

kvartalni monitor

EKONOMSKIH TRENDOVA I POLITIKA U SRBIJI

Broj 33 • april–jun 2013

Beograd, septembar 2013

IZDAVAČ

Fondacija za razvoj ekonomske nauke (FREN)
Kamenička 6, Beograd
Tel/Fax: 011 3021 069
E-mail: office@fren.org.rs
http://www.fren.org.rs

BILTEN IZLAZI KVARTALNO

REDAKCIJSKI SAVET

Mihail Arandarenko (odgovorno lice Izdavača)
Jurij Bajec
Pavle Petrović
Branko Urošević
Boško Živković

GLAVNI I ODGOVORNI UREDNIK

Milojko Arsić

IZVRŠNI UREDNIK

Saša Randelović

AUTORI

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

SARADNICI U OVOM BROJU

Tanja Karaulac
Milan Glišić

GRAFIČKO OBLIKOVANJE

Stefan Ignjatović

SLOG I PRELOM

Maja Tomić

OBLIKOVANJE KORICA

Nikola Drinčić

ŠTAMPARIJA

Alta Nova

TIRAŽ

300 primeraka

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

Sadržaj

Uvodnik	5
----------------------	---

TRENDOVI

1. Pregled	7
2. Privredna aktivnost	11
3. Zaposlenost i zarade	19
4. Platni bilans i spoljna trgovina	25
5. Cene i devizni kurs	34
6. Fiskalni tokovi i politika	39
7. Monetarni tokovi i politika	51
8. Međunarodno okruženje	57

OSVRTI

Osvrt 1

Ekonomska politika i reforme - između brzine i temeljne pripreme	60
---	----

Milojko Arsić

Osvrt 2

Finansijske performanse preduzeća u vlasništvu Republike Srbije	63
--	----

Milan Glišić

Osvrt 3

Ekstremna nezaposlenost mladih u Srbiji i EU: posledice i moguća rešenja	73
---	----

Jelena Žarković Rakić

Osvrt 4

Osporavanje nekih predloženih mera za oporavak privrede Srbije i rešavanje problema u javnim finansijama	76
---	----

Milojko Arsić

Analitičke i notacijske konvencije

Vrednosti

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

Definicije agregata i indeksa

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

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

Nova privreda – Privredni subjekti nastali pod privatnom inicijativom.

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

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

Notacija

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

H – primarni novac

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

IMC – indeks maloprodajnih cena

IIP – indeks cena proizvođača industrijskih proizvoda

ITŽ – indeks troškova života

M1 – gotov novac u opticaju i depoziti po viđenju.

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

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

NDA – neto domaća aktiva

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

Skraćenice

BDP – bruto domaći proizvod

BDV – bruto dodata vrednost

ECB – Evropska centralna banka

EPS – Elektroprivreda Srbije

EU – Evropska Unija

JIE – jugoistočna Evropa

FED – Američka centralna banka (Federal Reserve System)

FZR – Fond za razvoj Republike Srbije

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

MMF – Međunarodni monetarni fond

MSP – mala i srednja preduzeća

NBS – Narodna banka Srbije

NZS – Nacionalna služba za zapošljavanje

OECD – Organizacija za ekonomsku saradnju i razvoj

PDV – porez na dodatu vrednost

QM – Kvartalni monitor

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

RZS – Republički zavod za statistiku Srbije

SDI – strane direktne investicije

SDŠ – stara devizna štednja

SMTK – Standardna međunarodna trgovinska klasifikacija

ZZP – Zajam za preporod Srbije

Uvodnik



U drugom kvartalu se uglavnom nastavljaju tendencije sa početka godine. Privredna aktivnost ostvaruje spor rast koji će na godišnjem nivou iznositi između 1,5 i 2%, inflacija usporava i do kraja godine će biti najverovatnije 4-5%, a tekući deficit je takođe u padu i u 2013. godini će iznositi 6-7% BDP-a. Veći deo privrede i dalje se nalazi u recesiji, privredna aktivnost i zaposlenost u većini delatnosti opada, a oporavak je koncentrisan u nekoliko delatnosti, uključujući poljoprivredu koja se vraća na prosečna nivo. **Finansijske performanse privrede se ubrzano pogoršavaju.** Masovna nemogućnost preduzeća da redovno plaćaju reprogramirane poreske obaveze, ukazuje na razmere problema nelikvidnosti i nesolventnosti u privredi. Pogoršava se i stanje u bankama jer realna vrednost kredita opada, a procenat loših kredita raste. Nezaposlenost stagnira na vrlo visokom nivou od 25%, pri čemu je polovina mlade generacije bez posla.

Dominaciju negativnih tendencija u privredi Srbije potvrđuju nepovoljne ocene ekonomske politike od strane MMF i pogoršanje plasmana Srbije na rang listi konkurentnosti koju je objavio Svetski ekonomski forum. Slabiji plasman na listi Svetskog ekonomskog foruma ukazuje na to da su rastući makroekonomski rizici, u potpunosti neutralisali sprovedene reforme, poput ukinjanja brojnih kvazifiskalnih dažbina. Ekonomski oporavak EU, sa kojom je privreda Srbije tesno povezana, još uvek vrlo spor, a njegova dugovečnost je neizvesna.

Fiskalni deficit u ovoj godini će iznositi 5,5-6% BDP (odnosno preko 7% po definiciji MMF) i biće najveći u Centralnoj i Istočnoj Evropi, dok je javni dug u prethodnih godinu dana porastao za 3,6 mlrd evra odnosno za 23% - rast javnog duga se u toku poslednje godine ubrzava. Struktura javne potrošnje se pogoršava, jer se u okviru nje smanjuje učešće javnih investicija, a kao posledica toga oko 2/3 zaduživanja države u ovoj godini je bilo namenjeno za finansiranje tekuće potrošnje (plata, penzija, kamata, subvencija i dr.).

Javni dug će krajem godine dostići 63-64% BDP, rashodi za kamate rastu, pa postoji rizik da rast javnog duga postane samogenerišući, **odnosno da rast rashoda za kamate bude veći od ušteda države na drugim pozicijama.** Nepovoljno stanje u javnim finansijama Srbije, kao i pogoršanje uslova zaduživanja na međunarodnom finan-

sijskom tržištu za sada isključuju mogućnost zamene skupih kredita jeftinijim u okviru tržišnih aranžmana. Takva mogućnost možda postoji u okviru politički motivisanih međudržavnih aranžmana, **ali na osnovu dosadašnjeg iskustva šanse da se tako nešto postigne su vrlo male.** Stoga će država u narednim periodu biti prinuđena da se zadužuje po višim kamatnim stopama nego što je to bio slučaj u prethodnih godinu dana.

