarade, da nije bilo zakonskih izmena rasli po sličnoj nominalnoj stopi rasta kao ostali poreski prihodi (oko 21%), a da je u prvoj polovini 2007. godine ostvaren pad od oko 11% sledi da – izgubljeni fiskalni prihodi u prvoj polovini godine iznose oko 14,5 milijardi dinara. Pri tom se ova procena može tretirati kao donja granica izgubljenih prihoda budući da je fiskalno rasterećenje predstavljalo jedan od generatora snažnog rasta prosečnih plata (rast nominalnih neto zarada iznosio je 29,4% u periodu januar – jun 2007 / januar – jun 2006), što je povratno ublažilo smanjenje prihoda od poreza na zarade.

Na osnovu prethodno iznetog sledi da pri postojećoj strukturi tržišta rada i politici zarada u javnom sektoru koja je primenjivana u proteklom delu godine (Tabela T7-4), smanjenje fiskalnog opterećenja nije imalo za posledicu smanjenje troškova rada, čime je njegov efekat na zaposlenost doveden u pitanje. Ipak, uticaj smanjenja fiskalnog opterećenja na fiskalne prihode je relativno značajan i na nivou cele godine će iznositi oko 1,2% BDP.

Smanjenje poreza na zarade, bez ekvivalentnog smanjenja javne potrošnje, uticalo je na rast domaće tražnje, i povećanje neravnoteža u privredi Srbije. Smanjenje fiskalnog opterećenja uticalo je na rast neto zarada i lične potrošnje, dok državna potrošnja nije smanjena, što je zajedno posmatrano kao rezultat imalo povećanje domaće tražnje.

Porez na dobit u Q2 ponovo beleži izuzetno visok realni rast od čak 82,4% (Tabela T7-2), u odnosu na Q2 2006, dok je realni rast u prvoj polovini 2007. u odnosu na isti period prethodne godine iznosio 50,5%. Ako je u 2006. godini (u odnosu na 2005.) rast poreza na dobit mogao da se objasni delom i time što su finansijski izveštaji preduzeća, po prvi put, urađeni primenom međunarodnih računovodstvenih standarda, što je uticalo na realnije prikazivanje rezultata poslovanja, ovoga puta rast poreza na dobit pripisuje se dobrim performansama preduzeća, odnosno privrede. Ipak, postoje indicije da se visok rast poreza na dobit jednim delom može objasniti vrlo povoljnim poreskim tretmanom dobiti, što utiče ne samo na smanjenje utaje dobiti, nego i – na umanjivanje troškova koji su oporezovani po višim stopama (npr. zarade), čime se bar jednim delom veštački uvećava dobit.

Rast poreza na potrošnju je značajno usporen	Porez na dodatu vrednost realno je porastao za 7,2%, u odnosu na Q2 2006. godine, Tabela T7-2, (u prvoj polovini godine taj rast je iznosio čak 14,5%). Ukoliko se uzme u obzir da u Q2 2007. privreda nije potraživala od države sredstva po osnovu povraćaja PDV, za razliku od prve polovine 2006, taj rast je bio 11,3%. Rast prihoda od PDV uslovjen je prvenstveno kretanjem domaće agregatne tražnje, uz postojanje određenog vremenskog pomaka (jedan do tri meseca) između rasta/pada tražnje i rasta/pada PDV. Tako je visok rast tražnje u novembru i decembru 2006. godine uticao na rast prihoda od PDV u Q1 2007. godine.
---	---

Tabela T7-2. Srbija: konsolidovani bilans sektora države¹⁾, 2005–2007

	U milijardama dinara												Realni rast (u %)			
	2005		2006		2007		12-m		2006		2007		U odnosu na prethodni period			
	Q1	Q2	Q1	Q2	Q1-Q4	Q1	Q2	Q1	Q2	Q1-Q4	Q1	Q2	Q2 2007 / H1 2007	H1 2006		
I UKUPNI PRIHODI	146,0	168,4	175,4	201,6	825,0	215,1	228,1	4,3	3,8	4,7	15,9	8,0	3,4	11,7		
od čega: Javni prihodi bez PDV obaveza prema privredi i kompenzacija sa FZR ^{2),3)}	141,7	163,7	176,9	199,4	815,0	215,1	228,0	6,3	5,5	6,8	14,9	9,1	3,4	11,9		
1. Tekući prihodi	144,4	166,6	173,3	199,3	814,8	211,9	225,4	4,7	3,6	4,6	15,5	8,0	3,8	11,6		
Poreski prihodi	135,5	155,0	159,4	185,1	751,3	194,9	208,8	2,6	3,4	4,6	15,5	7,7	4,5	11,4		
Porez na dohodak	19,5	23,5	25,8	29,2	118,6	24,9	28,2	15,7	7,6	11,9	-8,9	-8,0	10,3	-8,4		
Porez na dobit	3,9	1,8	7,9	2,9	18,3	11,7	5,6	75,2	43,6	58,0	39,2	82,4	-53,4	50,5		
PDV	47,4	52,0	46,3	57,9	225,1	60,5	65,0	-14,8	-3,6	-7,3	23,4	7,2	4,8	14,5		
od čega: Neto PDV ²⁾	44,4	48,9	47,9	55,7	224,6	60,5	65,0	-5,9	-1,3	0,4	19,3	11,3	4,8	15,1		
Akcize	13,2	18,3	14,7	21,1	81,6	19,1	22,8	-3,2	-0,3	1,8	23,1	3,2	16,5	11,5		
Carine	7,0	9,3	9,6	12,7	45,3	12,0	13,9	20,4	18,1	3,7	18,1	4,4	12,7	10,4		
Doprinosi	38,6	44,4	48,5	54,1	232,2	58,8	65,0	9,6	5,4	12,3	14,5	14,8	7,9	14,6		
od čega: Doprinosi bez kompenzacija sa FZR ³⁾	37,3	42,9	48,4	54,1	222,7	58,7	64,9	13,3	9,3	11,0	14,6	14,6	7,9	14,6		
Ostali poreski prihodi	5,9	5,7	6,5	7,2	30,1	7,9	8,3	-2,9	9,7	11,0	14,4	10,0	2,5	12,2		
Neporeski prihodi	8,9	11,5	13,9	14,2	63,5	17,0	16,7	36,6	6,7	4,1	15,7	12,4	-4,4	14,1		
2. Kapitalni prihodi	1,6	1,8	2,1	2,3	10,3	3,2	2,6	10,2	7,3	15,7	48,2	10,6	-20,6	28,8		
II UKUPNI RASHODI	-141,1	-164,5	-174,9	-185,3	-813,2	-202,9	-211,2	8,1	-2,4	8,3	9,6	8,8	1,5	9,2		
1. Tekući rashodi	-135,7	-155,4	-167,6	-174,4	-749,3	-187,4	-196,1	7,8	-2,8	5,0	5,7	7,3	2,0	6,5		
Rashodi za zaposlene	-36,1	-41,0	-46,1	-45,8	-198,6	-51,9	-56,2	11,2	-3,4	6,2	6,5	17,3	5,7	11,8		
Rashodi za zaposlene bez otpremnina ⁴⁾	-36,0	-40,7	-44,5	-45,5	-196,3	-51,9	-56,2	7,7	-3,2	6,2	8,7	17,3	5,7	13,0		
Kupovina roba i usluga	-17,2	-22,2	-22,4	-25,3	-114,1	-25,6	-31,1	13,2	-1,2	10,3	8,0	17,5	18,7	13,0		
Otplata kamata	-5,9	-5,0	-5,7	-4,9	-28,9	-5,7	-3,1	-14,7	-15,3	5,0	-5,5	-39,3	-46,7	-20,8		
Subvencije	-11,1	-13,5	-10,1	-12,7	-54,4	-9,3	-10,4	-20,5	-18,6	-11,2	-13,2	-21,7	9,4	-17,9		
Socijalni transferi	-62,2	-69,8	-79,8	-81,2	-335,8	-91,1	-91,8	11,9	0,7	6,1	7,8	7,9	-1,7	7,8		
od čega: penzije ⁵⁾	-41,9	-45,8	-52,7	-55,7	-227,7	-62,0	-63,3	9,8	5,4	8,8	11,0	8,5	-0,4	9,8		
Ostali tekuci rashodi	-3,1	-3,9	-3,5	-4,6	-17,4	-3,9	-3,4	-1,8	2,2	-2,0	4,2	-28,2	-14,1	-13,8		
2. Kapitalni rashodi ⁶⁾	-5,4	-9,0	-7,3	-10,8	-63,9	-15,5	-15,1	17,5	4,0	71,8	100,2	32,7	-5,1	60,5		
III OTPLATE STARIH DUGOVA I BUDŽETSKI KREDITI	-2,5	-17,4	-4,4	-17,1	-49,1	-14,1	-14,6	52,6	-14,4	18,6	206,4	-18,9	0,3	28,1		
1. Otplata duga - SDŠ i ZZP	-0,9	-15,1	-1,0	-14,6	-21,8	-4,6	-13,3	-8,5	-16,0	-13,2	345,9	-13,1	180,0	10,3		
2. Penzije	-1,3	-1,5	-1,6	-1,7	-20,3	-8,9	0,0	7,5	-1,8	85,5	431,7	-100,0	-100,0	163,8		
3. Budžetski krediti, neto ⁷⁾	-0,3	-0,8	-1,8	-0,8	-7,1	-0,6	-1,2	484,3	-9,1	30,8	-70,1	41,8	112,3	-35,5		

Izvor: Tabela P-10 u Analitičkom prilogu.

1) Vidi fuznotu 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 fondu.

4) Procena FREN. Vidi tabelu P-10 u Analitičkom prilogu za objašnjenje.

5) Odnosi se samo na izdatke za tekuće penzije.

6) Kapitalni rashodi ne sadrže projekte finasirane iz inostranih izvora (osim u 2004, Vidi fuznotu 16 u Tabeli P-10).

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

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

Realni međugodišnji rast akciza u Q2 2007. godine iznosio je 3,2% (Tabela T7-2), dok je za prvi šest meseci taj rast iznosio 11,5%. Rast prihoda od akciza uslovljen je rastom potrošnje akciznih proizvoda, pre svega derivata nafte. Naglo usporavanje realnog nivoa prihoda od akciza u odnosu na Q1 2007. godine može biti rezultat većeg broja faktora, uključujući i moguću povećanu utaju ili kašnjenje u izmirenju obaveza u periodu funkcionisanja tehničke Vlade. Efekti uvođenja akcize na tečni naftni gas očekuju se tek u drugoj polovini godine.

Rast prihoda od carina, u Q2 2007. u odnosu na Q2 2006. godine iznosio je 4,4% realno (Tabela T7-2), što je znatno ispod međugodišnje stope rasta u Q1 (23,1%, Tabela T7-2). Rast prihoda od carina kao i PDV iz uvoza u prvoj polovini 2007. u osnovi prati kretanje uvoza.

Prihodi od doprinosa nastavljaju brz rast

Prihodi od doprinosa za obavezno socijalno osiguranje realno su rasli po stopi od 14,8% u Q2, u odnosu na isti period prethodne godine, Tabela T7-2. Prihodi od doprinosa za obavezno socijalno osiguranje kreću se u skladu s rastom zarada u tom periodu i za razliku od većine drugih značajnih fiskalnih prihoda ne ispoljavaju usporavanje međugodišnje stope rasta u Q2 u odnosu na Q1.

Ostali poreski prihodi beleže realni rast u Q2 od 10% (Tabela T7-2) u odnosu na isti period prošle godine. Ostale poreske prihode čine: ostali prihodi na dobra i usluge kod Republike, porez na imovinu i drugi porezi na dobra i usluge koji pripadaju lokalnoj samoupravi. Najveći rast u odnosu na isti period prethodne godine beleže prihodi po osnovu poreza na imovinu (realni rast od 11,1%, Tabela T7-2).

Rast realnog nivoa kapitalnih prihoda u Q2 uslovljen je rastom tih prihoda kod lokalne samouprave (realni rast od 10,6%, Tabela T7-2) – u pitanju je kategorija prihoda od imovine, pre svega prihodi od zakupnine. Realni nivo kapitalnih prihoda u Q2 za oko 1/5 je manji od ostvarenog nivoa u Q1 2007. godine.

7. Fiskalni tokovi i politika

Realni nivo konsolidovanih javnih rashoda u Q2 veći je za 8,8% u odnosu na isti kvartal prethodne godine, Tabela T7-2. Kretanje realnog nivoa javnih rashoda u Q2 2007, slično kao i u Q1, bilo je ograničeno primenom režima privremenog finansiranja. Osim Republike i fondova socijalnog osiguranja, na privremenom finansiranju bili su i AP Vojvodina, kao i neke veće opštine i gradovi. Privremeno finansiranje rezultiralo je u restriktivnoj potrošnji sektora države u prvih šest meseci 2006. godine, naročito u slučaju tekućih rashoda.

Rast realnog nivoa tekućih rashoda u Q2, u odnosu na isti period prethodne godine, iznosi 7,3%, Tabela T7-2. U okviru tekućih rashoda tri kategorije beleže pad, u odnosu na isti period prethodne godine, i to: subvencije, rashodi po osnovu otplate kamata i ostali tekući rashodi. Rashodi po osnovu subvencija u dužem periodu imaju silazni trend, mada nije redak slučaj da pad u subvencijama bude kompenzovan rastom budžetskih kredita. Budžetski krediti, međutim, u Q2 imaju veći pad od samih subvencija, u odnosu na isti period prošle godine.

Realni nivo rashoda za zaposlene i kupovina roba i usluga sektora države u Q2 raste u odnosu na isti period 2006, i to rashodi za zaposlene čak 17,3%, a kupovina roba i usluga 17,5%, Tabela T7-2. Pri tome bi rast rashoda za zaposlene bio veći za oko 10 procenatnih poena da fiskalno opterećanje plata nije smanjeno početkom 2007. godine. Uticaj fiskalnog rasterećenja plata na smanjenje rashoda države za zaposlene uočljiv je na osnovu poređenja rasta prosečnih bruto i neto plata u državnom sektoru (videti Okvir 2 u odeljku 4. "Zaposlenost i zarade").

Realni nivo rashoda po osnovu socijalne pomoći i transfera u Q2 raste 7,9% u odnosu na isti period prošle godine. Rast penzija je brži od rasta ukupne kategorije i iznosi 8,5% u odnosu na Q2 2006. godine, Tabela T7-2. Rast realnog nivoa izdataka za penzije u odnosu na Q2 2006. uslovjen je usklađivanjem penzija, u dva navrata (oktobar 2006. i april 2007. godine).

Rastu ukupnih javnih rashoda u Q2 (8,8%) najviše je doprineo rast kapitalnih rashoda od 32,7% u odnosu na isti period prethodne godine, i to zbog realizacije Nacionalnog investicionog plana (NIP-a).

Tabela T7-3. Srbija: pozicija države kod bankarskog sektora, 2004–2007

	2004		2005		2006			2007		
	Dec.	Jun	Dec.	Mar.	Jun	Sep.	Dec.	Mar.	Jun	
stanja, u milijardama dinara										
Ukupno	-7,1	-22,0	-43,1	-53,7	-60,4	-150,5	-118,6	-155,3	-180,4	
Republika i državna zajednica	6,0	-1,6	-27,8	-31,1	-34,0	-124,2	-100,1	-128,9	-149,1	
Lokalna samouprava	-13,1	-20,4	-15,3	-22,6	-26,4	-26,3	-18,5	-26,4	-31,3	
kumulativi od početka godine, u milijardama dinara										
Ukupno	8,8	-14,9	-36,0	-10,6	-17,3	-107,4	-75,5	-36,7	-61,8	
Republika i državna zajednica	15,1	-7,6	-33,8	-3,3	-6,1	-96,3	-72,2	-28,8	-49,0	
Dinarska pozicija	1,0	-10,1	-27,9	-3,1	-16,3	-13,1	13,6	-27,0	-53,5	
Devizna pozicija	14,1	2,6	-5,9	-0,2	10,2	-83,2	-85,8	-1,8	4,5	
Lokalna samouprava	-6,3	-7,3	-2,2	-7,3	-11,1	-11,0	-3,3	-7,8	-12,8	
NBS	-3,8	-3,2	-0,8	-6,1	-5,3	-5,5	-3,5	-6,8	-13,5	
Poslovne banke	-2,5	-4,1	-1,4	-1,2	-5,8	-5,5	0,2	-1,1	0,7	

Izvor: NBS.

Napomene:

Tabela predstavlja poziciju države kod Narodne banke Srbije i poslovnih banaka. U okviru države odvojeno su prikazane Republika Srbija i državna zajednica SCG (do ocepljenja Crne Gore) s jedne, i lokalne samouprave s druge strane. Obuhvaćeni su krediti i depoziti i to: dinarski u okviru dinarske pozicije, i devizni u okviru devizne pozicije. Stavke su netirane, odnosno posmatra se razlika kredita i depozita.

Fiskalna politika u drugoj polovini 2007. i najave za 2008. godinu

Krajem juna 2007. sa polugodišnjim zakašnjenjem usvojen je budžet Republike Srbije, koji obuhvata realizovane prihode i rashode u prvoj polovini godine kao i planirane prihode i rashode za drugu polovicu godine. Početkom jula 2007. usvojen je Memorandum o budžetu i ekonomskoj i fiskalnoj politici za 2008. godinu s projekcijama za 2009. i 2010. godinu. Iako su ova dva dokumenta usvojena u razmaku od samo 10 dana – fiskalna politika, koja je u njima sadržana, jeste značajno različita. Dok Zakon o budžetu za 2007. godinu predviđa značajnu fiskalnu

ekspanziju, u Memorandumu se najavljuje restriktivna fiskalna politika u 2008. i narednim godinama. U vezi s tim postavlja se pitanje i kakve su makroekonomske posledice tih oscilacija u fiskalnoj politici?

Fiskalna politika za drugu polovinu 2007. godine

Očekuje se fiskalni deficit u 2007...

Za razliku od umerenog suficita konsolidovanog bilansa koji je ostvaren tokom prve polovine 2007, za drugu polovinu godine planiran je relativno visok fiskalni deficit. Prepostavljajući da će fiskalna politika u drugoj polovini godine biti realizovana u skladu s usvojenim budžetima i planovima fondova socijalnog osiguranja, fiskalni deficit u celoj 2007. godini, posmatran sa stanovišta uticaja na tražnju, iznosio bi oko 2,5% BDP.

...mada verovatno manji od „planiranog“

Na osnovu iskustva ocenjuje se da neki elementi javne potrošnje, a pre svega investicije i tekuće nabavke roba i usluga, neće biti u celini realizovane i da će ukupna javna potrošnja biti manja od planirane. Procenjuje se da će budžet Vojvodine ostvariti relativno značajan suficit, jer će u relativno kratkom roku biti značajno povećana sredstva (usled primene odredbe Ustava Republike Srbije), koja verovatno neće biti u celini utrošena u 2007. godini. Takođe, zadržavanje domaće tražnje na visokom nivou, između ostalog i kroz fiskalnu ekspanziju, utičaće na nešto veći rast javnih prihoda nego što je planirano. Stoga se procenjuje da će konsolidovani fiskalni deficit, posmatran sa stanovišta uticaja na domaću tražnju, u 2007. godini iznositi 1–1,5% BDP. Najava održavanja lokalnih i predsedničkih izbora nosi određeni rizik da javni rashodi, a time i deficit budu nešto iznad procenjenog nivoa (1,5–2% BDP).

Fiskalna politika za drugu polovinu 2007. godine, i budžet Srbije kao njen ključni deo, bili su značajno predodređeni ugovornim i zakonskim obavezama koje su nastale u drugoj polovini 2006. godine kada je Vlada Republike Srbije potpisala Protokole sa sindikatima prosvete, zdravstva i kulture čiji sastavni deo je i značajan rast plata u navedenim delatnostima tokom druge polovine 2007. Takođe, u trenutku formiranja nove Vlade, bili su potpisani ugovori za realizaciju NIP čija je zbirna vrednost pokrivala oko 70% ukupne vrednosti projekata čija je realizacija predviđena u toku 2007. godine. Određen uticaj na budžet Republike Srbije, imala su i predizborna obećanja vladajućih stranaka koja su se odnosila na smanjenje poreskih stopa i poreska oslobođanja, odnosno na određene projekte u oblasti investicija i zapošljavanja.

Glavni generatori povećanja fiskalnog deficitu tokom druge polovine godine nalaze se na strani potrošnje, ali postoji i određeni uticaj smanjenja poreza. Na strani javne potrošnje najznačajniji uticaj na rast konsolidovnih javnih rashoda imaju rast plata, javnih investicija i tekućih nabavki roba i usluga (Tabela T7-4). U skladu s protokolima koje je prethodna Vlada potpisala sa sindikatima – ugovoren je povećanje plata u septembru 2007. godine i to u školstvu za 15,6%, a u zdravstvu za oko 5%. Takođe, dogovoren je rast plata zaposlenih u državnoj upravi za 4,2% u proseku.

Tabela T7-4. Srbija: prosečne plate zaposlenih u državnom sektoru

	Jun 2006.	Jun 2007.	Nov. 2007.*	Indeks nominalnog rasta		Indeks realnog rasta
				Jun 07 /Jun 06	Nov. 07 /Jun 06*	Jun 07 /Jun 06
				u dinarima		
Obrazovanje	24.214	30.08	35.037	124,2	144,7	118,2
Zdravstvo	26.211	39.475	41.536	150,6	158,5	143,3
Državna uprava	29.668	35.602	37.098	120,0	125,0	114,2
Srbija prosek	21.777	26.981	...	123,9	...	117,9

Napomena: u Tabeli je sadržan samo deo plata koji se finansira iz javnih prihoda. Plate zaposlenih u javnom sektoru su veće jer se deo tih plata finansira iz sopstvenih prihoda.

* projekcija na osnovu ugovorenih obaveza

7. Fiskalni tokovi i politika

Osim rasta plata tokom druge polovine godine, planira se značajan rast ukupnih javnih investicija, a naročito brz rast investicija u okviru NIP. Brz rast javnih investicija tokom druge polovine godine jednim delom jeste rezultat sezonskih faktora, dok je drugim posledica režima privremenog finansiranja usled koga je izvođenje ugovorenih projekata usporeno ili odloženo. Generalno, planirani rast javnih investicija predstavlja pozitivnu promenu u fiskalnoj politici uz dve ograde. Prva se odnosi na fiskalnu politiku u kojoj javne investicije tokom 2007. godine rastu uporedo s rastom tekuće javne potrošnje, tako da raste učešće konsolidovane javne potrošnje u BDP. Drugo ograničenje odnosi se na izostanak jasne prioritizacije i selekcije projekata, sumnjive procedure izbora izvodjača radova, kao i nizak kvalitet izvedenih radova. Osim toga, pretežni deo javnih investicija čine manji projekti koji imaju relativno male pozitivne eksterne efekte, dok su veliki projekti kao Koridor 10 potisnuti u drugi plan.

Ekspanzivnost fiskalne politike povećana je i smanjenjem poreskih stopa i proširenjem poreskih oslobađanja, koja su stupila na snagu početkom jula 2007. godine. Sa bilansnog stanovišta najveći efekat na smanjenje poreskih prihoda imaće smanjenje poreza na prenos apsolutnih prava na 2,5%, kao i oslobađanje od plaćanja ovog poreza pri kupovini prvog stana³. Procenjuje se da oslobađanje od PDV pri kupovini prvog stana kao i smanjenje stope PDV sa 18% na 8% na računarsku opremu neće imati značajan uticaj na fiskalne prihode. Navedene promene u sistemu PDV uticale su, međutim, na pojavu drugih zahteva za oslobađanjem od PDV, kao što je zahtev za ukidanjem PDV na hranu i opremu za bebe. Ispunjavanje tih zahteva može da pokrene lavinu novih zahteva za oslobađanje od PDV, što može da dovede do ozbiljnog narušavanja poreskog sistema. Osim gubitaka poreskih prihoda navedene promene u poreskom sistemu negativno će uticati na finansijsku disciplinu i povećaće troškove primene poreskih propisa.

Najavljeni fiskalni politici za 2008. godinu

Planirana je značajna fiskalna restrikcija u 2008. godini

Memorandum o budžetu i ekonomskoj i fiskalnoj politici sadrži osnovna opredeljenja u oblasti fiskalne politke za 2008. godinu. Prema Memorandumu planirano je da se u 2008. godini smanji učešće javne potrošnje u BDP za 1,7 procenatnih poena, dok bi učešće prihoda ostalo približno na nivou iz 2007. Kao posledica prethodnog, učeće fiskalnog deficitu u BDP bi opalo sa planiranih 2,5% (verovatno ostvarenih 1–1,5%) na 0–0,5% BDP. Ocenjuje se da fiskalna politika koja je predstavljena u Memorandumu predstavlja korak u dobrom pravcu ka smanjenju unutrašnjih i spoljnih neravnoteža u privredi Srbije. Međutim, nivo neravnoteža je toliki da je za njihovo svodenje na održiv nivo neophodno nastaviti sa dodatnim smanjenjem javne potrošnje i nakon 2008. godine.

Najvažnije poluge smanjenja javne potrošnje i fiskalnog deficitu u 2008. godini prema Memorandumu o budžetu jesu:

- zamrzavanje plata tokom 2008. godine na nivou koji će biti dostignut nakon realizacije ranije ugovorenih povećanja (tj. na nivou iz novembra 2007. godine),
- smanjenje javnih investicija iz budžeta Srbije za oko 20%,
- smanjenje tekućih rashoda za nabavke roba i usluga iz budžeta Srbije za 10%,
- smanjenje subvencija za 5%.

U Memorandumu je takođe nagovušteno da, u slučaju da navedene mere ne daju željeni efekat, moguće je povećanje nekih poreskih stopa.

Ostvarenje restriktivne fiskalne politike ugroženo je zahtevima za rast potrošnje i smanjenjem poreza

Ostvarenje planirane fiskalne politike za 2008. godinu suočava se s brojnim izazovima od kojih su najvažniji:

- protivljenje sindikata zamrzavanju plata i najava štajkova,
- zahtev da se već u 2008. godini počne sa servisiranjem obveznica po osnovu restitucije,

³ Sobzirom na to da se radi o lokalnom porezu, najavljeni smanjenje stope i oslobađanja pri kupovini prvog stana utičaće na smanjenje lokalnih prihoda. Naročito će biti značajni gubici u Beogradu gde je tržište nekretnina najrazvijenije.

- zakonski stav da budžet Srbije od početka 2008. godine počne s uplatom doprinosa za zdravstveno osiguranje neosiguranih lica, a da pri tome sadašnja stopa doprinosa za osigurana lica ostane nepromenjena,
- navađa zapošljavanja oko 1000 lekara i medicinskih sestara,
- zahtevi da se u kratkom roku izmire stari dugovi i docnje,
- zahtev za ukidanjem PDV za hranu i opremu za bebe.

Svi navedeni zahtevi deluju u pravcu povećanja ekspanzivnosti fiskalne politike, bilo kroz rast rashoda ili kroz smanjenje prihoda. Realizacija nekoliko od navedenih zahteva značajno bi ugrozila ostvarenje planirane fiskalne politike, a time i ciljeve koji se njome ostvaruju (smanjenje spoljnotrgovinskog deficit-a i inflatornih pritisaka). U kojoj meri bi ostvarenje navedenih zahteva ugrozilo fiskalnu i makroekonomsku politiku može se zaključiti iz procene da bi realizacija zahteva koji se odnose na zdravstveno osiguranje, restituciju i dugove JP Putevi Srbije imalo za posledicu rast učešća javne potrošnje u BDP za preko dva procentna poena. Stoga je za održanje makroekonomske stabilnosti od presudne važnosti da Ministarstvo finansija, uz podršku Vlade, zauzme čvrst stav da se konsolidovana javna potrošnja i fiskalni deficit u 2008. godini održe u okvirima koji su predviđeni Memorandumom. To bi praktično značilo da se većina navedenih zahteva ne prihvati ili da se njihova realizacija odloži za naredne godine. Mogućnost za značajnije ostvarenje navedenih zahteva u 2008. godini na račun redukcije drugih pozicija u budžetu, malo je verovatan, budući da je u Memorandumu već ukalkulisano značajno smanjenje učešća javne potrošnje u BDP.

Restriktivna fiskalna politika u 2008. godini vodi učvršćenju makroekonomske stabilnosti

Relevantno pitanje jeste – kakve su očekivane makroekonomске posledice realizacije fiskalne politike koja je sadržana u Zakonu o budžetu za 2007. godinu i Memorandumu za 2008. godinu? Prilikom procene efekata fiskalne politike u 2007, polazi se od procene da će realizovani fiskalni deficit kao posledica manjeg rasta rashoda i većeg rasta prihoda u 2007. godini iznositi 1–1,5% BDP umesto planiranih 2,5%. Takođe, uvažavajući ugovorenu dinamiku rasta rashoda, kao i sezonsku komponentu u kretanju prihoda i rashoda procenjuje se da će značajnija fiskalna ekspanzija početi u oktobru 2007. godine.

Ukoliko se u 2008. realizuje fiskalna politika koja je predložena u Memorandumu – rast rashoda u Q4 2007. godine predstavljaće jednokratan skok, nakon koga će uslediti fiskalna restrikcija (zamrzavanje plata, smanjenje subvencija, rashoda za kupovinu roba i usluga, investicija i dr.).

Značajnije odstupanje od planirane restriktivne politike vodiće povećanju spoljnog deficit-a i/ili inflacije

Na osnovu prethodnih pretpostavki i projekcija očekuje se da će u Q3 2007. godine biti ostvaren umeren, a u Q4 visok deficit konsolidovanog bilansa države, definisanog sa stanovišta uticaja na domaću tražnju. S obzirom na to da se prema Memorandumu u 2008. godinu ulazi s visokim i konstantnim nivoom plata u državnom sektoru, ali i sa smanjenim nivoom drugih rashoda ocenjuje se da će ostvareni deficit u 2008. godini biti znatno niži nego u 2007, kao i da će u okviru same godine ispoljavati opadajuću tendenciju. Iz prethodnog sledi da će fiskalna politika u drugoj polovini 2007. biti slična fiskalnoj politici iz druge polovine 2006. godine. Takođe, ukoliko se primeni politika sadržana u Memorandumu, fiskalna politika u 2008. godini biće slična fiskalnoj politici iz prve polovine 2007. i bitno različita u odnosu na fiskalnu politiku iz druge polovine 2006. i 2007.

Na osnovu prethodno izloženog, procenjuje se da će fiskalna ekspanzija koja se očekuje u drugoj polovini 2007. godine, a naročito u poslednjem kvartalu, generisati dodatni prirast domaće agregatne tražnje, koji će se uz čvrstu monetarnu politiku, verovatno preneti na povećanje spoljnog deficit-a. Ukoliko se u 2008. bude realizovala politika predložena u Memorandumu, efekat fiskalne ekspanzije na domaću tražnju biće relativno kratkotrajan i ispoljiće se pretežno u Q4 2007. i Q1 2008. godine. Stoga je za održanje makroekonomske stabilnosti presudno da se nakon kratkotrajne fiskalne ekspanzije u drugoj polovini 2007. godine, nastavi sa sprovođenjem restriktivne fiskalne politike u 2008. godini. Takođe, presudno je da čvrsta fiskalna politika bude trajno opredeljenje Vlade, kao i da se spreče krupnije zloupotrebe fiskalne politike u predizbornim kampanjama – što je bio slučaj krajem 2006. godine i krajem 2003. godine.

8. Monetarni tokovi i politika

Međugodišnji rast novčane mase u Q2 počinje da usporava nakon dva prethodna kvartala kada je bilo zabeleženo ubrzanje tog rasta. Krediti nedržavnom sektoru, međutim, ponovo se zahuktavaju ostvarujući međugodišnju stopu rasta od 30,2% nominalno (26,3% u Q1 2007, korigovani tokovi). Ekspanziju doživljavaju pre svega krediti privredi, kako kroz domaći bankarski sistem – novih oko 550 miliona evra u Q2 (313 u Q1 2007), tako i direktno iz inostranstva – preko 1.200 miliona evra novih kredita lokalnim preduzećima u Q2, odnosno 550 miliona evra ako se isključi jedan kredit Telekomu od 650 miliona evra (450 miliona evra u Q1 2007). Banke nove izvore prikupljaju prvenstveno povećanjem kapitala (novih oko 600 miliona evra u Q2, -25 miliona u Q1) ali i kroz domaće depozite. Banke su povukle likvidnost iz dospelih repo plasmana više nego što su plasirale na tom tržištu tokom Q2 u ukupnom iznosu od -200 miliona evra. Narodna banka se po pitanju monetarne politike ponašala pasivnije nego u ranijem periodu što je rezultiralo porastom primarnog novca. Takođe, NBS je emitovala dinare i putem repo tržišta i putem deviznog tržišta (otkupom od menjača i kroz svega nekoliko intervencija na MDT). Referentna kamatna stopa je snižena dva puta sa 10,5% na kraju Q1 na nivo od 9,5% na kojem je zadržana od maja do avgusta, kada je simbolično povećana na 9,75%. Država se, pak, u Q2 ponašala restriktivno uvećavši svoj dinarski depozit kod NBS za čak 26 milijardi dinara.

Monetarni sistem: struktura i tokovi novčane mase

Rast nominalnog i realnog M2 počinje da usporava

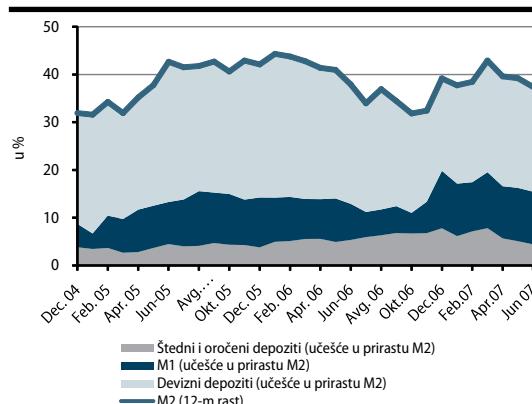
U Q2, 12-m rast ukupne novčane mase počinje da usporava nakon njegovog ubrzavanja iz prethodna dva kvartala. Nominalni M2 je tako beležio 12-m rast od 37,4% (42,9% u Q1 2007.), a realni od 30,7% (35,4% u Q1 2007, Tabela T8-2). Kada posmatramo doprinos pojedinih oblika upotrebe (držanja) novčane mase, uočavamo da u Q2 2007. nije došlo do promene strukture u odnosu na prethodna dva kvartala, te je i dalje najveći doprinos deviznih depozita (Grafikon T8-1).

Monetarni rast u Q2 posledica je porasta kredita privatnom sektoru

Ukupan prirast novčane mase u Q2 2007. (5,1% od M2 s početka godine, izračunato kao razlika kumulativnog prirasta od početka godine do kraja Q2 od 11% i kumulativnog prirasta do kraja Q1 od 5,9%) nastao je kao rezultat povećanja neto strane aktive u Q2 (NSA, 6,8% od početnog M2) i smanjenja neto domaće aktive (NDA, -1,7% od početnog M2). Smanjenje NDA u Q2 nastalo je uprkos porastu kredita nedržavnom sektoru od 13% od početnog M2 (razlika između

... i neto deviznih rezervi...

Grafikon T8-1. Srbija: novac i njegove komponente¹⁾, 2004–2007



Izvor: Tabela P-11 u Analitičkom prilogu.

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

kumulativnih prirasta na kraju Q2 i na kraju Q1, izraženih u procentima od M2 na početku godine), koje je nadmašeno u korist smanjenja NDA pre svega usled povećanja kapitala monetarnog sektora (-5,2% od početnog M2) i smanjenja neto pozicije države – povećanja depozita države kod monetarnog sektora (-3,6% od početnog M2), Tabela T8-2. Ostatak prirasta NDA odnosi se na ostale stavke koje nisu sve precizirane u Tabeli. Zaključujemo stoga da je glavni izvor rasta novčane mase u Q2 2007. bio kredit privredi i stanovništву. Kredit privredi i stanovništву bio je izvor rasta novčane mase i u Q1 2007. ali i u svim kvartalima u 2005. i 2006, osim predizbornog Q4 2006. gde je nosilac rasta novčane mase bilo povećano trošenje državnog depozita.

Rast kredita nedržavnom sektoru nastavlja da ubrzava U Q2 2007. kredit nedržavnom sektoru nastavlja s ubrzavanjem koje je ponovo uspostavljeno u Q1, i tako ostvaruje 12-m nominalnu stopu od 23,9% (21,6% u Q1 2007) i realnu stopu od 17,8% (15,2% u Q1 2007), Tabela T8-2. Posmatrano na osnovu korigovanih tokova za efekat promene kursa (detaljnije o metodologiji za korekcije videti fusnotu 3 u Tabeli T8-2 ili Okvir 2, odeljka 8. Monetarni tokovi i politika u QM6) ubrzanje se takođe uočava: 12-m rast na kraju Q2 2007. je 30,2% (na kraju Q1 2007. bio je 26,3%). Ubrzanje rasta kredita nedržavnom sektoru nastalo je usled snažnog ubrzanja 12-m rasta kredita privredi (20,2% u Q2 2007, prema 14,2% u Q1 2007, i 11,1% u Q4 2006, korigovani tokovi, Tabela T8-2) koje tako nadmašilo blago usporenje rasta druge značajne komponente ukupnih kredita nedržavnom sektoru – kredita stanovništvu (54,7% u Q2 2007, naspram 58,4% u Q1 2007). Rast kredita stanovništvu je uprkos usporavnju 12-m rasta i dalje ostao zabrinjavajuće visok.