Ključne mera za usporavanje rasta javnog duga su smanjenje fiskalnog deficita za 2-2,5% BDP u 2014. godini, ograničavanje rasta državnih garancija i minimizaciju fiskalnih efekta problema u bankarskom sektoru. Fiskalne mere iz maja i juna tekuće godine, kao i najavljenе uštede od strane Vlade obezbeđuju **približno polovinu** neophodnih ušteda u narednoj godini. Za preostale uštede od oko 1% BDP neophodno je da Vlada prihvati predlog Fiskalnog saveta o oporezivanju iznadprosečnih plata i penzija, ili da izađe sa alternativnim rešenjem.

U narednoj godini se ne može očekivati ubrzanje oporavka privrede Srbije jer se efekti investicija FIAT-a, i NIS-a iscrpljuju, dok su nove investicije u ovoj godini vrlo niske. U prvoj polovini godine javne investicije kao i direktne strane investicije su daleko ispod višegodišnjeg proseka. Pad proizvodnje i uvoza investicione opreme, kao i smanjenje realnog obima kredita upućuju na zaključak da i privatne investicije opadaju.

U narednoj godini očekuju se realno smanjenje državne i privatne potrošnje, tako da se potencijalni izvori rasta svode na investicije i izvoz. Znatnije povećanje investicija, za sada je malo verovatno, i ono će se dogoditi samo ako se realizuje neke od najavljenih velikih stranih investicija. Opšte, široko disperzovano povećanje investicija, kao rezultat unapređenja privrednog ambijenta može se očekivati tek nakon što prođu **godina ili dve od realizacije** takvih reformi. Očekujemo da će se rast izvoza usporavati jer najveći izvoznici (FIAT, NIS) postepeno dostižu maksimum, a novi krupni izvoznici se ne pojavljuju. Prema tome izvori rasta za narednu godinu su vrlo ograničeni kako na strani tražnje tako i na strani ponude. Dodatna prepreka za rast privrede je loša finansijska situacija u preduzećima, zbog koje se smanjuje kreditna aktivnost, bez koje nema investicija i rasta.

Stopa nezaposlenosti je i dalje na vrlo visokom nivou od oko 25% i nema pouzdanih indicija da se stanje na tržištu rada poboljšava. Statistički registrovani skromni rast zaposlenosti u odnosu na prethodnu godinu nije zdrav jer u privatnom sektoru raste zaposlenost u svojoj ekonomiji, dok registrovana (legalna) zaposlenost raste u delatnostima u kojima dominira država.

Snažan rast izvoza i smanjenje deficita u tekućem platnom bilansu predstavljaju najpovoljniju tendenciju u privredi Srbije. Dok je u prethodnim godinama smanjenje deficita uglavnom bilo rezultat smanjenja domaće tražnje i deprecijacije dinara, u ovoj godini deficit znatno smanjuju faktori na strani ponude koji generišu rast izvoza. Ipak deficit u tekućem platnom bilansu, mada značajno smanjen i dalje je visok, pa je u narednim godinama neophodno njegovo dodatno smanjenje. Smanjenjem fiskalnog deficita, uz umerenu realnu deprecijaciju dinara, treba da ključno doprinese smanjenju deficita tekućeg bilansa. Dok se deficit u tekućem bilansu smanjuje zadovoljavajućim tempom, trendovi u kapitalnom bilansu su vrlo zabrinjavajući, strane direktne investicije su niske, a preduzeća i banke se razdužuju. Mada su slični trendovi registrovani i u drugim zemljama u Centralnoj i Istočnoj Evropi, Srbija se nalazi u grupi zemalja gde su kretanja u kapitalnom bilansu najnepovoljnija.

Snažno obaranje inflacije predstavlja drugi pozitivni rezultat privrede Srbije. Prosečna mesečna inflacija u prvih sedam meseci je 0,3%, što na godišnjem nivou iznosi 3,7%. Obaranje inflacije stvara prostor za smanjenje restriktivnosti monetarne politike, ali rizici koji su posledica spoljnih i unutrašnjih neravnoteža, upućuju na postupnost i opreznost. Prvi preduslov za smanjenje restriktivnosti monetarne politike je usvajanje kredibilnog budžeta za narednu godinu, koji bi sadržao značajno manji deficit. Deprecijacija dinara tokom maja i juna odražava, pre svega, nepovoljna kretanja u kapitalnom bilansu Srbije, i u manjoj meri opšte pogoršanje kapitalnih tokova u zemljama Centralne i Istočne Evrope. Posmatrajući širu makroekonomsku sliku umereno povećanje inflacije do koga dovodi deprecijacija predstavlja prihvatljivu cenu za smanjenje spoljnih neravnoteža i rast konkurentnosti privrede Srbije.

Nakon rekonstrukcije Vlade, slično kao i nakon njenog formiranja, pre godinu dana usledile su najave sveobu-

hvatnih i temeljnih reformi privrednog sistema i javnog sektora. Najavljene su reforme penzijskog sistema, rešavanje statusa preduzeća u restrukturiranju, liberalizacija radnog zakonodavstva, unapređenje privrednog ambijenta, reforma poreskog sistema, reforma državne administracije i dr., i to u vrlo kratkom vremenskom periodu. Neke od navedenih reformi (reforma penzijskog sistema, reforma tržišta rada, unapređenje privrednog ambijenta) relativno su dugo pripremane, prilično su nesporne sa ekonomskog stanovišta i nisu preterano administrativno komplikovane, pa ih treba realizovati u kratkom roku. Međutim nije izvesno da li će se o tome postići politička saglasnost, jer su stranke koje su blokirale takve reforme u prošlosti i dalje u Vladi. Druge reforme, kao što su poreska reforma ili reforma državne uprave bi trebalo temeljnije pripremiti i sačekati povoljniji ekonomski i politički trenutak za njihovu realizaciju. Generalno, za dobru pripremu reformi, njihovo usvajanje, ali i za dosledno sprovođenje bio bi poželjan relativno čvrst aranžman sa MMF.

Recesija u većem delu privrede zahteva primenu određenih kratkoročnih stimulativnih mera kako bi se sprečio masovan bankrot preduzeća i banaka. Mada je u Srbiji prostor za primenu fiskalnih i monetarnih stimulansa vrlo ograničen, to ne znači da od antirecesionih mera treba sasvim odustati. Kratkoročne antirecesione mere bi mogle da sadrže ponovno aktiviranje programa subvencionisanih kredita, ubrzanje realizacije javnih investicija i izmirenje dugova države prema privredi. Dodatni stimulansi se mogu kreirati odobravanjem kredita malim i srednjim preduzećima od strane međunarodnih finansijskih institucija.

U ovom broju Kvartalnog monitora osim redovnih istraživanja sadržana su i četiri osvrtu. U Osvrtu br. 1 (Arsić) analiziraju se kratkoročni stimulansi i moguće reforme, u Osvrtu br. 2 (Glišić) analiziraju se finansijske performanse velikih preduzeća pod kontrolom države, u Osvrtu br. 3 (Žarković-Rakić) analiziraju se moguće mere za zapošljavanje mladih u EU i Srbiji, dok se u Osvrtu br. 4 (Arsić) osporavaju neki popularni predlozi za pokretanje privrede i rešavanje problema u javnim finansijama.



TRENDOVI

1. Pregled

Većina bitnih makroekonomskih trendova se u Q2 nije značajnije promenila u odnosu na Q1. Privredna aktivnost nastavlja sa niskim rastom koji će na godišnjem nivou iznositi između 1,5 i 2%, inflacija usporava i do kraja godine će biti najverovatnije 4-5%, a tekući deficit je takođe u padu i u 2013. godini će iznositi oko 6% BDP-a. Makroekonomska slika Srbije je međutim nešto nepovoljnija od one na koju ukazuju pomenuti podaci. Rast privrede u Q2 i u čitavoj 2013. dolazi iz oporavka poljoprivrede posle suše u 2012. i snažnog povećanja proizvodnje malog broja uspešnih kompanija (Fijat, NIS). Najveći deo privrede Srbije je zapravo u recesiji, a ta recesija je jedan od faktora koji utiče na nešto brže smanjivanje inflacije i tekućeg deficita. Smatramo dakle da ovakav rast privrede nije održiv (jer ga čini svega nekoliko sektora privrede, a ukupne investicije su vrlo niske što ugrožava rast u narednoj godini), ali i da dve osnovne neravnoteže domaće privrede (spoljna – tekući deficit i unutrašnja – inflacija) iako jesu osetno umanjene, zapravo još uvek nisu u potpunosti savladane.

Zato je jedno od pitanja koje postavljamo u ovom QM-u: da li će se rast BDP-a uopšte nastaviti u 2014. godini kada se iscrpe njegovi sadašnji izvori rasta? Naime visok rast poljoprivrede u 2013. je specifičan i jednokratn, a Fijat i NIS se približavaju punoj uposlenosti kapaciteta, pa neće više moći toliko da doprinose ukupnom rastu privrede – sada na primer proizvodnja motornih vozila raste oko 3,5 puta u odnosu na prethodnu godinu. Odgovor na postavljeno pitanje zabrinjava, jer naša analiza pokazuje da su svi makroekonomski indikatori koji se odnose na pokretače budućeg rasta privrede vrlo loši. Privatne investicije, kao i krediti nedržavnom sektoru su u Q2, slično kao i u Q1, u velikom padu. Uz to, strane direktne investicije (SDI) su već skoro dve godine na, za Srbiju, izuzetno niskom nivou, a državne investiciju u prvih sedam meseci 2013. godini su za trećinu manje u odnosu na isti period prethodne godine. Uz sve to trebalo bi pomenuti i da je ekonomski oporavak evrozone, sa kojom je privreda Srbije tesno povezana, još uvek vrlo rovit i neizvestan. Pošto još uvek nije kasno da se uočeni negativni trendovi domaće privrede preokrenu ili makar ublaže, sada je potrebno skrenuti pažnju na njih i na vreme sprovesti odgovarajuće ekonomske politike.

Pojedinačne analize iz Trendova ukazuju dakle da se i pored nekih nesporno dobrih rezultata privrede – kao što je visok rast izvoza – ekonomska politika nalazi pred velikim izazovima. Situaciju dodatno komplikuje činjenica da je potrebno u isto vreme ostvariti veći broj različitih ciljeva: 1) ublažiti negativne tendencije u većem delu privrede, 2) strukturnim reformama, unapređenjem poslovnog ambijenta i privlačenjem SDI postaviti zdrave temelje za budući ekonomski rast i rast zaposlenosti, i 3) smanjiti veliki fiskalni deficit i izbeći moguću krizu javnog duga. U tim procesima najveći deo odgovornosti nesumnjivo ima fiskalna politika, ali bi i monetarna politika postepenom relaksacijom mogla da doprinese oživljavanju kreditne aktivnosti privrede. Sa tim je donekle povezano i pitanje odgovarajućeg kursa dinara, gde bi umerena depresijacija dinara koristila povećanju cenovne konkurentnosti domaće privrede, po cenu umernog povećanja inflacije. Sprovođenje svih neophodnih reformi neće biti bezbolan, ali ni brz i nerizičan proces, pa smatramo da je za njega potrebna i međunarodna institucionalna podrška kakvu bi mogao da pruži novi aranžman sa MMF-om.

BDP je u Q2 ostvario međugodišnji rast od svega 0,7%, ali bi trebalo uzeti u obzir i da je kvartal sa kojim se privredna aktivnost poredi, Q2 2012. godine, bio nešto bolji od drugih kvartala u toj godini (v. odeljak 2. „Privredna aktivnost”). Zbog toga zaključujemo da su trendovi privredne aktivnosti u Q2 bili dosta slični onima iz Q1 i da će se i pored nešto nižeg međugodišnjeg rasta u Q2 najverovatnije ipak ostvariti prognozirana stopa rasta u 2013. godini od 1,5 do 2%. Struktura ostvarenog rasta u Q2, ali i u čitavoj prvoj polovini godine nam pokazuje da su tri od četiri osnovne komponente BDP-a (investicije, lična i državna potrošnja) u padu, ali je taj pad

kompenzovan visokim rastom neto izvoza. Od svih pomenutih trendova najviše nas zabrinjava pad investicija koji smanjuje potencijal za budući rast privrede.

Velika nezaposlenost ostaje možda i najveći strukturni problem domaće ekonomije. Stopa zaposlenosti u aprilu iznosila je oko 45,8% radno sposobnog stanovništva, a stopa nezaposlenosti 25%. Posebno je visoka nezaposlenost mladih koja iznosi oko 50%. U javnosti je već bilo diskusije o aprilskim podacima koji ukazuju na određeno povećanje zaposlenosti i smanjenje nezaposlenosti. Mi ove podatke tumačimo veoma oprezno. Pre svega, uočeno povećanje zaposlenosti je malo, a statistika koja ga prati nedovoljno pouzdana da bismo tako male promene mogli da smatramo i relevantnim. Dalje, ukoliko je povećanje zaposlenosti zaista i ostvareno, ovaj podatak donekle relativizuje činjenica da su sektori u kojima je to povećanje ostvareno uglavnom „neproizvodni” i/ili pod neposrednom kontrolom države. To su: administrativne i pomoćne uslužne delatnosti, državna uprava i obavezno socijalno osiguranje, snabdevanje vodom i upravljanje otpadnim vodama. Sa druge strane, proizvodni i tržišno orijentisani delovi privrede (građevinarstvo, prerađivačka industrija, finansijske usluge) i po zvaničnim aprilskim podacima beleže pad zaposlenosti (v. odeljak 3. „Zaposlenost i zarade“). Napominjemo i da je visoka nezaposlenost problem domaće ekonomije koji se u narednom periodu ne može otkloniti bez osetnog povećanja privrednog rasta. Budući da je ubrzanje rasta privrede malo verovatno u narednoj godini, ambiciozno postavljeni ciljevi nove Vlade o smanjenju stope nezaposlenosti na ispod 20% u narednoj godini – nisu realistični.