Tabela T8-2. Srbija: rast novca i agregata koji mu doprinose, 2005–2007

	2005				2006				2007	
	Mar.	Jun	Sep.	Dec.	Mar.	Jun	Sep.	Dec.	Mar.	Jun
12m, u %										
M2 ¹⁾	37,0	42,6	42,7	42,1	42,8	37,9	34,4	39,2	42,9	37,4
Krediti nedržavnom sektoru ²⁾	50,9	46,0	48,7	51,3	45,3	44,4	34,6	17,5	21,6	23,9
Krediti nedržavnom sektoru ²⁾ , korigovani ³⁾	39,2	34,6	38,6	45,6	39,6	41,6	38,0	24,1	26,3	30,2
Domaćinstva	100,2	94,7	91,3	92,5	100,6	96,6	80,8	62,2	58,4	54,7
Privreda	29,7	24,2	27,6	34,3	25,0	26,9	24,7	11,1	14,2	20,2
12m realni, u %										
M2 ¹⁾	16,3	22,1	22,4	20,8	24,7	19,8	20,5	30,6	35,4	30,7
Krediti nedržavnom sektoru ²⁾	28,0	25,0	27,6	28,6	26,9	25,4	20,7	10,3	15,2	17,8
Krediti nedržavnom sektoru ²⁾ , korigovani ³⁾	28,2	28,2	28,2	28,2	21,5	22,7	23,6	16,4	19,8	24,1
Domaćinstva	59,1	59,1	59,1	59,1	74,8	70,4	61,9	52,2	50,2	47,4
Privreda	18,2	18,2	18,2	18,2	8,8	9,9	11,7	4,2	8,3	14,5
kumulativi, u % od početnog M2⁴⁾										
M2 ¹⁾	2,6	15,9	30,8	42,1	3,1	12,4	23,8	39,2	5,9	11,0
M2 dinarski ¹⁾	-0,8	4,4	10,5	14,2	-0,5	3,6	8,8	19,8	-0,1	0,8
Devizni depoziti (privreda i domaćinstva) ⁵⁾	2,5	9,2	16,1	22,5	2,6	8,4	18,1	25,7	4,0	10,1
Kursne razlike ⁶⁾	0,8	2,3	4,3	5,4	1,0	0,4	-3,1	-6,4	1,9	0,0
Neto strana aktiva (NSA), dinarski prirast	0,5	7,0	17,1	18,0	-4,0	2,4	30,9	41,1	5,2	12,0
Neto strana aktiva (NSA), devizni prirast	-0,2	5,0	13,3	13,5	-4,7	2,1	34,3	48,4	3,1	12,0
Kursne razlike ⁶⁾	0,7	2,0	3,8	4,4	0,7	0,3	-3,4	-7,3	2,2	0,0
Neto domaća aktiva (NDA)	2,1	8,9	13,7	24,2	7,1	10,0	-7,1	-1,9	0,6	-1,1
od čega: krediti nedržavnom sektoru ²⁾ , korigovani ³⁾	6,7	12,5	21,2	34,1	5,1	15,6	25,0	27,3	6,6	19,6
od čega: krediti državi, neto ⁷⁾	-3,9	-2,4	-5,0	-10,4	-0,7	-1,3	-21,8	-17,4	-4,1	-7,7
od čega: kapital NBS i poslovnih banaka	-5,6	-8,2	-10,7	-12,1	-1,2	-7,5	-8,5	-13,2	-2,2	-7,4
kumulativi, u % od sadašnjeg BDP-a⁸⁾										
Krediti državi, neto ⁷⁾	-0,8	-0,5	-1,0	-1,9	-0,2	-0,3	-4,8	-3,4	-1,3	-2,2
od čega: dinarski	-0,5	-0,6	-1,0	-1,6	-0,2	-0,9	-0,7	0,6	-1,2	-2,4
Krediti nedržavnom sektoru ²⁾ , korigovani ³⁾	2,3	4,2	6,8	10,0	1,6	3,8	4,8	4,3	2,6	5,5

Izvor: Tabela P-11. u Analitičkom prilogu.

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

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 odnosne, 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 su 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.

8) BDP korišćen u proračunima centriran je na godišnjem nivou.

Bankarski sektor: plasmani i izvori finansiranja

U Q2 dolazi do ekspanzije kredita privredi...

...kako kroz domaći bankarski sistem...

...tako i direktno iz inostranstva

Oživljavanje kredita privredi iz Q1 2007, u Q2 se pretvara u pravi procvat ovog vida bankarskih plasmana. U njih sada odlazi značajan deo ukupnih novih plasmana banaka, skoro dve trećine, dok je jedna trećina usmerena u plasmane stanovništvu.

Banke su tako u Q2 plasirale novih 550 miliona evra u kredite preduzećima (313 u Q1 2007) i 350 miliona evra stanovništvu (195 u Q1 2007). Od ukupnih novih kredita privredi u Q2, veliku većinu, čak 350 miliona evra, čine kratkoročni krediti (do godinu dana), a oko 200 miliona evra dugoročni krediti (Tabela T8-4). Direktno zaduživanje preduzeća u inostranstvu dostiže do sada rekordni obim od oko 1200 miliona evra u Q2 (260 miliona evra u Q2 2006, 438 miliona evra u Q1 2007). Međutim, samo na jedan kredit direktno od banaka iz inostranstva, odnosi se, pak, oko 650 miliona evra i reč je o kreditu Telekomu za investiciju u kupovinu Telekoma Republike Srpske. I

8. Monetarni tokovi i politika

preostalih 550 miliona evra predstavljaju veoma veliki iznos tih novih kredita privredi pogotovo što sada – za razliku od prethodnog perioda – ne postoji osnov da ti krediti budu posredstvom banaka uloženi u repo plasmane NBS, već su, po svemu sudeći, stvarno usmereni u privredu.

Tabela T8-3. Srbija: monetarni pregled, 2005–2007

	2005				2006				2007	
	Mar.	Jun	Sep.	Dec.	Mar.	Jun	Sep.	Dec.	Mar.	Jun
STANJE	u milionima dinara, na kraju perioda									
Neto strana aktiva (NSA)	162.488	183.484	216.183	218.886	200.462	229.984	360.685	407.565	441.048	484.388
od čega: rezerve NBS	274.136	304.386	362.216	424.844	465.497	549.529	648.946	715.114	719.381	730.668
od čega: obaveze poslovnih banaka	-98.169	-114.781	-131.090	-191.124	-229.081	-302.170	-300.781	-307.742	-318.598	-286.848
Neto domaća aktiva (NDA)	168.841	190.622	206.257	239.985	272.642	285.856	207.195	231.055	234.991	224.279
Krediti državi, neto ¹⁾	-6.864	-1.602	-10.242	-27.831	-31.129	-33.954	-124.159	-100.061	-128.909	-149.081
Dinarski krediti, neto	-1.823	-4.583	-11.268	-22.332	-25.479	-38.649	-35.438	-8.776	-35.782	-62.290
Devizni krediti, neto	-5.041	2.981	1.026	-5.499	-5.650	4.695	-88.721	-91.285	-93.127	-86.791
Krediti nedržavnom sektoru ²⁾	376.883	409.397	456.541	518.298	547.564	591.270	614.698	609.171	666.007	732.402
Ostale stavke	-201.178	-217.173	-240.042	-250.482	-243.793	-271.460	-283.344	-278.055	-302.107	-359.042
Novčana masa: M2 ³⁾	331.331	374.106	422.441	458.870	473.103	515.840	567.881	638.620	676.039	708.667
Novčana masa: dinarski M2 ³⁾	143.768	160.351	180.043	192.180	189.911	208.606	232.506	283.116	282.299	288.329
Devizni depoziti (privreda i domaćinstva)	187.563	213.755	242.398	266.690	283.192	307.234	335.375	355.504	393.740	420.338
STRUKTURNI POKAZATELI										
Gotov novac u opticaju / Dinarski depoziti (privreda i domaćinstvo), u %	37,7	35,9	35,6	38,7	31,8	30,6	28,9	31,9	26,2	29,1
Devizni depoziti (privreda i domać) / M2 (%)	56,6	57,1	57,4	58,1	59,9	59,6	59,1	55,7	58,2	59,3
Koefficijent obrta (BDP ⁴⁾ / M2)	4,6	4,3	4,0	3,8	3,9	3,7	3,5	3,3	3,2	3,2
M2 / BDP ⁴⁾	0,22	0,24	0,25	0,26	0,26	0,27	0,29	0,30	0,31	0,32
Krediti nedržavnom sektoru / BDP ⁴⁾	0,25	0,26	0,27	0,30	0,30	0,31	0,31	0,29	0,30	0,33
Nenaplativi krediti ⁵⁾ (u % od ukupnih)	..	..	..	..	..	..	..	4,7	4,9	4,7
Multiplikator novca (dinarski M2/H)	1,8	2,0	2,0	1,9	2,1	2,1	2,1	2,0	2,4	2,0

Izvor: Tabela P-11. u Analitičkom prilogu.

1) Vidiči fusnotu 7) u Tabeli T8-2.

2) Vidiči fusnotu 2) u Tabeli T8-2.

3) Novčana masa: komponente – vidiči Analitičke i notacijske konvencije.

4) Vidiči fusnotu 8) u Tabeli T8-2.

5) Udeo kredita po osnovu kojih postoji kontinuirana docnja u plaćanju obaveza od 90 i više dana u ukupnim kreditima. Izvor za ovaj podatak je Kreditni biro Udruženja banaka Srbije, vidiči detaljnije u QM6, Pod lupom 1.

6) Vidiči fusnotu 3) u Tabeli T8-2.

Banke smanjuju stok plasmana u hartije od vrednosti NBS u Q2

Tokom Q2, banke se neto razdužuju po osnovu plasmana u hartije od vrednosti NBS – pre svega repo i 6-mesečne zapise, u iznosu od 211 miliona evra, Tabela T8-4. To praktično znači da je veći iznos tih plasmana od ranije dospeo nego što su banke uložile u isti vid plasmana u toku posmatranog perioda. Do relativno manjeg ulaganja u hartije NBS u Q2 u odnosu na prethodni period dolazi najverovatnije usled opadanja prinosa na ove hartije (smanjenje referentne kamatne stope, detaljnije u Okviru 2 u ovom tekstu i na Grafikonu T9-4 u odeljku 9. Finansijska tržišta). Iz uočenog dezinvestiranja iz repo plasmana i rekordnog investiranja u kredite privredi, možemo zaključiti da su banke oslobođenu likvidnost iz repo plasmana u najvećoj meri preusmerile u kratkoročne kredite privredi.

Izvore za nove plasmane banke nalaze u povećanju kapitala...

Kapital bankarskog sektora je značajno uvećan u Q2 2007, za oko 600 miliona evra (smanjenje od 25 miliona evra u Q1 2007, povećanje od 360 miliona evra u Q2 2006.) što predstavlja dominantan izvor novih bankarskih plasmana u Q2. Verovatno je između ostalog podstaknuto prudencijskom merom NBS iz prethodnog perioda kojom je ukupan iznos odobrenih kredita stanovništву ograničen na nivou od 200% kapitala banaka (najavljeni pooštavanje ovog limita na 150,0%). Pored kapitala, banke su prikupile izvore i kroz nove domaće depozite – oko 400 miliona evra u Q2, dok su se sada neto razdužile u inostranstvu za oko 280 miliona evra (u platnom bilansu je registrovano neto razduženje banaka u inostranstvu od oko 130 miliona evra, Tabela P-5 u Analitičkom prilogu; uzrok razlike je u činjenici što se u podacima u Tabeli T8-4 u okviru stavke Zaduživanje u inostranstvu registruju i neto promene salda na računima nerezidenata kod banaka a podatak potiče iz konsolidovanog bilansa bankarskog sektora i nemoguće ga je dezagregirati na podkomponente). Trend usporavanja zaduživanja u inostranstvu koje se u Q2 pretvorilo u razduživanje, s jedne strane, i rastućeg udela domaćih depozita u novim izvorima, s druge strane, prisutan je od sredine 2006. Banke delom finansiraju nove plasmane, pored gorepomenute oslobođene likvidnosti iz repo plasmana, i smanjenjem neto kredita državi od oko 180 miliona evra (neto povećanje državnog depozita kod banaka), Tabela T8-4. Depoziti

...i novim depozitima stanovništva

privrede su tek umereno uvećani, za oko 100 miliona evra, što je očekivano za ovu vrstu depozita koji tradicionalno nisu značajan izvor bankarskog finansiranja (podsećamo da je krajem 2006. došlo do naglog nagomilavanja ovih depozita – oko 500 miliona evra prirasta u Q4 2006, dok se ta pojava u Q1 2007. zaustavila).

Tabela T8-4. Srbija: poslovanje banaka – izvori i struktura plasmana, korigovani tokovi¹⁾, 2005–2007

	2005				2006				2007	
	Mar.	Jun	Sep.	Dec.	Mar.	Jun	Sep.	Dec.	Mar.	Jun
	u milionima evra, kumulativi od početka godine									
Izvori sredstava (-, povlačenje)	-377	-1.051	-1.712	-2.783	-539	-2.208	-3.468	-5.237	-325	-1.061
Domaći depoziti	-73	-488	-913	-1.314	-116	-550	-1.322	-2.245	-339	-757
Depoziti stanovništva	-144	-350	-575	-884	-178	-413	-795	-1.200	-329	-652
dinarski depoziti	1	-27	-40	-46	-13	-54	-51	-124	-35	-57
devizni depoziti	-145	-323	-535	-838	-165	-359	-744	-1.076	-295	-595
Depoziti privrede	71	-138	-338	-430	63	-137	-527	-1.045	-10	-105
dinarski depoziti	29	-92	-223	-363	36	-52	-295	-739	23	112
devizni depoziti	43	-46	-115	-68	27	-85	-232	-307	-33	-218
Zaduživanje u inostranstvu	-169	-345	-506	-1.194	-401	-1.278	-1.433	-1.660	-10	266
Kapital i rezerve ¹⁾	-134	-218	-293	-275	-22	-380	-713	-1.331	25	-569
Devizne rezerve (-, povlačenje)	-89	-3	-27	-29	-190	-191	-36	-77	-14	5
Plasmani¹⁾	402	802	1.369	2.058	417	1.193	1.906	3.100	687	1.294
Ukupno privreda i stanovništvo	337	651	1.147	1.893	272	847	1.320	1.541	575	1.508
Privreda	274	437	697	1.172	85	390	557	536	313	865
kratkoročni plasmani	217	385	597	835	85	254	258	194	195	549
dugoročni plasmani	57	52	101	337	1	136	299	341	118	315
Stanovništvo	63	214	450	721	187	457	763	1.006	263	644
kratkoročni plasmani	8	18	38	81	50	106	169	194	36	101
dugoročni plasmani	54	196	412	640	137	351	594	811	226	543
Plasmani u hartije NBS (repo i trajna prodaja) ²⁾	20	196	235	185	162	448	740	1.637	200	-11
Neto kreditiranje države ³⁾	25	-64	-21	-43	-20	-107	-157	-79	-89	-203
PRO MEMORIA										
Obavezne rezerve i depoziti	24	241	438	945	216	1.182	1.535	1.813	-146	242
Ostala potraživanja od NBS (neto) ⁴⁾	-38	-5	-3	54	-56	-75	-46	0	13	-44
od čega: slobodne rezerve posl. banaka	-32	-21	-19	12	-55	-59	-73	-50	20	-56
Ostale stavke ⁵⁾	61	1	-61	-158	168	130	166	499	-110	-464
Efektivna obavezna rezerva (u %) ⁶⁾	26	27	28	31	32	38	38	36	34	37
Direktno zaduživanje privrede u inostranstvu + bankarski plasmani privredi	353	799	1.281	2.035	325	897	1.599	2.102	762	2.539
od čega: direktno zaduživanje privrede u inostr.:	79	363	583	863	239	507	1.043	1.567	450	1.674
Srednjeročno i dugoročno	75	349	589	846	224	479	979	1.523	438	1.630
Kratkoročno	5	14	-6	17	15	29	64	43	12	44
kvartalni tokovi (prirosti stanja), u % BDP-a⁷⁾										
Ukupni plasmani privredi i stanovništvo	9,1	11,7	13,0	17,4	9,9	14,2	15,3	10,3	15,9	30,3
Plasmani privredi iz domaćeg sistema	6,0	3,2	4,7	8,1	1,6	5,1	2,5	-0,3	4,8	7,7
Direktno zaduživanje privrede u inostranstvu	1,7	5,5	4,0	4,8	4,6	4,5	8,1	7,3	7,0	17,2 ⁷⁾
Plasmani stanovništву	1,4	2,9	4,3	4,6	3,6	4,6	4,7	3,4	4,1	5,3

Izvor: Tabela P-12, u Analitičkom prilogu.

1) Prirasti plasmana dobijeni su pod pretpostavkom da je 70% od ukupnih plasmana indeksirano prema evru, pri čemu je pretpostavljeno da su dugoročni plasmani privredi i stanovništvo indeksirani u celosti. Prirasti za originalno dinarske vrednosti depozita izračunati su po prosečnom kursu za odgovarajući period, za devizne depozite – kao razlika stanja preračunatih po kursu na krajevima perioda. Kapital i rezerve preračunati su po kursu evra na krajevima perioda i ne sadrže efekat kursnih razlika od preračunavanja ostatka bilansa.

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

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

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

5) 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.

6) 9,1% BDP-a odnosi se na kredit Telekomu za kupovinu Telekoma Republike Srbске.

8) U proračunu je korišćen odgovarajući kvartalni BDP.

Priast depozita stanovništva od 320 miliona evra u Q2 (230 miliona evra u Q2 2006, 329 miliona evra u Q1 2007) predstavlja stabilan rast ovih depozita. Odnosi se na porast nove devizne štednje od 300 miliona evra (295 miliona u Q1 2007, 195 miliona u Q2 2006) i porast dinarskih depozita od 20 miliona evra, Tabela T8-4.

Centralna banka: bilans i monetarna politika

Tabela T8-5. Srbija: NBS – otkup deviza i sterilizacija, 2005–2007¹⁾

NBS zauzima pasivniju ulogu u Q2	2005				2006				2007	
	Mar.	Jun	Sep.	Dec.	Mar.	Jun	Sep.	Dec.	Mar.	Jun
TOK										
u milionima dinara, kumulativi od početka godine										
Neto sopstvene rezerve NBS ²⁾	9.949	29.646	48.293	63.136	4.628	49.014	78.899	145.315	15.055	46.176
Neto sopstvene rezerve NBS (u evrima)	123	364	587	759	53	564	933	1.783	188	577
Neto Domaća aktiva (NDA)	-18.426	-35.268	-44.208	-46.040	-20.755	-54.348	-74.989	-105.744	-46.267	-57.974
Dinarski krediti države	-284	-4.883	-5.506	-6.077	-1.595	-1.856	-1.858	120	-710	-735
Dinarski depoziti države	-12.538	-8.482	-14.796	-18.576	-4.789	-14.422	-10.572	17.540	-30.939	-56.748
od čega: lokalna samouprava	-5.259	-3.213	-4.965	-824	-6.068	-5.339	-5.505	-3.500	-6.768	-13.485
Repo operacije ³⁾	-3.206	-17.607	-19.804	-16.829	-14.258	-39.152	-63.335	-132.903	-16.675	-2.094
Ostala (domaća) aktiva, neto ⁴⁾	-2.398	-4.296	-4.102	-4.558	-113	1.082	776	9.499	2.057	1.603
Primarni novac	-8.477	-5.622	4.085	17.096	-16.127	-5.334	3.910	39.571	-31.212	-11.798
od čega: gotovina u opticaju	-5.797	-2.849	2.118	8.485	-7.825	-4.724	-1.540	14.811	-9.792	-3.395
od čega: slobodne rezerve	-2.403	-3.675	-1.753	3.518	-8.643	-7.916	-2.106	16.516	-13.061	-3.309
PORAST										
kumulativi, u % od stanja početnog H⁵⁾										
Neto sopstvene rezerve NBS ²⁾	14,9	43,9	72,4	93,4	7,9	52,5	73,5	135,1	11,2	34,5
Neto Domaća aktiva (NDA)	-25,9	-51,1	-67,1	-71,2	-25,0	-58,1	-69,4	-93,2	-34,6	-43,3
Dinarski depoziti države	-16,2	-11,0	-19,2	-24,0	-5,1	-15,3	-11,2	19	-23,1	-42,4
Repo operacije ³⁾	-4,1	-22,8	-25,6	-21,8	-15,1	-41,5	-67,1	-141	-12,5	-1,6
Ostala (domaća) aktiva, neto ⁴⁾	-5,5	-17,4	-22,3	-25,4	-4,8	-1,4	9,0	29	1,5	1,2
Primarni novac	-11,0	-7,3	5,3	22,1	-17,1	-5,7	4,1	41,9	-23,3	-8,8
od čega: gotovina u opticaju	-7,5	-3,7	2,7	11,0	-8,3	-5,0	-1,6	16	-7,3	-2,5
od čega: slobodne rezerve	-3,1	-4,8	-2,3	4,6	-9,2	-8,4	-2,2	18	-9,8	-2,5
PRO MEMORIA										
Bruto dev. rezerve (kumul. od poč. god. u evrima)	273,3	568,3	1.167,5	1.860,0	387,7	1.420,9	2.945,0	4.083,1	-233,3	193,9
Bruto dev. rezerve (u % H s poč. god., u evrima)	33,3	72,5	147,4	228,4	43,1	132,1	237,5	307,6	3,2	11,6
Primarni novac (stopa rasta, 12-m, u %)	18,0	15,0	26,6	22,1	13,7	24,3	20,8	41,9	31,3	37,2
Gotov novac u opticaju (stopa rasta, 12-m, u %)	3,6	4,9	11,4	18,8	16,4	15,6	10,2	27,6	28,0	33,0

Izvor: Tabela P-13. 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 u QM-u 5, u odeljku 8.

3) Ova kategorija uključuje Blagajničke zapise NBS (BZ), i 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 ostalim aktivom (kapital i rezerve; i stavke u bilansu: ostala aktiva i ostala pasiva), i korigovan je za kursne razlike.

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

*Smanjuje obim operacija kako na deviznom...
...tako i na repo tržištu*

Primarni novac se u Q2 uvećava

kao posledica emitovanja dinara kroz devizno tržište...

...i tržište hartija NBS

...i usled povlačenja dinara kroz depozit države kod NBS

Država se ponaša restriktivno...

...uvećavajući dinarski depozit kod NBS

Primarni novac se u Q2 uvećao za 14,5% od početnog H što istovremeno predstavlja ubrzanje nominalnog 12-m rasta na 37,2% na kraju Q2 (31,3% na kraju Q1 2007), Tabela T8-5.

Primarni novac se povećava kao rezultat sledećih neto promena stanja pojedinih njegovih komponenti: prirosta neto sopstvenih deviznih rezervi NBS od 23,3% od početnog H (34,5% na kraju Q2 minus 11,2% na kraju Q1) i manjeg negativnog prirasta neto domaće aktive NBS od svega -8,7% od početnog H (43,3 % minus 34,6%), Tabela T8-5. Do smanjenja NDA dovelo je povećanje dinarskog depozita države od -19,3% od početnog H, smanjenja obaveza NBS prema bankama po osnovu prodaje hartija od vrednosti NBS od 10,9% od početnog H i smanjenja ostale neto aktive od 0,3% od početnog H.

Opisani pravci promene monetarne baze praktično znače da je NBS u Q2 plasirala oko 31 milijardu dinara putem deviznih transakcija (prevashodno otkup deviza od menjača i transakcije sa bankama) i oko 14 milijardi dinara kroz repo tržište (do sada je uvek neto povlačila dinare kroz repo ugovore i trajnu prodaju blagajničkih zapisa, detaljnije u Okviru 2). Monetarna baza H je u istom periodu redukovana putem povećanja dinarskog depozita države (uključujući i lokalne samouprave) kod NBS za oko 26 milijardi dinara. Time se država već drugi kvartal zaredom ponaša restriktivno, pri čemu je za razliku od prethodnog kvartala kada je ceo prirast dinarskog depozita poticao od konverzije deviznih sredstava sa deviznog depozita države, ovaj put se tek deo priliva od oko osam milijardi dinara odnosi na konverziju oko 100 miliona evra sa deviznog depozita države kod NBS (razlika između prirasta neto sopstvenih rezervi NBS u Q2 od 387 miliona evra, Tabela T8-9, i ukupnog otkupa deviza od javnosti od 288 miliona evra Tabela T8-8, odnosi se na otkup deviza NBS od države). Ostatak priliva od oko 18 milijardi dinara na dinarskom depozitu države, iako nemamo precizan podatak, sva je prilika, odnosi se na stvarno povučenu likvidnost iz sistema. On bi u tom slučaju, zajedno sa eventualnom isplatom budžetskih rashoda sa deviznog računa države (SDŠ) trebalo da korespondira kvartalnom budžetskom saldu

konsolidovanog sektora države (Tabela T7-2, odeljak 7. Fiskalni tokovi i politika) od 2,4 milijarde dinara. Naime devizni depozit države umanjen je u Q2 za oko 100 miliona evra, tj. oko osam milijardi dinara (-1160 miliona evra na kraju Q2 2007 manje -1247 na kraju Q1 2007, Tabela T8-9) koji se odnose na isplatu stare devizne štednje (SDŠ, Tabela T7-2 odeljak 7. Fiskalni tokovi i politika). Tako dolazimo do 10 milijardi dinara priliva na dinarski depozit države (uključujući i lokalne samouprave) kod NBS koji treba da korespondira sa fiskalnim suficitom od 2,4 milijarde dinara (Tabela T7-2). Preostalih 7,8 milijardi dinara priliva na dinarski račun (10 milijardi manje 2,4 milijarde) nismo uspeli da utvrdimo odakle potiče. Jedan od mogućih izvora mogao bi biti priliv sredstava lokalne samouprave koja ne potiču iz poreskih prihoda već, na primer, iz kredita od banaka ili premeštanja depozita iz banke u NBS. Priliv tih sredstava, pak, posredstvom monetarnih računa – nismo uspeli da utvrdimo sa sigurnošću.

Od ukupnog povećanja monetarne baze (H) koje iznosi 20,5 milijardi dinara u Q2, banke su zadržale oko 10 milijardi u vidu slobodne dinarske rezerve kod NBS. Ovaj veliki skok slobodne rezerve banaka ne može se sasvim tumačiti kao povećanje likvidnosti u sistemu budući da se najverovatnije odnosi na dokapitalizaciju neke od dve lokalne banke (AIK banke i Agrobanke) putem javne ponude za upis akcija koje su se dogodile u Q2. Propis koji se odnosi na izdavanje akcija putem javnog poziva prema kojem se prikupljeni dinarski depoziti zainteresovanih lica za upis akcija banke drže na računu kod NBS, dok se ne završi procedura emisije akcija (za detalje i primer videti odeljak 8, Okvir 3, QM7) – promenjen je u 2007. te se sada prikupljeni depozit zainteresovanih lica drži na namenskom računu banke koja emituje akcije kod neke druge banke u sistemu. Ta druga banka može da raspolaže sa ovakvim depozitom kao i sa bilo kojim drugim depozitom ali je moguće da se usled dve dokapitalizacije u kratkom periodu deo ovih prikupljenih sredstava zadržao na računu slobodnih rezervi kod NBS banke koja je otvorila račun banci koja emituje akcije.

Okvir 1. Gotovinski nemomenski krediti stanovništvu – uzroci i efekti novih mera NBS iz avgusta 2007.

Narodna banka Srbije donela je novu mera da bi usporila rast nemomenskih gotovinskih kredita banaka koja je stupila na snagu 27. avgusta 2007. godine. Mera predviđa da banke ubuduće nemomenske gotovinske kredite mogu odobravati s maksimalnim rokom dospeća od dve godine, što do sada nije bio slučaj. Naime, banke su posezale za produženjem rokova tih kredita kako bi otvorile sebi prostor za veći plasman, budući da se dužim rokom otplate smanjuje mesečna rata, i time zaobilazi postojeća obaveza da ukupna mesečna otplata svih kredita ne premašuje 30% primanja domaćinstva. Na taj način su ukupna potraživanja banaka po osnovu nemomenskih gotovinskih kredita narasla na nivo od 48,5% ukupnih kredita stanovništvu na kraju Q2 2007. (Tabela T8-6). Istovremeno, radi se o tradicionalno kratkoročnim kreditima, dok su u odobrenim kreditima stanovništvu banke tek 18,8% plasirale sa rokom do godinu dana (Tabela T8-6). Ova ročna neusklađenost ukazuje na potencijalno narastajući problem iz ugla prudencijalne supervizije. Sa aspekta uticaja na tražnju, ilustrativan je podatak da je u Q2 kvartalni prirast kredita stanovništvu dostigao 5,3% od kvartalnog BDP-a (Tabela T8-4), što predstavlja do sada najveći doprinos tražnji. Ako pretpostavimo da je u kvartalnim prirastima stanja oko polovina usmerena u nemomenske gotovinske kredite (kao i kada su u pitanju stanja kredita, Tabela T8-6), tada je jasno da ideo novoodobrenih nemomenskih kredita u ukupnoj tražnji od oko 3% kvartalnog BDP-a nije zanemarljiv.

Prilikom donošenja nove mere, u obrazloženju NBS navodi se da je ona višedimenzionalna, tj. NBS njome želi da pogodi više različitih ciljeva. Najpre, radi se o prudencijalnoj meri koja vodi računa o izloženosti banaka riziku kroz ovake plasmane. Dalje, tom merom, obrazlaže se, doprineće se suočavanju sa sve većim problemom spoljnotrgovinskog deficitata kome kroz rast tražnje za uvoznim proizvodima doprinose nemomenski gotovinski krediti. Konačno, kao usputna korist od ove mere, navodi se smanjenje sive ekonomije budući da se gotovina do koje građani dolaze putem nemomenskih gotovinskih kredita više troši u sivoj zoni na robu koja se prodaje bez plaćanja poreza.

8. Monetarni tokovi i politika

Tabela T8-6. Struktura kredita stanovništvu, stanje na kraju Q2 2007

	u milijardama dinara	u % od totala
Prema ročnosti*		
Kratkoročni (do godinu dana)	47,8	18,8
Dugoročni (preko godinu dana)	206,6	81,2
Total 1	254,3	100,0
Prema nameni**		
Nenamenski gotovinski	118,8	48,5
Potrošački	21,3	8,7
Stambeni	66,8	27,3
Ostali	38,0	15,5
Total 2	244,8	100,0

Izvor: *NBS; **Kreditni biro

Napomena: zbog dva različita izvora podataka totali kredita se razlikuju.

Ako razmotrimo suštinu mere i njene moguće efekte, možemo ustanoviti da ta mera po svojoj prirodi (usklađivanje vremenske strukture plasmana) ima najviše osnova za upotrebu u svrhe prudencijalne supervizije. Budući da su nenamenski krediti nedovoljno obezbeđeni i dužnik ih najčešće upotrebljava za potrošna dobra, ograničenje roka na dve godine iz tog ugla veoma je razložno. Takođe je verovatno da će usput ova mera doprinositi i legalizaciji novčanih tokova.

Ova mera može se s pravom protumačiti kao mera monetarne politike. Naime, njome se nastoji uticati na smanjenje tražnje, iako to nije na prvom mestu i potpuno eksplisitno navedeno u obrazloženju mере. Ovakva mera nije uobičajena za svrhe monetarne politike u tržišnim ekonomijama i zato može izgledati kao administrativna, jer se njome uvodi određeno ograničenje u način na koji banke plasiraju. Podsećamo, kamatna stopa centralne banke je novim okvirom monetarne politike označena kao osnovni instrument i u praksi se smatra jedinim pravim tržišnim i stoga poželjnjim instrumentom kojim se utiče na tražnju odnosno na cene čime se teži napuštanju svakog administrativnog regulisanja u vođenju monetarne politike. Ipak, posmatrano u trenutim uslovima, ako bi se tržišnim mehanizmom – povećanjem repo stope, pokušali kočiti nenamenski gotovinski plasmani: (a) delovalo bi se na sve kredite a ne samo na nenamenske gotovinske čime bi se rizikovalo da privreda takođe trpi, (b) došlo bi do pritiska ka apresijaciji kursa koja bi još više ugrozila spoljnotrgovinski bilans. U takvim uslovima upotreba ovakve mere deluje kao logičan izbor, ali i nužno zlo. Neizvesno je, pak, da li će mera imati značajan, ili samo marginalan, efekat na spoljnu trgovinu jer je teško sa sigurnošću utvrditi koji deo tih kredita se potroši na uvozne proizvode i usluge kao i koliki je, opet, njihov udeo u ukupnom uvozu zemlje. U isti mah, poznato je da banke često nađu alternativni kanal da realizuju svoje plasmane kada im se to administrativnim merama ograničava i tako zadovolje veliku tražnju za kreditima koja ocigledno postoji zbog velikih potreba stanovništva za nedostajućom likvidnošću. Tako je i produženje roka nenamenskih kredita nastalo kao reakcija na prethodnu (takođe prudencijalnu, ali sa očekivanim efektima na smanjenje ukupne tražnje) meru ograničenja mesečne rate na 30% prihoda domaćinstva. Slično tome, velika dokapitalizacija banaka u Q2 (Tabela T8-4) može se donekle tumačiti kao reakcija banaka na još jednu prudencijalnu meru iz prethodnog perioda – da ukupni krediti stanovništvu ne smeju da premaše 200% ukupnog kapitala banke (najavljen je da će do kraja 2007. godine taj cenzus biti pomeren na 150%).

Svi ovi primeri nam ukazuju da je, iako nije eksplisitno naznačeno, mera ograničavanja roka gotovinskih kredita, po svojoj prirodi prudencijalna mera, upotrebljena i za svrhe monetarne politike (ograničavanje tražnje radi uticanja na krajnji cilj monetarne politike – inflaciju). Time se, i kad zanemarimo opasnost da banke po običaju često nađu načina da zaobiđu mnoge netržišne mere i obezvrede njihov efekat, otvara pitanje primerenosti i rizičnosti upotrebe prudencijalnih mera za svrhe monetarne politike. Najzad, imajući sve prethodno u vidu, ne treba *a priori* odbaciti da neke ciljane administrativne mere za ograničenje kreditne ekspanzije u određenim slučajevima, i u određenim periodima, mogu imati smisla.

Okvir 2. Narodna banka Srbije u Q2 nije bitno menjala stepen restriktivnosti monetarne politike u odnosu na Q1 2007. godine

Narodna banka Srbije nije menjala stope obavezne rezerve tokom 2007. U Q2 je referentna kamatna stopa sa nivoa od 10,5% iz marta 2007, snijena na 10% krajem aprila, zatim na 9,5% na kraju maja 2007, koliko je iznosila do kraja avgusta kada je podignuta na 9,75% koliko je ostala do izlaska ovog broja QM-a. Devizni kurs je u Q1 realno apresirao za oko 3% (detaljnije u odeljku 3. Cene i devizni kurs), te uvezši sve ove faktore u obzir (obavezne rezerve, kamatnu stopu NBS i devizni kurs) možemo zaključiti da je u Q2, monetarna politika bila pasivnija nego u prethodnom periodu te da nije bitno menjala stepen restriktivnosti u odnosu na prethodni period, a možemo reći i da ga je blago popuštala.

NBS po prvi put neto emituje dinare kroz repo tržište u Q2...

... i u dva navrata snižava repo stopu

Narodna banka je u Q2 po prvi put od postojanja repo tržišta neto emitovala dinare posredstvom repo operacija i trajne prodaje svojih blagajničkih zapisa. Naime, u Q2 su banke počele da se povlače sa repo tržišta u tolikoj meri da su im dospeli repo plasmani od ranije veći od novih plasmana u repo ugovore i u 6-mesečne blagajničke zapise NBS. Naime, NBS je bankama prodavala šestomesečne blagajničke zapise (tzv. trajna prodaja) ali je neto (re)otkupila od banaka iznos ranije prodatih repo ugovora koji je nadmašio ove prve plasmane. Tako se ukupan stok bankarskih plasmana kod NBS na kraju Q2 smanjio u odnosu na kraj Q1 za oko 200 miliona evra u dinarskoj protivvrednosti (Tabele T8-4 i T8-5).

Tabela T8-7. Stope obavezne rezerve banaka kod NBS¹⁾, 12. 2004 – 8. 2007.

	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	45
NOVU DEVIZNU ŠTEDNJU ³⁾	47	47	45	41	38	40	40	40	40	40
SUBORDINIRANI KAPITAL						20	20	20	20	20
	uvodenje obavezne rezerve na kredite iz inostranstva	razdvajanje dinarske i devizne osnovice		stopa 38% važi i za novu deviznu štednju		uvodenje obavezne rezerve na subordinirani kapital				
Najvažnije izmene i dopune:										

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 se primenjuje na sve prilive iz inostranstva po osnovu zaduženja poslovnih banaka.

3) Prema važećoj regulativi do decembra 2005. godine obaveze poslovnih banaka da izdvajaju sredstava kod NBS po osnovu prikupljene nove devizne štednje stanovništva (štredni ulozi položeni 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 poverišćima Pariskog i Londonskog kluba. Osnovica se umanjuje za iznose dugoročnih stambenih kredita osiguranih kod Nacionalne korporacije za osiguranje stambenih kredita.