Tekući deficit je u Q2 bio, za Srbiju, izuzetno nizak i iznosio je svega 3,3% kvartalnog BDP-a (v. odeljak 4. „Platni bilans i spoljna trgovina“). Ovako nizak tekući deficit posledica je trajnih i privremenih trendova. Trajnim smatramo poboljšanje spoljnotrgovinske razmene, odnosno smanjenje spoljnotrgovinskog deficita. To je posledica visokog rasta izvoza (najviše doprinosi Fijat), uz stagnaciju rasta uvoza – za šta je zaslužno smanjivanje domaće tražnje. Visok rast izvoza i stagnacija uvoza su doveli do toga da je preko 70% uvoza u Q2 bilo pokriveno izvozom, što je najpovoljniji odnos izvoza i uvoza od 2001. godine. Privremeni činilac koji je doveo do rekordno niskog tekućeg deficita u Q2 je nešto viši od uobičajenog iznos tekućih transfera – preciznije doznaka. Ovi prilivi često imaju oscilacije tokom godine, ali su na godišnjem nivou dosta stabilni, tako da njihov rast u Q2 ocenjujemo privremenim. Uzimajući sve navedeno u obzir do kraja godine očekujemo da bi tekući deficit mogao da iznosi 6-7% BDP-a, što znači da bi mogao gotovo da se smanji za oko 40% u odnosu na 2012. godinu kada je iznosio 10,5% BDP-a.

I dok se stanje tekućeg dela platnog bilansa osetno poboljšava, njegov kapitalni deo je veoma nepovoljan. Neto SDI su u Q2 iznosile svega 140 miliona evra, što je nastavak loših trendova koji traju već godinu i po. U tom periodu ukupni neto priliv SDI je bio samo 520 mln evra (230 mln evra u 2012. i 290 mln evra u prvoj polovini 2013. godine. Napominjemo da su SDI u periodu 2007-2011. godine bile u proseku preko 1,5 mlrd godišnje, a da su u 2011. su bile 1,83 mlrd evra. Uz smanjenje SDI uočavamo i da se nastavlja trend razduživanja privrede prema inostranstvu. Ali to razduživanje nije posledica jačanja domaće ekonomije, već upravo suprotno – recesije u kojoj se nalazi najveći deo privrede i sumnje kreditora u solventnost dužnika. Pojednostavljeno posmatrano, sada se vraćaju prethodno uzeti krediti iz inostranstva i ne započinju novi projekti.

Manjak kapitalnih priliva se odrazio i na slabljenje kursa dinara. NBS je intervencijama na međubankarskom tržištu uticala da to slabljenje dinara ne bude veliko, ali je to postignuto po cenu osetnog smanjivanja deviznih rezervi. U Q2 su devizne rezerve smanjene za čak 866 miliona evra, od čega je preko 300 miliona evra potrošeno na odbranu kursa (u Q2 je iz deviznih rezervi vraćen i deo kredita MMF-u od 140 miliona evra). QM podržava stav da je potrebno sprečiti bilo kakav izvor potencijalne makroekonomske nestabilnosti i s tim u vezi intervencije NBS mogu da budu koristan mehanizam sprečavanja rizika od nekontrolisanog pada kursa dinara. Sa druge strane smatramo da bi umerena i kontrolisana depresijacija dinara bila korisna za privredu Srbije na šta ukazuje i relativno nepovoljan trend kretanja njene cenovne konkurentnosti, koju merimo preko jediničnih troškova rada u evrima (Grafikon T2-5). Podsećamo i da je nizak tekući deficit u 2013. dobrim delom posledica recesije u kojoj se nalazi veći deo privrede Srbije i da još uvek postoji velika strukturna neravnoteža između izvoza i uvoza. Zbog toga bi intervencije NBS

usmerene na odbranu kursa dinara morale da budu vrlo odmerene i da se prvenstveno sprovede kada su šokovi koji utiču na smanjenje vrednosti dinara nesumnjivo privremeni.

Porast cena u Q2 iznosio je relativno niskih 1,7%. U julu je došlo čak i do osetne deflacije od 0,9% zbog čega je ukupni rast cena od početka godine do kraja jula iznosio svega 2% (v. odeljak 5. „Cene i devizni kurs“). Gotovo zaustavljanje inflacije u 2013. je posledica delovanja više različitih činilaca. Pre svega recesija u kojoj se nalazi najveći deo privrede Srbije i pad realne potrošnje stanovništva sprečavaju veliki rast cena. Uz to, kurs dinara je relativno stabilan, svetske cene hrane su u padu, dok je cena nafte bila stabilna do jula – ali je u avgustu je već snažno porasla zbog eskalacije krize u Egiptu i na Bliskom Istoku. Do kraja godine verovatno je povećanje cene energenata, ali ne očekujemo druge bitne promene, pa bi godišnja inflacija mogla da bude oko 4%, odnosno u granicama ciljnog koridora NBS.

I pored inflacije koja trenutno iznosi oko 4%, referentna kamatna stopa NBS iznosi visokih 11%. Formalni razlog za ovakvu referentnu kamatnu stopu je još uvek visoka međugodišnja inflacija koja je na kraju jula iznosila 8,6%. Smatramo međutim da međugodišnja inflacija nije najbolji pokazatelj na osnovu koga bi se trebale donositi odluke o monetarnoj politici u uslovima visoke i varijabilne inflacije koja se karakteriše naglim lomovima, što je danas slučaj u Srbiji. Bolji parametar za vođenje monetarne politike bila bi prosečna anualizovana inflacija tokom poslednjih nekoliko meseci, a reagovanje na osnovu njega dovelo bi do bržih odgovora NBS nego u slučaju korišćenja međugodišnje stope. Suštinski gledano, analiza QM-a daje za pravo vođenju nešto opreznije monetarne politike, jer je državni deficit veoma visok i postoje ozbiljni rizici makroekonomske nestabilnosti. To međutim ne znači da bi NBS trebalo da ode u drugu krajnost, što je možda sada slučaj, i da zbog očuvanja stabilnosti cena (osnovnog cilja NBS), potpuno zanemare drugi ciljevi. Jer, već je više nego očigledno da je stvarna inflacija još od kraja 2012. u okvirima ciljnog koridora NBS, a da se to ne vidi samo zato što se posmatra međugodišnja inflacija koja u sebi uključuje i visoku inflaciju iz septembra i oktobra 2012. godine (kada su između ostalog povećani i porezi na potrošnju).

Nepovoljne trendove najvećeg dela privrede potvrđuje i kretanje kreditne aktivnosti (v. odeljak 7. „Monetarni tokovi i politika“). Međugodišnji realni pad kreditnih plasmana nedržavnom sektoru je iznosio 9,2%, što je ujedno i najveći pad od kada QM posmatra ovu seriju podataka. Pretpostavljamo i da je deo pada kreditne aktivnosti posledica zaustavljanja programa subvencionisanih kredita, pošto su sredstva za finansiranje iscrpljena već u martu, a prema novom rebalansu budžeta nisu predviđena nova. Uz to, ubrzano se povećava rast nenaplativih kredita. Učešće loših kredita u ukupnim (obračunato metodologijom QM-a) je od početka godine povećano sa oko 16% na preko 22% krajem jula. I ovi podaci ukazuju da bi NBS u saradnji sa Vladom morala da razmišlja o postepenom smanjenju restriktivnosti monetarne politike u narednom periodu.

Fiskalna politika bi takođe mogla da ublaži nepovoljne trendove u privredi. Iako su mogućnosti ozbiljnih fiskalnih stimulansa u uslovima visokog deficita, rastućeg javnog duga i niskim fiskalnim multiplikatora gotovo isključene, prioriteta ekonomske politike bi se svakako mogli preispitati. Naime, u 2013. se ponavlja gotovo uobičajena praksa da se najveći rezovi prilikom neophodnog smanjenja javnih rashoda ostvaruju na javnim investicijama, a ne na tekućim rashodima. Javne investicije su u prvih sedam meseci 2013. realno manje za 33% u odnosu na isti period prethodne godine. U Q2 su bile posebno niske, svega 1,8% BDP-a, a za nivo razvijenosti Srbije, smatramo da bi one trebalo da iznose oko 5% BDP-a. Loš izbor prioriteta država je najverovatnije napravila i ukidanjem subvencionisanih kredita, koje od svih stimulansa privredi smatramo najefikasnijim.

Fiskalni deficit je u Q2 iznosio 4,6% BDP-a i nešto se smanjio u odnosu na Q1, ali to nije posledica sistemskih napora Vlade, već prinudnih ušteda na diskrecionim rashodima – javnim investicijama, nabavci robe i usluga i subvencijama – nakon što su javni prihodi znatno podbacili (v. odeljak 6. „Fiskalni tokovi i politika“). I pored određenog smanjenja fiskalnog deficita u Q2, sadašnja fiskalna politika je zapravo potpuno neodrživa. Deficit će u 2013. godini iznositi oko 6% BDP-a, a javni dug će dostići nivo od oko 63-64% BDP-a. Očigledno je da polovična fiskalna konsolidacija iz oktobra 2012. godine (iz koje su, pored povećanja poreza i kontrole rasta penzija

1. Pregled

i plata u javnom sektoru, izostale najvažnije strukturne reforme) nije dala željene rezultate. Zbog toga se sada mora otpočeti drugi krug fiskalne konsolidacije kako bi se smanjio fiskalni deficit i tako izbegla moguća kriza javnog duga. Budući da su penzije i plate zaposlenih u javnom sektoru ubedljivo najveći deo državne potrošnje, bez njihove korekcije snažnije smanjenje deficita će teško biti izvodljivo.

Naročito je bitno da se ovaj put ne ponove greške iz oktobra 2012. godine i da se uporedo sa očekivanim kratkoročnim merama napokon provedu i ozbiljne reforme. Dobar nagoveštaj predstavljaju najave koje dolaze iz Vlade o penzijskoj reformi, reformi radnog zakonodavstva, izradi centralnog registra zaposlenih u javnoj upravi, reformi javnih preduzeća, kao i prvi koraci koji su napravljeni u pogledu rešavanja sudbine preduzeća koja su još uvek pod okriljem Agencije za privatizaciju. Ostalo je međutim još bitnih oblasti javnog sektora u kojima su reforme potrebne. Pre svega da se naprave i sprovedu ozbiljni planovi reformi dva najveća državna sistema – zdravstva i školstva. Napominjemo da neuspeh u dosadašnjem sprovođenju reformi međutim nikada i nije bio posledica nedostatka planova i stručnosti, već nedostatka političke volje za njihovo sprovođenje. Zato je ključno pitanje i ovaj put, da li će početni entuzijazam i opredeljenost za reforme opstati i kada bolne i politički nepopularne mere počnu da se sprovede?

Srbija: izabrani makroekonomski pokazatelji, 2004–2013

	Godišnji podaci								Kvartalni podaci					
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2012				2013	
									Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2
Privredna aktivnost	međugodišnji realni rast¹⁾													
BDP (u mlrd. dinara)	1.683,5	1.962,1	2.276,9	2.661,4	2.720,1	2.881,9	...	...	99,99	102,4203236	100,724764	100,88941	...	...
BDP	5,4	3,6	5,4	3,8	-3,5	1,0	1,6	-1,7	-2,6	-0,1	-2,1	-2,1	2,1	0,7
Nepoljoprivredna BDV	5,8	4,9	6,1	4,1	-4,2	1,6	1,5	1	0	2,6	0,7	0,7	1,2	...
Industrijska proizvodnja	0,6	4,2	4,1	1,4	-12,6	2,5	2,2	-2,9	-5,5	-2,8	-3,6	-0,6	5,2	3
Prerađivačka industrija	-1,0	4,5	4,7	1,1	-16,1	3,9	-0,4	-1,8	-6,7	0,2	-3,8	1,5	5,4	3,2
Prosečna mesečna neto plata (u din.) ²⁾	17.478	21.745	27.785	29.174	31.758	34.159	...	...	39.068	41.664	41.187	43.625	41.419	44.248
Ukupno zaposlenih, bez poljoprivrede (mil.)	2.056	2.028	1.998	1.997	1.901	1.805	...	...	1.734	1.7300	1.7260	1.7240	1.724	1.724
Fiskalni podaci	u % BDP													
Javni prihodi	42,1	42,4	42,1	41,5	38,6	-1,5			1,7	4,8	-0,8	-3,2	-5,8	-3,2
Javni rashodi	39,7	42,7	42,8	43,7	42,7	-1,7			10,3	9,2	-2,9	1,5	-10,8	-6,6
	u mlrd. Dinara													
Konsolidovani bilans (def. GFS) ³⁾	14,8	-33,5	-58,2	-68,9	-121,8	-136,4			-54,9	-57,0	-36,5	-69,0	-37,0	-44,1
Platni bilans	u milionima evra, tokovi¹⁾													
Uvoz robe ⁴⁾	-8.286	-10.093	-12.858	-15.917	-11.096	-12.176	-13.758	-14.272	-3.403	-3.577	-3.430	-3.862	-3.413	-3.701
Izvoz robe ⁴⁾	4.006	5.111	6.444	7.416	5.978	7.402	8.440	8.822	1.854	2.282	2.244	2.442	2.260	2.711
Bilans tekućeg računa ⁵⁾	-1.805	-3.137	-4.994	-7.054	-2.084	-2.082	-2.870	-3.155	-1.176	-740	-546	-694	-627	-276
u % BDP ⁵⁾	-8,6	-12,9	-17,2	-21,6	-7,2	-7,4	-9,1	-10,6	-17,0	-9,8	-7,3	-8,7	-8,2	-3,3
Bilans finansijskog računa ⁵⁾	3.863	7.635	6.126	7.133	2.207	1.986	2.694	2.988	1.120	685	490	692	612	220
Strane direktne investicije	1.248	4.348	1.942	1.824	1.372	860	1.827	242	-362	234	117	253	155	139
NBS bruto devizne rezerve (+) znači povećanje	1.675	4.240	941	-1.687	2.363	-929	1.801	-1.137	-916	-1.100	-340	1.218	859	-886
Monetarni podaci	u milionima dinara, stanja na kraju perioda¹⁾													
NBS neto sopstvene rezerve ⁶⁾	175.288	302.783	400.195	475.110	578.791	489.847	606.834	656.347	615.234	583.121	608.235	656.347	673.147	674.731
NBS neto sopstvene rezerve ⁶⁾ , u mil.leva	2.050	3.833	5.051	5.362	6.030	4.609	5.895	5.781	5.376	5.037	5.225	5.781	6.025	5.917
Kreditni nedržavnom sektoru	518.298	609.171	842.512	1.126.111	1.306.224	1.660.870	1.784.237	1.958.084	1.897.034	1.938.662	1.999.697	1.958.084	1.933.868	1.929.205
Devizna štednja stanovništva	190.136	260.661	381.687	413.766	565.294	730.846	775.600	909.912	834.253	888.372	890.782	909.912	907.288	924.684
M2 (12-m realni rast, u %)	20,8	30,6	27,8	2,9	9,8	1,3	2,7	-2,2	10,1	12,0	3,4	-2,2	-2,6	-4,7
Kreditni nedržavnom sektoru (12-m realni rast, u %)	28,6	10,3	24,9	25,2	5,2	13,9	0,5	-2,1	10,5	8,1	5,9	-2,1	-8,2	-9,2
Kreditni nedržavnom sektoru, u % BDP	29,6	28,6	35,0	42,0	45,8	53,8	56,2	59,9	59,3	60,2	61,6	59,9	57,3	60,3