Okvir 3. Narodna banka Srbije zabeležila je gubitak u svom poslovanju u 2006. godini

Narodna banka je u 2006. godini na osnovu ukupnog poslovanja ostvarila značajan gubitak (30 milijardi dinara) što nije bio slučaj do sada (dobit od 14,8 milijardi u 2005) kako saznajemo iz objavljenih finansijskih izveštaja. Taj negativni rezultat u 2006. posledica je toga što su rashodi u toku 2006. bili vanredno veliki i nadmašili prihode koje NBS prevashodno ostvaruje plasiranjem deviznih rezervi: od kamata na depozite kod banaka u inostranstvu (8,6 milijardi u 2006.) i iz trgovine hartijama od vrednosti (9,6 milijardi dinara u 2006.). Rashodi koji su bili vanredno veliki u 2006. odnosili su se na neto negativne kursne razlike od 23,9 milijardi dinara i rashode na kamate po osnovu repo operacija isplaćene bankama od 10,9 milijardi dinara. Negativne kursne razlike predstavljaju većim delom obračunsku kategoriju (ne dovode do stvarne isplate novca) jer su nastale – s jedne strane, NBS ima tradicionalno veliku otvorenu deviznu poziciju (više deviznih sredstava – rezerve kojima raspolaže od deviznih obaveza u odgovarajućoj valutu) koja je na kraju 2006. bila u protivvrednosti od 293,8 milijardi dinara (što je 37% ukupne bilanske sume), i, s druge strane, da je u 2006. dinar značajno apresirao (za oko 9% nominalno) u odnosu na kraj 2005. Veliki rashodi kamata na repo operacije odnose se na veliki obim sterilizacije putem kratkoročne prodaje hartija od vrednosti NBS koji je narastao naročito u drugoj polovini 2006. sa ukupnog stoka od 16 milijardi dinara na kraju 2005. na stok od 141,8 milijardi na kraju 2006. (detaljnije o sterilizaciji u 2006. videti u QM6 i QM7 u odeljku 8. Monetarni tokovi i politika). Oni praktično implicitno predstavljaju i trošak monetarne politike u 2006. godini kojom je rapidno inflacija svedena sa dvocifrenih 13,1% međugodišnje na kraju avgusta 2006. na 6,6% na kraju decembra 2006.

Prema Zakonu o NBS, predviđeno je da se, ukoliko NBS u svom poslovanju ostvari gubitak, on pokriva iz posebnih rezervi, a ako ta sredstva nisu dovoljna onda iz budžeta Republike ili izdavanjem hartija od vrednosti koje za tu svrhu izdaje Republika Srbija i prenosi NBS. Rezerve akumulirane iz ranijeg dobitka koje poseduje NBS na kraju 2006. od 10 milijardi dinara nisu dovoljne da pokriju ceo gubitak iz 2006. Nemamo informaciju kako će se gubitak pokriti i da li će doći do smanjenja osnovnog kapitala NBS tom prilikom.

NBS se u Q2 gotovo potpuno isključila sa MDT

Tabela T8-8. Neto mesečna trgovina deviza: NBS – nedržavni sektor

	Na međubankarskom deviznom tržištu (NBS-posl. banke)	Od menjača	Ukupno
(-, neto prodaja deviza od strane NBS)			
u milionima evra			
2006			
Prosečna mesečna trgovina jan.-okt.	-64	151	87
Novembar	260	131	391
Decembar	154	86	240
2007			
Januar	-412	42	-370
Februar	-14,8	86	72
Mart	-54,1	114	60
April	0	137	137
Maj	-75,9	160,1	84
Jun	-19	85,7	67
Jul	-22	93,9	72

Izvor: NBS

Narodna banka je u Q2 veoma neznatno intervenisala na MDT, Tabela T8-8, što je i predviđeno novim okvirom monetarne politike iz avgusta 2006. Takođe, u skladu sa istom politikom, NBS je 4. juna donela Odluku prema kojoj se ona uključuje u međubankarsku trgovinu devizama i time određeni deo otkupljenih deviza od menjača vraća na tržište prodajući ih bankama po najpovoljnije kotiranom deviznom kursu bez namere da utiče na nivo kursa koji se odredi u trgovini među samim bankama. Ovim postupkom NBS doprinosi da konačno formirani kurs bude u većoj meri zasnovan na odnosima ukupne ponude deviza i ukupne tražnje za devizama.

Tabela T8-9. Struktura deviznih rezervi Srbije, stanja i tokovi 2005–2007

	2005				2006				2007	
	Mar.	Jun	Sep.	Dec.	Mar.	Jun	Sep.	Dec.	Mar.	Jun
u milionima evra, stanja										
Neto strana aktiva Srbije	2.028	2.241	2.548	2.544	2.303	2.674	4.403	5.164	5.413	6.130
Poslovne banke, neto	-487	-577	-761	-1.451	-2.042	-2.921	-2.920	-3.188	-3.213	-2.918
Bruto rezerve	724	810	787	784	594	593	748	707	693	712
Obaveze	-1.211	-1.387	-1.548	-2.235	-2.636	-3.514	-3.668	-3.895	-3.906	-3.630
Narodna banka Srbije, neto	2.515	2.818	3.309	3.995	4.345	5.595	7.323	8.352	8.626	9.048
Bruto rezerve	3.382	3.677	4.276	4.969	5.357	6.390	7.914	9.052	8.819	9.246
Obaveze	-868	-859	-967	-974	-1.011	-795	-591	-700	-193	-198
MMF	-654	-630	-765	-748	-787	-575	-373	-181	6	1
Ostale obaveze	-213	-229	-202	-226	-225	-220	-218	-519	-200	-199
STRUKTURA NETO REZERVI NBS										
1. Narodna banka Srbije, neto	2.515	2.818	3.309	3.995	4.345	5.595	7.323	8.352	8.626	9.048
1.1 Depoziti poslovnih banaka	-877	-1.083	-1.262	-1.725	-1.995	-2.858	-3.126	-3.210	-3.358	-3.478
1.2 Depoziti države	-223	-79	-170	-220	-247	-123	-1.213	-1.309	-1.247	-1.160
1.3 NBS sopstvene rezerve	1.415	1.656	1.878	2.050	2.103	2.614	2.983	3.833	4.021	4.410
(1.3 = 1 - 1.1 - 1.2)										
u milionima evra, kumulativni od početka godine										
Neto strana aktiva Srbije	19	233	540	535	-240	131	1.859	2.620	249	967
Poslovne banke, neto	-258	-348	-533	-1.223	-591	-1.469	-1.468	-1.737	-24	270
Bruto rezerve	-89	-3	-27	-29	-190	-191	-36	-77	-14	5
Obaveze	-169	-345	-506	-1.194	-401	-1.278	-1.433	-1.660	-10	266
Narodna banka Srbije, neto	278	581	1.072	1.758	350	1.600	3.328	4.357	274	696
Bruto rezerve	273	568	1.167	1.860	388	1.421	2.945	4.083	-233	194
Obaveze	4	13	-95	-102	-37	179	383	274	507	502
MMF	50	75	-61	-44	-38	173	375	567	187	182
Ostale obaveze	-46	-62	-34	-58	1	6	8	-294	320	320
STRUKTURA NETO REZERVI NBS										
1. Narodna banka Srbije, neto	278	581	1.072	1.758	350	1.600	3.328	4.357	274	696
1.1 Depoziti poslovnih banaka	-56	-263	-441	-904	-270	-1.133	-1.401	-1.485	-148	-269
1.2 Depoziti države	-98	46	-45	-95	-27	97	-993	-1.089	63	149
1.3 NBS sopstvene rezerve	123	364	587	759	53	564	933	1.783	188	577
(1.3 = 1 - 1.1 - 1.2)										

Izvor: NBS.

Napomena:

Devizne obaveze NBS se u monetarnom pregledu i u bilansu NBS tretiraju različito. U tu 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).

9. Finansijska tržišta

Dinarski promet na tržištu akcija porastao je u Q2 za 20%, a obavljen je 42,7% transakcija više nego u Q1 2007. Za razliku od prvog, u dugom kvartalu nosilac tog povećanja je diskontinualni deo tržišta. Prosečna transakcija u Q2 je za 15,9% manja nego u Q1, što ukazuje na nastavak povećanja učešća manjih, individualnih investitora. Po mnogima nerealno visok rast tržišta od početka godine "pukao" je u Q2 kada, inicirano političkom krizom, u maju dolazi do korekcije cena na tržištu akcija. BELEX15 i BELEXline¹ 9. maja ostvaruju rekordan dnevni gubitak vrednosti od 6,53% i 5,24% respektivno. Nakon kratkog oporavka tržišta, nekoliko dana zatim započinje trend pada koji se nastavlja i u Q3. Oba investiciona fonda u Srbiji, Delta Plus i FIMA ProActive, prate kretanje tržišta, ali s blažim promenama. Kombinacija smanjenja referentne stope NBS i ubrzanja inflacije dovode do daljeg pada realnih prinosa na repo instrumente koji se u Q2 smanjuju sa 5,88% na 4,39%. Prinosi na trezorske zapise Republike Srbije spustili su se do nivoa od 6,04%. Na tržištu obveznica SDŠ nastavlja se pad prinosa. Najveći gubitak u Q2 ostvaruju A2008 i A2009, oko 52bp, odnosno 48bp, respektivno. Istovremeno je ostvaren istorijski najveći obim trgovanja obveznicama SDŠ od oko 78,4 miliona evra, što je rast od 52,1% u odnosu na Q1 2007. Podaci o učešću stranih investitora na domaćim tržištima u Q2 pokazuju da su domaći investitori nosioci povećanog obima na tržištu SDŠ.

U Q2 rekordne vrednosti prometa i broja transakcija na BELEX-u

Nastavlja se trend "usitnjavanja" prosečne transakcije

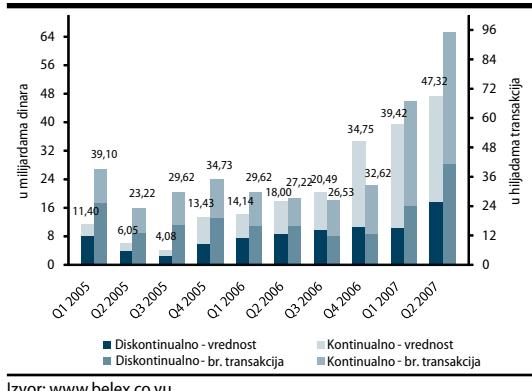
U Q2 nosilac povećanja prometa je diskontinualni deo tržišta

Sa 95.000 obavljenih transakcija ukupne vrednosti od oko 47 milijardi dinara, srpsko tržište akcija nastavlja trend rasta i u Q2 2007. godine (Grafikon T9-1). U odnosu na Q1 2007. broj obavljenih transakcija porastao je za 42,7%, a ukupan promet u dinarima zabeležio je rast od 20%. U odnosu na Q1 2006, obavljen je 250% više transakcija vrednosti veće za 163%.

U Q2 2007. nastavlja se "usitnjavanje" transakcija, tj. povećanje učešća manjih, individualnih investitora na tržištu akcija. Prosečna transakcija u ovom kvartalu bila je vrednosti 496,5 hiljada dinara, što je za 15,9%, manje nego u Q1 2007, odnosno za 53,4% manje nego u Q4 2006. godine.

Za razliku od prethodnih kvartala, kada je deo tržišta na kome se trguje metodom kontinualnog trgovanja bio nosilac povećanog prometa na Beogradskoj berzi, Q2 donosi preokret u trendu strukture trgovanja – sada je diskontinualni deo tržišta najviše zaslužan za povećanje prometa. Na diskontinualnom delu tržišta obavljeno je, čak 72,5% više transakcija vrednosti prometa veće za 68,9% nego u prethodnom kvartalu. Metodom kontinualnog trgovanja, međutim, istrgovano je akcija ukupne vrednosti za samo 2,4% veće nego u Q1 2007, dok je broj transakcija porastao za 26%. U odnosu na Q1 2006. kontinuirani segment i dalje je nosilac rasta obima trgovanja s porastom vrednosti od 221% i 381% više obavljenih transakcija, dok na diskontinualnom segmentu tržišta taj porast iznosi 102% odnosno 158%, respektivno. Naredni meseci će pokazati da li je ovaj preokret u strukturi trgovanja samo privremen ili početak novog trenda.

Grafikon T9-1. Obim i struktura trgovanja akcijama, 2005–2007



Izvor: www.belex.co.yu.

Nastavljen je trend da je grupa od pet najtrgovanih akcija odgovorna za više od polovine ukupnog prometa na kontinualnom segmentu tržišta, preciznije za 61% u Q2. Od toga je, opet, samo jedna akcija, AIK banka a.d. Niš (AIKB), zasluzna za skoro 20% prometa kontinualnog dela tržišta. Korpa od pet akcija

¹ BELEXline je novi indeks Beogradske berze, koji je zamenio BELEXfm indeks. Za opis konstrukcije indeksa videti Okvir 1 u ovom odeljku.

koje su tokom Q2 2007. uvek bile pri vrhu tržišta po obimu trgovanja ostala je ista kao i u prethodnom kvartalu².

Na srpskom tržištu kapitala Q2 2007. bio je "buran" – došlo je do dugo najavljujivane korekcije cena čime je zaustavljen neprekidni trend rasta na tržištu akcija započet još u julu 2006. godine. Kao i prošle godine, u Q2 počinje korekcija cena na Beogradskoj berzi što se poklapa sa sličnim trendovima kako na berzama u regionu, tako i svetskim tržištima kapitala. Izuzetan rast Belex-a od početka godine nije u potpunosti bio zasnovan na jačanju domaćih preduzeća i privrede uopšte, već je pre bio uzrokovani očekivanjima investitora koja se nisu ostvarila objavom poslovnih rezultata većine preduzeća. Razlog za rast jeste bilo ali ne i za toliki rast, što je neminovno vodilo korekciji tržišta. Prva korekcija nastupila je krajem aprila kada je indeks BELEX15 za nedelju dana izgubio oko 8% vrednosti, a BELEXLine za tri dana oko 4%. Nakon ove korekcije oba indeksa su se oporavila i čak dostigla nove istorijske maksimume. BELEX15 postigao je 3. maja vrednost od 3.335,20 indeksnih poena, a BELEXLine od 5.007,34, nakon čega dolazi do nove korekcije na tržištu akcija i do rekordnih dnevних pomeranja vrednosti indeksa. Belex15 izgubio je 9. maja čak 6,53%, a BELEXline 5,24% svoje vrednosti. Jedan od uzroka tog naglog pada tržišta akcija bila je politička kriza u zemlji. Kada je narednih dana došlo do povoljnog razrešenja krize i tržište akcija je reagovalo u skladu s tim. Tako je 11. maja zabeležen re kordni dnevni rast vrednosti oba indeksa, pa su BELEX15 i BELEXLine porasli za 11,44%, odnosno 6,79%, respektivno. U prošlom broju QM-a ukazali smo da povećano učešće manjih, individualnih investitora vodi preciznjem formiranjem cena akcija i povećanjem efikasnosti tržišta. Pomenuta majska epizoda pokazala je povećanu osjetljivost upravo tih investitora, što je i rezultovalo efikasnim, mada ipak pomalo paničnim, odgovorom tržišta na prilike u zemlji. Ujedno, pojačano je i prisustvo većih stranih institucionalnih investitora što je, s jedne strane zaustavilo trend preovlađujućeg „jednosmernog“ trgovanja³, a s druge dovelo do normalizacije tržišta. Ovi investitori su mnogo smirenije reagovali tokom perioda privremene političke krize i nisu podlegli panici što je delom uticalo na uravnoteženje tržišta. Nažalost, politička kriza u maju nije uzrokovala samo privremeni pad tržišta akcija. Naredni meseci pokazali su da je bila samo "početni okidač" inače dugo najavljujivane korekcije tržišta. Nakon početnog oporavka tržišta dolazi do silaznog trenda, pa je tako indeks BELEX15, sa 3.231,18 indeksnih poena, koliko je imao 14. maja, pao za 15,91% na minimalnih 2.717,04 poena do 13. juna. BELEXLine od 16.maja do 12. juna gubi 10,62% vrednosti i dostiže minimum od 4.403,06 indeksnih poena. Tu se i zaustavlja pad oba indeksa koji nastavljaju da se kreću u uskom opsegu vrednosti.

Okvir 1. Opšti indeks akcija Beogradske berze – BELEXline

Beogradska berza je od 2. aprila počela izračunavanje novog indeksa, BELEXline¹, koji je u potpunosti zamenio BELEXfm. BELEXline predstavlja kretanje cena reprezentativnog uzorka hartija kojima se trguje, dok je BELEXfm davao prikaz kretanja cena svih hartija koje su zaključile najmanje jednu transakciju. Kao posledica ove metodologije, BELEXfm nije realno odsliskavao tržišnu aktivnost jer su u njegovoj korpi dominirale akcije kojima se uglavnom nije trgovalo. Tako je u trenutku ukidanja BELEXfm sadržao 988 akcija, a na Beogradskoj berzi se u proseku dnevno ne trguje sa više od 120 akcija. Zbog toga je u indeksu značajno umanjen efekat najlikvidnijih akcija, što se i pokazalo tokom perioda snažnog rasta berze kada je BELEXfm prikazivao mnogo slabiji rast tržišta od indeksa BELEX15.

Ideja Beogradske berze jeste da BELEXline najbliže moguće opisuje ukupna (*broad market*) tržišna kretanja i da može služiti kao podloga (*underlying*) za kreiranje strukturiranih proizvoda i derivativa na domaćem i inostranom tržištu². To je dodatni razlog "nepogodnosti" BELEXfm indeksa jer on

¹ Bazni datum indeksa je 30. septembar 2004, sa baznom vrednosti 100 indeksnih poena. Prvog dana primenjivanja vrednost indeksa iznosi je 4.240,91 indeksnih poena.

² Metodologija za izračunavanje indeksa BELEXline Ver 1.0, Beogradska berza, mart 2007., www.belex.co.yu

² Korpu čine akcije: AIKB (Aik banka), MTBN (Metals banka), AGBN (Agrobanka), SJPT (Soja protein i ENHL (Energoprojekt holding), koje su tokom Q1 i Q2 2007. uvek bile u prvih deset akcija po vrednosti obima trgovanja.

³ Odnos se na trgovanje koje je za cilj imalo preuzimanje kompanija privatizovanih podelom akcija radnicima i koje se ogledalo u prodaji akcija radnika i individualnih vlasnika budućim vlasnicima kompanija.

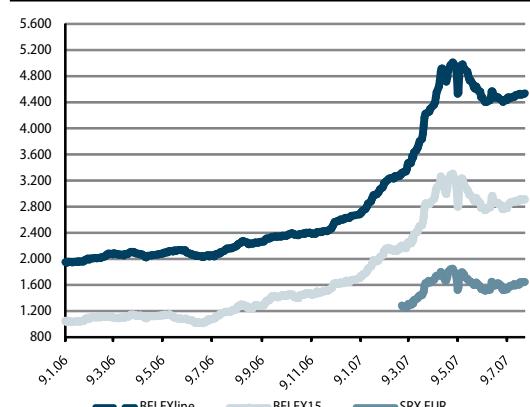
9. Finansijska tržišta

nije mogao služiti kao podloga za ove proizvode s obzirom na metodologiju kojom je konstruisan. Svaka indeksna korpa BELEXfm se razlikovala od prethodne i nije bilo moguće predvideti promenu strukture indeksne korpe što ga je činilo nemogućim za replikaciju.

Indeksna korpa je tako konstruisana da se zadovolje dva osnovna cilja indeksa: (a) da predstavi kretanje cena akcija kojima se trguje na najmanje 10% od ukupno zakazanih trgovanja u prethodnom kvaratalu i (b) da predstavi kretanja što većeg procenta ukupne tržišne kapitalizacije akcija na Beogradskoj berzi. Indeks je ponderisan ukupnom tržišnom kapitalizacijom, i ne prilagođava se za isplaćene dividende. Broj izdavalaca čije akcije čine indeksnu korpu ne može biti manji od 70 i konstantan je tokom perioda između dve revizije indeksa. Iako ne postoji ograničenje u pogledu maksimalnog broja komponenti indeksne korpe, Beogradska berza će težiti formiranju reprezentativnog uzorka sa ne više od 150 indeksnih komponenti. Tokom Q2 2007. korpa ima 100 komponenti.

Rekordna dnevna pomeranja vrednosti indeksa i početak dugog silaznog trenda u Q2

Grafikon T9-2. BELEXline, BELEX15 i SRX EUR indeksi, 2006–2007

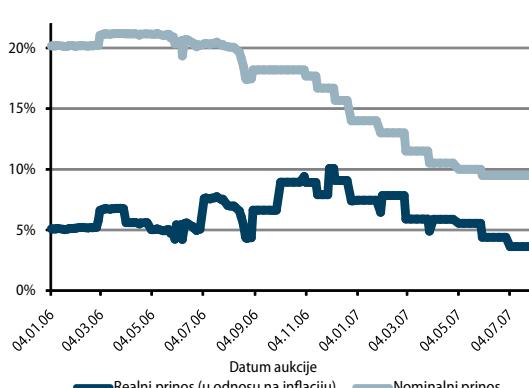


**NBS nastavila
smanjenje stope
prinosa na 2w repo**

**Realni prinosi na repo
transakcije krajem
Q2 nastavili pad zbog
povećanja inflacije**

Narodna banka Srbije je i u Q2 nastavila s politikom smanjenja kamatne stope na 2w repo transakcije. Referentna kamatna stopa koja je početkom kvartala iznosila 10,5% smanjena je, prvo, na 10%, a zatim na 9,5% gde je ostala i do sredine Q3 (Grafikon T9-4). Realni prinosi posmatrani u odnosu na stopu inflacije takođe su nastavili pad sa smanjenjem nominalne stope (Grafikon T9-5). Realni prinosi su se sa 5,88% na početku Q2 smanjili za 149 bp, na 4,39%, da bi u prvom delu Q3 pali na daljih 3,63%. Pad realnih prinosa na repo operacije doveo je do daljeg slabljenja interesovanja investitora za ovo tržište. Tako je u Q2 stok repo ugovora i blagajničkih zapisa NBS smanjen za 200 miliona evra u odnosu na prethodni kvartal (više detalja videti u odeljku 8. "Monetarni tokovi i politika"). Budući da NBS od juna nije menjala referentnu stopu, glavni uzrok daljeg pada realnih prinosa na repo operacije jeste ubrzavanje inflacije u junu i julu.

**Grafikon T9-5. Realni¹⁾ i nominalni REPO
prinosi, 2006–2007**



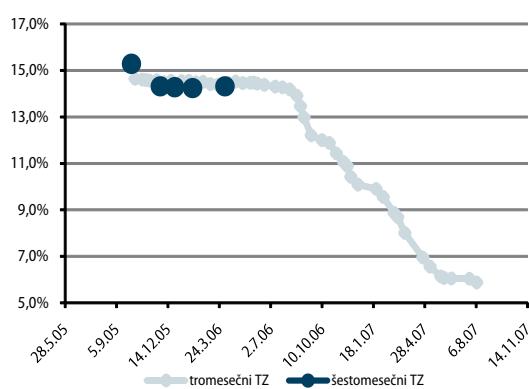
Izvor: NBS.

1) U odnosu na inflaciju.

**Dalji pad prinosa
na trezorske zapise
Republike Srbije**

Opadajući trend prinosa na trezorske zapise Republike Srbije ostao je nepromenjen i u Q2 2007. (Grafikon T9-6). Najviši prinos od 6,95% postignut je na aukciji 24. aprila, a najniži od 6,04% na aukciji održanoj 19. juna. Od kraja maja 2006. prinosi na TZ su se smanjili za oko 800bp. Vrednosti emisija tromesečnih TZ bile su, kao i obično, ili 500 miliona ili milijardu dinara. Ukupna nominalna vrednost svih TZ emitovanih tokom Q2 iznosila je 4,5 milijardi dinara, za 500 miliona dinara više nego u Q1 2007.

**Grafikon T9-6. Stope prinosa na tržištu
trezorskih zapisa, 2005–2007**



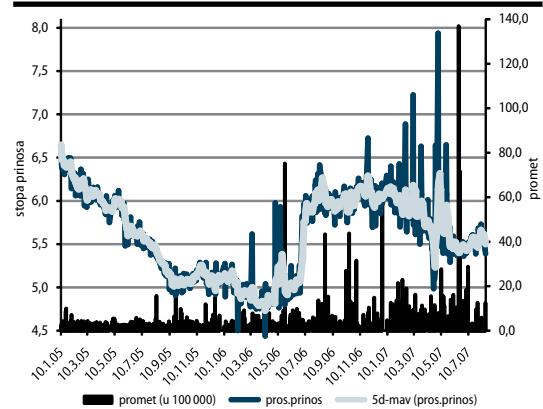
Izvor: Ministarstvo finansija.

**Blaži pad prosečnog
prinosa na obveznice
SDŠ u Q2 možda
najavljuje promenu
trenda**

**U junu ostvaren
rekordni obim
trgovanja obveznicama
SDŠ od 44 miliona evra**

U Q2 2007. nastavljen je pad prinosa na obveznice stare devizne štednje (Grafikon T9-7), mada nešto slabiji nego u Q1, što možda najavljuje promenu trenda u narednim mesecima. U proseku u odnosu na Q1 – obveznice su u prinosu izgubile oko 37 bp. Najveći pad prinosa ostvaren je kod obveznica sa skorijim dospećem, A2008 i A2009, koje su u proseku izgubile oko 52bp i 48bp respektivno, što je novina budući da su do sada obveznice sa skorijim dospećem obično beležile najveći porast prinosa. Nestabilnost i pad tržišta akcija u Q2, kao i smanjeni realni prinosi na repo operacije NBS, usmerili su investitore na tržište obveznica SDŠ. Verovatno su investitori utočište našli, prvenstveno, u obveznicama sa skorijim dospećem zbog manjeg rizika koji nose,

**Grafikon T9-7. Prosečan prinos na
obveznice SDŠ¹⁾**



www.belex.co.yu.

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

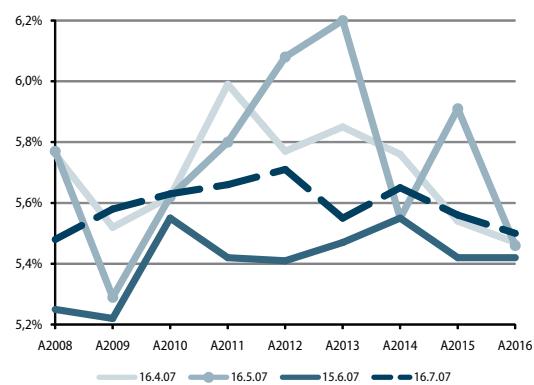
Napomena: Grafikon je dobijen kao ponderisani prosečni prinos na hartije A2006 do A2016. Kao ponderi su korišćene vrednosti prometa na svakoj od hartija.

9. Finansijska tržišta

Najveći pad prinosa je na obveznice sa skorijim dospećem

što je dovelo do ubrzanog rasta cena kod njih i samim time do pada prinosa. Tokom celog Q2 krivé su, za kratkoročnije obveznice, invertovane, ali sa sve manjom razlikom između A2008 i A2009, da bi početkom Q3 kriva prinosa u delu dospeća od jedne do pet godina bila normalna, a za duža dospeća uglavnom opadajuća (Grafikon T9-8).

Grafikon T9-8. Krive prinosa na obveznice SDŠ



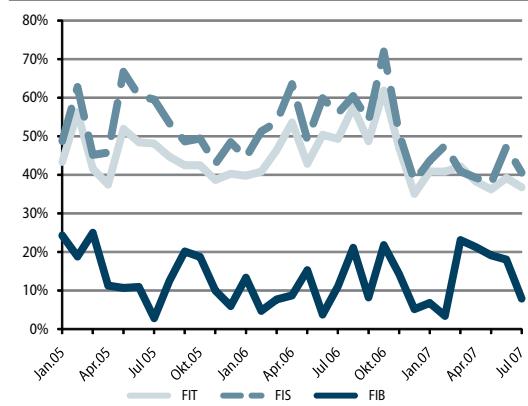
Izvor: www.belex.co.yu.

I dalje povećano učešće stranih investitora na tržištu obveznica SDŠ, ali su domaći investitori nosioci povećanog obima

Učešće stranih investitora na srpskom tržištu kapitala smanjilo se tokom prva dva meseca Q2 2007. (Grafikon T9-9). Na tržištu akcija (kriva FIS, Grafikon T9-9) učešće je palo za oko 3% na 37,82%, što je nastavak blago opadajućeg trenda skraja Q1 2007. koji je verovatno uzrokovana političkom nestabilnošću i problemima sa formiranjem nove vlade Srbije. Na drugoj strani imali smo povećanje prometa u odnosu na Q1 što ukazuje na to da su i dalje nosioci povećanog prometa na tržištu akcija domaći investitori, a imajući u vidu veličinu prosečne transakcije, radi se o manjim individualnim investitorima.

Nakon stabilizacije političkih prilika u junu dolazi do povećanja učešća stranih investitora za 9,45%. Na tržištu obveznica (kriva FIB, Grafikon T9-9) i dalje je visoko učešće stranih investitora u odnosu na ranije periode i kreće se oko 20%. Kako u junu dolazi do blagog pada njihovog učešća od 1% u odnosu na maj, i to u trenutku rekordnog porasta obima, možemo zaključiti da su u absolutnim vrednostima strani investitori nastavili da povećavaju svoje prisustvo na tržištu SDŠ, ali da su ipak domaći investitori bili ti koji su uzrokovali značajno povećanje obima trgovanja.

Grafikon T9-9. Stope učešća stranih investitora, 2005–2007



Izvor: www.belex.co.yu.

Legenda: FIT - Učešće stranih investitora u ukupnom prometu, FIS - strani investitori na tržištu akcija, FIB - strani investitori na tržištu obveznica.

⁶ Ostvareni obim na tržištu obveznica SDŠ iako je izražen u evrima, u suštini predstavlja broj obveznica kojima se trgovalo, budući da je nominalna vrednost jedne obveznice jedan evro.

POD LUPOM

Hanibal ante portas ili o izazovima i mogućnostima primene Bazel II standarda

Evan Kraft*

Branko
Urošević**

Boško
Živković***

Evoluciju bankarske delatnosti prati, od trenutka kada su se pojavile centralne banke i konfidencijalni (fiducijarni) novac, snažan sukob interesa. Pojedinačna banka a posebno njeni vlasnici teže, prirodno, smanjivanju sopstvenih ulaganja (kapitala banaka) i povećanju prinosa. Ta vrsta *moralnog hazarda*, koja je svojstvena bankarstvu kao delatnosti, ugrožava stabilnost pojedinačne banke i bankarskog sistema u celini. Regulator, poučen iskustvima teških bankarskih kriza u kojima najveće gubitke trpe vlasnici depozita, teži sigurnosti i pouzdanosti bankarskog sistema. Mada je taj sukob regulativom značajno ublažen, on je još vrlo dubok jer su aktivni i njegovi bazični uzročnici: asimetrija informacija (engl. *information asymmetry*) koja postoji na tržištima kredita i njena teška posledica – nepoželjan ili nepovoljan izbor (engl. *adverse selection*) pri ulaganju resursa banke. Gubitak koji može pretrpeti banka težeći maksimalnom prinisu može se prevaliti na vlasnika depozita ili na državu ukoliko ona osigurava depozite. I ta pojava jeste posebna vrsta rizika – ima poreklo u *moral hazard* problemu, koji je u bankarskoj delatnosti odavno poznat i opisan. Ove specifičnosti bankarstva u odnosu na druge delatnosti jesu osnovni razlog što je ono, u gotovo svim zemljama savremenog sveta, pod snažnom regulacijom države i kvazidržavnih agencija.

1. Uvod

Globalizacija bankarske delatnosti tokom poslednje tri decenije XX veka dovela je i do globalizacije fenomena kriza kao i antikriznih mera. Velika globalna kriza dugova tokom osamdesetih godina dovela je do usvajanja Bazel I standarda 1988. godine. Još jedan, možda i važniji razlog za uvođenje Bazele I bio je da se izjednače uslovi pod kojima banke posluju na globalnom tržištu. Japanske banke su u to vreme imale znatno niže nivo rezervi nego banke u zapadnim zemljama. Ostali veliki igrači smatrali su to za neloyalnu konkurenčiju. Osnovni skup pravila Bazel I sporazuma ticao se dominantno kreditnog portfolia banke kao najvećeg dela prinosne aktive banke. Bazel I je standardizovao praksu upravljanja rizicima unutar banke i praksu nadzora nad nacionalnim bankarskim sistemima. Iako je to bio veliki korak napred, Bazel I je brzo pokazao ozbiljne slabosti. I upravljanje rizicima unutar banke i nadzor bankarske delatnosti, metodološki zasnovani na Bazel I standardu, nisu bili dovoljno efikasni da bi sprečili izbijanje novih bankarskih kriza. I regulatorima je, kao i upravama banaka, bila potrebna preciznija, fleksibilnija i objektivnija metodologija merenja rizika i na njoj zasnovana regulatorna pravila. Najveće nezadovoljstvo, posebno kod velikih banaka, izazvalo je to što Bazel I na sve vrste i visine kredita primenjuje isti standard – koeficijent kapitalne adekvatnosti (CAR) od minimalno 8% (u Evropskoj uniji i SAD). U zemljama s većom izloženošću riziku taj procenat je veći (npr., 10% u Hrvatskoj, 12% u Srbiji), shodno proceni supervizora o rizičnosti datog tržišta.

* Hrvatska narodna banka.

**Ekonomski fakultet Univerziteta u Beogradu i Južnoevropski centar za savremene finansije (SECCF).

*** Ekonomski fakultet Univerziteta u Beogradu.

Prvi značajan iskorak iz Basel I standarda bilo je prepoznavanje tržišnog rizika kao značajne komponente rizika banaka, te uvođenje VaR (*Value at Risk* ili rizikovane vrednosti) kao mera rizika tržišnog portfolia¹.

2. Osnovne ideje Basel II standarda

Dalji razvoj bankarske delatnosti i finansijskih tržišta učinili su neophodnim to da se formuliše novi metodološki okvir za koncept sigurnosti pojedinačne banke kao i bankarskog sistema u celini. Januara 1999. Bazelska komisija dala je predlog novog Sporazuma koji je u žargonu poznat kao Basel II sporazum. Konačna verzija novog Sporazuma objavljena je juna 2004. i postala važeća od decembra 2006. godine (u EU Basel II je zakonski obavezujući od januara 2007, dok je primena u SAD počela u julu 2007). Basel II sadrži tri međusobno povezana skupa pravila ili tri *stuba*: prvi stub čine norme adekvatnosti kapitala, drugi stub je prudencioni nadzor nad promenama adekvatnosti kapitala, kao i kontola nad metodologijom za praćenje rizika koje koriste banke, dok je treći stub tržišna disciplina, što uključuje otkrivanje potrebnih informacija o osnovnim rizicima s kojima se suočava banka i stvaranje osnove za ocenjivanje adekvatnosti kapitala date banke od strane drugih učesnika na tržištu. Basel II sporazum u osnovi zadržava definiciju kapitala i rezervi banke iz amandmana Sporazuma iz Bazela od 1996. ali je koriguje na više načina. Prvo, pored tržišnog i kreditnog eksplicitno se kvantifikuje i operacioni rizik. Drugo, u standardnom pristupu, sve kompanije u kreditnom portfoliju banaka razvrstavaju se saglasno rejtingu koji im daje kvalifikovana eksterna rejting agencija (ECAI) i dodeljuju im se određeni koeficijenti s kojima ulaze u rezerve i kapital banke. S druge strane, za razliku od Bazela I, banke, saglasno Bazelu II, imaju pravo da umesto toga razviju sopstvenu internu metodologiju za merenje rizika koja je, potom, podložna potvrdi od strane supervizora. Naravno, regulatororno telo mora biti u stanju da izvrši procenu kvaliteta odnosno da verifikuje takve modele. Nove generacije internih modela nude mogućnost preciznijeg načina merenja rizika plasmana i bolje metode procene verovatnoća neizvršenja kreditnih obaveza. Da li će modeli zaista i odgovoriti očekivanjima zavisi, međutim, u velikoj meri kako od kvaliteta modela tako i od podataka kojima se modeli "hrane". Aktuelni trend je konvergencija različitih pristupa merenju rizika razvijenih tokom devedesetih godina. Tačka konvergencije jeste VaR kao koncept merenja i upravljanja rizikom. To dovodi do toga da kvantitativne mere procene rizika postaju mnogo značajnije nego kod Basel I standarda.