Izvor: FREN.

1) Ukoliko drugačije nije naznačeno.

2) Podaci od 2008. godine predstavljaju korigovane podatke na osnovu proširenog obuhvata uzorka za računanje prosečne zarade. Time su nominalne vrednosti zarada za 2008. godinu uporedive sa nominalnim vrednostima za 2009. i 2010, ali nisu uporedive sa prethodnim godinama.

3) Pratimo ukupni fiskalni rezultat (overall fiscal balance po GFS 2001) - Konsolidovani suficit/deficit korigovan za "budžetske kredite" (lending minus repayment prema starom GFS).

4) Republički zavod za statistiku je promenio metodologiju spolnotrgovinske razmene. U Srbiji je od 01.01.2010. godine, po preporukama odeljenja za statistiku UN, počeo da se primenjuje opšti sistem trgovine, koji predstavlja širi koncept od prethodnog, radi bolje prilagodivosti kriterijumima datim u Platnom bilansu i Sistemu nacionalnih računa. Detaljnije objašnjenje je dato u QM 20, odeljak 4, Platni bilans i spoljna trgovina.

5) Narodna banka Srbije je u Q1 2008. promenila metodologiju po kojoj izrađuje platni bilans. Promena metodologije dovodi do manjeg deficita tekućeg računa, i do manjeg salda kapitalnog računa. Detaljnije objašnjenje je dato u QM12, odeljak 6, Platni bilans i spoljna trgovina.

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

2. Privredna aktivnost

Preliminarna procena RZS-a ukazuje na međugodišnji rast BDP-a u Q2 od oko 0,7%. Premda ovaj rast na prvi pogled deluje skromno (u Q1 bio 2,1%), mora se uzeti u obzir i podatak da je Q2 2012, sa kojim se privredna aktivnost sada poredi, bio znatno uspešniji u odnosu na sve druge kvartale u toj godini. Desezonirani indeksi ukazuju da je BDP u Q2 na sličnom nivou kao u Q1, što smo protumačili kao nastavak trenda započetog u Q1, a ne kao eventualni početak stagnacije. Privredu u Q2, kao i u Q1, i dalje pokreće neto izvoz, dok je domaća tražnja u padu. U odnosu na Q1 međutim došlo je određenog usporavanja rasta neto izvoza, ali i smanjenja pada domaće tražnje. Posmatrano po proizvodnom principu jasno se uočavaju trendovi o kojima smo pisali i u prethodnim izdanjima *QM*-a – rast pokreću poljoprivreda i svega nekoliko uspešnih preduzeća (Fijat, NIS), dok je ubedljivo najveći deo privrede Srbije još uvek u recesiji. Za čitavu 2013. godinu još uvek zadržavamo nepromenjenu prognozu rasta BDP-a od 1,5 do 2%, koju smo prvi put izneli još krajem 2012. godine. Prognoza i dalje nije potpuno pouzdana, jer postoje određene nepoznanice o stvarnom tempu rasta privrede, ali i određeni egzogeni činioci koji mogu da utiču na promene BDP-a u drugoj polovini godine (rizici koji dolaze iz fiskalne politike, suša u avgustu). Blaža depresijacija dinara do koje je došlo u Q2 pozitivno utiče na cenovnu konkurentnost domaće privrede, ali evro-JTR ukazuju da je cenovna konkurentnost u Q2 znatno manja u odnosu na isti period prošle godine.

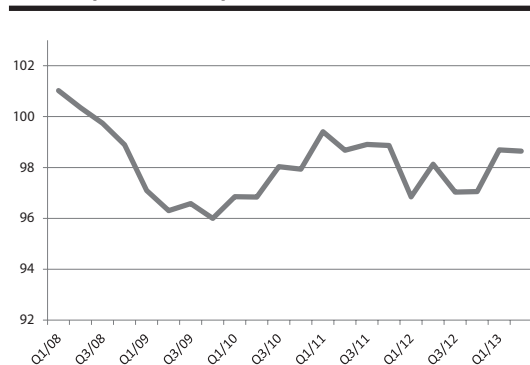
Bruto domaći proizvod

Međugodišnji rast BDP-a u Q2 od oko 0,7%

Prema preliminarnoj, fleš, proceni RZS-a, realni međugodišnji rast BDP-a u Q2 iznosio je oko 0,7%. Ovaj međugodišnji rast je znatno manji od 2,1% koji je ostvaren u Q1, ali je osnovni razlog za osetno smanjenje međugodišnjeg rasta poređenje sa različitim osnovama iz prethodne godine, a ne promena trenda u kretanju privredne aktivnosti. Naime, u Q2 2012. godine BDP je bio veći od svih drugih kvartala u 2012. godini, pa zbog toga i poređenje sa ovim kvartalom daje nižu međugodišnju stopu rasta. Ilustrativno se to može objasniti i ukoliko bismo ostvarenu vrednost privredne aktivnosti uporedili sa onom iz 2011. godine. Tako u Q1 2013. godine i pored međugodišnjeg rasta od 2,1%, još uvek nije bio prestignut realni nivo BDP-a iz Q1 2011, jer je pad u 2012. bio 2,6%. Međutim, u Q2 je i pored niže stope rasta BDP-a od 0,7% premašen realni nivo BDP-a iz Q2 2011. godine, jer je pad u 2012. godini bio svega 0,1%.

Desezonirani podaci ukazuju na moguću stagnaciju...

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



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

... ali mi još uvek oprezno tumačimo podatke

U Grafikonu T2-1 prikazani su desezonirani indeksi rasta BDP-a na kojima se bolje vide promene privredne aktivnosti po kvartalima. Desezonirani indeksi rasta BDP-a ukazuju da je u Q2 zadržan gotovo nepromenjen nivo privredne aktivnosti u odnosu na Q1 (Grafikon T2-1). To može da ukaže na eventualnu stagnaciju proizvodnje u Q2, ali bismo sa ovim zaključkom morali da budemo vrlo oprezni. Naime 2012. i 2013. su poprilično neregularne godine, prvenstveno zbog velikog pada, pa oporavka poljoprivrede, a ti lomovi utiču na pouzdanost postupaka desezoniranja. Ukoliko bismo umesto *tramosits* (eng. *tramo/seats*) metodologije koja se u Srbiji koristi za desezoniranje BDP-a koristili drugu, *X-12* metodologiju desezoniranja,¹ rezultat bi bio potpuno drugačiji i desezonirani BDP

¹ Kod nas i u većini drugih evropskih zemalja se koristi *tramosits* metodologija desezoniranja, ali ni upotreba *X-12* metodologije za desezoniranje BDP-a nije neuobičajena i koristi se u statističkim zavodima pojedinih evropskih zemalja. Evropska komisija prihvata obe metodologije kao relevantne.

2. Privredna aktivnost

u Q2 bi bio znatno veći nego u Q1. Zbog toga, ali i već pomenutog podatka da je realni BDP u Q2 nadmašio svoju vrednost iz 2011. godine (što u Q1 nije bio slučaj), naš je zaključak da u Q2 verovatno nije došlo do suštinskih promena u kretanju privredne aktivnosti. Na kraju napominjemo i da je procena međugodišnjeg rasta BDP-a od 0,7% u Q2 još uvek samo preliminarna i da će RZS nešto pouzdaniju procenu dati krajem septembra.

**Raste neto izvoz,
pada domaća
tražnja**

Strukturu rasta BDP-a možemo da analiziramo na osnovu podataka o *upotrebi* BDP-a. U Tabeli T2-2 prikazani su zvanični podaci o kretanju osnovnih komponenti BDP-a zaključno sa poslednjim dostupnim podacima za Q1 2013. godine. Na osnovu podataka za Q1, usvojenih politika i očekivanih trendova, možemo orijentaciono da procenimo obrazac rasta BDP-a u Q2, a koji će se najverovatnije nastaviti do kraja godine. To je: 1) realni pad investicija, privatne i državne potrošnje i 2) visok rast neto izvoza. Dakle, rast privrede u 2013. godini je dakle posledica zbira dva potpuno divergentna trenda – znatnog rasta izvoza i pada domaće tražnje. Izvoz raste prvenstveno zbog poslovanja pojedinačnih kompanija poput Fijat automobila Srbija (FAS) i u manjoj meri nekih drugih (poput NIS-a), dok domaća tražnja pada zbog realnog smanjenja mase zarada (realno smanjenje zarada i pad broja zaposlenih) i penzija, ali i vrlo negativnih trendova u investicijama.

Tabela T2-2. Srbija: bruto domaći proizvod po rashodnom principu, 2008-2013

	Međugodišnji indeksi								
	2009	2010	2011	2012	2012				2013
					Q1	Q2	Q3	Q4	
BDP	96,5	101,0	101,6	98,3	97,4	99,9	97,9	97,9	102,1
Privatna potrošnja	97,2	99,1	98,9	98,1	97,1	97,3	99,8	98,1	98,9
Državna potrošnja	98,1	100,4	101,0	101,8	103,8	105,9	100,5	97,4	96,8
Investicije	77,9	94,5	108,4	96,6	102,8	104,3	97,7	85,5	96,1
Izvoz	92,0	115,3	103,4	104,5	94,9	111,5	105,5	105,8	113,5
Uvoz	80,9	103,1	107,0	104,2	102,2	109,4	103,7	101,9	101,2

Izvor: RZS

**U Q2 usporava
rast neto izvoza...**

Pošto nemamo zvanične podatke o kretanju rashodnih komponenti BDP-a u Q2, ocenjujemo ih preko posrednih indikatora. Na osnovu podataka o spoljnoj trgovini koji su dostupni i za Q2 zaključujemo da neto izvoz u Q2 nastavlja kvartalni rast u odnosu na Q1, ali da je rast već znatno sporiji nego što je bio u prethodnim kvartalima. Ovo je i očekivano,² jer je kompanija koja je navise uticala na rast neto izvoza – FAS – do kraja Q1 praktično dostigla vrednost izvoza automobila koja će biti uobičajena u narednim mesecima, te više ne može da generiše toliko brz rast izvoza kao u prethodnih nekoliko kvartala. U narednom periodu bismo možda ipak mogli očekivati još jedno ubrzanje neto izvoza zbog očekivanog povećanog izvoza ovogodišnjih poljoprivrednih proizvoda.

**...ali se usporava i realni
pad domaće tražnje**

Kretanje domaće tražnje u Q2 možemo približno da izračunamo na osnovu zvanično objavljene preliminarne procene BDP-a i podataka o neto. Na ovaj način dolazimo do ocene da je domaća tražnja usporila pad u Q2. Do istog zaključka dolazimo i kada procenimo domaću tražnju, na osnovu kretanja njenih komponenti – privatne potrošnje, državne potrošnje i investicija. U Q2 je značajno usporen pad privatne potrošnje zbog povećanja penzija i zarada u javnom sektoru od 2% u maju (aprilske plate i penzije se tada isplaćuju). Nominalno povećanje plata i penzije u periodu kada je inflacije bila niska imalo je za posledicu usporavanje realnog pada privatne potrošnje. Druge dve komponente domaće tražnje (državna potrošnja i investicije) su tokom drugog kvartala ubrzale pad, ali je pad domaće tražnje usporen zbog usporavanje pada najkrupnije pozicije – privatne potrošnje. Do kraja godine ne očekujemo da će biti značajnijih promena u trendu realne domaće tražnje, pa će pad koji ona ostvaruje biti sličan onom iz Q2. Dodatnu potvrdu za ovu ocenu (o umerenom realnom padu domaće tražnje do kraja godine) nam pruža kretanje inflacije, koja će u narednom periodu najverovatnije nastaviti da usporava – čime će se sprečiti produbljanje realnog pada domaće tražnje čak i u uslovima kada su njeni izvori finansiranja u velikoj meri zamrznuti na nominalnom nivou.