Sa stanovišta banaka, glavna novina koju donose Basel II standardi jeste promena koncepta regulacije: umesto apriorno zadatog minimalnog kapitala ili količnika kapitalne adekvatnosti – bitan postaje proces upravljanja rizikom unutar pojedinačne banke. Za te potrebe se koristi VaR. Sistem se štiti od rizika uskladištanjem visine rizika i visine kapitala i rezervi banke. Ekonomski kapital banke definiše se kao razlika VaR i očekivanih gubitaka, za koje se podrazumeva u okviru Bazela II da su ugrađeni u cenu proizvoda (kredita) koje banka izdaje. Pri tome, Basel II definiše, posebno, tri vrste rizika: *tržišni*, *kreditni*, i *operacioni*. Za svaki od njih banka je u obavezi da izračunava odgovarajući VaR te određuje odgovarajući ekonomski kapital. Da bi taj sistem bezbedno funkcionišao ključno je poboljšanje sposobnosti banke i supervizora da procenjuju rizike. Bankama se omogućava da, osim klasičnog, odnosno tzv. standardizovanog pristupa, razviju i primene sopstvene ili interne modele za izračunavanje svojih potreba za kapitalom. Ta velika promena omogućava bankama da prave razliku između transakcija visokog i niskog rizika

¹ *Rizikovane vrednosti* – VaR je mera ekonomskog gubitka koja može, pri datoj verovatnoći nastati u nekoj transakciji ili operaciji banke. VaR, dakle, ukazuje na rizik svakog pojedinačnog plasmana i ukupan rizik banke. VaR je danas standardna mera kvantifikacije najvećeg broja rizika. Ta metodologija danas ima mnoštvo primena: od upravljanja rizikom unutar pojedinačne banke do definisanja regulatornih zahteva. Sam termin VaR nije se pojavljivao u finansijama do ranih devedesetih godina.. Tokom osamdesetih godina velike finansijske institucije (Bankers Trust, Chase Manhattan Bank, Citibank i druge) počele su da objavljaju upotrebu VaR-a u sistemu upravljanja rizicima. Najveći javni uticaj ove ideje tokom devedesetih godina izvršila je J.P. Morgan Riskmetrics baza podataka koja je obezbedila osnovne statističke podatke za kalkulaciju VaR-a derivativnih instrumenata. Od objavljinanja J.P. Morganovog Riskmetrics-a 1994. godine dogodila se brza ekspanzija istraživanja na području VaR metodologije. Iako je osnovno polje primene VaR-a ostalo u zoni procene i analize izloženosti tržišnim rizicima, aplikacije su proširene i na druge vrste rizika. U metodološkom smislu VaR jeste prirodna progresija teorije portofolia H. Markovitza. Detaljnije o VaR metodologiji i njenoj primeni u bankarstvu u: M. Vučnović, VaR analiza kreditnog portofolia banaka, Trag, Beograd, 2007. godine.

i da, na osnovu tog izbora, određuju adekvatnost kapitala na osnovu rizika svake pojedinačne transakcije. Da bi ova velika prednost Basel II standarda bila iskorišćena u svakom pojedinačnom slučaju potrebno je, dakle, razviti modele koji će se primenjivati za merenje doprinosa svake pojedinačne transakcije ukupnom riziku banke.

Nadalje, Basel II orijentiše banke na praćenje odnosa rizika i prinosa. Kada banke budu u mogućnosti da svakoj pojedinačnoj transakciji pridruže VaR-om izmereni rizik, biće u mogućnosti da definišu i nivo potrebnog ekonomskog kapitala. Sledеća korisna upotreba VaR jeste definisanje očekivanog prinosa za dati rizik. Na osnovu nalaza ove vrste, banke mogu da izaberu najprofitabilnije proizvode i grane bankarstva po kriterijumu odnosa očekivanog prinosa i rizika, kao i najbolji način za određivanje cene proizvoda. Najzad, takav pristup omogućava bankama da izaberu tehnike smanjivanja rizika.

VaR modeli se koriste za predviđanje izloženosti finansijske institucije rizicima u definisanom narednom periodu (dan, deset dana, mesec dana, godina) i na određenom nivou statističke pouzdanosti. Konkretno, iskaz da dnevni VaR portfolia neke banke iznosi 800.000 evra s nivoom pouzdanosti od 99% znači da se može očekivati da će, u proseku, portfolio banke imati gubitak veći od 800.000 evra na dnevnom nivou jednom u sto dana. S ovom merom na raspolaganju finansijske institucije mogu da izračunaju kapitalnu adekvatnost i postavljaju limite rizika za pojedine vrste plasmana. Kapital se ranije alocirao raspoređivanjem definisanog iznosa na segmente poslovanja banaka i drugih finansijskih organizacija. Pojavom VaR-a otvara se prostor za integrisani pristup ukupnoj proceni izloženosti rizicima i preciznijoj alokaciji raspoloživog kapitala na segmente poslovanja, u skladu s evidentiranim rizikom datih aktivnosti. Dakle, koncept nominalnih limita postaje u tom kontekstu irelevantan.

Primena Basel II standarda znači pravu revoluciju u bankarstvu. Osnovni razlog za tu tvrdnju jeste: Basel II je logički mnogo komplikovanija struktura od Basel I standarda. Mnoge procedure u bankarstvu će se ili iz temelja menjati ili značajno modifikovati. I banke, i regulatorna tela moraće da poseduju ne samo formalnu, zakonsku – nego i profesionalnu kompetenciju. Za to će im biti potrebne nove generacije bankara s visokim i specijalizovanim znanjima i kvalifikacijama iz matematike i statistike, kao i kreativnim sposobnostima da ih primenjuju. Uvođenje profesionalnih licenci iz menadžmenta rizika kao što su *Professional Risk Manager* (PRM) licenca koju izdaje *Professional Risk Managers International Association* (PRMIA) i *Financial Risk Manager* (FRM) koju izdaje *Global Association of Risk Managers* (GARP) – jedan je pravac standardizovanja znanja neophodnih za dolazeći period. Drugi pravac aktivnosti jeste reforma obrazovnih programa u okviru matematičkih i ekonomskih studija, uključujući tu i razvoj studija iz kvantitativnih finansija i menadžmenta rizika.

Pored radikalnog reza u kadrovskoj politici banaka i regulatora i okretanja ka kvalifikacijama neophodnim za nadolazeću eru, u bankarskom sistemu u našem regionu biće potrebno uraditi i znatno više na akviziciji ili razvoju odgovarajućih tehnoloških rešenja a, pre svega, sakupljanju kompletног skupa kvalitetnih odgovarajućih podataka. Naime, razvoj odgovarajućih baza podataka je osnova za kalibraciju i razvoj modela za merenje rizika, kako onih propisanih tako i internih modela banaka. Očigledno, prilagođavanje Basel II zahtevaće od banaka u regionu značajne troškove. Kako će mnoge banke nastojati da te troškove minimiziraju, može se očekivati, da će one samo formalno i minimalno ispunjavati zahteve regulatora, ne menjajući suštinski način razmišljanja i postupanja u proceni rizika, što je inače glavni cilj Basel II standarda. Takve banke razmišljale bi, zapravo, o menadžmentu rizika kao izvoru troškova (engl. *Cost center*).

No, sistemi za menadžment rizika mogu, ako se pravilno postave, da postanu, zapravo, profitni centri. Naime, Basel II nudi i jednu veliku prednost bankama jer im omogućava da, primenom internih procesa i modela merenja rizika (stub I), same izračunavaju svoje potrebe za kapitalom i time, potencijalno, ne samo smanje rezerve nego, pre svega, da ih usmere ka delatnostima koje daju najveće prinose po jedinici preuzetog rizika. Takav pristup direktno vodi povećanju vrednosti banaka. Naravno, pouzdanost modela za merenje rizika od posebne je važnosti. Stoga će je, osim regulatora (stub II) procenjivati i drugi učesnici na tržištu (stub

Hanibal ante portas ili o izazovima i mogućnostima primene Basel II standarda

III). Ta velika promena omogućava bankama da u svakom trenutku mogu razlikovati transakcije visokog i niskog rizika (u odnosu na već postojeći portfolio) i da, na osnovu tog izbora, određuju odgovarajuću adekvatnost kapitala. Da bi ta velika prednost Basel II standarda bila iskorišćena potrebno je razviti odgovarajuće modele i imati kompetentne stručnjake ne samo u timu koji se bavi menadžmentom rizika, nego i u najvišem rukovodstvu banaka. Naime, suština Bazela II može se iskazati i na sledeći način: umesto formalnog pristupa menadžmentu rizika kao obavezi u odnosu na regulatora, menadžment rizika mora postati osnov za rukovođenje bankom, te da se na osnovu kvalitetnih sistema za menadžment rizika donose sve poslovne odluke u banci. Na taj način se oslobađa preduzetnički duh u bankarstvu, koji je bio zarobljen Basel I standardima i, potencijalno, neuporedivo efikasnije alocira kapital.

3. Dosadašnja iskustva Srbije

Iskustva Srbije s primenom Basel I standarda su gotovo tragična. Iako je u nacionalno zakonodavstvo uveden relativno rano, taj skup pravila je bezuspešno "primenjivan" celu deceniju. Prve zakonske formalizacije principa kapitalne adekvatnosti, klasifikacije aktive po nivou rizika i rezervi za potencijalne gubitke sreću se u Zakonu o bankama SRFJ skraja osamdesetih godina. Reforma zakonodavstva o bankama iz 1993. godine šire eksplisira principe Bazela I: kapitalni cenzus, neto kapital, kapitalnu adekvatnost. Nažalost, ni jedan od tih bazičnih principa nije primenjivan. Prvo je inflacija obezvredila kapitalni cenzus, tako da je ulazak u delatnost bankarstva zavisio isključivo od diskrecionog odlučivanja centralne banke. Odluke te vrste nisu bile motivisane zaštitom stabilnosti nacionalnog bankarskog sistema, tako da su u delatnost uvedeni igrači koji su docnije naveli dramatične štete javnom interesu (piramidne šeme Dafiment i Jugoskandik banke). Podzakonska regulativa, koja je trebalo da obezbedi primenu Zakona, bila je nedorečena i kontroverzna. U iskustvu Srbije registruje se *moralni hazard* i banaka i regulatora u dramatičnim razmerama. Banke su u uslovima ekstremno visokih rizika i uz prečutnu saglasnost regulatora i supervizora prevalile rizike kredita na depozite. Ishod toga: insolventnost bankarskog sektora. U završnoj fazi bankarske krize u Srbiji, ponuda kredita dostizala je tek oko 10% nivoa ponude iz razdoblja pre krize.

Supervizor je tokom celog perioda trajanja krize redovno primao finansijske izveštaje koji su prikazivali ne samo visoke vrednosti neto kapitala banaka nego i visoke vrednosti koeficijenta kapitalne adekvatnosti. Osnovni poremećaj u mehanizmu supervizije bio je arbitrarna klasifikacija aktive banaka. Ponekad su se događale i absurdne situacije: banke koje su imale CAR (*Capital Adequacy Ratio*, pokazatelj adekvatnosti kapitala) viši od 9% zapadale su u tehničku i faktičku insolventnost.

Posle 2000. godine, bankarski sistem u Srbiji počeo je da se intenzivno obnavlja. Kao i u drugim zemljama regiona izuzev Slovenije, banke sa sedištem u EU preuzele su glavnu reč u srpskom bankarstvu. Uporedo s tim teče proces uvođenja savremenih kreditnih instrumenata, iako je tržište još nedovoljno konkurentno. Sadašnja regulativa i supervizija bankarske delatnosti u Srbiji jeste dominantno oslonjena na Basel I standarde. Osnovna tehnička rešenja i definicije inovirane su juna 2006. godine, posle donošenja novog Zakona o bankama krajem 2005. godine. Sam Zakon načelno deklariše neke principe Basel II standarda (supervizija zasnovana na riziku), ali ne menja fundamentalne principe dosadašnje supervizije zasnovane na vrlo agregiranim izveštajima baziranim na međunarodnim računovodstvenim standardima. Kako bismo objasnili suštinski nedostatak sadašnje prakse izveštavanja prema centralnoj banci, navedimo jedan sasvim jednostavan primer. Naime, u izveštajima se može naći samo agregirani iznos, u dinarima, svih akcija u koje je banka uložila na tržištu. To, naravno, ne govori ništa ni o riziku ni o tržišnoj vrednosti tog dela trgovinskog portfolia banke. Slično je i s kamatnim i valutnim rizikom.^{a)} Dakle, mada su banke primorane da ulažu velika sredstva da bi odgovorile zahtevima regulatora u pogledu izveštaja prema centralnoj banci, izveštaji koje centralna banka propisuje nisu, još uvek, u funkciji merenja rizika s kojima se banka suočava. Ukratko: nije dovoljno samo sakupljati velike količine podataka, nego je važno sakupljati relevantne podatke. Tu je, očigledno, ključna uloga regulatora.

a) Zanimljivo je da regulativa banaka u Srbiji u tom pogledu zaostaje za regulativom penzionih fondova, iako ih reguliše ista institucija, NBS.

Regulativa u Srbiji još uvek ne prepoznaće pojam tri nivoa kapitala niti interne modele za merenje rizika. Sistem ponderisanja različitih vrsta aktive je, uz neke specifičnosti vezane za indeksirane kredite, u osnovi koncept Bazela I i dopuna tih standarda iz 1998. godine. Nadalje, inovacije regulative tokom 2006. i 2007. godine uvode i nove definicije rizika iz dopuna Basel I standarda od 1998. godine. Najznačajnije inovacije su prepoznavanje novih vrsta rizika i uvođenje novih pojmoveva kao što je operacioni i različite vrste tržišnih rizika. Regulativa je naložila bankama i formiranje posebnih odeljenja za upravljanje rizikom.

Ukratko: ozbiljnija primena Basel II standarda u Srbiji još nije počela. Ne postoji, još uvek, javno dostupna strategija njegove primene. S druge strane, neke komercijalne banke, zbog pritiska svojih matica, počele su sa stvaranjem timova za implementaciju Bazela II.

4. Jedno vrlo korisno iskustvo: primena Basel II standarda u Hrvatskoj^{b)}

*b) Ovaj deo teksta je prilog
dr. Evana Krafta, savetnika
guvernera HNB za uvođenje
Bazela II.*

Hrvatska je, kao i Srbija, nasledila elemente Basel I pristupa iz jugoslovenskog Zakona o bankama iz 1989. Hrvatska je unela izmene u taj Zakon 1993. usvajanjem novog Zakona o bankama. Supervizija banaka nije, međutim, uspela da spreči hrvatske banke da se veoma visoko zaduže u devedesetim. Brzi rast kreditiranja, finansiran kroz opasno visoki nivo kamatnih stopa na depozite, kao i visoki nivo spoljnog zaduženja zemlje, doveo je do bankarske krize u 1998–1999. Da bi se razrešila ta kriza, donet je novi, rigorozniji Zakon o bankama 1999. godine. Proces razrešenja krize označio je napredak u superviziji banaka kao i u kvalitetu implementacije Basel I. U 2002, Hrvatska je usvojila još jedan Zakon o bankama, da bi harmonizovala hrvatsko zakonodavstvo s novom EU Direktivom 12/2002.

Ipak, proces pridruživanja Hrvatske Evropskoj uniji počeo je da se odvija punom parom tek od oktobra 2005. kada je i EU prešla s primene Bazela I na Basel II standard.

Proces pristupanja Evropskoj uniji diktira tempo implementacije Bazela II u Hrvatskoj. Pošto su hrvatske vlasti preuzele obavezu da harmonizuju sve domaće zakone sa zakonima Evropske unije (*acquis communautaire*) do kraja 2008, i pošto je implementacija Bazela II postala zakonska obaveza za sve zemlje članice EU od januara 2007, Hrvatska planira da implementira Basel II do 1. januara 2009, pošto se za taj datum planira pristupanje zemlje EU. Konkretno, Hrvatska se obavezala da usvoji novi Zakon o kreditnim institucijama (engl. *Law on Credit Institutions* ili *LOCI*) u toku 2008. kao deo šire akcije za prilagođavanje svog zakonodavstva zakonima EU u oblasti finansijskih usluga.

Manevarski prostor za implementaciju tih odredaba u Hrvatskoj značajno je suzila slučajnost što je Hrvatska postala zemlja-kandidat za ulazak u EU upravo u vreme kada je u EU usvojena Direktiva 48/2006, koja obavezuje članice EU da uvedu Basel II. Naime, dok Hrvatska mora u potpunosti da implementira tu Direktivu pre pristupanja Uniji, zemlje koje su već bile u EU u trenutku usvajanja Direktive imaju određenu fleksibilnost u pogledu njene implementacije. S druge strane, razume se, zemlje koje trenutno nisu članice EU, uključujući tu i zemlje koje su potpisale ili se tek spremaju da potpišu Ugovor o stabilizaciji i pridruživanju sa EU (poput zapadnobalkanskih zemalja uključujući i Srbiju) – imaju punu slobodu da odgode implementaciju pojedinih delova ili čak kompletног Bazela II.

Jasno je da je tempo implementacije nametnut, sticajem okolnosti, Hrvatskoj predstavlja veliki izazov i obavezu, pre svega za regulatore, ali, takođe, i za same banke. Za regulatore, početni izazov bio je prosto pravne prirode – kako desifrovati izrazito tehničku Direktivu koja ima preko 200 stranica i pretvoriti je u tekst razumljiv za zakonodavce u zemlji. Prva verzija Zakona postavljena je na sajt Hrvatske narodne banke u julu 2007. Takođe, napisan je i veliki broj podzakonskih akata. U svemu ovome detalji su veoma važni, pošto su detaljne instrukcije vezane za implementaciju novog zakonskog okvira za menadžment rizika kompleksne, ekstenzivne i potencijalno kontroverzne.

Vremenski interval između usvajanja Direktive u junu 2006. i datuma kada hrvatski zakon i podzakonska akta moraju biti usvojeni i implementirani (kraj 2008), zaista je prilično kratak.

Hanibal ante portas ili o izazovima i mogućnostima primene Bazel II standarda

Takođe, Hrvatska u tome može da se ugleda na veoma mali broj zemalja. Naime, od 27 zemalja Unije, samo Slovenija i Austrija su na vreme (do 1. januara 2007) uvele odgovarajuće promene kako bi usaglasile svoje zakonodavstvo s Direktivom. Mnoge zemlje, Nemačka na primer, odlučile su se za sporiji tempo implementacije Bazela II, pa su odgodile usvajanje odgovarajućih zakona do sredine 2007.

Oportunitetni trošak napora koje regulator mora učiniti kako bi se zakonodavstvo prilagodilo Bazelu II, u ovom slučaju Hrvatske narodne banke, ne može se nikako potceniti. U zemljama u tranziciji regulatori nemaju na raspolaganju veliki broj visoko kvalifikovanih zaposlenih koji bi se mogli bez problema odvojiti od svojih svakodnevnih obaveza da bi radili na implementaciji Bazela II. Takođe, teško je i zamisliti u kojoj meri su zakonodavci u stanju da razumeju i kvalifikovano diskutuju o tako komplikovanim tehničkim pitanjima kao što su pitanja vezana za uvođenje Bazela II. Jedina uteha regulatoru je u tome da je ceo taj proces nešto što se neće posle morati ponovo raditi, nadamo se, veći broj godina. Podsetimo: 18 godina je prošlo od usvajanja Bazela I do usvajanja Direktive 48 u 2006. godini.

Srednjoročno posmatrano, veći problem za regulatore jeste: kako formirati i očuvati ekipu visokokvalifikovanih eksperata iz oblasti menadžmenta rizika kao i kako razviti metodologiju rada, informacione sisteme i baze podataka koje bi im omogućile da kritički ocenjuju, s tačke gledišta Bazela II, metodologije i modele koje će banke na hrvatskom tržištu koristiti za menadžment rizika. S tim u vezi, Hrvatska narodna banka je već zaposlila jedan broj matematičara. Zapravo, to je izuzetno dobar momenat za ljude sa diplomom matematike ili statistike koji poseduju određena znanja iz finansija ili ekonomije. Ali, problem jeste u tome da HNB mora da se takmiči s komercijalnim bankama na malom i relativno plitkom tržištu oko ovakvih kadrova. Iako mnogi smatraju rad u kvazi-državnoj instituciji kakva je HNB privlačnim zbog relativno manjeg rizika gubitka posla, HNB, kao i druge regulatorne agencije, ne mogu da se nose s privatnim sektorom u pogledu plata. Zbog toga su ove institucije izložene velikom pritisku u pogledu ljudskih resursa.

Sledeće pitanje je od posebne važnosti: kakav će biti kvalitet modela za procenu rizika, i koliki je problem *moralnog hazarda* u pogledu manipulacije sa tim modelima? Bankama se, naime, nudi šargarepa u vidu smanjenih rezervi ukoliko mogu da pokažu, na osnovu svojih modela, da je takav nivo rezervi dovoljan. S druge strane, regulatori nemaju potrebna iskustva da procene da li banke imaju realistične modele za procenu rizika ili – da li su banke dovoljno "pametne" da primenjujući modele dobiju rezultate koje žele. Kako realistično oceniti da li banke u tom pogledu manipulišu sa modelima? To nije lako otkriti i trenutno lokalni regulatori nemaju puno iskustva u tome (s vremenom može se, razume se, očekivati da se takvo iskustvo stekne). Iskustvo drugih zemalja u tom smislu može biti veoma korisno. Stoga je saradnja kroz Komitet bankarskih supervizora Evrope (engl. *Committee of European Banking Supervisors* ili CEBS) kao i s Bazelskim komitetom, u tom pogledu kritična kako u ovom trenutku, tako, verovatno, i na srednji rok.

Samo se po sebi razume da Hrvatska nema slobodu da kategorički zabrani da licencira napredne interne modele rizika (engl. *advanced internal risk models*). Kao buduća zemlja članica EU, ona će morati da prihvati da razmatra sve modele čim LOCI regulativa bude usvojena. Neke banke su već uložile značajna sredstva u razvoj sopstvenih modela. Tu se pojavljuju dva pitanja. Prvo, veoma važno pitanje jeste: da li banke poseduju adekvatne podatke neophodne za kalibraciju modela. Koliko je nama poznato, banke u Hrvatskoj nisu počele da sakupljaju odgovarajuće podatke pre 2000. To znači da je vremenski interval za koji postoje podaci ograničen (po Bazelu II, minimum je pet godina). Ono što je važnije jeste da podaci ne obuhvataju puni biznis ciklus. To je ozbiljno ograničenje.

Druge važno pitanje jeste: da li banke koje su članovi multinacionalnih bankarskih grupacija treba da primenjuju modele razvijene u matici u svim drugim zemljama u kojima posluje ta banka, ili je neophodno da u svakoj od zemalja ili grupi zemalja treba da se razvija poseban model koji odgovara konkretnim tržišnim uslovima u toj zemlji. Direktiva 48 dozvoljava upotrebu

jedinstvenog modela na nivou bankarske grupacije i zapravo uprošćava proces prihvatanja modela od strane nacionalnih regulatora – tako što dozvoljava da regulator u zemlji matici može da preinači negativne odluke regulatora iz drugih zemalja u kojima banka posluje u pogledu primene jedinstvenog modela. S druge strane, takvo pravo nadglasavanja nacionalnog regulatora može biti i opasno. Na primer, rizik kojem se banke izlažu u Austriji potpuno je drugačiji od rizika kojima se banke izlažu u Hrvatskoj ili Srbiji. Štaviše, pošto mnoge regionalne banke ostvaruju najveću dobit upravo u tranzisionim zemljama i zemljama Zapadnog Balkana, postoji i efekat povratne sprege pošto rizici poslovanja u tim zemljama postaju sve važnija komponenta rizika kojima se izlaže cela grupacija.

Mora se priznati da je saradnja između hrvatskih supervizora sa supervizorima iz zemalja EU bila do sada veoma konstruktivna. Nije bilo ničeg što bi izazvalo sumnju da bi supervizori u maticama imali želju da nateraju hrvatske supervizore da preinače svoje odluke. Banke bi, naravno, trebalo da imaju motiv da razvijaju sopstvene modele prilagođene hrvatskom tržištu, kako zbog velike razlike u nivou ekonomskog razvoja, nivou razvoja tržišta tako i zbog razlika u bankarskoj praksi i kulturi između zemalja matica i Hrvatske. No, realistično govoreći, nije sigurno da bi velike banke koje operišu na mnogobrojnim tržištima imale dovoljno motiva da razvijaju poseban model za svako tržište. Neke mogu da izaberu da ne koriste modele uopšte ili da koriste uprošćenu standardizovanu proceduru (engl. *Standardized Approach*) prilikom izračunavanja pondera odgovarajućih rizika. Takva procedura bi svakako, iako potencijalno znatno manje precizna i fleksibilna, bila jeftinija, donekle pouzdana i manje kontroverzna u odnosu na interne modele. Sigurno se, međutim, može očekivati da će se pojaviti i banke koje žele da koriste isti model u svim zemljama. U tom slučaju, konsultacije između regulatora u zemlji matici i regulatora u ostalim zemljama u kojima banka posluje biće neminovni deo procesa odobrenja modela.

Može se dogoditi da, na kratki rok, banke u Hrvatskoj neće oportunistički koristiti slobodu koju donosi Bazel II kako bi smanjile kapitalne rezerve. Postoje dva razloga za to. Prvo, mnoge banke u početku možda neće hteti da investiraju u razvoj sopstvenih modela. Naime, troškovi razvoja lako mogu da budu veći od potencijalne koristi. S vremenom, u onoj meri u kojoj tržište bankarskih usluga u Hrvatskoj približava uslovima u EU, potreba za pravljenjem posebnog modela za Hrvatsku kao i troškovi korišćenja zajedničkog modela na nivou grupe, postepeno će se smanjivati.

Drugi razlog sastoji se u tome da su hrvatske banke trenutno visoko kapitalizovane. Iako je minimalna adekvatnost kapitala 10%, najveći broj banaka drži rezerve koje premašuju 12%, tako da čak i neke velike banke imaju rezerve od 15% ili više. Manje banke imaju rezerve koje su još veće. Jednim delom, takvo ponašanje uslovljeno je zahtevima rejting agencija koje kritički gledaju na hrvatske banke koje imaju rezerve manje od 12%. Dodatni razlog za to je i procena rizika od strane samih banaka. U svakom slučaju, pošto su se banke toliko kapitalizovale bez prinude od strane regulatora, njihov motiv da implementiraju skupe modele za merenje rizika samo da bi potencijalno smanjile rezerve možda nije posebno veliki. S druge strane, naravno, kvalitetni sistemi za merenje i menadžment rizika mogu pomoći kompanijama da donose poslovne odluke na znatno kvalitetniji način.

Iako, kako smo već diskutovali, nije jasno da sve banke imaju sposobnost da razviju i koriste kompleksne modele tržišnog, kreditnog ili operacionog rizika, jasno je, ipak, da će Bazel II imati značajnu ulogu u pogledu usredsređivanja banaka na razvoj kvalitetnih sistema za upravljanje rizikom. Bazel II specifikuje više tipova rizika nego Bazel I, i zahteva od banaka da razviju strategije i procese za menadžment svakog od tih tipova rizika. Iako će možda neke banke samo želeti da “zamažu oči” regulatorima i da urade samo ono na šta ih regulatori absolutno primoraju, ipak će se, srednjoročno posmatrano, vremenom popravljati kvalitet upravljanja rizikom kao rezultat uvođenja Bazela II.

Važno pitanje, koje se ne može zaobići kada se diskutuje Bazel II u Hrvatskoj, jeste da je taj proces neraskidivo vezan za proces pridruženja zemlje EU. Pošto će banke u Hrvatskoj dobiti

Hanibal ante portas ili o izazovima i mogućnostima primene Bazel II standarda

pravo da postanu filijale banaka u matici, delatnost banaka koje se na to odluče bila bi direktno regulisana u zemlji matici. To može da izazove ozbiljan šok u bankarskom sistemu Hrvatske, iako se mora priznati da već i sada postoji značajan prekogranični bankarski promet.

S tim u vezi, u novom Zakonu o Bazelu II datom na razmatranje u Hrvatskoj, Hrvatska narodna banka morala je da pažljivo izvaže između procene da su banke u Hrvatskoj rizičnije nego u zemljama EU i opasnosti da suviše restriktivna politika može da stimuliše pretvaranje banaka u zemlji u status filijala. Takođe, moralo se izbeći da banke u hrvatskom vlasništvu posluju pod nepovoljnijim uslovima, u pogledu strogosti kriterijuma koji se prema njima primenjuju u odnosu na multinacionalne banke. Predlog Zakona, zapravo, zadržava minimalni nivo rezervi od 10%, i u tom pogledu Zakon prepoznaje viši rizik u Hrvatskoj u odnosu na EU. S druge strane, najveći deo Zakona prosto implementira Direktivu 48. Prostor za diskreciju nacionalnog regulatora, kako to EU definiše, strogo je definisan i, u stvarnosti, dosta ograničen.

Sumirajući, Hrvatska je, usled spleta okolnosti, u primenu Bazela II bila primorana da uđe veoma ubrzano. Očigledno, mogu se očekivati teškoće i konflikti u procesu njegove implementacije, posebno zato što se regulator i banke takmiče za relativno mali contingent radne snage kvalifikovane za ovako složen proces kao što je implementacija Bazela II. Posle početnih dečijih bolesti, međutim, možemo biti umereno optimistični da će Bazel II podići nivo menadžmenta rizika među bankama u Hrvatskoj, bez velikih troškova potencijalno izazvanih oportunističkim postupcima banaka. Ali, u ovom trenutku, pošto nema zabeleženog presedana iz drugih zemalja, ništa se ne može tvrditi sa sigurnošću.

5. Umesto zaključka

Ključna novina u Bazel II standardima, u odnosu na Bazel I standarde jeste to da regulator daje slobodu banci da aktivno učestvuje u određivanju načina na koji će izračunavati rezerve. Ali uz te pogodnosti, dolaze i mnoge nove obaveze, kako za banke tako i za regulatore. S jedne strane banke će morati uložiti značajne materijalne i ljudske resurse kako bi postavile na kvalitetativno viši nivo upravljanje rizicima u svojim institucijama. S druge strane, supervizori će takođe morati da razviju kako kadrovske tako i tehnološke kapacitete kako bi uspešno nadgledali sisteme koje razvijaju banke.

Mada su, kako je istaknuto, očekivani troškovi prilagođavanja znatni, i potencijalne beneficije od uvođenja sistema za precizno određivanje kreditnog, tržišnog, i operacionog rizika mogu biti ogromne. Naime, ukoliko kultura menadžmenta rizika prožme sve aktivnosti i menadžment banke, donosiće se znatno kvalitetnije poslovne odluke, značajno podići kvalitet upravljanja bankom i njenim pojedinim delovima, kao i povećati, u krajnjoj instanci, njena tržišna vrednost.

Realistično je pretpostaviti da će puna implementacija Bazel II standarda u Srbiji, kao i u Hrvatskoj, biti vezana za proces pristupanja Evropskoj uniji. Ako pretpostavimo da su prognoze o kraju tog procesa optimistički datirane u 2012. godinu, sledi pitanje: da li je to dovoljno, malo, ili mnogo vremena?

Odgovor na to pitanje jeste: preostalo vreme je veoma kratko i neophodno je da intenzivne pripreme za implementaciju počnu odmah. Argumenti za taj stav su sledeći. Prvo, ni po koju cenu ne treba ponavljati iskustva s primenom Bazel I standarda u Srbiji. Greške u primeni bile bi mnogo skuplje danas nego ranije, jer je sadašnji bankarski sistem Srbije vlasničkim vezama snažno integriran s bankarskim sistemom Evrope.

Ključni praktični problem primene Bazel II standarda biće otvaranje slobode izbora između tzv. standardizovanog pristupa i internih modela za merenje rizika. Iako su prednosti razvoja sistema za merenje i kontrolu rizika očigledne, taj proces zahteva investicije u kadrove, tehnologiju, kao i promenu u načinu razmišljanja i procedura kako u našim bankama tako i u NBS. Optimistički signal ipak postoji: mada kod nas supervizor još uvek ne zahteva primenu VaR metodologije, jedan broj banaka već je počeo s razvojem VaR modela radi povećanja preciznosti merenja rizika kojima se banka izlaže i/ili radi zadovoljenja zahteva iz matica. Interesantno je da među tim inovativnim

bankama ima banaka vrlo različitih veličina, tržišnog udela, i vlasničke strukture. Većina drugih banaka u Srbiji, međutim, čeka da stigne "naređenje odozgo", to jest od supervizora. S druge strane, supervizor je organičen objektivnim stanjem u sopstvenoj kadrovskoj strukturi kao i u kadrovskoj strukturi banaka, te se s uvođenjem Bazela II ni malo ne žuri. Takva "ravnoteža odlaganja" je višestruko opasna. Jer, koliko god to nekima odgovaralo, Bazel II se, bar na srednji rok posmatrano, ne može izbeći. Prvo, najveći deo banaka na našem tržištu su banke sa sedištem u EU koje moraju da posluju saglasno Bazelu II. Drugo, Bazel II će morati da se unese u naše zakonodavstvo u procesu pristupanja EU (u slučaju Hrvatske, kao što smo videli, on postaje obavezujući u 2008. zbog očekivanog pristupanja 2009. godine). Takođe, umesto obilja čisto računovodstvenih podataka koje NBS trenutno prikuplja od banaka, moraju se prikupljati podaci koji omogućavaju precizno merenje rizika. Pošto Bazel II zahteva minimum od pet godina relevantnih podataka da bi se adekvatno primenjivali modeli za merenje rizika (a poželjno je imati podatke koji obuhvataju bar jedan biznis ciklus) – ukoliko želimo da implementiramo Bazel II do 2012., moramo već sada da počnemo da sakupljamo odgovarajuće podatke na nivou banaka i NBS (u Hrvatskoj se to radi još od 2000). Takođe, kako NBS, tako i banke moraju već sada započeti pravu kampanju akvizicije i razvoja kadrova i tehnologije, sposobnih da se nose sa izazovima Bazela II. Zbog kompleksnosti zadatka, one banke koje su prve počele razvoj sofisticiranih sistema za menadžment rizika biće u velikoj prednosti u odnosu na konkurenciju.

Kvalitet finansijske regulative

Katarina Veljović*
Tijana Ječmenica**

Reformska regulativa hartija od vrednosti u Srbiji nije nastala kao rezultat prirodnog razvoja srpskog tržišta, ali je u svojim osnovnim odredbama saglasna modernim rešenjima. Tako srpsko pravo hartija od vrednosti čine, u velikoj meri, preuzeti strani modeli uz često potpuno zanemarivanje srpske pravne tradicije i prethodnih pravila. Naša analiza finansijske regulative zasniva se na prvom naučnom empirijskom istraživanju koje se ekstenzivno bavi pitanjima zaštite investitora na tržištu kapitala i primene Zakona o hartijama od vrednosti u Srbiji. U tome vidimo njen ne samo saznajni nego i praktični doprinos. Rezultati istraživanja pokazuju da je osnovni problem u Srbiji iznalaženje načina da se unapredi efikasnost primene zakonskih propisa – mada i samoj regulativi nedostaje legitimitet, jer ignoriše stvarnost i nije dovoljno jasna i usklađena. Osim problema sa legitimitetom, ključni problem je i slab institucionalni kapacitet nadzornih organa koji bi se postarali da se zakonske odredbe bez izuzetka poštuju i da za svako njihovo kršenje usledi adekvatna sankcija (obezbeđenje pravne sigurnosti).

1. Uvod

Sveobuhvatna i impresivna reforma regulative finansijskog tržišta i zaštite investitora zemalja u tranziciji vodila je konvergenciji njihovih formalnih pravnih pravila usled preuzimanja regulative od razvijenih ekonomija. No, glavni problem gotovo u svim zemljama u tranziciji jeste efektivna primena prava, što je ujedno i tema, odnosno glavni zaključak našeg rada zasnovanog na istraživanju u Srbiji. Pojam „primena prava“ podrazumeva praktične akcije za implementaciju pravnih normi, a pre svega akcije koje u realnosti sprovode ili mogu da sprovedu organi prinude. Primena prava može da se zasniva na privatnom ili javnom izvršenju. Privatno izvršenje oslanja se na pravosuđe, dok javno izvršenje počiva na direktnoj inicijativi regulatornog i nadzornog tela. Na drugoj strani, pojam „regulativa“ najčešće se upotrebljava da označi zakonske propise, podzakonska akta, jednom rečju „pravo u knjigama“. Da li će se primena prava vršiti kroz javno ili privatno izvršenje zavisi pre svega od sposobnosti države da vodi efikasnijim ishodima i manjim društvenim troškovima, odnosno funkcionalnosti sudskega sistema uslovijenog specifičnostima svake zemlje.

U ovom radu predstavljamo rezultate istraživanja koje smo sproveli krajem 2006. godine u okviru regionalnog projekta Stokholmskog instituta za ekonomije u tranziciji na uzorku od 26 zemalja. Istraživanjem je rukovodila Pajuste i saradnici (Pajuste¹), a rezultati su predstavljeni u radu „Primena zakona o hartijama od vrednosti u tranzicionim ekonomijama“. Naše istraživanje je primena prilagođene metodologije Stokholmskog instituta na ispitivanje primene prava hartija od vrednosti i zaštite prava investitora u Srbiji. Istraživanjem smo došli do iznenađujućih rezultata. U uslovima gde tržište ne funkcioniše, pravila se ne primenjuju a sudstvo je „mrtvo“, javni regulator, iako ne idealan, predstavlja superiorno rešenje problema primene prava bar na kratak rok, dok se sudstvo ne reformiše.

Primarni cilj uspostavljanja i funkcionisanja regulative hartija od vrednosti jeste obezbeđenje zaštite investitora, s jedne i integriteta tržišta, s druge strane. Preduslov da se investitor (akcionar) zaštiti jeste da poseduje tačnu, kompletну i blagovremenu informaciju o stanju svoje investicije.

* Projekt menadžer za korporativno upravljanje za Srbiju i Crnu Goru, IFC Advisory Services.

** Finansijski analitičar, Raiffeisen Investment, korporativne finan sije i M&A.

1 Cerps U., Mathers G., Pajuste A., 2006, „Securities laws Enforcement in Transition Economies“, manuscript.

Zadatak regulative hartija od vrednosti jeste da mu tu informaciju obezbedi. Ta informacija se obezbeđuje regulisanjem ulaska firme na tržište kapitala (tj. momenta kada firma počinje da nudi svoje hartije od vrednosti javno na tržištu) i regulisanjem kontinuiranog informisanja (tj. transparentnog poslovanja i objavljivanja firme čije hartije drži široka investiciona javnost).²

Očuvanje integriteta tržišta podrazumeva zabranu insajderske trgovine i tržišnih manipulacija. Na taj način štiti se cenovna efikasnost i poverenje učesnika u sâmo tržište koje generiše informaciju koja je osnov za donošenje odluka o alokaciji dohotka domaćinstava između stednje i potrošnje kao i o izboru investicionih projekata od strane kompanija. Svako ponašanje učesnika na finansijskim tržištima koje dovodi do emitovanja „iskriviljenih“ informacija koje su zatim ugrađene u cene, dovodi do pogrešnih odluka.

Kada je reč o ovoj oblasti prava u Srbiji, pravna pravila koja štite akcionare, rasuta su po različitim pravnim propisima. Dva sistemska zakona u kojima je jezgro njihove zaštite jesu Zakon o privrednim društvima (ZPD) i Zakon o tržištu hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata (Zakon o HOV). Zakon o privrednim društvima reguliše interni (unutar firme) aspekt zaštite akcionara, tj. odnos akcionara i menadžera (*principal-agent*) problem. Zakon o HOV reguliše položaj akcionara na tržištu kapitala („eksterni aspekt zaštite“), tj. glasanje akcionara izlaskom iz firme prodajom svojih akcija na tržištu kapitala kao i ulazak investitora u firmu (pristup firme kapitalu). Predmet našeg istraživanja bio je samo Zakon o HOV i njegova primena, odnosno eksterni aspekt zaštite akcionara.

Analiza je pokazala da je Zakon o HOV u velikoj meri prihvatio regulatorna rešenja razvijenih tržišta kapitala (mada ima prostora za dalja unapređenja), ali da je uprkos tome tržište akcija nerazvijeno, nelikvidno i informaciono/cenovno neefikasno i da investitori na njemu ne uživaju visok kvalitet zaštite. Rezultati su potvrđili da u Srbiji, kao i u većini tranzisionih zemalja i zemalja u regionu, iako pravila u zakonima odgovaraju međunarodnim standardima, u praksi se ona ne primenjuju na zadovoljavajući način. Osnovni uzrok niskog nivoa dobrovoljne primene prava od strane ekonomskih agenata leži u činjenici da „uvezene“ i prepisane norme koje ne vode računa o realnosti srpskog tržišta kapitala i specifičnostima srpskih korporacija nemaju u Srbiji legitimitet. Stoga prinudna primena prava kroz privatno izvršenje (putem sudova), gde od privatne inicijative građana direktno zavisi da li će sudovi prinudno sprovesti norme prava hartija od vrednosti, i kroz javno izvršenje dobija na ključnom značaju. U daljem tekstu sledi opis korišćene metodologije, analiza aspekata regulative hartija od vrednosti koji su definisani kao relevantni, analiza institucija primene prava (sudova i Komisije za hartije od vrednosti) i osnovni zaključci.

2. Metodologija

Metodološki pristup primjenjen u našem istraživanju zasniva se na prilagođenoj verziji osnovnog upitnika koji su razvili La Porta i saradnici u studiji² koja nastoji da ispita efekat (primene) prava hartija od vrednosti na razvoj tržišta (akcijskog) kapitala u 49 zemalja (bez Srbije). Ovi autori formulisali su upitnik koji je upućen advokatima iz svake od analiziranih zemalja s molbom da daju odgovor na pitanja koja opisuju karakteristike Zakona o hartijama od vrednosti. Za potrebe istraživanja Stokholmskog instituta Pajusta i saradnici (Pajuste^{a)}) prilagodili su taj upitnik pojedinim zemljama u tranziciji kako bi se došlo do uporedne analize primene prava hartija od vrednosti u tim zemljama. Polazeći od dve navedene metodologije i imajući u vidu niz specifičnosti srpske realnosti, razvili smo metodologiju za ocenu primene pravnih pravila koja štite investitore u Srbiji.

Upitnikom, koji su popunjivali advokati, obuhvaćene su četiri konceptualne grupe pitanja/ocena: (1) *ocena regulative hartija od vrednosti i tržišta akcija*, (2) *ocena sankcija kao osnovnog oruđa primene*, (3) *ocena privatnog izvršenja* (sudovi) i (4) *ocena javnog izvršenja* (Komisije za hartije od vrednosti, u daljem tekstu Komisija).

a) Cerp U., Mathers G., Pajuste A., 2006, „Securities laws Enforcement in Transition Economies“, manuscript.

2 La Porta, Rafael, Lopez-de-Silanes, Florencio and Shleifer, Andrei (2003), "What Works in Securities Laws?", National Bureau of Economic Research, Working Paper 9882.

Ocena same *regulative hartija od vrednosti i tržišta akcija* strukturisana je oko ocene:

1. Zaštite investitora kroz regulisanje sledeća dva ključna aspekta:

- (a) ulazak na organizovano tržište kapitala;
- (b) neprekidno (kontinuirano) informisanje.

2. Zaštite integriteta tržišta ugroženog kroz nedozvoljene berzanske operacije:

- (a) trgovine na bazi poverljivih informacija (insajderska trgovina);
- (b) tržišne manipulacije.

Analiza *sankcija i kvaliteta primene prava* (pre svega privatnog izvršenja) zasniva se na odgovorima advokata na pitanja o četiri hipotetička slučaja koja ilustruju povredu svakog od opisanih ključnih aspekata regulative.

Sankcije su analizirane sa tri aspekta (vidi Tabelu L2-1):

- (1) prema licima koja mogu biti odgovorna u svakom od pojedinih slučajeva (emitent, distributer, računovođa)
- (2) prema nadzornom organu koji može da izrekne sankciju – Komisija, sud, i Berza
- (3) prema vrsti sankcija: građanske sankcije (ne-krivične) i krivične.

Građanske (ne-krivične) sankcije, za svrhu ove analize, obuhvataju različite mere nalaganja odgovornim licima, pre svega od strane Komisije, da usaglase odstupanja koja postoje sa zahtevima javnog informisanja, da uvedu promene preporučene od strane nadzornih organa, da obustave neku aktivnost itd. Restitucija je posebno analizirana jer se ostvaruje u sudsakom postupku i usko je povezana sa standardima odgovornosti. Ocena naloga se u tom smislu pre svega odnosi na javno izvršenje, a ocena restitucije na privatno izvršenje. Krivične sankcije analizirane su sa stanovišta da li su uopšte predviđene, kao i prema kome i sa kojim razlogom. Dole priložena šema sumira slučajeve koji su predmet analize sa svim relevantnim dimenzijama kategorizacije. Građanske sankcije (ne-krivične) mogu izreći sva tri organa, dok krivične može izreći samo sud.

Privatno izvršenje analizirano je na osnovu intervjua sa sudijama, advokatima i Berzom, odnosno analiza podrazumeva njihove ocene svakog od mogućih pravnih lekova koje investitor ima na raspolaganju. Svako pravno sredstvo trebalo je da bude ocenjeno sa aspekta njegove stvarne (faktičke) efikasnosti (da li će investitor moći da natera drugu stranu da ispoštuje odluku nadzornog organa) i troškova (u vremenu i novcu). Od advokata je zatraženo da se pre svega usmere na pravne lekove koje investitor može da upotrebi pred sudovima.

Ocena *javnog izvršenja* odnosila se na pet ključnih aspekata Komisije: (a) institucionalne karakteristike (b) regulatornu moć i eventualno ograničavanje te moći od strane izvršne vlasti, (c) efektivnost istražnih moći Komisije (moć regulatora da naredi dostavu određenih dokumenata ili da naredi svedočenje određenih lica), (d) ocenu građanskih sankcija i (e) ulogu Komisije u krivičnom gonjenju.

Kao krajnji rezultat analize izvedene su dve ocene: pravna i faktička. *Pravna ocena* podrazumeva ocenu usklađenosti naših pravnih propisa sa međunarodnim standardima regulisanja, dok se *faktičkom ocenom*, dobijenom na osnovu intervjua i analize sudske prakse, suštinski ispituje njihova primena. Ocene su definisane kroz indeks čije su vrednosti izvedene na osnovu Upitnika sa mogućim odgovorima „Da“ i „Ne“, čije vrednosti mogu biti u intervalu od 0 (kao najmanje poželjno) do 1 (kao najpoželjnije rešenje).

Tabela L2-1. Matrica analiziranih slučajeva u Upitniku

Činjenično stanje			Nadzorni organi		
			Komisija	Sud	Berza
Slučaj 1	Investitor trpi štetu zbog neobjavljivanja materijalno važne činjenice u prospektu (ulazak na tržiste)	Odgovorna lica	Izdavalac/odgovorna lica izdavaoca	Izdavalac/odgovorna lica izdavaoca	Izdavalac/odgovorna lica izdavaoca
			Distributer	Distributer	Distributer
			Računovođa/revizor	Računovođa/revizor	Računovođa/revizor
Slučaj 2	Investitor trpi štetu zbog neobjavljivanja materijalno važne činjenice od strane listirane kompanije (kontinuirano informisanje)	Odgovorna lica	Izdavalac/odgovorna lica izdavaoca	Izdavalac/odgovorna lica izdavaoca	Izdavalac/odgovorna lica izdavaoca
			Distributer	Distributer	Distributer
			Računovođa/revizor	Računovođa/revizor	Računovođa/revizor
Slučaj 3	Investitor trpi štetu zbog trgovine na bazi poverljivih informacija (insider trading)	Odgovorna lica	Izdavalac/odgovorna lica izdavaoca	Izdavalac/odgovorna lica izdavaoca	Izdavalac/odgovorna lica izdavaoca
			Distributer	Distributer	Distributer
			Računovođa/revizor	Računovođa/revizor	Računovođa/revizor
Slučaj 4	Investitor trpi štetu zbog tržišnih manipulacija (tržišna manipulacija)	Odgovorna lica	Izdavalac/odgovorna lica izdavaoca	Izdavalac/odgovorna lica izdavaoca	Izdavalac/odgovorna lica izdavaoca
			Distributer	Distributer	Distributer
			Računovođa/revizor	Računovođa/revizor	Računovođa/revizor

3. Ocena regulative hartija od vrednosti

3.1. Zaštita investitora

(a) Ulazak na organizovano tržište kapitala

Po korišćenoj metodologiji, regulativa ulaska na organizovano tržište kapitala ocenjena je indeksom objavljivanja (*Disclosure Index*). Dva ključna pitanja ocenjena ovim indeksom jesu: (1) da li izdavalac može emitovati hartije bez prethodno objavljenog Prospekta i (2) kakav je kvalitet informacija za koje regulativa nalaže da se unesu u Prospekt?

Kada je reč o regulativi ulaska na organizovano tržište, veliki problem predstavlja niz paradoksalnih situacija kojima se ona odlikuje. Zakon o HOV propisuje da se distribucija hartija od vrednosti može vršiti samo javnom ponudom, na organizovanom tržištu (berzi), uz objavljivanje Prospeksa i upućivanje javnog poziva za upis i uplatu hartija od vrednosti, osim u nekoliko izuzetnih slučajeva propisanih u samom Zakonu. Taj isti Zakon je, međutim, deklarativno „otvorio“ sva akcionarska društva odredbom kojom se sve akcije emitovane do početka njegove primene (pre svega u procesu privatizacije) smatraju akcijama emitovanim javnom ponudom, što podrazumeva njihovo uključenje na Berzu, čime se ignoriše ekonomski stvarnost i logika. Stvara se paradoksalna situacija u kojoj su i društva koja po svojoj ekonomskoj suštini ne mogu biti korporacije (jednočlana akcionarska društva, mala i srednja preduzeća), morala da se uključe na organizovano tržište – berzu. Kasnije doneti ZPD je pokušao da pomiri pravni i ekonomski „svet“ te je uveo dve kategorije akcionarskih društava – zatvorena i otvorena. Po svojoj prirodi zatvorena akcionarska društva (koja mogu imati najviše 100 akcionara) približena su obliku društva sa ograničenom odgovornošću, uz mogućnost uvođenja ograničenja u prenosu akcija internim aktima društva. Time je ostavljena mogućnost isključenja slobodne prenosivosti i trgovanja na organizovanom tržištu i stvorena zakonska mogućnost trgovanja mimo berze što je u sukobu sa Zakonom o HOV. Otvorena akcionarska društva (sa preko 100 akcionara i ona koja imaju manje akcionara ali su po slobodnom izboru otvorena), ZPD tretira kao „javna društva“ u smislu Zakona o HOV.

Dodatno paradoksalna situacija prisutna je na samoj Berzi. Naime, dva formalna listinga Beogradske berze (A i B) godinama su bila prazna (od nedavno dve firme su na A listingu), a sve

akcije kojima se trguje na Berzi, kotirane su („listirane“) na tzv. slobodnom berzanskom tržištu (u vreme završetka studije oko 1300 preduzeća). Slobodno berzansko tržište regulisano je internim pravilima Berze i, strogo formalnopravno gledano, firme na tom tržištu nisu javna društva u smislu Zakona o HOV. Naime, namera zakonodavca (prilikom donošenja Zakona o HOV) bila je da sve kompanije kojima se trguje na organizovanom tržištu podležu obavezama propisanim Zakonom o HOV za javna društva i da budu nadzirana od strane Komisije. Međutim, kompanije „listirane“ na slobodnom berzanskom tržištu ne podležu striktnim obavezama predviđenim za kompanije na A odnosno B listingu Beogradske berze, što znači da se mogu i uključiti na slobodno berzansko tržište bez objavljivanja prospekta s tim što dobijaju posebnu oznaku BP (bez prospekta). Tako, iako faktički organizovano od strane Berze, ostaje nejasno da li je slobodno berzansko tržište i u pravnom smislu „organizovano tržište“. Sama Komisija ima kontradiktoran i nejasan stav prema firmama na slobodnom berzanskom tržištu i do danas nije do kraja jasno ko ih i u kojoj meri nadzire.

Srbija je po pitanju zaštite investitora prilikom ulaska firmi na organizованo tržište kapitala dobila najnižu ocenu (0, vidi Prilog) pošto je u Srbiji moguće javno nuditi hartije od vrednosti investitorima bez objavljivanja Prospekt-a. Usled neadekvatnog rešenja u Zakonu o HOV, neusaglašenosti regulative i masovnog nepoštovanja propisa od strane učesnika na tržištu, regulator nije u mogućnosti da sankcioniše ulazak firmi na organizованo tržište bez Prospekt-a. Što se tiče kvaliteta informacija objavljenih u Prospektu, Srbija je dobila solidnu ocenu (0,58) jer je regulativa na odgovarajući način propisala obavezan sadržaj Prospekt-a. Kao krajnji rezultat, ocena, odnosno tzv. indeks za ocenu ulaska na tržište Srbije, koji se dobija kao aritmetička sredina vrednosti definisanih promenljivih, iznosi 0,58. Imajući u vidu da je naš pravni sistem mešavina nemačkog (jak uticaj u delovima zemlje koji su bili pod Austrougarskom carevinom) i francuskog (jak uticaj u oblastima pod Ottomanskim carstvom), vrednost indeksa je iznad prosečne vrednosti svojstvene zemljama francuskog pravnog porekla (0,45) a nešto je niži od proseka za zemlje nemačkog pravnog porekla (0,60)³. Zemlje anglosaksonskog pravnog sistema imaju vrednost indeksa 0,78. Međutim, faktičko stanje jeste da godinama nijedna kompanija nije bila na zvaničnom listingu Berze (sada su, kako je rečeno, dve na listingu A), da nadzorni organi već godinama ne nalaze način da takvo ponašanje sankcionišu i prinude firme da poštuju zakonske norme, te da se u Srbiji akcijama može trgovati samo na slobodnom berzanskom tržištu gde investitori svesno preuzimaju rizik i održu se prava na informaciju i zaštite koju im ona pruža.

(b) Neprekidno (kontinuirano) informisanje

Obaveza kontinuiranog informisanja, pre svega, podrazumeva obavezu stavljanja Godišnjeg izveštaja i liste relevantnih informacija sadržanih u njemu na raspolaganje javnosti. Kontinuirano informisanje, slično kao i Prospekt, od suštinskog je značaja za procenu i izbor investitora između različitih investicionih alternativa.

Postojećim zakonskim odredbama pravila kontinuiranog informisanja zadovoljavajuće su utvrđena obuhvatajući sve bitne elemente u pogledu zahtevanih izveštaja, sa ispoljenom tendencijom da se ide ka postizanju njihove veće ažurnosti (skraćuje se vremenski rok u kom se moraju objaviti informacije od značaja za poslovanje kompanije i cenu hartija od vrednosti). No, i u ovom slučaju je moguće da emitent ne bude sankcionisan ako ovu zakonsku obavezu ne poštuje. Naime, firma koja inicijalno uđe na tržište sa Prospektom, a potom ne ispuní obavezu kontinuiranog informisanja investitora, sankcioniše se samo time što naknadno dobija BP (bez Prospekt-a) status. Na srpskom tržištu, počektom 2007. godine, 42% firmi imalo je oznaku BP (2% je ušlo bez Prospekt-a, a ostali nisu ispoštovали obavezu kontinuiranog informisanja).

Međutim, iako dobro definisan, Zakon ponovo ne garantuje i njegovu adekvatnu primenu što potvrđuje i podatak da je u Srbiji, u 2004. godini, godišnje Izveštaje Komisiji podnelo svega 5% od ukupno registrovanih preduzeća. Činjenica je da, uprkos zakonskoj obavezi da vodi registar javnih društava, Komisija za sada nije u faktičkoj mogućnosti da taj registar i obezbedi što je dovodi

³ Vidi La Porta, Rafael, Lopez-de-Silanes, Florencio and Shleifer, Andrei (2006), "What Works in Securities Laws?", *The Journal of Finance*, Vol. 61, Issue 1(02), p. 1-32.

u poziciju da podnosi prijavu za privredni prestup samo kada joj se akcionarsko društvo nekim drugim povodom obrati, te ona tom prilikom utvrdi da to konkretno društvo nije ispoštovalo obavezu izveštavanja. To deluje krajnje destimulišuće, jer, baš u potrazi za eventualnom pomoći, preduzeće završi kažnjeno. Ta praksa potvrđuje da je jačanje institucije nadležne za nadzor i kontrolu sprovođenja zakonskih odredbi od izuzetnog značaja.

3.2. Zaštita integriteta tržišta

Zaštita integriteta tržišta obezbeđuje informacionu/cenovnu efikasnost tržišta i poverenje investitora. Dve prakse koje u najvećoj meri ugrožavaju integritet tržišta jesu:

- (a) trgovina na bazi poverljivih informacija (insajderska trgovina) i
- (b) manipulacije cenom hartija od strane tržišnih učesnika (tržišne manipulacije).

(a) Trgovina na bazi poverljivih informacija (insajderska trgovina)

Trgovina na bazi poverljivih, privilegovanih informacija jeste, pored tržišne manipulacije, ključno pitanje za ocenu zaštite integriteta tržišta i obezbeđenja njegovog efikasnog funkcionisanja. Za razliku od Zakona o HOV, novi Zakon o HOV (jun 2007) je prepoznao značaj postojanja liste insajdera jednog preduzeća koja je dostupna javnosti. To je veliki pomak u sprečavanju insajderske trgovine jer na taj način „autsajderi“ dobijaju na uvid od koga, eventualno, mogu biti ugroženi njihovi interesi.

Generalno posmatrano, zakonske odredbe kojima se teži sprečavanju insajderske trgovine mogu se smatrati zadovoljavajućim. Regulator se, međutim, nije pokazao uspešnim u sankcionisanju ovog dela. Prema dosadašnjoj praksi Komisije, najčešće su privilegovane informacije kod sticanja akcija masovno koristili članovi upravnih odbora, pri čemu je samo u jednom slučaju podneta krivična prijava. Po mišljenju same Komisije, ona bi morala imati šira ovlašćenja, mogućnost direktnog kažnjavanja i poništaja transakcija na bazi privilegovanih informacija, kao i veći broj kontrolora. Za citavo finansijsko tržište Srbije, Komisija ima svega oko pet kontrolora, dok, poređenja radi, NBS kontroliše oko 33 banke a ima oko 150 raznih kontrolora (stanje u vreme kada je završeno istraživanje).

Iako regulativa i materijalno i krivično sankcioniše insajdersku trgovinu, niko u Srbiji nikad nije odgovarao za to delo. Staviše, osnovni kriterijum investiranja je, po anegdotskim dokazima sa tržišta, upravo insajderska (privilegovana) informacija.

(b) Manipulacije cenom hartija od strane tržišnih učesnika (tržišne manipulacije)

Tržišne manipulacije su još jedan vid ugrožavanja integriteta finansijskih tržišta jer dovode do iskrivljivanja i stvaranja neistinite slike o tržištu hartija od vrednosti kroz različite oblike manipulisanja cenom. Zakonska regulativa i Statut Berze precizno definišu radnje koje podrazumevaju tržišne manipulacije kao i solidarnu odgovornost za nastalu štetu, kako za lica koja učestvuju u manipulaciji, tako i za lica koja šire neistinite informacije. Najveći problemi kada je reč o tržišnim manipulacijama tiču se ovlašćenja Komisije, a institucija na kojoj leži najveća odgovornost za suzbijanje tržišnih manipulacija jeste Berza.

Opštepoznata tržišna manipulacija sa akcijama jeste prethodno uparivanje naloga prodaje i kupovine akcija. Cela transakcija kupovine i prodaje akcija je unapred dogovorena između kupca i prodavca, a berzanski posrednik tu transakciju obavi za nekoliko minuta, tako da je veoma teško dokazati da je bilo prethodnog uparivanja naloga dve brokerske kuće. Inače, takve vrste manipulacije najlakše otkriva upravo Berza i ona obaveštava Komisiju da je bilo nekih neuobičajenih kretanja cena. U tom slučaju Komisija pokreće postupak i proverava. Ukoliko se otkrije da je bilo tržišnih manipulacija, onda se u tom slučaju kažnjava berzanski posrednik.

Prema dosadašnjoj praksi Komisije, nekih suptilnih manipulacija nije bilo, ali je zato bilo

otvorenih prevara i pritisaka na male akcionare i to uglavnom one koji su zaposleni u firmi čijim se akcijama trguje a koje su postale atraktivne zbog potencijalnog preuzimanja. Tada se koriste razni metodi pretnji (najčešće gubitak posla i sl.) radi prodaje akcija po uglavnom nižoj ceni od tržišne. U slučaju takvih pretnji i prijava od strane malih akcionara Komisija bi trebalo da podnese prijave policiji i nadležnom tužilaštvu. U praksi, međutim, to se nikada nije desilo iako je tih prinuda i manipulacija bilo veoma mnogo.

4. Ocena kvaliteta primene regulative

Ocenu kvaliteta primene regulative dali smo kroz:

- (a) ocenu sankcija;
- (b) ocenu primene regulative kroz privatno izvršenje i
- (c) ocenu primene regulative kroz javno izvršenje – Komisija za HOV.

(a) Ocena sankcija

Da bi se regulativa primenjivala, za svako kršenje pravnog pravila mora da postoji i adekvatna sankcija. Sankcija je ono što razlikuje obavezno pravno od samo moralnog ponašanja. Da bi sankcija bila percipirana kao ozbiljna, ona mora da ispunи određene uslove:

- mora postojati velika verovatnoća da će počinilac biti uhvaćen,
- sankcija mora nametati dovoljno velike troškove počiniocu,
- sankcija se *uvek* mora primeniti.

Za ocenu kvaliteta građanskih (ne-krivičnih) sankcija, po prilagođenoj La Portinoj metodologiji, relevantna su dva indeksa – indeks naloga i indeks tereta dokazivanja (vidi Prilog). Indeks naloga suštinski ocenjuje javno izvršenje, a indeks tereta dokazivanja je usmeren na privatno izvršenje.

Indeks naloga⁴ obuhvata ocenu mogućnosti nadzornog organa da naredi odgovornom licu da nešto uradi (nalog: *uradi!*) ili da obustavi neku aktivnost (nalog: *obustavi!*). Indeks tereta dokazivanja ocenjuje proceduralne teškoće koje susreće investitor u pokušaju da obezbedi naknadu štete u građanskoj parnici za gubitak koji trpi zbog neobjavljivanja materijalno važnih činjenica u prospektu.

Zakon o HOV sa nedovoljno normativa, kaznenih i zaštitnih ovlašćenja Komisije prema korporacijama na slobodnom berzanskom tržištu ne pruža regulatoru mogućnost da zaštići interes investitora na srpskom finansijskom tržištu. Tako, Komisija nema ovlašćenja da naredi kompaniji na slobodnom berzanskom tržištu prestanak radnji koje izazivaju štetu, isplatu odgovarajuće štete u određenom roku. Samim tim, oba pod-indeksa nalog emitentu, kada je reč o Komisiji, dobijaju minimalnu faktičku ocenu.

Kada se uzmu u obzir svi pod-indeksi (vidi Prilog), konačna ocena faktičke mogućnosti Komisije da u hipotetičkom slučaju ulaska na tržište reaguje prema potencijalno odgovornim licima i zaštititi investitora je 0 (ocena javnog izvršenja), dok bi pravna ocena bila 0,67 (Prilog). Za primenu prava ostaje, međutim, relevantna ocena faktičkih primena zakonskih ovlašćenja regulatora.

Na drugoj strani, Berza dobija maksimalnu ocenu jer ona može da isključi sa listinga, da izda nalog da se sprovedu konkretne aktivnosti radi uklanjanja uočenih nepravilnosti, da dâ nalog emitentu da preduzme određene aktivnosti i čak da ga novčano kazni. Rezultat da je Berza „moćnija“ od Komisije posledica je činjenice da je slobodno berzansko tržište ipak tržište Berze i da Berza propisuje i sankcioniše pravila igre i na njemu.

Iako je pravna ocena regulative bila povoljna, u praksi se pokazalo da niko sebe ne smatra nedvosmisleno i jasno nadležnim za srpske korporacije čijim se hartijama javno trguje (Komisija

⁴ Vidi Prilog za način računanja indeksa

– jer se nalaze na slobodnom berzanskom tržištu, a Berza – jer Zakon formalno označava Komisiju kao nadležnu za javna društva) čime je faktička ocena javnog izvršenja i primene sankcije minimalna.

Ocena krivičnih sankcija vrši se krivičnim indeksom koji se dobija uprosečivanjem pod-indeksa (vidi Prilog). Ocena krivičnog indeksa vrednuje i privatno i javno izvršenje jer krivičnu sankciju izriče sud, ali počinjocima krivičnog dela država goni po službenoj dužnosti. Usled nemogućnosti da se dobiju pouzdani podaci o kvalitetu faktičke krivične zaštite, moguće je utvrditi samo pravnu ocenu krivičnog indeksa, koji dobija maksimalnu vrednost.

Restitucija, kao posebna vrsta građanskih sankcija, podrazumeva pravna sredstva koja stoje na raspolanjanju investitoru u cilju obezbeđenja nadoknade za nastale gubitke i drugu štetu (uključujući i pretrpljenu moralnu štetu) a koji su izazvani kršenjima zakonskih odredbi, te time i interesa investitora, s namerom ili iz nepažnje. Prema oceni advokata, u Srbiji ovaj indeks uzima vrednost 0,33 (Prilog) koja je nešto ispod vrednosti koja je svojstvena zemljama našeg pravnog „miljea“ (vidi Prilog).

(b) Ocena primene regulative kroz privatno izvršenje

Kada je reč o stanju u sudovima i o sudskoj praksi u delu koji se odnosi na pitanja vezana za hartije od vrednosti u najširem smislu, generalna ocena jeste da je sudska praksa nerazvijena⁵. Nedostatak prakse odnosi se na najširi krug učesnika pravosudnog sistema uključujući sudije, istražne organe, advokaturu, sudske veštace i dr. Činjenica je da je u praksi gotovo zanemarljiv krug lica iz ovih delatnosti koja imaju iskustva i adekvatnog poznavanja specifičnosti prava korporativnog upravljanja, a naročito poslovanja hartijama od vrednosti. Ova okolnost, iako je logična s obzirom na relativno kratak period od ponovnog razvijanja tržišta i uspostavljanja poslova sa hartijama od vrednosti (naročito vlasničkih) i berzanskog poslovanja u našem privrednom sistemu, ipak nameće kao osnovnu potrebu rad na dopunskom obrazovanju, odnosno svojevrsnoj specijalizaciji lica iz pomenutih oblasti za obavljanje poslova u predmetima vezanim za poslovanje hartijama od vrednosti.

(c) Ocena primene regulative kroz javno izvršenje – Komisija za hartije od vrednosti

Ocena javnog izvršenja obuhvatila je pet širokih oblasti⁶:

1. Osnovne karakteristike regulatora, tj. njegova institucionalna nezavisnost. Efektivan regulator mora da bude zaštićen od mešanja, pre svega izvršne grane vlasti, ali i od mešanja industrije koju nadzire. Ovo je neophodno da bi Komisija bila slobodna da angažuje stručnjake i profesionalce, ali i da bi bila zaštićena od političkih pritisaka iza kojih stoje moćni emitenti.

2. Regulatorna nezavisnost Komisije – nastoji se utvrditi da li je nadležnost Komisije da reguliše tržište kapitala izvorna ili je delegirana od strane Ministarstva finansija.

3. Efektivna moć regulatora u istraži – utvrđivanje zašto informacija koja je data investorima nije bila tačna, potpuna i blagovremena. Ukoliko Komisija ima moć da naredi emitentu, distributeru i/ili računovođi dostavljanje relevantne dokumentacije, odnosno ukoliko može da naredi svedočenje relevantnih lica, Komisija ima efektivnu moć da utvrdi razloge netačnosti ili neažurnosti informacije koja je data investorima.

4. Efektivna moć regulatora u izricanju (nekrimičnih) sankcija – da li regulator (javno izvršenje) može da dâ nalog odgovornim licima emitenta da nešto urade ili da obustave neku aktivnost.

5. Uloga Komisije u krivičnom procesu.

Nakon donošenja novog Zakona o HOV, Komisija gubi svoju regulatornu nezavisnost pošto sve pravilnike i ostalu podzakonsku regulativu koja joj je stavljena u nadležnost, mora da pre

⁵ Za analizu stanja pravosuda u zemljama u tranziciji videti Gray, C.W., et al., 1993. Evolving legal frameworks for private sector development in Central and Eastern Europe. World Bank Discussion Paper No. 209.

⁶ Ocena javnog izvršenja je aritmetička sredina pet indeksa koji ocenjuju svaku od pet oblasti.

usvajanja dostavi Ministarstvu finansija na mišljenje, pošto poslove iz svoje nadležnosti obavlja kao od Vlade poverene poslove, što drastično pogoršava njenu poziciju.

U cilju adekvatne primene regulative kroz javno izvršenje, Komisija treba da bude (a nije) operativno i finansijski nezavisna, da ima dovoljno znanja za obavljanje regulatorne funkcije i dovoljno autoriteta i političke podrške (nema ni jedno ni drugo) da vrši efektivan nadzor. Ona treba da posluje na transparentan i odgovoran način. Uticaji i otvoreni pritisci izvršne vlasti na Komisiju registrovani su još od njenog osnivanja. Prilikom izbora članova Komisije uvažavan je dominantno stranački princip (uprkos izričitoj zakonskoj odredbi), te su izabrana lica (sa izuzetkom jednog) javno karakterisana kao predstavnici, odnosno članovi političkih stranaka⁷. Pritisci izvršne vlasti na Komisiju bili su naročito vidljivi u slučaju preuzimanja proizvođača mineralne vode „Knjaz Miloš“. Relevantnim se može smatrati i nalaz da Komisija u svom Izveštaju o radu za 2004. godinu i ne pominje slučaj „Knjaz Miloš“ uprkos činjenici da su članovi Komisije u vreme odlučivanja po pitanju ponuda za preuzimanje akcija „Knjaza Miloša“ u medijima nastupali krajnje otvoreno govoreći o pritiscima koji su na njih vršeni.

Premda su propisi, na prvi pogled, opskrbili Komisiju potrebnim oruđima da prilikom vršenja nadzora dođe do željenih informacija, Komisija je tokom sprovođenja intervjua u istraživanju izjavila da ona nije u mogućnosti da efektivno sprovodi svoj nadzor i da su njene efektivne moći u nadzoru, relativno prema regulatorima u komparativnim pravnim sistemima, veoma skromne. Osnovni problem, po izjavama same Komisije, su nedovoljna ovlašćenja regulatora u nadzornoj funkciji, činjenica da njeni zaposleni ne uživaju imunitet u sprovođenju nadzorne funkcije i neadekvatne mere za učinjene povrede (sankcije).

5. Zaključak

Na osnovu nalaza našeg istraživanja može se zaključiti da se osnovni problem zaštite investitora na tržištu kapitala u Srbiji najvećim delom ogleda u iznalaženju načina da se unapredi efikasnost primene zakonskih propisa mada i samoj regulativi nedostaje legitimitet jer ignoriše stvarnost i nije dovoljno jasna i usklađena. Osim problema sa legitimitetom, ključni problem jeste slab institucionalni kapacitet nadzornih organa koji bi se postarali da se zakonske odredbe bez izuzetka poštuju i da za svako njihovo kršenje usledi adekvatna sankcija (obezbeđenje pravne sigurnosti).

Što se tiče primene prava, bez obzira da li se radi o šteti koja je nastala neobjavljinjem materijalno važne činjenice u Prospektu (prilikom ulaska na tržište ili usled povrede obaveze kontinuiranog informisanja), korišćenju privilegovanih informacija ili manipulacijama na tržištu, sankcije su iste prema licima koja mogu biti odgovorna u svakom od pojedinih slučajeva. Odgovornost emitenta, distributera ili računovođe/revizora je ista i razlikuje se samo u visini štetne posledice.

S obzirom na činjenicu da je sudska praksa u domenu primene regulative kroz privatno izvršenje krajnje nerazvijena, kao prva i poslednja "linija odbrane" ostaje Komisija. Međutim, prema ocenama sâme Komisije, faktička situacija odnosno realnost javnog izvršenja jeste da je Komisija kao glavni nadzorni organ veoma ograničena u smislu efektivnog kažnjavanja prekršilaca. Istraživanje je pokazalo da je faktička situacija prinudne primene prava jako loša uprkos visokoj pravnoj oceni. U praksi, retki su slučajevi da Komisija pokreće bilo kakav postupak. Češće se protiv njenih rešenja pokreće upravni spor pred Vrhovnim sudom Srbije, ali i to vrlo retko. Kada je reč o privatnom izvršenju, faktičku (samo) ocenu nije bilo moguće utvrditi jer su sudije, za razliku od Komisije, odbile da se izjasne o kvalitetu zaštite koji taj krak prinudnog izvršenja pruža; dali su samo generalnu ocenu da je sudska praksa koja se tiče primene regulative hartija od vrednosti gotovo nepostojeća. Nedvosmisleni je zaključak da postoji jasan raskorak između prava i faktičkog stanja. Time je dokazano da je problem zaštite investitora u Srbiji u neprimenjivanju prava i institucionalnim manjkavostima a ne u pravnim normama.

⁷ Intervju predsednika Komisije Milka Štimca, Blic, 26. avgust 2004. godine, str. 9 i "Ostavka zavisi od doktora", Glas javnosti, 26. novembar 2004. godine, str. 9.

Prilog 1

Indeks objavljivanja (Disclosure Index) – definisan kroz dve varijable:

Varijabla prospekt – uzima vrednosti 1 - ukoliko zakon zabranjuje prodaju hartija od vrednosti na organizovanom tržištu zemlje potencijalnim investitorima bez prospekta, i u suprotnom 0.

Ocena kvaliteta informacija u prospektu – vrši se kroz pet varijabli, gde svaka od njih može dobiti vrednost 0, $\frac{1}{2}$, 1 u zavisnosti od stepena zadovoljenja zadatih kriterijuma: nadoknade direktora i ključnih rukovodilaca, podaci o vlasništvu glavnih akcionara, obaveza pojedinačnog navođenja učešća insajdera u kapitalu emitenta, opis ugovora koji se zaključuju van redovnog toka poslovanja, poslovne transakcije značajnijeg obima između izdavaoca i povezanih lica (članova uprave i nadzornog odbora, velikih akcionara, lica povezanih sa članovima uprave i nadzornog odbora u poslednjoj godini).

Sankcije

Indeks naloga – aritmetička sredina vrednosti tri pod-indeksa: (1) nalog emitentu, (2) nalog distributeru i (3) nalog računovodiji/revizoru. Svaki od ovih pod-indeksa predstavlja zbirnu ocenu mogućnosti nadzornih organa da svakom od tri potencijalna počinioца izda nalog da nešto uradi ili da obustavi neku aktivnost u slučaju da postoje problemi sa prospektom.

Ocenjivanje se vrši na sledeći način: **Nalog uradi** može dobiti ocenu 0, $\frac{1}{2}$ i 1 u zavisnosti od mogućnosti izdavanja naredbi od strane regulatornog tela; **Nalog obustavi** se takođe može uzeti vrednost 0, $\frac{1}{2}$ i 1 u zavisnosti iskazivanja naredbi obustave aktivnosti odgovornom licu.

Pravna ocena pod-indeksa *nalog emitentu* i *nalog distributeru* od strane Komisije je 1, a nalog računovodiji/revizoru je 0, te bi pravna ocena (regulativa) indeks naloga bila 0,67.

Indeks tereta dokazivanja je aritmetička sredina tri pod-indeksa od kojih svaki ocenjuje konkretnе poteškoće investitora u pokušaju da obezbedi naknadu štete od: (1) emitenta, (2) distributera i (3) računovodiji/revizoru. Vrednost svakog od pod-indeksa može biti 0, $\frac{1}{3}$, $\frac{2}{3}$, i 1 u zavisnosti od problematike dokazivanja da smo se oslonili na pogrešne informacije prilikom donošenja odluka zbog čega smo bili oštećeni kao i mogućnost nadoknade te štete.

Krivični indeks je aritmetička sredina tri pod-indeksa krivičnih sankcija prema odgovornim licima u svakom od pojedinačnih slučajeva – (1) pod-indeks emitenta, (2) distributera i (3) računovođe/revizora. Po La Portinoj metodologiji, svaki od pod-indeksa može dobiti ocenu 1, $\frac{1}{2}$, ili 0 u zavisnosti od toga koliko je potrebno za dokazivanje krivične odgovornosti.

Tabela L2-2. Sumirane ocene analiziranih indeksa

Indeks naloga	Ocena	
	Pravna	Faktička
1. Pod-indeks nalog emitentu (tj. indeks koji predstavlja zbir naredbi da se uradi i da se obustavi neka aktivnost a koje mogu da se izdaju emitentu u slučaju da prospekt ima nedostatke)	1	0
2. Pod-indeks nalog distributeru (tj. indeks koji predstavlja zbir naredbi da se uradi i da se obustavi neka aktivnost a koje mogu da se izdaju distributeru u slučaju da prospekt ima nedostatke)	1	0
3. Pod-indeks nalog računovodji/revizoru (tj. indeks koji predstavlja zbir naredbi da se uradi i da se obustavi neka aktivnost a koje mogu da se izdaju racunovodji/revizoru u slučaju da prospekt ima nedostatke)	0	0
INDEKS NALOGA	0.67	0
INDEKS NALOGA (konačna)¹⁾	0	
Indeks teret dokazivanja	Pravna (Zakon o HOV)	Pravna (novi Zakon)
1. Pod-indeks teret prema emitentu (tj. indeks koji pokazuje stepen proceduralne teskoce pri nadoknadi gubitaka od strane emitenta)	0.33	0.33
2. Pod-indeks teret prema distributeru (tj. indeks koji pokazuje stepen proceduralne teskoce pri nadoknadi gubitaka od strane distributera)	0.33	0.33
3. Pod-indeks teret prema računovodji/revizoru (tj. indeks koji pokazuje stepen proceduralne teskoce pri nadoknadi gubitaka od strane racunovodje/revizora)	0.33	0.33
INDEKS TERET DOKAZIVANJA (Zakon o HOV)	0.33	
INDEKS TERET DOKAZIVANJA (Novi Zakon)	0.33	
Krivični indeks	Pravna (Zakon o HOV)	Pravna (novi Zakon)
1. Krivični pod-indeks emitenta (tj. indeks kriminalnih sankacija primjenjen na emitenta)	0.5	0.5
2. Krivični pod-indeks distributera (tj. indeks kriminalnih sankacija primjenjen na distributera)	0.5	0.5
3. Krivični pod-indeks raučunovode/revizora (tj. indeks kriminalnih sankacija primjenjen na racunovodju/revizora)	0.5	0.5
KRIVIČNI INDEKS (Zakon o HOV)	0.5	
KRIVIČNI INDEKS (Novi Zakon)	0.5	

1) Ocena se odnosi samo na ovlašćenja Komisije. Pošto je reč o oceni primene prava, konačna ocena svakog indeksa je aritmetička sredina faktičkih ocena relevantnih pod-indeksa.

6. Literatura

- Cerps U., mathers G., Pajuste A., 2006, „Securities laws Enforcement in Transition Economies“, manuscript.
- La Porta, Rafael, Lopez-de-Silanes, Florencio and Shleifer, Andrei (2003), “What Works in Securities Laws?”, *National Bureau of Economic Research*, Working Paper 9882.
- Gray, C.W., et al., 1993. Evolving legal frameworks for private sector development in Central and Eastern Europe. World Bank Discussion Paper No. 209.
- Zakon o tržištu hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata, „Sl. list SRJ”, br. 65/2002 „Sl. Glasnik RS”, br. 57/2003, 55/2004, 45/2005, 101/2005 - dr. zakon, 85/2005 – dr. zakon i 46/2006 – dr. zakon.
- Zakon o tržištu hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata, Sl. Glasnik RS”, br. 47/2006.

Restrukturiranje i privatizacija javnih preduzeća u Srbiji

Milojko Arsić

Duško Vasiljević*

Unapređenje, odnosno stvaranje adekvatnog regulatornog okvira za infrastrukturne delatnosti, restrukturiranje javnih preduzeća kao i njihova delimična ili potpuna privatizacija – predstavljaju jedan od najvažnijih zadataka u procesu izgradnje moderne tržišne privrede u Srbiji u narednih nekoliko godina. Od početaka 2001. godine u oblasti usvajanja i primene regulative, kao i u oblasti restrukturiranja javnih preduzeća ostvaren je određeni napredak, dok je proces privatizacije u ovoj oblasti praktično na početku. Prema oceni EBRD¹ koja se odnosi na sredinu 2006. godine, a koja važi i sada, Srbija je ostvarila relativno skroman napredak u restrukturiranju i privatizaciji javnih preduzeća – od mogućih četiri, Srbija je u reformi infrastrukture ostvarila dva poena. Ne sporeći mogućnost ostvarenja boljih rezultata, takvo stanje nije sasvim neuobičajeno za zemlju koja se nalazi u šestoj/sedmoj godini tranzicije. Naime, reforme i privatizacija preduzeća iz oblasti infrastrukture i u drugim zemljama u tranziciji su većim delom realizovane u okviru tzv. druge faze tranzicije i u većini zemalja su još uvek u toku.

1. Uvod

U ovom tekstu razmatramo regulatorni okvir, privatizacione strategije i perspektive vezane za velika republička javna preduzeća u Srbiji, imajući u vidu iskustva i stečena znanja ostalih zemalja u tranziciji. Budući da Srbija prelazi u tzv. drugu fazu tranzicije, da se privatizacija društvenih preduzeća privodi kraju, smatramo da je vreme da se država usredsredi na velike infrastrukturne sisteme u državnom vlasništvu, tzv. javna preduzeća i da se hrabro uhvati u koštač s njihovim restrukturiranjem i parcijalnom ili totalnom privatizacijom. To je neophodno jer su, s ekonomskog gledišta, ta preduzeća neefikasna, nedovoljno modernizovana i kao takva koče dalje osavremenjavanje i rast srpske privrede. Ekonomski argumenti i iskustva sugerisu da je totalna ili parcijalna privatizacija adekvatno rešenje za gotovo sva javna preduzeća, osim onih koja imaju karakteristiku "prirodног monopola". Nažalost, političari u Srbiji prenebregavaju ekonomsku logiku i koriste najrazličitije argumente – koji variraju od zaštite nacionalnih interesa, zaštite "domaćeg vlasništva", zaštite "naših" preduzeća, do stvaranja regionalnih lidera – kako bi direktno i otvoreno sprečili dalji tok reforme. Motivi takvog diskursa su, s jedne strane nedostatak poznavanja elementarnih ekonomskih postulata funkcionalisanja modernih privreda, a s druge kratkovidi ekonomski nacionalizam ali i jaki partijski interesi, budući da su upravo javna preduzeća, zbog svoje veličine, značajnih budžeta i broja glasača koje zapošljavaju poluge moći političkih partija.

Nomenklatura preduzeća u Srbiji definiše tzv. društvena preduzeća, koja su u procesu privatizacije i čija će se privatizacija okončati 2008. godine, zatim državna preduzeća, tj. preduzeća u vlasništvu države, kao i mešovita preduzeća, u kojima je došlo do parcijalnog ulaska privatnog sektora te u ovim preduzećima, pored društvenog i državnog vlasništva postoji i privatno. U žiži pažnje javnosti a i političara u skorije vreme jesu tzv javna preduzeća. Taj naziv, međutim, često dovodi do zabune i nedoumica o tome koju vrstu preduzeća taj pojam obuhvata. Zakon

* Autori se zahvaljuju na korisnim komentarima, primedbama i sugestijama Vuku Đokoviću, Goranu Radosavljeviću i Marku Hiniću.

¹ Transition Report 2006, European Bank for Reconstruction and Development.

Restrukturiranje i privatizacija javnih preduzeća u Srbiji

o javnim preduzećima i obavljanju aktivnosti od opštег interesa² definiše javno preduzeće na sledeći način:

„Javno preduzeće je preduzeće koje obavlja delatnost od opštег interesa, a koje osniva država, odnosno jedinica lokalne samouprave.“

U istom Zakonu definišu se i delatnosti od opštег interesa:

„Delatnosti od opštег interesa, u smislu ovog zakona, jesu delatnosti koje su kao takve određene zakonom u oblasti: proizvodnje, prenosa i distribucije električne energije; proizvodnje i prerade uglja; istraživanja, proizvodnje, prerade, transporta i distribucije nafte i prirodnog i tečnog gasa; prometa nafte i naftnih derivata; železničkog, poštanskog i vazdušnog saobraćaja; telekomunikacija; izdavanja službenog glasila Republike Srbije; informisanja; izdavanja udžbenika; korišćenja, upravljanja, zaštite i unapređivanja dobara od opštег interesa (vode, putevi, mineralne sirovine, šume, plovne reke, jezera, obale, banje, divljač), kao i komunalne delatnosti.

Delatnosti u smislu stava 1. ovog člana jesu i delatnosti od strateškog značaja za Republiku, kao i delatnosti neophodne za rad državnih organa i organa jedinice lokalne samouprave, utvrđene zakonom.“

U Srbiji postoji ukupno oko 550 javnih preduzeća. Republika ili Autonomna pokrajina je STE osnivač 17 javnih preduzeća, a osnivač ostalih, lokalnih javnih preduzeća su gradske i opštinske vlasti. Od ukupnog broja javnih preduzeća, njih 487 je u 2006. godini podnelo finansijski izveštaj Centru za bonitet NBS³. Osnovni parametri poslovanja tih preduzeća prikazani su u Tabeli L3-1.

Tabela L3-1. Javna preduzeća, osnovni parametri poslovanja

	2006	2005	2006	2005	% od svih privrednih društava u Srbiji u 2006.
Broj preduzeća	487	488	...	...	0,6
Broj zaposlenih	137.310	145.716	...	...	12,4
u milionima dinara					
Ukupni prihodi	413.938	316.400	4.917	3.816	8,6
Ukupni rashodi	421.550	343.810	5.007	4.146	9,0
Neto rezultat	-7.815	-28.778	-93	-347	-7,2
Stalna imovina	1.296.488	1.141.993	15.400	13.772	33,1
Kapital	1.087.021	985.980	12.912	11.891	33,6

Izvor: Saopštenje o ostvarenim rezultatima poslovanja privrednih društava i zadruga u Republici Srbiji, Narodna banka Srbije, 2006.

Napomena: Tabela uključuje samo preduzeća koja su registrovana kao »javna preduzeća«. Ne uključuje Telekom i NIS, budući da su ove kompanije transformisane u akcionarska društva. Peračunavanje dinarskog iznosa u evre rađeno je po srednjem kursu za datu godinu.

Posebno se izdvajaju 17 republičkih javnih preduzeća: Elektroprivreda Srbije – EPS, Elektromreža Srbije – EMS, Javno preduzeće za podzemnu eksplotaciju uglja Resavica – JP PEU Resavica, Naftna industrija Srbije – NIS, Srbijagas, Transnafta, Železnice Srbije, Jugoslovenski aerotransport – JAT, Aerodrom „Nikola Tesla“, JP Putevi Srbije, JP PTT saobraćaja „Srbija“, Telekom Srbija, Skijališta Srbije, Srbijašume, Vojvodinašume, Srbijavode i Vode Vojvodine. Ova preduzeća u 2006. prema podacima Republičkog zavoda za razvoj zapošljavaju 108.845 radnika i ostvaruju 801,7 milijardi dinara ukupnog prihoda ili oko 9 milijardi evra. U 2006. ta preduzeća (kao i celokupna privreda), po prvi put od početka tranzicije iskazuju pozitivan neto finansijski rezultat⁴ (31,3 milijardi dinara tj. 396 miliona evra). Po obimu poslovanja, posebno se ističu EPS, NIS, i Telekom Srbija (Tabela L3-2)

2 "Službeni glasnik RS", broj 25/2000.

3 Ostala javna preduzeća su, u skladu sa Zakonom o budžetskom sistemu ("Službeni glasnik RS", broj 9/02, 87/02 i 66/05), u obavezi da finansijski izveštaj predaju Upravi za trezor.

4 U 2006. godini, 14 velikih javnih preduzeća ostvarilo je dobit, a tri gubitak: Železnice Srbije, Putevi Srbije i PEU Resavica.

Tabela L3-2. Izabrana javna preduzeća, osnovni parametri poslovanja, 2003. i 2006. godine

	EPS		NIS		Telekom		Železnice Srbije		JAT	
	2003	2006	2003	2006	2003	2006	2003	2006	2003	2006
Broj zaposlenih	43.186	31.147	17.669	13.152	13.060	10.639	29.852	21.604	3.870	1.930
u milionima evra										
Kapital	6.137	7.830	645	1.113	1.684	1.173	3.826	2.012	15	0
Ukupna aktiva	8.122	9.706	2.879	3.098	1.817	1.521	4.417	2.732	268	245
Investicije	117	181	75	67	248	256	68	33	7	1
Ukupni prihodi	2.724	3.288	2.937	3.348	672	794	293	314	196	200
Neto dobit/gubitak	-71	194	102	82	103	176	-197	-85	0	4

Izvor: Analiza poslovanja javnih preduzeća u 2006. godini, Republički zavod za razvoj

Napomena: preračunavanje u evre rađeno je po srednjem kursu za datu godinu.

2. Reforme javnih preduzeća u periodu 2001–2007. godina

Glavni, opšti pravci reforme javnih preduzeća od početka 2001. godine bili su: usklađivanje cena s troškovima, odvajanje sporednih delatnosti i njihova privatizacija, regulisanje dugova i potraživanja, racionalizacija poslovanja i smanjenje viška zaposlenih.

U slučaju većine republičkih javnih preduzeća izvršeno je restrukturiranje ranije jedinstvenih preduzeća na deo koji se bavi izgradnjom i održavanjem mreža i deo koji se bavi pružanjem usluga⁵.

Za većinu infrastrukturnih delatnosti koje se obavljaju na nivou Republike (energetika, telekomunikacije, železnica) doneti su zakoni kojima se obavljanje infrastrukturnih delatnosti reguliše u skladu s praksom tržišnih privreda⁶. Takođe, formirana su nezavisna regulatorna tela za oblasti telekomunikacija (Republička agencija za telekomunikacije, Republička radiodifuzna agencija) i energetike (Agencija za energetiku Republike Srbije, Agencija za energetsку efikasnost). To je dovelo do stvaranja primarnog regulatornog okvira za ekonomsko poslovanje JP, koji je još uvek nepotpun, budući da je upravo uloga nezavisnih regulatornih agencija razvoj podzakonske regulative, koji je još u toku.

Sprovedene reforme omogućile su unapređenje poslovanja javnih preduzeća, rast dostupnosti i poboljšanje kvaliteta usluga. Ali, infrastrukturne delatnosti i dalje zaostaju kako za razvijenim članicama EU tako i za regionalnim okruženjem (razvijenost mreža, dostupnost i kvalitet usluga) i predstavljaju ograničavajući faktor za privredni rast. Kao primer možemo da pomenemo nedostatak konkurenциje u određenim infrastrukturnim delatnostima, kao što je monopol NIS-a na preradu nafte i proizvodnju naftnih derivata⁷. Dostizanje evropskih standarda u infrastrukturnim delatnostima zahteva značajne investicije, unapređenje regulative i jačanje nezavisnosti regulatornih tela. Imajući u vidu evropske standarde u oblasti energetike (naftna industrija, elektroprivreda), u Srbiji su prisutni krupni ekološki problemi čije saniranje zahteva velike investicije. Pored ispunjavanja standarda vezanih za ekologiju, postoji i problem standarda kvaliteta proizvoda. Na primer, kvalitet naftnih derivata koje proizvodi NIS daleko je ispod evropskih normi, a Srbija je jedna od nekoliko država u Evropi u kojoj se još uvek prodaje benzin s olovom.

Sposobnost države da upravlja javnim preduzećima je još uvek niska, čak i u odnosu na ne baš uvek visok međunarodni nivo. Štaviše, Vlada povremeno gubi elementarnu kontrolu nad javnim preduzećima, kao što je kontrola plata i zaduživanja. Osim toga, postoji tendencija

5 U slučaju železnice i dalje postoji jedinstveno preduzeće "Železnice Srbije" koje obavlja poslove održavanja i izgradnje infrastrukture i prevoza putnika i robe. Aktuelno rešenje prema kome su u okviru jedinstvenog preduzeća formirane posebne direkcije za infrastrukturu i za prevoz ne omogućuju razvoj konkurenциje u oblasti prevoza i nije u skladu sa Direktivama EU. Stvaranje konkurentskog ambijenta u sektoru železnice zahteva formiranje posebnog preduzeća za održavanje i izgradnju infrastrukture i jednog ili većeg broja preduzeća za usluge prevoza putnika i robe i dr.

6 Na primer: Zakon o energetici, Službeni glasnik RS: 84/04; Zakon o telekomunikacijama, Službeni glasnik RS: 44/03; Zakon o železnici, Službeni glasnik RS: 18/05

7 Uvoz naftnih derivata u Srbiju, s određenim izuzecima zabranjen je Uredbom o posebnim uslovima i načinu uvoza i prerade nafte odnosno naftnih derivata, "Službeni glasnik RS", br 37/03, 90/03, 56/05. Ta uredba veštački stvara monopolsku poziciju NIS-a u oblasti prerade nafte i velikoprodaje naftnih derivata.

korišćenja preduzeća za finansiranje političkih stranaka, a korupcija i nedomačinsko poslovanje su rašireni.

Upravo nedovoljna sposobnost države da upravlja ovim preduzećima trebalo bi, u slučaju Srbije, da bude jedan od osnovnih motiva za privatizaciju javnih preduzeća. Međutim, taj argument je u kontradikciji s latentnim razlogom zašto do privatizacije ne dolazi – javna preduzeća u Srbiji su centri partijske moći.

Na drugoj strani, sami uzroci početka privatizacije infrastrukturnih preduzeća u državnom vlasništvu u Evropi tokom osamdesetih nisu bili samo pokrivanje visokih budžetskih deficitia i nezadovoljstva performansama tih preduzeća, nego i nesposobnost države da se izbori sa zahtevima sindikata, i da adekvatno upravlja tim preduzećima.

3. Osnovni pravci budućih reformi infrastrukturnih – državnih javnih preduzeća

Osnovni ciljevi reformi infrastrukturnih delatnosti jesu: rast dostupnosti i kvaliteta usluga, uvođenje novih usluga, usklađivanje cena s opravdanim troškovima i smanjenje zagađenja životne sredine. Ukratko – modernizacija infrastrukturnih delatnosti u Srbiji. Razvoj i modernizacija infrastrukture predstavlja neophodan uslov i podsticajan činilac za privatne investicije u drugim sektorima privrede.

Navedeni ciljevi mogu se postići unapređenjem regulatornog okvira i, naglasimo, promenom vlasničke strukture preduzeća u oblasti infrastrukture. Regulatorni okvir treba da omogući formiranje konkurenčije gde je to moguće ili potencijalne konkurenčije u ostalim segmentima tržišta. Delimična ili potpuna privatizacija pojedinačnih javnih preduzeća u okviru novog regulatornog okvira predstavlja način da se obezbedi rast efikasnosti u korišćenju postojećih resursa, kao i nova sredstva za investiranje, modernizaciju i sl. S druge strane, potpuna ili parcijalna privatizacija JP će dovesti do depolitizacije ili defeudalizacije tih preduzeća.⁸ Naime, upravljanje javnim preduzećima se ne vrši preko profesionalnih kvalitetnih menadžera, već predstavlja politički plen, koji služi, pored indirektnog finansiranja političkih partija i za alokaciju partijskih kadrova, ali i kao važna glasačka mašina. Takvo neprofesionalno upravljanje javnim preduzećima dovodi do uništavanja njihove vrednosti, kašnjenja u modernizaciji, niske efikasnosti, i gubljenja tržišne utakmice. Privatizacija u tom smislu predstavlja jedino delotvorno rešenje za neekonomsko upravljanje ovim preduzećima. Takođe, dovodi do profesionalizacije menadžmenta i do bolje kontrole preduzeća. Osim toga, privatizacija javnih preduzeća i njihova dokapitalizacija predstavljaju šansu da se obezbede nove mogućnosti za investiranje širokim slojevima stanovništva i instucionalnim investitorima, što će autonomno doprineti razvoju i produbljivanju tržišta hartija od vrednosti u Srbiji.

Zakoni kojima se regulišu infrastrukturne delatnosti kao, na primer, zakoni o telekomunikacijama, energetici, železnici i dr. a koji su usvojeni nakon 2000. godine – predstavljaju značajan napredak u pravcu usaglašavanja regulative sa standardima EU. Većina donetih zakona, međutim, zahteva dodatna poboljšanja. S obzirom na to da se operacionalizacija načelnih zakonskih rešenja često ostvaruje podzakonskim aktima, čije donošenje se nalazi u nadležnosti regulatornih tela, od suštinske važnosti jeste da se podzakonski akti kojima se uvode tehnički standardi, tarifni sistemi, kvalitet usluga, stvaraju uslovi za konkurenčiju i sl. – donešu u kratkom roku, kao i da rešenja sadržana u njima budu primenjiva i u skladu s praksom razvijenih tržišnih privreda.

Donošenjem novog Ustava ostvarena je mogućnost da se ukine besmislena zakonska odredba prema kojoj je Republika vlasnik ne samo kapitala u javnim preduzećima, nego i vlasnik imovine svih javnih preduzeća (uključujući i lokalna javna preduzeća)⁹. Taj zakon je faktički onemogućavao bilo kakav sistematičan prilaz privatizaciji javnih preduzeća. Da bi se čak i započelo s pripremnim procesom privatizacije Naftne industrije Srbije, do čega je došlo usled pritiska MMF-a, bila

⁸ Videti: Vesna Pešić: Partijska država kao uzrok korupcije u Srbiji, časopis *Republika*, br. 402-405.

⁹ Zakon o sredstvima u svojini Republike Srbije, "Službeni glasnik RS", br. 53/1995, 3/1996, 54/1996. i 32/1997.

je potrebna izrada posebnog zakonskog akta koji je, u skupštinskoj proceduri transformisao vlasničku strukturu NIS-a. Nažalost, i nakon gotovo godinu dana od usvajanja Ustava, još uvek je na snazi navedena zakonska odredba, a nema ni najava kada će biti ukinuta.

Važan elemenat predstojećih reformi jeste dalje jačanje nezavisnosti regulatornih tela kao i unapređenje njihove kompetentnosti. Nezavisnost regulatornih tela treba da se uspostavi kako u odnosu na Vladu tako i u odnosu na infrastrukturna preduzeća čiju delatnost regulišu, kao i u odnosu na interesne grupe koje posluju s tim preduzećima ili imaju ambiciju za njihovo preuzimanje u procesu privatizacije. Nezavisnost regulatornih tela u odnosu na preduzeća i interesne grupe jeste od suštinske važnosti za ravnopravnost svih učesnika u tržišnoj utakmici.

Preduzeća iz oblasti infrastrukture će u određenom periodu, a neka i trajno biti u značajnom ili većinskom vlasništvu države. Stoga je od ključne važnosti, naročito u slučaju preduzeća koja će, po uzoru na preovladajuću praksu u Evropi, trajno ostati u većinskom vlasništvu države i preduzeća čija se privatizacija ne predviđa u kratkom roku – da se unapredi vlasnička i upravljačka uloga države. Unapređenje upravljačke uloge države obuhvata širok spektar mera počev od strateških dokumenata do kontrole ključnih parametara tekućeg poslovanja (plate, cene, zapošljavanje, investicije, zaduživanje). Naročito je važno, imajući u vidu aktuelno iskustvo, da se izgrade mehanizmi za sprečavanje raznih oblika ekonomске neracionalnosti (štetni ugovori, nizak kvalitet investicionih radova, disperzija delatnosti) koji su često povezani s korupcijom, kao i da se obezbedi kontinuiran rast obima i proširenje assortimana usluga. Takođe, neophodno je da se unaprede procedure zapošljavanja kako bi se umanjili nepotizam kao i raširena praksa zapošljavanja partijskih aktivista u javnim preduzećima, pod privilegovanim uslovima. U tom smislu je neophodna “depolitizacija” javnih preduzeća u državnom vlasništvu. Naime, važeći izborni sistem na republičkom nivou dovodi do formiranja koalicionih vlada, koje, u raspodeli moći, međusobno dele, i to po vertikali i funkcije u JP, i na taj način, putem međustranačkih dogovora sprečavaju bilo kakvu mogućnost parlamentarne kontrole poslovanja.

4. Strategija privatizacije javnih preduzeća: aktuelne opcije

Iskustva širom sveta pokazuju da ne postoji jedan univerzalni model privatizacije koji je najbolji za sve zemlje i za sve infrastrukturne delatnosti. Takođe, iskustvo ukazuje da je za ispoljavanje pozitivnih efekata privatizacije infrastrukturnih preduzeća neophodno da se pre privatizacije stvari odgovarajući regulatorni okvir. Stvaranje adekvatnog regulatornog okvira jeste od presudne važnosti zbog činjenice da neke delatnosti (ili neki njihovi delovi) u okviru infrastrukture imaju karakter “prirodnog monopola”. Zamena državnog monopola privatnim, u slučaju kada država nije u stanju da adekvatno kontrolise monopolistu (neadekvatni regulatorni okvir, korumpirana vlast) – često ima niz nepovoljnih efekata (povećanje cena, stagnacija dostupnosti i kvaliteta usluga), koje kompromituju sam proces privatizacije, što je u nekim slučajevima, npr. u Latinskoj Americi, doveo i do renacionalizacije preduzeća u oblasti infrastrukture. Naravno, potreba za kreiranjem regulatornog okvira ne bi smela da bude izgovor za odlaganje privatizacije.

Takođe, u nekim kapitalno intenzivnim delatnostima u kojima je period investiranja vrlo dug, a vrednost investicija visoka, kao što je elektroprivreda, uspostavljanje liberalnog tržišta u nekim slučajevima imalo je za posledicu smanjenje cena i profita, što je uticalo na nedovoljne investicije i izazivalo nestašice struje (npr. Kalifornija u SAD). Taj potencijalni problem je još izraženiji u zemljama u razvoju gde su potrebne vrlo visoke investicije da bi se obezbedio visok nivo dostupnosti i pouzdano snabdevanje električnom energijom.

Tokom poslednjih nekoliko godina u javnosti Srbije, ali i u prethodnoj i aktuelnoj Vladi, prisutne su različite ideje u pogledu obima, metoda i dinamike privatizacije javnih preduzeća. Rasprave o privatizaciji potisnule su u drugi plan analizu regulatornog okvira kao i tržišnih struktura koje će se pojaviti kao rezultat procesa privatizacije.

Restrukturiranje i privatizacija javnih preduzeća u Srbiji

U vezi s privatizacijom javnih preduzeća u Srbiji sredinom 2007. godine bitna su sledeća pitanja:

- koja preduzeća treba trajno¹⁰ da ostanu u većinskom državnom vlasništvu?
- koje regulatorne, strukturne i druge reforme treba da prethode privatizaciji javnih preduzeća?
- da li, koliko i kada besplatnih akcija podeliti zaposlenim i građanima?
- kada, za koja preduzeća i u koliko koraka je opravdano prodati većinski paket strateškom partneru?
- koja preduzeća i u kom obimu privatizovati preko berze?

Prethodno navedena pitanja i opcije za restrukturiranje i privatizaciju javnih preduzeća u Srbiji analiziraće se na primerima najvažnijih republičkih javnih preduzeća: u oblasti nafta i gasa (NIS), elektroprivrede (EMS i EPS), telekomunikacija (Telekom Srbija), poštanskog saobraćaja (PTT), železničkog saobraćaja (ŽTP), avio-saobraćaja (JAT i aerodrom "Nikola Tesla") i podzemne eksploatacije uglja (PEU).

4.1. Šta privatizovati i koliko?

Procenjuje se da u većinskom državnom vlasništvu, bar u doglednom periodu, treba da ostanu preduzeća koja obavljaju delatnosti koje imaju tipičan karakter prirodnog monopolija i gde je uvođenje stvarne ili potencijalne konkurenциje pri postojećoj tehnologiji ekonomski neracionalno. U skladu s tim ocenjuje se da će u državnom vlasništvu ostati PTT, preduzeće koje se bavi prenosom električne energije (EMS), i preduzeća u čijoj nadlažnosti se nalaze međunarodni gasovodi (Srbijagas) i naftovodi (Transnafta) koji prolaze kroz Srbiju. Takođe, ocenjuje se da bi bilo opravdano da u trajnom većinskom državnom vlasništvu bude i preduzeće koje će se baviti izgradnjom i održavanjem železničke infrastrukture, a koje će biti izdvojeno iz sada jedinstvenog preduzeća Železnice Srbije. Naravno, iz preduzeća koja obavljaju navedene delatnosti nastavilo bi se izdvajanje i privatizacija sporednih delatnosti. U slučaju PTT – preduzeća koje pruža veći broj različitih usluga, država bi ostala većinski vlasnik, ali bi se istovremeno za većinu tih usluga stvorile mogućnosti za postojanje privatnih konkurenata. U isti mah, nije isključeno da će u dužem vremenskom periodu tehnološke promene i potiskivanje pismonosnih papirnih pošiljki od strane elektronskih, kao i razvojem privatnih preduzeća u oblasti prenosa ostalih pošiljki (paketa i dr.) prestati potreba za postojanjem preduzeća s većinskim državnim vlasništvom u toj oblasti.

Na osnovu iskustava drugih zemalja, stanja regulative, sprovednih reformi i poslovnih performansi infrastrukturnih preduzeća u Srbiji procenjuje se da sledeća preduzeća mogu biti većinski privatizovana u srednjem roku: proizvodnja i distribucija nafta (NIS), avio-saobraćaj (JAT), fiksna i mobilna telefonija (Telekom Srbija) i preduzeće za podzemnu eksploataciju uglja (PEU). Na osnovu aktuelnog stanja u navedenim preduzećima, dosadašnjih reformi u oblasti regulative, zainteresovanosti potencijalnih investitora za privatizaciju – ocenjuje se da su prvi kandidati za većinsku privatizaciju NIS, JAT i Telekom Srbija. Procenjuje se i da preduzeće za podzemnu eksploataciju uglja treba što pre privatizovati, kao celinu ili neke njegove delove, dok preostale delove treba zatvoriti. Dodatni razlog za brzu privatizaciju PEU jeste i u činjenici da ovo preduzeće, jedino uz Železnicu Srbije i Puteve Srbije, od trenutka izdvajanja iz EPS-a koristi državne subvencije.

Ocenjuje se da bi u nešto dužem vremenskom periodu bilo ekonomski opravdano privatizovati: proizvodnju i distribuciju električne energije (EPS), aerodrom "Nikola Tesla" i deo Železnice Srbije koji će se baviti prevozom robe i putnika. Naravno, ne postoje ekonomski opravdani razlozi da se već u kratkom roku ne stvore funkcionalni uslovi za ulazak privatnog sektora u navedene delatnosti, npr. kroz izgradnju privatnih elektrana ili ulazak privatnih prevoznika u oblast železničkog saobraćaja.

¹⁰ Termin *trajno* treba shvatiti uslovno, jer tehnološke i institucionalne promene mogu suštinski promeniti uslove poslovanja, usled čega mogu prestati razlozi za postojanje većinskog državnog vlasništva u nekim infrastrukturnim preduzećima.

4.2 Regulatorne mere za privatizaciju javnih preduzeća

Da bi privatizacija javnih preduzeća vodila ka ostvarivanju prethodno navedenih pozitivnih društvenih ciljeva neophodno je usvojiti niz promena u zakonima i podzakonskim aktima koje će omogućiti stvaranje konkurentnog ambijenta u infrastrukturnim delatnostima. Važan elemenat regulatornih reformi koji se odnosi na sva javna preduzeća uključujući i lokalna jeste – ukidanje zakonske odredbe prema kojoj je Republika vlasnik i kapitala i imovine javnih preduzeća. Važno je takođe da pre privatizacije dođe do usvajanja konkretnih regulatornih mera, specifičnih za pojedine oblasti i koje regulišu specifične karakteristike određenih tržišta i tehnologija. Pregled neophodnih mera, koje se izlažu u nastavku teksta, pre je ilustrativan nego kompletan.

Pre privatizacije NIS-a neophodno je preispitati dalje zadržavanje izuzetno niske naknade za vađenje nafte i gasa u Srbiji¹¹, neophodno je postaviti tržišna ograničenja kojima bi se sprečilo postojanje dominantne pozicije nekog preduzeća u oblasti distribucije derivata nafte (npr. propisalo bi se da preduzeće i s njima povezana lica ne mogu da imaju više od, npr., 40% benzinskih pumpi u Srbiji). Takođe, neophodno je ukinuti Uredbu koja zabranjuje uvoz naftnih derivata, a koja sputava razvoj konkurenциje u velikoprodaji naftnih derivata u Srbiji. Naime, ta odredba na veštački način obezbeđuje monopolsku poziciju NIS-a, i na taj način ga štiti od pritisaka tržišta, i konsekventno ga ne forsira ka bilo kakvom unapređenju poslovanja. Cenu takvog stanja i nedostatka modernizacije i ekonomskog poslovanja NIS-a plaćaju svi građani Srbije, a NIS, zbog svog zakasnelog osavremenjavanja gubi tržišnu utakmicu i u maloprodajnom segmentu tržišta. Procenjuje se da je NIS od 2003. do danas izgubio oko 15% svog tržišnog učešća u sektoru maloprodaje. Postoje istraživanja, koja procenjuju neefikasnost NIS-a kako zbog monopolskog položaja tako i zbog neadekvatnih nadoknada na korišćenje domaćih prirodnih resursa na oko 300 miliona evra godišnje¹². Izrada kvalitetnog regulativnog okvira i naknadna većinska privatizacija doveli bi do rešavanja problema s kojima se suočava NIS, kao što su nedostatak investicija, loše upravljanje, neadekvatno zaduživanje, politička i partijska uplitana. Primeri zemalja u okruženju sugerisu da se država odrekla većinskog paketa u naftnim industrijama, ali da obično zadržava manjinski paket (Tabela L3-3). Naftne industrije u razvijenim zemaljama su obično u stopostotnom privatnom vlasništvu.

Tabela L3-3: Izabrane naftne industrije u okruženju: vlasnička struktura

	Hellenic Petroleum	OMV	MOL	INA	Petrom	PKV- Orlen
	Grčka	Austrija	Madjarska	Hrvatska	Rumunija	Poljska
Država (posredno i neposredno)	35,5	31,5	9,9	51,9	40,7	27,5
Veliki investitori	35,9	17,6	10,0	25,0	51,0	...
Ostalo	28,6	50,9	80,1	23,1	8,3	72,5

Izvor: Godišnji izveštaji navedenih kompanija

Pre privatizacije operatera fiksne i mobilne telefonije, Telekoma Srbija, neophodno je izvršiti rebalans tarifnog sistema u fiksnoj telefoniji radi njegovog usklađivanja s troškovnim principom i doneti niz podzakonskih akata kojima bi se omogućila efektivna konkurenca u oblasti fiksne telefonije (interkonekcijska ponuda, sloboden pristup lokalnoj petlji, prethodni izbor broja, prenosivost broja i dr.). Takođe, pre privatizacije Telekoma Srbija bilo bi neophodno da se uspostavi direktna vlasnička veza države i Telekoma, umesto sadašnje indirektne veze preko PTT-a. Naime, Telekom Srbija je već sada akcionarsko društvo sa dva akcionara: JP PTT Srbija (80% vlasništva), i grčka telekomunikaciona kompanija OTE (20%). Država učestvuje u vlasništvu Telekoma posredno, preko PTT-a.

Privatizaciji preduzeća iz proizvodnje i distribucije električne energije (EPS) treba da prethodi povećanje cena električne energije do nivoa koji omogućuju generisanje sredstava za finansiranje

11 Videti: Vuk Đoković, Goran Radosavljević, "Vađenje sirove nafte u Srbiji: za sada bez adekvatne nacionalne politike", Kvartalni monitor, broj 7, oktobar – decembar 2006.

12 Videti: Kori Udovički i dr: "Stvarna i moguća performansa NIS-a: koliki je jaz?", Kvartalni monitor, broj 3, oktobar-decembar 2005.

krupnih investicija. Privatizacija preduzeća za proizvodnju električne energije ne daje pozitivne rezultate u okruženjima u kojima ne postoji dovoljan kapacitet proizvodnje električne energije, kao što je slučaj u Srbiji sa EPS-om. Takođe, neophodno je smanjenje broja zaposlenih i rešenje problema dugova EPS-a kako bi se unapredila njegova efikasnost. Mada je problem neefikasnog upravljanja države prisutan u svim javnim preduzećima, njegovo rešavanje je naročito važno u onim preduzećima koja neće biti privatizovana u kratkom roku, što je slučaj sa EPS-om ili delom Železnica Srbije koji će se baviti prevozom putnika i robe.

4.3 Podela besplatnih akcija

Postoje različiti predlozi i zahtevi o tome kada, koliko i kome treba podeliti besplatnih akcija javnih preduzeća. Čini se da je najbolje rešenje da se besplatno podeli 10–15% akcija svih javnih preduzeća – uključujući i ona za koja se planira da ostanu u većinskom državnom vlasništvu. Pravo na dobijanje akcija imali bi svi punoletni građani Srbije koji nisu dobili akcije u prethodnim privatizacijama. Ocenjuje se da nema nikakvog ekonomskog i socijalnog opravdanja da zaposleni u javnim preduzećima dobiju bilo kakvu prednost u odnosu na ostale građane Srbije. Naime, radi se o monopolskim, kapitalno intenzivnim preduzećima, čija imovina je po pravilu građena iz kredita u čijoj otplati su učestvovali svi građani Srbije. Takođe, zaposleni u javnim preduzećima, izuzev ŽTP, po pravilu, imali su veće plate nego što su to bile plate za identične poslove u drugim preduzećima – što znači da su kroz plate delili i rentu.

4.4. Strateški partner ili diversifikovana vlasnička struktura

Jedno od aktuelnih pitanja jeste i to koja javna preduzeća treba prodati strateškom partneru – verovatno stranom preduzeću. Generalno, strateškom partneru treba prodati ona javna preduzeća koja zahtevaju značajna investicona ulaganja, a koja se ne mogu obezbediti iz sopstvenih izvora, dok bi eventualno uzimanje značajnih kredita iz inostranstva imalo za posledicu dalji rast već ionako visoke zaduženosti preduzeća, a verovatno i države kao garanta. Takva preduzeća mogu da opstanu na tržištu Srbije samo u uslovima monopola, a svaki eventualni pokušaj proboga na tržišta jugoistočne Evrope završio bi se visokim dugovima iz kojih bi se finansirao taj probog. Na osnovu prethodnih kriterijuma zaključuje se da je privatizacija u formi prodaje strateškom partneru optimalna u slučaju NIS-a, PEU i JAT-a. Imajući u vidu očekivanu vrednost transakcije pri privatizaciji kao i neophodna sredstva za investicije nakon toga, procenjuje se da će se kao kupci navedenih preduzeća pojaviti strane kompanije (regionalni lideri ili velike kompanije iz Evrope i sveta). U slučaju NIS-a država bi verovatno zadržala manjinski paket ili u ugovoru o privatizaciji da se precizno definišu odluke koje budući vlasnik ne može da donosi bez saglasnosti države.

U vezi s prethodnim stavom jeste i pitanje – da li je optimalno da se strateškom partneru proda većinski paket u jednom koraku ili je bolje da se to uradi u više koraka. Prednost prve opcije jeste u tome što se odmah većinskom vlasniku predaje odgovornost za unapređenje i modernizaciju preduzeća, a što će verovatno uticati na brži rast preduzeća, poboljšanje njegove efikasnosti, poboljšanje kvaliteta proizvoda kao i na brže saniranje ekoloških problema. U slučaju većinske privatizacije slabe podsticaji za sprečavanje ulaska novih privatnih preduzeća i jačanje konkurenčije. Prednost druge opcije jeste što otvara mogućnost značajnog rasta vrednosti većinskog državnog kapitala u narednim godinama, kako usled unapređenja performansi samog preduzeća tako i rasta tržišta Srbije.

Postoji, međutim, opravdana sumnja da bi zadržavanje većinskog paketa države moglo da uspori liberalizaciju tržišta, što je i jedan od razloga preporučene brze i većinske privatizacije NIS-a. U uslovima kada preduzeće nije izloženo oštroy konkurenciji, kombinacija većinskog državnog i manjinskog privatnog vlasništva često rezultira u nedovoljnem investiranju u infrastrukturno preduzeće. Manjinski vlasnik je u takvim okolnostima više fokusiran da uspori liberalizaciju i da pod privilegovanim uslovima postane većinski vlasnik nego da modernizuje i unapređuje preduzeće, koje država može potom da proda drugom vlasniku. Kao primer za to možemo navesti manjinsko učeće mađarskog MOL-a u hrvatskoj INI.

Na osnovu performansi samih preduzeća, njihovog strateškog značaja, očekivanog rasta tržišta i dr, nesporno je da bi u slučaju JAT-a i PEU većinski paket trebalo prodati strateškom partneru već u prvom koraku. U slučaju NIS-a teško je izvagati prednosti jedne i druge opcije, ali se čini da bi prodaja većinskog paketa u prvom koraku, uz prethodno formiranje konkurentnog ambijenta i adekvatnog definisanja obaveza kupca u pogledu ekologije i dr. predstavaljalo bolje rešenje.

U slučaju Telekoma Srbije i EPS-a procenjuje se da nije potreban većinski strateški partner koji bi u perspektivi imao većinsko vlasništvo u ovim preduzećima. Naravno, nije isključeno da će se u dužem vremenskom periodu pojaviti potreba i za većinskim partnerom.

Telekom Srbija je preduzeće koje ostvaruje visok profit i koje je započelo širenje u regionu, pa se procenjuje da je najpovoljniji način njegove privatizacije sukcesivna prodaja državnih akcija i niz dokapitalizacija koje bi imale za rezultat diversifikovanu vlasničku strukturu u kojoj bi većinsko učešće imala domaća i strana preduzeća, banke, osiguravajuća društva, institucionalni investitor (penzioni i investiconi fondovi) i građani Srbije. Naravno, postoji mogućnost da se kao manjinski vlasnici pojave i strane telekomunikacione kompanije, kao što je to već sada slučaj sa grčkim OTE koji poseduje 20% JP Telekom Srbija. Kratak period povraćaja (visok prinos), umerene investicije (u odnosu na, npr. energetiku) predstavljaju povoljne okolnosti za privlačenje privatnih investitora. Tehnološka rešenja, najpre u mobilnoj, a tokom poslednjih godina i u fiksnoj telefoniji doprinela su da značajan deo sektora izgubi karakteristike prirodnog monopolija. Za segmente koji i dalje imaju karakteristike prirodnog monopolija postoje dobro razrađena regulatorna rešenja, od kojih su mnoga sadržana u Direktivama EU, kojima se omogućuju slobodan pristup različitim operaterima.

U slučaju EPS-a privatizacija bi mogla da započne za nekoliko godina besplatnom podelom akcija kao i prodajom manjinskih paketa države. Budući da su u oblasti elektroprivrede u Srbiji potrebna značajna ulaganja, a da EPS nema dovoljno sopstvenih sredstava za njihovu realizaciju, ocenjuje se da je najbolje rešenje da se izgradnja novih elektrana ili blokova elektrana prepusti stranim i domaćim privatnim preduzećima. U tom smislu neophodna je funkcionalna liberalizacija tržišta kako bi se omogućilo zaintresovanim investitorima da ulažu u Srbiju, a da pri tome ne budu uslovljavani od strane EPS-a. Prepuštanjem dela domaćeg tržišta privatnim (verovatno stranim) preduzećima sam EPS bi mogao da se pojavi kao suinvestitor u manjim i srednjim projektima u regionu jugoistočne Evrope (npr. u Bosni i Hercegovini – Republici Srpskoj). Ukoliko bi EPS nastojao da zadrži ključnu ulogu u izgradnji novih kapaciteta u Srbiji, a da istovremeno ide na regionalnu ekspanziju da bi to imalo niz negativnih posledica kako za samo preduzeće tako i za privredu Srbije. Zbog nedostatka sopstvenih sredstava za investiranje, ionako zaduženo preduzeće bi uzimalo dodatne kredite, verovatno uz državne garancije – što bi imalo za posledicu ekspanziju kako duga preduzeće tako i indirektnog duga države. Takođe, u ovakvom scenariju verovatno bi samo preduzeće vršilo pritisak ka odlaganju liberalizacije tržišta električne energije.

4.5 Privatizacija preko berze

Ocenjuju se da bi u slučaju Telekoma Srbija, NIS-a, EPS-a, Aerodroma "Nikola Tesla", deo akcija preduzeća trebalo ponuditi preko berze. Pri tome u slučaju Telekoma Srbija i EPS-a ponuda preko berze bio bi osnovni metod privatizacije, dok bi u slučaju NIS-a i Aerodroma to bio pomoćni metod privatizacije kojim bi se ponudio manjinski paket akcija. Takođe, preko berze bi se mogli prodati i manjinski paketi akcija preduzeća za koja se planira da dugoročno ostanu u državnom vlasništvu (PTT, prenos električne energije i dr.). Procenjuje se da državne akcije u PEU i JAT-u, zbog skromnih performansi ovih preduzeća, ne bi bile interesantne za investitore na berzi. Ponuda kvalitetnih i likvidnih akcija neophodna je da bi se otvorile nove mogućnosti za ulaganje građana Srbije, investicionih i penzijskih fondova kao i drugih pravnih lica, što bi doprinelo razvoju i produbljuvanju finansijskog tržišta u Srbiji.

Okvir: Srpska preduzeća kao regionalni lideri?

Od druge polovine 2006. godine u izjavama rukovodstva javnih preduzeća i predstavnika Vlade često se zastupa ideja o tome kako srpska republička javna preduzeća treba da postanu regionalni lideri u kojima država treba da zadrži većinsko ili značajno učešće. Procenjuje se da su takva razmišljanja podstaknuta uspešnom akvizicijom Telekoma Srpske od strane Telekoma Srbije, kao i grifild investicijama Telekoma Srbije u Crnoj Gori u oblasti mobilne telefonije i bežične fiksne telefonije. Takođe, uspešno širenje Češke elektroprivrede i mađarskog MOL-a u regionu, često se navode kao primeri koje bi trebalo da slede srpska javna preduzeća. Spisak preduzeća koja bi trebalo da postanu regionalni lideri nije precizno definisan, ali se kao potencijalni regionalni lideri najčešće pominju Telekom Srbija, EPS, NIS, a povremeno i JAT¹.

Pomenute ambicije su s jedne strane posledica površnog poznavanja stanja u navedenim preduzećima, zanemarivanje finansijskih aspekata regionalne ekspanzije, nepoznavanja stanja na tržištima u regionu i sl, ali s druge strane i namere da se regulatorne reforme u oblasti infrastrukture kao i privatizacija javnih preduzeća stave u drugi plan i uspore, tj. odlože na neodređeno vreme. Takve izjave i razmišljanja reflektuju i ambicije određenih političkih struktura da zadrže *status quo*, budući da im direktno "partijsko" upravljanje ovim preduzećima po resornim vertikalama odgovara zbog razloga ekonomске prirode, zapošljavanja "svojih" kadrova i kontrolisanja velikog broja glasača zaposlenih u ovim preduzećima.

Stoga je neophodno da se ideja o ostvarenju liderske pozicije nekoliko srpskih preduzeća, koja su pri tom u većinskom državnom vlasništvu, temeljno preispita kako sa stanovišta mogućnosti samih preduzeća i privrede Srbije, tako i sa stanovišta interesa građana Srbije. Naime, finansijske i tehnološke performasne EPS, NIS i JAT-a jesu relativno skromne, tako da je stepen njihovog razvoja na tržištu Srbije ispod zahteva i potreba građana i privrede. S druge strane, sva navedena preduzeća nalaze se u privilegovanim položaju u smislu da su zakonima i drugim propisima u većoj ili manjoj meri zaštićena od konkurenčije, čime se kratkoročno poboljšavaju njihove performanse.

Osim Telekoma Srbije samo EPS ima određene uslove za širenje u regionu i to prvenstveno kroz manje/srednje investicije u Republici Srpskoj. Da to širenje ne bi zaustavilo razvoj i modernizaciju preduzeća u Srbiji ili produžilo zadržavanje njegovog monopolskog položaja, neophodno je da bude ispunjen niz preduslova među kojima su važniji:

- podizanje cena električne energije u Srbiji do nivoa koji obezbeđuje sredstva za dugoročne investicije,
- restrukturiranje i unapređenje efikasnosti poslovanja preduzeća,
- uključivanje privatnih (verovatno stranih) investitora u izgradnju energetskih objekata u Srbiji.

¹ Pri tome nije jasno kako Srbija, nakon svih teškoća kroz koje je prošla tokom 90-tih godina (sankcije, bombardovanje) ima ambiciju na tri do četiri regionalna lidera, dok Češka i Mađarska, zemlje koje se koriste kao primeri imaju samo po jednog regionalnog lidera.

5. Zaključak

Napretkom u izgradnji regulatornog okvira kojim se uređuje funkcionisanje infrastrukturnih delatnosti, na jednoj i restrukturiranjem javnih preduzeća, na drugoj strani – stvoreni su više ili manje pogodni uslovi za liberalizaciju navedenih delatnosti i početak privatizacije javnih preduzeća u Srbiji. Uvažavajući sprovedene reforme u regulativi i samim preduzećima, ocenjuje se da su prvi kandidati za privatizaciju NIS, JAT i PEU. Na osnovu karakteristika delatnosti u kojima ova preduzeća posluju, njihovih poslovnih performansi, tendencija u svetu u navedenim oblastima i dr., ocenjuje se da je u slučaju ta tri javna preduzeća prodaja većinskog državnog paketa strateškom partneru najpogodniji metod privatizacije. Procenjuje se da je privatizacija Telekoma Srbija i EPS-a moguća u nekoliko narednih godina (do pet godina), nakon što se prethodno realizuju neophodne promene u regulativi i u samim preduzećima. Uvažavajući značaj navedenih delatnosti, performanse preduzeća i dr, procenjuje se da na srednji rok nije neophodan strateški investitor koji bi imao većinsko vlasništvo u tim preduzećima. Privatizacija ta dva preduzeća bi

se u nekoliko narednih godina ostvarivala serijom prodaja manjinskih paketa akcija preko berze i eventualnom besplatnom podelom dela akcija građanima Srbije. Nezavisno od privatizacije Telekoma i EPS-a neophodno je stvoriti funkcionalne regulatorne uslove za liberalizaciju fiksne telefonije i proizvodnje električne energije u relativno kratkom roku (jedna do dve godine). Ocenjuje se da u narednom srednjoročnom periodu neće biti ispunjeni uslovi za privatizaciju (budućeg) javnog preduzeća koje će se baviti prevozom putnika i robe u železničkom saobraćaju, ali je u okviru srednjoročnog perioda neophodno stvoriti efektivne uslove za liberalizaciju same delatnosti. Na osnovu preovlađujuće prakse u svetu ocenjuje se da uslovi za privatizaciju PTT Srbija neće biti ispunjeni u relativno dugom periodu, ali da je već u srednjem roku neophodna liberalizacija poštanske delatnosti.

Prilog:

Tabela L3-4. Vlasnička struktura sektora električne energije i fiksne telefonije u odabranim evropskim državama, stanje 2005. godine

	Električna energija	Fiksna telefonija
Austrija	Državno vlasništvo preovlađuje.	Država manjinski vlasnik u Telekom Austria (47%). I drugi javni investitori aktivni u sektoru. Liberalizovano 1998.
Francuska	Država dominantni vlasnik u Electricité de France (EDF) (do 2005. bila 100% vlasnik)	lokalne pozive.
Nemačka	Državno vlasništvo preovlađuje. U tri od četiri vodeća operatera (RWE, EON, and EnBW) lokalne vlasti imaju kontrolni paket.	Federalna država manjinski vlasnik u Deutsche Telekom (23%). Liberalizovano 1998.
Grčka	Država je vlasnik 51% jedine elektro kompanije.	Država manjinski vlasnik u OTE (34%). Liberalizacija započeta.
Mađarska	40% proizvodnje i 20% distribucije u državnom vlasništvu. Država i dalje vlasnik najvećeg operatera. Značajne privatizacije obavljene 1995–96.	Privatno vlasništvo skoro potpuno dominantno (država ima 1% u MATÁV-u). Privatizacija i liberalizacija obavljena 1993–1995.
Italija	Država manjinski vlasnik Enela. Od jula 2004. tržište potpuno liberalizovano za privredne potrošače.	Država nema nikakvo vlasničko učešće u Telecom Italia. Liberalizacija završena početkom 2000-ih.
Poljska	Državno vlasništvo preovlađuje. Dva najveća proizvođača u državnom vlasništvu, ostali u privatnom. Liberalizacija i privatizacija počele u drugoj polovini 1990-ih.	Privatno vlasništvo skoro potpuno dominantno (država ima oko 4% u TP-u). Privatizacija 1992–2000. Liberalizacija počela 1990-ih, završena u 2000-im.
Slovačka	Država manjinski partner u proizvodnji. U distribuciji tri regionalna monopola, koji su joint venture države kao većinskog vlasnika sa E.ON, RWE i EDF.	Država manjinski vlasnik u Slovak Telecom (49%). Liberalizacija obavljena u drugoj polovini 1990-ih.
Slovenija	Proizvodnja preko 90% u državnom vlasništvu, distribucija 75%. Liberalizacija počela krajem 1990-ih.	Država većinski vlasnik u Telekom Slovenije (63%). Liberalizacija počela 2001.
Španija	Privatno vlasništvo skoro potpuno dominantno. Reforma sektora počela 1994, a liberalizacija 1997. Potpuna liberalizacija od 2003.	Država nema nikakvo vlasničko učešće u Telefónica. Liberalizovano.
Skandinavske zemlje	Preovlađuje državno vlasništvo. U Finskoj lokalne vlasti značajni vlasnici i u proizvodnji.	Država manjinski vlasnik u Švedskoj i Finskoj, većinski u Norveškoj (51%).
Velika Britanija	Privatno vlasništvo dominantno.	Privatno vlasništvo. British Telecom privatizovan 1985. Liberalizacija završena 1991.

Izvor: Roberto Pedersini: Industrial relations in the public utilities,,2005, European Industrial Relations Observatory (EIRO), <http://www.eurofound.europa.eu/eiro/2005/02/study/tn0502101s.html>

6. Literatura

- V. Krishnaswamy, Gary Stiggins, 2003, “Private Participation in the Power Sector in Europe and Central Asia: Lessons from the Last Decade”, World Bank Publications.
- Laszlo Lovei, Alastair McKechnie, 2000, “The Costs of Corruption for the Poor - The Energy Sector”, u Public Policy for the Private Sector, broj 207, april 2000, The World Bank Group.
- David Hall, 1997, “Restructuring and Privatisation in the Public Utilities - Europe”, u Labour and Social Dimensions of privatisation and restructuring - public utilities (water, gas, electricity), International Labour Office (ILO, Geneva, 1998).
- Roberto Pedersini, 2005, “Industrial relations in the public utilities”, European Industrial Relations Observatory, <http://www.eurofound.europa.eu/eiro/2005/02/study/tn0502101s.html>.
- Vesna Pešić, 2006, “Partijska država kao uzrok korupcije u Srbiji”, časopis Republika, broj 402-405.
- European Bank for Reconstruction and Development (EBRD), 2006, “Transition Report 2006”.
- Republički zavod za razvoj, 2006, “Analiza poslovanja javnih preduzeća u 2006. godini”.

ANALITIČKI PRILOG

Analitički prilog

Tabela P-1. Srbija: cene na malo, 2003–2007

	Ukupan indeks cena na malo			Komponente indeksa cena na malo				
	prosek 2005 = 100	međugodišnji ¹⁾	kumulativ ²⁾	ROBA	Poljoprivredni pr.	Industrijski preh. pr.	Industrijski nepreh. pr.	USLUGE
				godišnji indeksi ³⁾	međugodišnji ¹⁾			
2003	77,7	111,7	107,7	107,4	107,2	99,8	111,1	125,0
2004	85,3	110,1	113,8	110,0	103,4	112,4	109,6	110,2
2005	100,0	116,5	117,7	114,9	125,3	117,4	113,8	120,7
2006	112,7	112,7	106,6	112,4	117,6	111,2	112,3	113,3
godišnji indeksi³⁾								
2005								
Q1	95,1	116,9	105,1	114,9	112,7	116,6	114,7	122,6
Q2	97,9	117,2	108,0	115,5	127,8	117,0	115,0	121,9
Q3	101,4	117,1	111,8	114,9	130,9	114,4	115,1	123,2
Q4	105,6	117,9	117,7	115,4	130,5	115,4	115,1	124,6
2006								
Q1	109,2	114,8	102,2	114,6	134,4	113,2	114,4	115,4
Q2	113,1	115,6	105,7	115,7	123,6	112,2	117,1	115,4
Q3	114,0	112,5	106,1	112,3	108,8	112,4	111,9	112,8
Q4	114,3	108,2	106,6	107,6	105,8	107,4	106,5	109,8
2007								
Q1	115,5	105,8	101,2	105,1	101,1	104,8	103,2	107,5
Q2	118,5	104,8	104,2	103,4	92,9	102,7	102,5	108,2
kvartalni indeksi³⁾								
2005								
Mart	96,1	117,4	105,1	115,9	118,3	117,6	115,4	121,7
Jun	98,8	116,8	108,0	114,9	127,2	116,7	114,0	122,1
Septembar	102,3	116,6	111,8	114,1	122,1	113,3	115,1	123,3
Decembar	107,6	117,7	117,7	115,3	136,1	115,8	114,0	124,1
2006								
Januar	108,1	115,1	100,4	114,9	136,6	114,4	114,0	115,6
Februar	109,6	115,0	101,9	114,9	135,6	113,2	115,0	115,2
Mart	110,0	114,4	102,2	114,1	131,4	112,1	114,3	115,3
April	111,9	115,5	104,0	115,8	126,0	112,1	117,1	115,1
Maj	113,7	116,1	105,7	116,2	125,5	112,2	117,7	116,0
Jun	113,7	115,1	105,7	115,1	119,6	112,2	116,5	115,2
Jul	113,6	112,8	105,6	112,5	108,9	112,8	112,1	113,4
Avgust	114,4	113,1	106,3	113,2	107,9	112,9	113,4	112,7
Septembar	114,1	111,6	106,1	111,3	109,6	111,5	110,4	112,3
Oktobar	113,7	109,3	105,7	108,4	102,5	108,7	107,2	111,6
Novembar	114,6	108,8	106,5	107,8	108,5	107,6	106,3	111,6
Decembar	114,7	106,6	106,6	106,7	106,2	106,0	105,9	106,3
2007								
Januar	115,1	106,5	100,4	106,8	104,6	105,2	105,6	106,0
Februar	115,3	105,2	100,5	104,1	100,5	105,0	101,4	108,1
Mart	116,1	105,6	101,2	104,5	98,4	104,2	102,7	108,4
April	117,1	104,7	102,1	103,2	99,6	103,6	101,2	108,2
Maj	118,8	104,5	103,6	103,0	92,5	102,7	102,1	108,2
Jun	119,5	105,1	104,2	104,0	86,7	101,9	104,2	108,1
Jul	120,2	105,8	104,8	104,6	99,2	101,1	104,9	109,1
Avgust	121,6	106,3	106,1	105,5	117,3	103,4	103,9	108,5

Izvor: RZS.

1) Porast indeksa u odnosu na isti period prethodne godine.

2) Porast indeksa u odnosu na decembar prethodne godine.

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

Tabela P-2. Srbija: izabrani indeksi cena, 2003–2007

	Indeks cena na malo		Troškovi života		Indeks cena proizvođača industrijskih pr.		Cene proizvođača poljopr. pr.	
	prosek 2005=100	međugodišnji ¹⁾	prosek 2005=100	međugodišnji ¹⁾	prosek preth. godine=100	međugodišnji ¹⁾	prosek preth. godine=100	međugodišnji ¹⁾
godišnji indeksi²⁾								
2003	77,7	111,7	77,6	109,9	104,6	104,6	100,5	100,5
2004	85,3	110,1	86,1	111,4	109,1	109,1	110,0	110,0
2005	100,0	116,5	100,0	116,2	114,2	114,2	115,6	115,6
2006	112,7	112,7	111,7	111,7	113,3	113,3	109,2	109,2
kvartalni indeksi²⁾								
2005								
Q1	95,1	116,9	94,8	115,9	108,2	113,5	113,2	106,4
Q2	97,9	117,2	98,7	116,4	111,0	113,3	114,7	104,4
Q3	101,4	117,1	101,0	115,5	116,0	114,1	116,9	109,5
Q4	105,6	117,9	105,5	116,6	121,6	115,7	120,4	109,9
2006								
Q1	109,2	114,8	108,7	114,6	108,9	114,3	105,0	105,9
Q2	113,1	115,6	112,7	114,2	113,3	116,2	107,0	107,0
Q3	114,0	112,5	112,6	111,4	115,7	114,6	110,9	110,0
Q4	114,3	108,2	113,0	107,1	115,2	108,4	111,0	107,0
2007								
Q1	115,5	105,8	113,9	104,8	101,8	105,5	101,9	105,2
Q2	118,5	104,8	116,4	103,3	104,9	104,4	...	...
mesečni indeksi								
2005								
Mart	96,1	117,4	96,2	116,9	109,1	113,8	115,0	105,9
Jun	98,8	116,8	99,8	115,8	111,7	112,9	114,8	104,6
Septembar	102,3	116,6	101,7	114,8	118,2	114,5	120,0	108,2
Decembar	107,6	117,7	107,0	117,1	122,3	115,4	121,7	111,8
2006								
Januar	108,1	115,1	107,8	115,3	108,0	114,5	104,7	108,2
Februar	109,6	115,0	108,9	114,8	109,0	113,9	104,6	104,6
Mart	110,0	114,4	109,5	113,8	109,6	114,4	105,8	104,9
April	111,9	115,5	111,2	114,5	112,2	116,0	105,4	106,2
Maj	113,7	116,1	113,4	114,5	113,8	116,5	107,1	106,2
Jun	113,7	115,1	113,4	113,7	114,0	116,2	108,4	108,7
Jul	113,6	112,8	112,4	111,7	115,5	115,6	108,7	110,0
Avgust	114,4	113,1	112,7	111,9	115,8	115,2	111,5	111,4
Septembar	114,1	111,6	112,6	110,7	115,8	112,9	112,4	108,7
Oktobar	113,7	109,3	112,2	107,9	115,5	110,0	109,7	106,5
Novembar	114,6	108,8	113,3	107,5	115,1	108,0	111,0	107,3
Decembar	114,7	106,6	113,4	106,0	114,9	107,3	112,3	107,3
2007								
Januar	115,1	106,5	114,0	105,8	101,6	106,2	102,7	107,5
Februar	115,3	105,2	113,7	104,5	101,6	105,1	101,7	104,6
Mart	116,1	105,6	114,1	104,2	102,2	105,1	101,2	103,4
April	117,1	104,7	115,0	103,4	103,0	103,7	99,3	101,8
Maj	118,8	104,5	116,9	103,1	105,5	104,5	101,6	102,7
Jun	119,5	105,1	117,3	103,5	106,2	104,9	...	...
Jul	120,2	105,8	117,0	104,1	...	...	...	...
Avgust	121,6	106,3	120,5	106,9	...	...	...	...

Izvor: RZS.

1) Porast indeksa u odnosu na isti period prethodne godine.

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

Analitički prilog

Tabela P-3. Kretanje kursa evra, 2003–2007

	Nominalni				Realni			Indeks troškova života u Evro zoni ⁴⁾ (prosek 2005=100)	
	Kurs ¹⁾	Bazni indeks (prosek 2005=100)	12-m indeks	Kumulativ indeks ²⁾	USD/EUR	Kurs ³⁾ (prosek 2005=100)	12-m indeks	Kumulativ indeks ²⁾	
godišnji kurs⁵⁾									
2003	64,9743	78,4	107,1	110,5	1,1241	96,8	97,6	104,5	95,9
2004	72,6215	87,6	111,8	115,6	1,2392	100,5	103,8	103,9	97,9
2005	82,9188	100,0	114,2	109,3	1,2433	100,0	99,5	94,9	100,0
2006	84,1879	101,5	101,5	91,7	1,2537	92,1	92,1	87,9	102,2
kvartalni kurs⁵⁾									
2005									
Q1	80,2421	96,8	115,9	102,7	1,3145	100,6	101,2	98,1	98,8
Q2	81,8942	98,8	115,7	105,0	1,2606	100,9	100,7	98,3	99,9
Q3	83,8302	101,1	114,2	107,5	1,2199	100,0	99,8	97,8	100,3
Q4	85,7085	103,4	111,3	109,3	1,1898	98,8	96,6	94,9	100,9
2006									
Q1	87,0875	105,0	108,5	101,4	1,2031	97,1	96,6	99,6	101,0
Q2	86,8674	104,8	106,1	101,0	1,2552	94,8	94,0	97,0	102,3
Q3	83,2482	100,4	99,3	96,7	1,2745	90,3	90,3	92,6	102,6
Q4	79,5486	95,9	92,8	91,7	1,2893	86,4	87,5	87,9	102,9
2007									
Q1	79,9849	96,5	91,8	102,7	1,3105	86,2	88,7	101,9	103,2
Q2	81,0734	97,8	93,3	103,0	1,3482	86,3	91,0	100,3	104,5
mesečni kurs									
2005									
Mart	80,7498	131,2	116,1	102,7	1,3074	100,6	100,9	98,1	99,3
Jun	82,5172	134,1	115,3	105,0	1,2180	100,8	100,7	98,3	100,1
Septembar	84,4958	137,3	113,6	107,5	1,2265	100,3	99,9	97,8	100,7
Decembar	85,9073	139,6	109,3	109,3	1,1861	97,3	94,9	94,9	101,0
2006									
Januar	86,9033	141,2	108,8	101,2	1,2122	97,6	96,7	100,3	100,6
Februar	87,2558	141,8	108,9	101,6	1,1960	96,9	96,8	99,6	100,9
Mart	87,1033	141,5	107,9	101,4	1,2013	96,9	96,3	99,6	101,4
April	86,5391	140,6	106,4	100,7	1,2239	95,2	94,3	97,9	102,1
Maj	87,3023	141,8	106,7	101,6	1,2750	94,8	94,1	97,5	102,4
Jun	86,7609	140,9	105,1	101,0	1,2677	94,4	93,6	97,0	102,5
Jul	83,7931	136,1	101,0	97,5	1,2684	91,1	91,7	93,7	102,4
Avgust	82,8893	134,7	98,7	96,5	1,2803	89,7	89,3	92,2	102,6
Septembar	83,0621	134,9	98,3	96,7	1,2748	90,1	89,8	92,6	102,7
Oktobar	80,9242	131,5	95,0	94,2	1,2615	88,2	88,5	90,6	102,7
Novembar	78,9404	128,2	91,7	91,9	1,2876	85,4	86,0	87,8	102,8
Decembar	78,7812	128,0	91,7	91,7	1,3210	85,5	87,9	87,9	103,2
2007									
Januar	79,6587	96,1	91,7	101,1	1,2993	85,8	87,9	100,3	102,8
Februar	79,3993	95,8	91,0	100,8	1,3075	85,6	88,4	100,2	103,1
Mart	80,8968	97,6	92,9	102,7	1,3246	87,1	89,9	101,9	103,7
April	80,5768	97,2	93,1	102,3	1,3516	86,5	90,9	101,2	104,3
Maj	81,4770	98,3	93,3	103,4	1,3512	86,5	91,2	101,2	104,6
Jun	81,1665	97,9	93,6	103,0	1,3420	85,8	90,9	100,3	104,7
Jul	80,6204	97,2	96,2	102,3	1,3716	84,5	92,7	98,8	104,4
Avgust	80,0703	96,6	96,6	101,6	1,3622	83,1	92,7	97,2	104,7

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) Harmonized Index of Consumer Price (HICP).

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

Tabela P-4. Srbija: registrovani zaposleni, 2004–2007

	Ukupno zaposleni	Zaposleni kod pravnih lica	Zaposleni kod fizičkih lica			Ukupan broj zaposlenih radnika
			Ukupno	Privatni preduzetnici	Zaposleni kod njih	
	1 (=2+3)	2	3 (=4+5)	4	5	6(=2+5)
kvartalni podaci - u hiljadama						
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
2007						
Q1	2.002	1.432	570	241	329	1.761
mesečni podaci - u hiljadama						
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	2.019	1.447	572	242	330	1.777
Oktobar	2.020	1.448	572	242	330	1.778
Novembar	2.015	1.443	572	242	330	1.773
Decembar	2.012	1.440	572	242	330	1.770
2007						
Januar	2.005	1432	572	242	330	1.762
Februar	1.997	1425	572	242	330	1.755
Mart ¹⁾	2.004	1438	566	239	327	1.765
April ²⁾	2.002	1436	566	239	327	1.763
Maj ²⁾	1.999	1433	566	239	327	1.760

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

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)
- 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 objavljaju.
- 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).

Napomene:

- 1) Podaci za mart su korigovani anketom RAD-1.
- 2) Za broj fizičkih lica i zaposlenih kod njih u aprilu i maju koristimo podatke za mart 2007.

Analitički prilog

Tabela P-5. Srbija: zaposleni po sektorima delatnosti, u hiljadama, 2004–2007

	2004	2005	2006	2006												2007		
				Jan.	Feb.	Mar.	Apr.	Maj	Jun	Jul	Avg.	Sep.	Okt.	Nov.	Dec.	Jan.	Feb.	Mar. ¹⁾
Zaposleni u preduzećima, ustanovama i organizacijama, po sektorima delatnosti																		
Poljoprivreda, lov i šumarstvo	69	64	58	61	60	60	59	59	59	58	58	57	57	56	56	56	56	55
Ribarstvo	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Vađenje ruda i kamena	32	31	27	29	29	28	28	28	28	28	28	29	25	24	24	24	23	23
Prerađivačka industrija	484	460	419	439	434	432	429	425	421	419	415	409	407	403	400	400	396	399
Proizv. el. energije, gase i vode	46	46	45	45	45	45	45	44	44	44	44	43	47	46	46	46	45	45
Građevinarstvo	88	88	86	87	86	86	86	86	86	86	85	85	86	86	86	84	83	83
Trgovina na veliko i malo, opravka	208	205	198	201	202	203	202	202	200	200	201	192	192	193	193	192	191	197
Hoteli i restorani	28	27	25	26	26	25	25	24	24	24	24	24	24	24	24	23	23	24
Saobraćaj, skladištenje i veze	119	116	110	113	111	112	111	111	110	110	110	109	108	108	108	107	109	109
Fin. poslovanje	29	29	30	29	30	30	29	30	30	30	30	30	30	30	30	30	30	30
Poslovi sa nekretninama, iznajmljivanje	59	63	67	66	66	67	67	67	67	67	68	68	67	67	67	63	63	65
Državna uprava i socijalno osiguranje	71	71	69	69	69	69	69	69	69	69	69	69	69	69	69	69	69	68
Obrazovanje	131	129	127	128	127	126	126	126	126	126	125	125	128	129	129	130	130	130
Zdravstveni i socijalni rad	165	166	158	160	160	159	157	158	158	158	158	157	156	155	156	155	156	156
Druge kom. društvene i lične usluge	49	51	52	52	52	52	52	52	52	52	52	51	51	51	51	51	51	52

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

Napomene:

1) Podaci za mart korigovani anketom RAD-1.

Tabela P-6. Srbija: prosečna mesečna zarada i međugodišnji indeksi (RZS), 2005–2007

	Prosečna mesečna zarada (RZS)		Prosečna mesečna zarada (RZS)	
	Bruto, dinara	Neto, dinara	Međugodišnji realni indeks, bruto	Međugodišnji realni indeks, neto
2005				
Avgust	26.252	17.928	108,9	109,2
Septembar	26.818	18.345	110,6	110,6
Oktobar	26.720	18.265	107,1	107,4
Novembar	27.379	18.696	106,6	106,6
Decembar	32.243	22.078	108,5	108,7
2006				
Januar	26.603	18.191	110,4	110,6
Februar	28.657	19.567	111,5	111,5
Mart	29.367	20.094	111,2	111,3
April	30.572	20.887	106,2	106,1
Maj	30.305	20.713	108,3	108,2
Jun	31.864	21.777	109,9	109,8
Jul	31.738	21.774	110,3	110,6
Avgust	32.098	21.925	109,3	109,3
Septembar	32.555	22.259	109,7	109,6
Oktobar	32.668	22.340	113,4	113,4
Novembar	33.892	23.148	115,1	115,1
Decembar	41.294	28.267	120,9	120,8
2007				
Januar	33.770	24.122	120,0	125,3
Februar	35.219	25.228	117,6	123,4
Mart	36.148	25.960	118,1	124,0
April	37.117	26.632	117,4	123,3
Maj	37.668	26.981	120,6	126,4
Jun	38.916	27.882	118,0	123,7
Jul	38.712	27.752	117,2	122,4

Izvor: RZS.

Tabela P-7. Srbija: prosečne mesečne bruto zarade u javnom sektoru, 2004–2007

	Iz budžeta			Javna preduzeća		Srbija prosek
	Administracija svi nivoi	Obrazovanje i kultura	Zdravstveni i soc. rad	Javna državna	Javna lokalna	
u dinarima						
2004	28.268	22.944	23.120	29.104	28.575	20.555
2005	34.783	28.261	26.984	33.987	33.353	25.565
2006	42.386	33.812	33.150	42.052	38.385	31.801
2005						
Q1	31.221	25.153	22.942	31.275	31.143	22.166
Q2	34.371	28.137	26.612	32.530	32.633	25.035
Q3	34.146	29.023	27.222	35.080	33.693	26.280
Q4	39.395	30.731	31.159	37.065	35.946	28.781
2006						
Q1	39.906	32.032	26.887	39.030	34.607	28.209
Q2	40.118	32.390	31.322	40.731	38.295	30.914
Q3	41.106	33.700	31.849	42.379	38.572	32.130
Q4	48.413	37.127	42.542	46.070	42.067	35.951
2007						
Q1	46.633	37.797	35.345	53.092	41.294	35.046
Q2	49.166	39.908	42.550	50.030	41.368	37.900

Izvor: RZS.

Napomena: U tabeli je sadržan samo deo plata koji se finansira iz budžeta. Plate zaposlenih u javnom sektoru su veće jer se deo njihovih plata finansira iz sopstvenih prihoda.

Tabela P-8. Srbija: masa zarada u javnom sektoru, 2004–2007

	% ukupne mase		
	u hiljadama din.	zarada	% u BDP
2004	157.123.004	34,6	11,5
2005	185.419.552	33,0	10,9
2006	213.363.152	31,2	10,5
2005			
Q2	45.954.434	33,4	11,3
2006			
Q1	48.667.357	31,8	11,2
Q2	51.223.897	30,7	10,3
Q3	52.296.835	30,3	9,8
Q4	61.175.063	31,8	10,7
2007			
Q1	59.822.269	32,3	12,0
Q2	62.933.517	31,4	11,5

Izvor: RZS.

Analitički prilog

Tabela P-9. Srbija: platni bilans, 2003–2007¹⁾

	2003	2004	2005				2006				2007	
	Dec.	Dec.	Mar.	Jun	Sep.	Dec.	Mar.	Jun	Sep.	Dec.	Mar.	Jun
kumulativi, u milionima evra												
TEKUĆE TRANSAKCIJE	-1.355	-2.197	-324	-615	-1.134	-1.805	-680	-1.155	-1.780	-2.892	-1.141	-2.115
ROBA I USLUGE	-3.621	-5.156	-708	-1.755	-2.970	-4.284	-1.132	-2.384	-3.536	-4.999	-1.416	-2.886
Roba	-3.808	-5.311	-683	-1.772	-2.987	-4.279	-1.101	-2.357	-3.524	-4.950	-1.412	-2.891
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	1.401	3.000
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	-2.813	-5.891
Izvoz/Uvoz (%)	38,1	36,0	54,3	50,7	48,8	48,4	48,5	49,2	51,0	51,0	49,8	50,9
Usluge	187	155	-25	17	17	-5	-31	-27	-12	-49	-4	5
Prihodi	906	1.171	251	594	951	1.319	306	697	1.188	1.670	439	955
Rashodi	-719	-1.016	-276	-577	-934	-1.324	-338	-724	-1.200	-1.719	-443	-950
Bilans robe i usluga	-3.621	-5.156	-708	-1.755	-2.970	-4.284	-1.132	-2.384	-3.536	-4.999	-1.416	-2.886
Izvoz robe i usluga	3.513	4.162	1.063	2.418	3.794	5.326	1.345	2.978	4.850	6.816	1.840	3.956
Uvoz robe i usluga	-7.134	-9.319	-1.772	-4.173	-6.764	-9.610	-2.477	-5.362	-8.386	-11.815	-3.256	-6.841
Kamate, neto	-180	-172	-59	-141	-198	-260	-58	-155	-236	-314	-84	-169
Naplaćene	61	64	12	32	53	80	32	66	105	154	40	87
Plaćene	-241	-235	-71	-174	-250	-339	-91	-221	-341	-468	-124	-256
Tekući transferi	2.020	2.728	410	1.200	1.886	2.471	474	1.302	1.868	2.240	318	860
Dozvake, neto	332	340	35	167	225	281	-21	90	120	110	-19	70
Priliv	690	796	184	424	683	955	95	95	200	512	271	603
Odliv	-358	-456	-149	-256	-457	-674	-283	-450	-715	-1.037	-289	-533
Devizni depoziti nerezidenata	308	568	37	108	259	460	183	276	494	561	111	117
Otkup deviza, neto	1.106	1.592	320	884	1.329	1.631	289	882	1.166	1.447	196	608
Ostalo ³⁾	274	228	17	41	73	99	23	54	87	123	30	65
Zvanične donacije	425	403	33	82	148	268	36	82	124	181	41	79
GREŠKE I PROPUSTI	44	168	-184	-75	-205	-384	-31	-63	-147	-165	-358	-289
KAPITALNE TRANSAKCIJE	1.898	2.377	710	1.173	2.276	3.863	1.100	2.687	4.935	7.353	1.296	2.599
Finansijske transakcije	1.898	2.377	710	1.173	2.276	3.863	1.100	2.687	4.935	7.353	1.296	2.599
Strane direktnе investicije (SDI)	1.198	773	262	502	998	1.248	164	738	2.409	4.077	887	1.039
Ostali kapitalni prilivi	701	1.604	448	671	1.278	2.615	936	1.949	2.526	3.276	409	1.560
Srednjeročni i dugoročni krediti, neto ⁴⁾	628	1.221	159	602	988	1.820	443	1.685	2.456	3.140	494	1.480
Država	206	229	15	44	108	192	73	84	132	132	19	12
Banke	106	417	68	209	292	729	146	1.122	1.346	1.484	37	-162
Ostalo	317	574	74	348	588	886	224	479	979	1.523	438	1.630
Kratkoročni krediti, neto	14	164	94	28	33	330	212	-189	25	170	-223	-123
Prevremenata otplata duga i kamata države ⁵⁾	0	0	0	0	0	0	0	-189	-377	-1.060	-177	-177
Ostala aktiva i pasiva	18	187	120	11	186	378	136	115	446	839	312	339
Poslovne banke, bruto rezerve (korišćenje: +)	-3	33	77	30	71	100	144	146	-25	1	3	40
DEVIZNE REZERVE NBS⁶⁾, neto (+, korišćenje)	-587	-349	-202	-483	-937	-1.675	-390	-1.469	-3.008	-4.296	202	-195
Korišćenje kredita MMF-a	246	192	0	0	151	151	75	75	75	75	0	0
Otplata kredita MMF-u ⁶⁾	0	-188	-47	-93	-133	-166	-22	-22	-22	-32	-10	-10
PRO MEMORIA												
Sopstvene rezerve NBS ⁷⁾	-765	-293	-51	-422	-668	-1.335	-92	-433	-613	-2.811	288	-76
u % BDP												
Izvoz robe i usluga	19,5	21,1	23,2	24,9	24,9	25,2	26,0	26,8	27,4	27,4	28,5	29,0
Uvoz robe i usluga	-39,6	-47,2	-38,7	-43,0	-44,4	-45,5	-47,8	-48,3	-47,4	-47,5	-50,4	-50,1
Bilans robne razmene	-21,1	-26,9	-14,9	-18,3	-19,6	-20,3	-21,3	-21,2	-19,9	-19,9	-21,9	-21,2
Bilans tekućih transakcija	-7,5	-11,1	-7,1	-6,3	-7,5	-8,6	-13,1	-10,4	-10,1	-11,6	-17,7	-15,5
BDP u evrima ⁸⁾	18.008	19.723	4.578	9.703	15.220	21.108	5.181	11.095	17.675	24.886	6.456	13.648

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

2) Izvoz f.o.b, metodologija NBS

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

4) Isključujući tranše MMF-a.

5) Uključuje prevremenu otplatu duga i kamata MMF-u i Svetskoj banci.

6) Redovna otplata glavnice.

7) Neto rezerve NBS umanjene za depozite poslovnih banaka.

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

Tabela P-10. Srbija: konsolidovani bilans sektora države¹⁾, 2004–2006

	u milijardama dinara															% u BDP			
	2004		2005				2006				2007				2003	2004	2005	2006	
	ukupno	ukupno	Q1	Q2	Q3	Q4	ukupno	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	2003	2004	2005	2006		
I UKUPNI PRIHODI	589,4	701,6	146,0	168,4	177,0	210,2	825,0	175,3	201,6	207,5	240,6	215,2	228,1	40,3	41,2	40,1	38,9		
od čega: Javni prihodi bez PDV obaveza prema privredi i kompenzacije sa FZR ²⁾	580,6	679,0	141,7	163,7	172,7	200,9	815,0	176,8	199,5	203,6	235,1	215,1	228,0	40,3	41,2	38,8	38,4		
1. Tekući prihodi	583,4	693,7	144,4	166,6	174,9	207,8	814,7	173,2	199,3	204,9	237,3	212,0	225,4	39,9	40,8	39,6	38,4		
Poreski prihodi	540,8	638,9	135,5	155,0	162,6	185,8	751,3	159,4	185,1	188,5	218,2	195,0	208,8	37,3	37,8	36,5	35,4		
Porez na dohodak	76,9	94,3	19,5	23,5	24,1	27,2	118,5	25,8	29,2	29,2	34,3	24,9	28,2	6,5	5,4	5,4	5,6		
Porez na dobit	6,9	10,3	3,9	1,8	2,8	18,3	7,9	2,9	3,5	4,0	11,7	5,6	0,5	0,5	0,5	0,6	0,9		
Porez na promet / PDV	159,1	215,9	47,4	52,0	54,3	62,2	225,2	46,3	57,9	57,0	64,0	60,5	65,0	10,8	11,1	12,3	10,6		
od čega: neto prihod porez na promet/PDV ²⁾	159,1	198,8	44,4	48,9	50,8	54,7	224,7	47,9	55,8	57,0	64,0	60,5	65,0	10,8	11,1	11,4	10,6		
Akcize	69,1	71,3	13,2	18,3	19,8	20,0	81,7	14,7	21,1	21,7	24,2	19,1	22,8	5,0	4,8	4,1	3,9		
Carine	34,3	39,0	7,0	9,3	10,4	12,3	45,2	9,6	12,7	9,9	13,1	12,0	13,9	2,5	2,4	2,2	2,1		
Doprinosi	159,0	184,0	38,6	44,4	46,4	54,6	232,2	48,5	54,1	59,4	70,2	58,9	65,0	2,2	11,1	10,5	10,9		
od čega: doprinosi bez kompenzacije sa FZR ³⁾	150,2	179,1	37,2	42,9	45,7	52,8	222,7	48,4	54,1	55,5	64,7	58,8	64,9	9,9	10,5	10,2	10,5		
Ostali poreski prihodi	35,5	24,1	5,9	5,7	5,7	6,8	30,1	6,5	7,2	7,9	8,5	7,9	8,3	2,5	1,4	1,4	1,4		
Neporeski prihodi	42,6	54,8	8,9	11,5	12,4	22,0	63,4	13,8	14,2	16,3	19,1	17,0	16,7	2,6	3,0	3,1	3,0		
2. Kapitalni prihodi	6,1	7,9	1,6	1,8	2,1	2,4	10,3	2,1	2,3	2,6	3,3	3,2	2,6	0,4	0,4	0,5	0,5		
II UKUPNI RASHODI	-572,0	-667,8	-141,1	-164,5	-167,1	-195,1	-813,0	-174,9	-185,1	-197,6	-255,4	-202,9	-211,2	42,7	40,0	38,2	38,3		
1. Tekući rashodi	-535,0	-634,8	-135,7	-155,4	-159,4	-184,3	-749,1	-167,6	-174,3	-184,4	-222,8	-187,4	-196,1	40,9	37,4	36,3	35,3		
Rashodi za zaposlene	-138,0	-166,3	-36,1	-41,0	-41,5	-47,7	-198,6	-46,1	-45,7	-47,1	-59,6	-51,9	-56,2	9,9	9,6	9,5	9,4		
od čega: socijalna davanja zaposlenima (bolovanje i otpremnine) ⁴⁾	-0,26	-1,31	-0,1	-0,4	-0,5	-0,2	-3,19	-1,54	-0,28	-0,43	-0,94	0,3	0,4	..	..	0,1	0,2
od čega: otpremnine RZZO ⁵⁾	0,00	-2,17	0,00	0,00	0,00	-2,17	-2,28	-0,90	0,00	-1,38	0,0	0,0	0,0	..	..	0,1	0,1
Kupovina roba i usluga	-78,3	-92,2	-17,2	-22,2	-23,1	-29,7	-114,1	-22,4	-25,3	-29,0	-37,5	-25,6	-31,1	6,2	5,5	5,3	5,4		
Otplata kamata	-24,6	-24,5	-5,9	-5,0	-5,8	-7,8	-28,9	-5,7	-4,9	-8,8	-9,4	-5,7	-3,1	0,9	1,7	1,4	1,4		
Subvencije	-63,8	-54,5	-11,1	-13,5	-14,1	-15,8	-54,4	-10,1	-12,7	-13,602	-18,0	-9,3	-10,4	5,0	4,5	3,1	2,6		
Socijalni transferi	-217,0	-281,5	-62,2	-69,8	-70,8	-78,7	-335,8	-79,8	-81,1	-81,7	-93,1	-91,1	-91,8	18,0	15,2	16,1	15,8		
od čega: penzije ⁶⁾	-151,1	-186,1	-41,9	-45,8	-46,9	-51,5	-227,7	-52,7	-55,7	-58,501	-60,8	-62,0	-63,3	10,8	10,6	10,6	10,7		
Ostali tekući rashodi	-13,3	-15,8	-3,1	-3,9	-4,2	-4,6	-17,4	-3,5	-4,6	-4,1	-5,2	-3,9	-3,4	0,8	0,9	0,9	0,8		
2. Kapitalni rashodi ⁷⁾	-37,0	-33,0	-5,4	-9,0	-7,8	-10,8	-63,9	-7,3	-10,8	-13,2	-32,6	-15,5	-15,1	1,9	2,6	1,9	3,0		
III OTPLATE STARIH DUGOVA I BUDŽETSKI KREDITI	-25,2	-36,7	-2,5	-17,4	-8,9	-7,9	-49,1	-4,4	-17,1	-10,1	-17,5	-14,1	-14,6	2,7	1,8	2,1	2,3		
1. Otplata duga - SDS i ZZP	-18,9	-21,9	-0,9	-15,1	-5,1	-0,8	-21,7	-1,0	-14,6	-4,8	-1,4	-4,6	-13,3	1,6	1,3	1,3	1,0		
2. Penzije ⁸⁾	-4,5	-9,8	-1,3	-1,5	-1,4	-5,6	-20,3	-1,6	-1,7	-4,0	-13,0	-8,9	0,0	0,3	0,3	0,6	1,0		
3. Budžetski krediti, neto ⁹⁾	-1,8	-4,9	-0,3	-0,8	-2,3	-1,5	-7,1	-1,8	-0,8	-1,3	-3,2	-0,6	-1,2	0,8	0,1	0,3	0,3		
IVa KONSOLIDOVANI BILANS (I+II), definicija MFin¹⁰⁾	17,5	33,8	4,9	3,9	9,8	15,2	12,0	0,4	16,5	9,9	-14,8	12,2	16,9	2,4	1,2	1,9	0,6		
Republički budžet	-0,78	26,8	-0,9	4,7	6,0	17,0	3,3	-9,1	7,5	4,9	0,0	2,2	14,0	..	-0,1	1,5	0,2		
PIO zaposlenih	-0,8	-0,5	-1,0	0,0	1,2	-0,7	5,0	1,8	1,4	0,1	1,7	-2,2	-1,6	..	-0,1	0,0	0,2		
PIO zemaljoradnika	2,7	2,5	0,2	0,1	-0,1	2,3	5,2	0,6	1,2	1,3	2,1	1,3	0,9	..	0,2	0,1	0,2		
Fond zdravstva	0,0	0,0	0,2	-0,1	0,0	-0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	..	0,0	0,0	0,0		
Nacionalna služba za zapošljavanje	1,4	-0,5	1,3	-0,7	1,1	-2,2	3,1	1,0	2,4	1,8	-2,1	3,5	0,8	..	0,1	0,0	0,2		
Vojvodina	0,8	0,8	-0,3	0,3	-0,4	0,0	0,2	0,3	0,8	0,2	-1,2	-0,6	0,1	..	0,1	0,0	0,0		
Lokal	-0,6	-1,8	0,3	-0,1	-0,1	-1,9	-2,7	0,7	0,0	-1,1	-2,3	0,7	0,0	..	0,0	-0,1	-0,1		
..	..	3,8	5,4	0,0	1,3	-2,9	1,3	5,7	3,4	0,3	-8,2	7,5	2,9	..	0,2	0,1	0,1		
IVb UKUPNI FINANSIJSKI REZULTAT (IVa+III.3.), definicija MMF, podaci MFIN¹¹⁾	15,7	28,9	4,6	3,1	7,5	13,7	4,9	-1,4	15,7	8,6	-18,0	11,6	15,7	-3,2	1,1	1,6	0,2		
IVc ANALITIČKI BILANS (I+II+III.), definicija FREN¹²⁾	-7,7	-2,9	2,4	-13,4	0,8	7,3	-37,2	-4,0	-0,6	-0,2	-32,3	-1,9	2,4	-5,1	-0,4	-0,2	-1,8		
V FINANSRANJE (definicija FREN)	23,9	27,8	12,9	-3,9	11,8	7,0	121,8	8,5	1,4	103,2	8,7	24,9	8,0	3,8	1,7	1,6	5,7		
Donacije ¹³⁾	0,9	0,2	0,0	0,1	0,1	0,7	0,1	0,1	0,1	0,2	0,3	0,1	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0		
Prihodi od privatizacije ¹⁴⁾	14,2	21,7	12,1	-2,1	14,0	-2,3	106,1	9,1	1,3	103,0	-7,3	26,6	8,6	2,8	1,0	1,2	5,0		
Domaće finansirane ¹⁵⁾	5,9	5,0	1,5	1,7	0,7	1,1	21,0	1,4	0,2	1,4	18,0	0,5	0,5	0,2	0,4	0,3	1,0		
Inostrano finansiranje ¹⁶⁾	7,4	6,7	0,0	1,5	1,9	3,3	2,0	-0,4	1,4	1,0	0,1	-0,4	-0,3	0,8	0,5	0,4	0,1		
Izdaci za otplatu glavnice domaćim i stranim kreditorima ¹⁷⁾	-4,5	-5,8	-0,7	-5,0	-4,9	4,8	-8,1	-1,7	-1,7	-2,4	-2,3	-1,8	-0,8	0,1	0,3	0,3	0,4		
VI PROMENA STANJA NA RAČUNIMA (IVc+V)	16,2	24,9	15,3	-17,3	12,6	14,3	84,6	4,5	0,7	103,0	-23,7	23,0	10,4	1,3	1,1	1,4	4,0		

Izvor: Bilten javnih finansijsa (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 Memoriji. (Videti fus notu 16).
- 3) Prihod od doprinosova umanjen za stavku "Kompenzacije FZR" u Pro Memoriji.
- 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 finasirane 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 aprila 1994. – jun 1995. kada je isplaćivano 83,3% penzije. Oplata je predviđenja 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 studen-tima, 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.

Analitički prilog

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 resultant 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.
-

Tabela P-11. Srbija: monetarni pregled, 2005–2007

	2005				2006				2007	
	Mar.	Jun	Sep.	Dec.	Mar.	Jun	Sep.	Dec.	Mar.	Jun
u milionima dinara, na kraju perioda ¹⁾										
Neto strana aktiva (NSA)	162.488	183.484	216.183	218.886	200.462	229.984	360.685	407.565	441.048	484.388
Neto strana aktiva (NSA) (u evrima)	2.005	2.217	2.552	2.560	2.307	2.674	4.399	5.159	5.407	6.130
Rezerve	332.844	371.427	428.842	491.883	517.118	600.522	710.311	770.999	775.921	786.952
<i>Rezerve (u evrima)</i>	4.107	4.487	5.063	5.753	5.951	6.983	8.662	9.759	9.512	9.958
NBS	274.136	304.386	362.216	424.844	465.497	549.529	648.946	715.114	719.381	730.668
<i>NBS (u evrima)</i>	3.382	3.677	4.276	4.969	5.357	6.390	7.914	9.052	8.819	9.246
Poslovne banke	58.708	67.041	66.626	67.039	51.621	50.993	61.365	55.885	56.540	56.284
<i>Poslovne banke (u evrima)</i>	724	810	787	784	594	593	748	707	693	712
Obaveze (-)	-170.356	-187.943	-212.659	-272.997	-316.656	-370.538	-349.626	-363.434	-334.873	-302.564
<i>Obaveze (-) (u evrima)</i>	-2.102	-2.271	-2.511	-3.193	-3.644	-4.309	-4.264	-4.600	-4.105	-3.829
NBS	-72.187	-73.162	-81.569	-81.873	-87.575	-68.368	-48.845	-55.692	-16.275	-15.716
<i>NBS (u evrima)</i>	-891	-884	-963	-958	-1.008	-795	-596	-705	-200	-199
Poslovne banke	-98.169	-114.781	-131.090	-191.124	-229.081	-302.170	-300.781	-307.742	-318.598	-286.848
<i>Poslovne banke (u evrima)</i>	-1.211	-1.387	-1.548	-2.235	-2.636	-3.514	-3.668	-3.895	-3.906	-3.630
Neto domaća aktiva (NDA)	168.841	190.622	206.257	239.985	272.642	285.856	207.195	231.055	234.991	224.279
Domaći krediti	370.019	407.795	446.299	490.467	516.435	557.316	490.539	509.110	537.098	583.321
Krediti državi, neto ²⁾	-6.864	-1.602	-10.242	-27.831	-31.129	-33.954	-124.159	-100.061	-128.909	-149.081
Krediti	46.961	41.744	43.492	40.106	40.311	37.919	31.415	34.896	29.559	25.652
Dinarski krediti	30.237	25.285	23.313	21.272	18.381	16.408	15.322	18.271	16.193	16.102
NBS	22.123	17.524	16.901	16.330	14.735	14.474	14.472	16.450	15.740	15.715
Poslovne banke	8.114	7.761	6.412	4.942	3.646	1.934	850	1.821	453	387
Devizni krediti	16.724	16.459	20.179	18.834	21.930	21.511	16.093	16.625	13.366	9.550
<i>Devizni (u evrima)</i>	206	199	238	220	252	250	196	210	164	121
NBS	0	0	0	181	184	182	0	0	0	0
<i>NBS (u evrima)</i>	0	0	0	2	2	2	0	0	0	0
Poslovne banke	16.724	16.459	20.179	18.653	21.746	21.329	16.093	16.625	13.366	9.550
<i>Poslovne banke (u evrima)</i>	206	199	238	218	250	248	196	210	164	121
Depoziti (-)	-53.825	-43.346	-53.734	-67.937	-71.440	-71.873	-155.574	-134.957	-158.468	-174.733
Dinarski depoziti	-32.060	-29.868	-34.581	-43.604	-43.860	-55.057	-50.760	-27.047	-51.975	-78.392
NBS	-30.245	-28.235	-32.797	-40.718	-39.439	-49.801	-45.785	-19.678	-43.849	-62.941
Poslovne banke	-1.815	-1.633	-1.784	-2.886	-4.421	-5.256	-4.975	-7.369	-8.126	-15.451
Devizni depoziti	-21.765	-13.478	-19.153	-24.333	-27.580	-16.816	-104.814	-107.910	-106.493	-96.341
<i>Devizni (u evrima)</i>	-269	-163	-226	-285	-317	-196	-1.278	-1.366	-1.305	-1.219
NBS	-18.088	-6.571	-14.392	-18.806	-21.464	-10.586	-99.498	-103.443	-101.705	-91.685
<i>NBS (u evrima)</i>	-223	-79	-170	-220	-247	-123	-1.213	-1.309	-1.247	-1.160
Poslovne banke	-3.677	-6.907	-4.761	-5.527	-6.116	-6.230	-5.316	-4.467	-4.788	-4.656
<i>Poslovne banke (u evrima)</i>	-45	-83	-56	-65	-70	-72	-65	-57	-59	-59
Krediti nedržavnom sektoru	376.883	409.397	456.541	518.298	547.564	591.270	614.698	609.171	666.007	732.402
Domaćinstva	72.489	86.340	108.053	132.146	150.290	172.185	190.378	203.631	230.775	254.803
Privreda	304.394	323.057	348.488	386.152	397.274	419.085	424.320	405.540	435.232	477.599
Ostala aktiva, neto ³⁾	-201.178	-217.173	-240.042	-250.482	-243.793	-271.460	-283.344	-278.055	-302.107	-359.042
od čega: kapital i rezerve (-)	-160.723	-169.226	-177.165	-181.772	-187.095	-216.178	-220.712	-242.254	-256.429	-289.801
NBS	-39.068	-38.085	-36.571	-41.450	-42.531	-42.364	-27.662	-7.454	-15.993	-9.923
Poslovne banke	-121.655	-131.141	-140.594	-140.322	-144.564	-173.814	-193.050	-234.800	-240.436	-279.878
Novčana masa: M2⁴⁾	331.331	374.106	422.441	458.870	473.103	515.840	567.881	638.620	676.039	708.667
Novčana masa: dinarski M2 ⁵⁾	143.768	160.351	180.043	192.180	189.911	208.606	232.506	283.116	282.299	288.329
Novčana masa: M1	110.073	120.481	134.727	144.949	137.800	148.694	158.452	200.090	193.187	205.564
Gotov novac u opticaju	39.368	42.316	47.283	53.650	45.825	48.926	52.110	68.461	58.669	65.066
Depoziti po viđenju (privreda i domaćinstva)	70.705	78.165	87.444	91.299	91.975	99.768	106.342	131.629	134.518	140.498
Oročeni dinarski depoziti (privreda i domaćinstva)	33.695	39.870	45.316	47.231	52.111	59.912	74.054	83.026	89.112	82.765
Devizni depoziti (privreda i domaćinstva)	187.563	213.755	242.398	266.690	283.192	307.234	335.375	355.504	393.740	420.338
<i>Devizni depoziti (privreda i domaćinstva) (u evrima)</i>	2.314	2.582	2.862	3.119	3.259	3.572	4.090	4.500	4.827	5.319
od čega: domaćinstva ⁶⁾	124.107	141.477	162.667	190.136	207.609	222.105	243.328	260.661	293.195	307.783
<i>od čega: domaćinstva (u evrima)</i> ⁶⁾	1.531	1.709	1.921	2.224	2.389	2.583	2.967	3.300	3.594	3.895

Izvor: NBS - Statistički bilten.

1) Ukoliko nije drugače naznačeno.

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

3) Uključuje: na strani aktive - ostalu aktivi; 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 domaćinstava 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.

Analitički prilog

Tabela P-12. Srbija: bilans poslovnih banaka, 2005–2007

	2005				2006				2007	
	Mar.	Jun	Sep.	Dec.	Mar.	Jun	Sep.	Dec.	Mar.	Jun
u milionima dinara, na kraju perioda ¹⁾										
Neto devizne rezerve	-39.461	-47.740	-64.464	-124.085	-177.460	-251.177	-239.416	-251.857	-262.058	-230.564
Neto devizne rezerve (u evrima)	-487	-577	-761	-1.451	-2.042	-2.921	-2.920	-3.188	-3.213	-2.918
Bruto devizne rezerve	58.708	67.041	66.626	67.039	51.621	50.993	61.365	55.885	56.540	56.284
Bruto devizne rezerve (u evrima)	724	810	787	784	594	593	748	707	693	712
Bruto devizne obaveze (-)	-98.169	-114.781	-131.090	-191.124	-229.081	-302.170	-300.781	-307.742	-318.598	-286.848
Bruto devizne obaveze (u evrima) (-)	-1.211	-1.387	-1.548	-2.235	-2.636	-3.514	-3.668	-3.895	-3.906	-3.630
Neto domaća aktiva (NDA)	39.461	47.740	64.464	124.085	177.460	251.177	239.416	251.857	262.058	230.565
Domaći krediti	206.895	230.533	263.230	331.378	375.536	481.132	483.067	509.090	534.592	569.540
Krediti državi, neto ²⁾	10.731	3.600	7.558	5.838	4.295	-3.369	-8.219	-2.492	-9.261	-18.611
Krediti	25.948	25.396	28.062	25.803	27.837	26.044	20.745	23.479	19.134	15.314
Dinarski krediti	9.220	8.932	7.878	7.145	6.086	4.710	4.652	6.854	5.768	5.764
Devizni krediti	16.728	16.464	20.184	18.658	21.751	21.334	16.093	16.625	13.366	9.550
Devizni krediti (u evrima)	206	199	238	218	250	248	196	210	164	121
Depoziti (-)	-15.217	-21.796	-20.504	-19.965	-23.542	-29.413	-28.964	-25.971	-28.395	-33.925
Dinarski depoziti	-11.506	-14.859	-15.702	-14.399	-17.382	-23.171	-23.630	-21.496	-23.592	-29.212
Devizni depoziti	-3.711	-6.937	-4.802	-5.566	-6.160	-6.242	-5.334	-4.475	-4.803	-4.713
Devizni depoziti (u evrima)	-46	-84	-57	-65	-71	-73	-65	-57	-59	-60
Neto potraživanja od NBS	99.551	136.668	159.585	204.896	235.986	340.148	382.531	467.869	483.231	482.321
Potraživanja	101.304	137.187	160.321	205.631	236.443	341.952	382.974	468.312	483.620	482.561
Gotovina	3.812	4.430	4.822	7.053	6.793	6.799	8.654	10.206	9.889	10.958
Obavezne rezerve	20.676	21.855	24.673	26.046	26.387	33.352	33.602	34.290	25.931	29.196
Slobodne rezerve	-1.076	-211	-76	2.621	-2.109	-2.473	-3.440	-1.524	49	-5.973
Depoziti	74.685	93.482	111.094	153.016	174.078	247.994	263.765	273.808	280.284	298.088
od čega: dinarski depoziti	3.679	3.827	5.317	5.274	948	2.564	7.535	20.189	6.651	22.804
NBS blagajnički zapisi/repo operacije	3.207	17.631	19.808	16.895	31.294	56.280	80.393	151.532	167.467	150.292
Obaveze	-1.753	-519	-736	-735	-457	-1.804	-443	-443	-389	-240
Krediti ostalom delu privrede, neto	96.613	90.265	96.087	120.644	135.255	144.353	108.755	43.713	60.622	105.830
Krediti	367.552	399.378	446.022	507.171	536.214	579.880	593.628	589.303	645.429	711.313
Domaćinstva	72.261	86.064	107.781	131.860	150.007	171.904	190.098	203.318	230.357	254.319
Dugoročni krediti	54.699	67.600	87.403	107.724	121.378	138.539	151.998	163.638	187.445	206.568
Kratkorčni krediti	17.562	18.464	20.378	24.136	28.629	33.365	38.100	39.680	42.912	47.751
Privreda	295.291	313.314	338.241	375.311	386.207	407.976	403.530	385.985	415.072	456.994
Dugoročni krediti	134.122	136.572	143.875	165.442	168.212	178.091	183.205	179.842	195.326	204.816
Kratkorčni krediti	161.169	176.742	194.366	209.869	217.995	229.885	220.325	206.143	219.746	252.178
Depoziti (-)	-270.939	-309.113	-349.935	-386.527	-400.959	-435.527	-484.873	-545.590	-584.807	-605.483
Dinarski depoziti	-84.305	-96.457	-108.557	-121.022	-119.059	-130.309	-150.239	-191.040	-191.962	-186.591
Domaćinstva	-12.624	-14.931	-16.017	-16.542	-17.688	-21.273	-20.972	-26.729	-29.482	-31.264
Privreda	-71.681	-81.526	-92.540	-104.480	-101.371	-109.036	-129.267	-164.311	-162.480	-155.327
Devizni depoziti	-186.634	-212.656	-241.378	-265.505	-281.900	-305.218	-334.634	-354.550	-392.845	-418.892
Domaćinstva ³⁾	-124.107	-141.477	-162.667	-190.136	-207.609	-222.105	-243.328	-260.661	-293.195	-307.783
Domaćinstva (u evrima)	-1.531	-1.709	-1.921	-2.224	-2.389	-2.583	-2.967	-3.300	-3.594	-3.895
Privreda	-62.527	-71.179	-78.711	-75.369	-74.291	-83.113	-91.306	-93.889	-99.650	-111.109
Privreda (u evrima)	-771	-860	-929	-882	-855	-966	-1.113	-1.188	-1.222	-1.406
Ostala aktiva, neto ⁴⁾	-167.434	-182.793	-198.766	-207.293	-198.076	-229.955	-243.651	-257.233	-272.534	-338.975
od čega: kapital i rezerve	-121.655	-131.141	-140.594	-140.322	-144.564	-173.814	-193.050	-234.800	-240.436	-279.878

Izvor: FREN, NBS - Statistički bilten.

1) Ukoliko nije drugačije naznačeno.

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

3) Devizna štednja stanovništva.

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

Tabela P-13. Srbija: bilans Narodne banke Srbije, 2005–2007

	2005				2006				2007	
	Mar.	Jun	Sep.	Dec.	Mar.	Jun	Sep.	Dec.	Mar.	Jun
u milionima dinara, na kraju perioda ¹⁾										
Neto devizne rezerve	132.749	143.615	173.447	194.094	204.236	235.394	344.129	406.226	429.702	440.156
Neto devizne rezerve (u evrima)	1.638	1.735	2.048	2.270	2.350	2.737	4.197	5.142	5.268	5.570
Bruto devizne rezerve	274.137	304.386	362.216	424.844	465.497	549.529	648.946	715.114	719.381	730.668
<i>Bruto devizne rezerve (u evrima)</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>	<i>8.819</i>	<i>9.246</i>
Bruto devizne obaveze	-141.388	-160.771	-188.769	-230.750	-261.261	-314.135	-304.817	-308.888	-289.679	-290.512
<i>Bruto devizne obaveze (u evrima)</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>	<i>-3.551</i>	<i>-3.676</i>
od čega: devizne obaveze poslovnih banaka	-71.063	-89.662	-106.865	-147.467	-173.371	-245.784	-256.325	-253.563	-273.927	-274.871
<i>od čega: devizne obaveze poslovnih banaka (u evrima)</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>	<i>-3.358</i>	<i>-3.478</i>
Neto domaća aktiva	-63.970	-71.980	-92.104	-99.741	-126.011	-146.374	-245.869	-272.302	-326.990	-318.030
Domaći krediti	-37.295	-41.763	-58.665	-64.206	-87.578	-110.436	-220.997	-264.055	-310.446	-311.683
Krediti državi, neto ²⁾	-36.568	-25.594	-40.352	-48.936	-57.975	-56.993	-142.239	-116.094	-146.005	-161.819
Krediti	22.123	17.524	16.901	16.511	14.919	14.656	14.472	16.450	15.740	15.715
od čega: dinarski krediti	22.123	17.524	16.901	16.330	14.735	14.474	14.472	16.450	15.740	15.715
Depoziti (-)	-58.691	-43.118	-57.253	-65.447	-72.894	-71.649	-156.711	-132.544	-161.745	-177.534
Dinarski depoziti	-40.603	-36.547	-42.861	-46.641	-51.430	-61.063	-57.213	-29.101	-60.040	-85.849
od čega: lokalna samouprava	-10.358	-8.312	-10.064	-5.923	-11.991	-11.262	-11.428	-9.423	-16.191	-22.908
Devizni depoziti	-18.088	-6.571	-14.392	-18.806	-21.464	-10.586	-99.498	-103.443	-101.705	-91.685
<i>Devizni depoziti (u evrima)</i>	<i>-223</i>	<i>-79</i>	<i>-170</i>	<i>-220</i>	<i>-247</i>	<i>-123</i>	<i>-1.213</i>	<i>-1.309</i>	<i>-1.247</i>	<i>-1.160</i>
Neto potraživanja od banaka	-1.214	-16.782	-18.830	-15.875	-30.218	-53.912	-79.337	-149.252	-165.948	-151.528
Potraživanja	1.992	825	974	954	869	2.069	827	488	467	306
od čega: ostali dinarski krediti	1.669	471	612	946	493	1.710	489	481	453	292
od čega: devizni krediti	323	354	362	8	376	359	338	7	14	14
<i>od čega: devizni krediti (u evrima)</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>	<i>0</i>	<i>0</i>
Obaveze (blagajnički zapisi NBS i repo)	-3.206	-17.607	-19.804	-16.829	-31.087	-55.981	-80.164	-149.740	-166.415	-151.834
Krediti ostalom delu privrede, neto	487	613	517	605	615	469	579	1.291	1.507	1.664
Potraživanja	514	640	732	670	674	653	639	1.353	1.509	1.666
Dinarski i devizni krediti	514	640	732	670	674	653	639	1.353	1.509	1.666
Obaveze (-)	-27	-27	-215	-65	-59	-184	-60	-62	-2	-2
Dinarski depoziti	-27	-27	-215	-65	-59	-184	-60	-62	-2	-2
Ostala aktiva, neto ³⁾	-26.675	-30.217	-33.439	-35.535	-38.433	-35.938	-24.872	-8.247	-16.544	-6.347
Primarni novac (H)	68.780	71.635	81.342	94.353	78.226	89.019	98.263	133.924	102.712	122.126
Gotovina u opticaju	39.368	42.316	47.283	53.650	45.825	48.926	52.110	68.461	58.669	65.066
Rezerve poslovnih banaka	29.412	29.319	34.059	40.703	32.401	40.093	46.153	65.463	44.043	57.060
Obavezne rezerve	20.676	21.855	24.673	26.046	26.387	33.352	33.602	34.290	25.931	29.196
Slobodne rezerve	8.736	7.464	9.386	14.657	6.014	6.741	12.551	31.173	18.112	27.864
Depoziti po vidjenju	4.924	3.034	4.564	7.604	-779	-58	3.897	20.967	8.223	16.907
Žiro računi i gotovina	3.812	4.430	4.822	7.053	6.793	6.799	8.654	10.206	9.889	10.957

Izvor: NBS - Statistički bilten.

1) Ukoliko nije drugačije naznačeno.

2) Krediti državi, neto obuhvataju sve nivoje vlasti: republički nivo i nivo lokalne samouprave.

3) Uključuje: na strani aktive - ostalu aktivi; 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 ekonomskih nauka, 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