² Za više detalja v. odeljak 2: „Privredna aktivnost“ QM32

Poljoprivreda je sektor sa najvećim rastom u 2013. godini

Struktura rasta koja se zasniva na rastu neto izvoza i smanjenju domaće tražnje je u načelu povoljna za Srbiju. Privatna potrošnja je još uvek je nesrazmerno visoka u odnosu na proizvodnju, pa njeno postepeno smanjivanje dovodi i do smanjenja makroekonomskih neravnoteža. Smanjenje državne potrošnje je bez sumnje dobro i neophodno je za održivost javnih finansija. Ono što nas zapravo najviše zabrinjava u ovoj strukturi rasta BDP-a je oštro smanjivanje investicija koje smanjuje mogućnosti za budući rast privrede.

Analizu kretanja BDP-a u Q2 i u 2013. godini možemo dopuniti i podacima po *proizvodnom* principu koji su prikazani u Tabeli T2-3. U Tabeli je prikazan rast pojedinačnih sektora privrede zaključno s poslednjim zvaničnim podacima koji se odnose na Q1. Slično kao i kod analize kretanja komponenti BDP-a po *upotrebi* i u ovom slučaju smatramo da je Q1 dovoljno reprezentativan kvartal da na njemu pokažemo osnovne trendove pojedinačnih sektora privrede u Q2, ali i u celoj 2013. godini. U Tabeli T2-3 uočava se da najveći rast u 2013. ima sektor poljoprivrede i taj rast je posledica poređenja sa izuzetno lošom poljoprivrednom sezonom iz 2012. godine. Drugi sektor koji daje najveći doprinos rastu privrede je informisanje i komunikacije, koji se nalazi na višegodišnjem trendu stabilnog rasta. Prerađivačka industrija je u Q1 prešla iz negativne u pozitivnu zonu rasta (Tabela T2-3) gde očekujemo da će i ostati tokom čitave 2013. godine. Na negativnoj strani izdvaja se visok pad građevinske aktivnosti i pad trgovine.

Tabela T2-3. Srbija: bruto domaći proizvod po delatnostima, 2008–2013¹⁾

	Međugodišnji indeksi									
	2009	2010	2011	2012	2012				2013	Učešće
					Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	2012
Ukupno	96,5	101,0	101,6	98,3	97,4	99,9	97,9	97,9	102,1	100,0
Porezi minus subvencije	98,3	100,9	101,6	97,2	95,4	99,5	96,9	96,8	102,7	17,4
Bruto dodata vrednost u baznim cenama	96,1	101,0	101,6	98,5	95,4	99,5	96,9	96,8	102,7	82,6
Bruto dodata vrednost bez poljoprivrede	95,8	101,6	101,5	101,0	100,0	102,6	100,7	100,7	101,2	91,1 ²⁾
Poljoprivreda	100,8	99,6	100,9	82,9	81,5	83,2	83,4	83,0	116,7	8,9 ²⁾
Prerađivačka industrija	84,2	100,9	100,6	101,1	96,3	103,3	99,2	104,9	102,4	14,4 ²⁾
Građevinarstvo	80,3	92,9	107,7	92,5	111,2	103,5	91,3	75,3	75,3	3,9 ²⁾
Trgovina na veliko i malo	92,5	101,7	94,5	99,6	97,9	102,7	100,5	97,6	96,0	13,0 ²⁾
Saobraćaj i skladištenje	90,0	108,2	103,1	100,6	95,1	104,0	100,8	102,6	105,4	5,5 ²⁾
Informisanje i komunikacije	110,0	105,4	108,4	110,3	112,0	113,0	105,2	111,4	108,1	9,6 ²⁾
Finansijske delatnosti i osiguranje	105,5	107,2	101,0	104,4	100,0	105,1	106,8	105,9	105,2	4,1 ²⁾
Ostalo	101,6	100,8	102,0	100,0	99,2	99,6	100,8	100,4	101,9	41,1 ²⁾

Izvor: RZS

1) U cenama iz prethodne godine.

2) Učešće u BDV.

Na osnovu dostupnih mesečnih podataka za Q2 procenjujemo da će doći tek do neznatnih promena u strukturi rasta proizvodnje po sektorima u odnosu na Q1. Očekujemo nešto manji pad trgovine na veliko i malo u Q2 u odnosu na Q1 na šta upućuju mesečni podaci o kretanju prometa u maloprodaji, ali i naša analiza kretanja privatne potrošnje. Građevinarstvo će verovatno imati nešto dublji pad u Q2 nego u Q1 na šta ukazuje indeks vrednosti građevinske aktivnosti, dok će sektor finansijskih delatnosti i osiguranja verovatno imati nešto manji rast na šta ukazuje kretanje depozita i kredita. Ostali sektori će najverovatnije imati slične stope rasta kao u Q1.

U 2013. očekujemo rast od 1,5 do 2%

Već i sama činjenica da je ovo četvrto izdanje *QM*-a zaredom u kom praktično zadržavamo nepromenjenju prognozu rasta BDP-a u 2013. godini ukazuje da u prethodnim kvartalima zapravo nije bilo mnogo iznenađenja. To međutim ne znači da ih ne može biti do kraja godine. Rizik za ostvarenje prognoziranog rasta može predstavljati fiskalna politika koja se već duže vreme vodi u opasnoj zoni iz koje može da ugrozi makroekonomsku stabilnost. Moguće je takođe da ni poljoprivredna sezona neće biti toliko uspešna kao što je bilo očekivano, jer će suša iz prve polovine avgusta uticati na manji od očekivanog rod kukuruza i drugih jesenjih kultura. Sa druge strane, lako se može ispostaviti da je stvarni tempo rasta privrede u Q2 nešto viši od onog na koji ukazuje desezoniranje po tramosits metodu, već da je bliži onome na šta ukazuje desezoniranje po X-12 metodologiji što bi onda moglo da ukaže čak i na nešto veći rast od 2% u 2013. godini. Na

Ne postoje nagoveštaji ubrzanja rasta u 2014. godini i u srednjem roku

Reforme su ključne, ali su neophodni i kratkoročni fokusirani stimulansi

Jedinični troškovi rada u dinarima se smanjuju

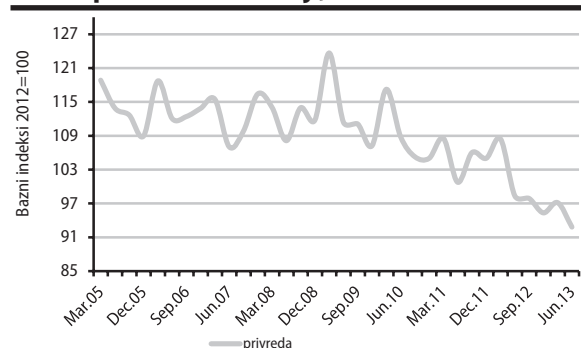
Apresijacija dinara smanjuje cenovnu konkurentnost privrede

kraju, ne bi trebalo zaboraviti da je RZS sklon čestim i znatnim revizijama objavljenih podataka o privrednoj aktivnosti, čak i nekoliko kvartala unazad, a mi smo na njima bazirali sve naše analize – što onda može znatno uticati i na prognozu rasta u 2013. godini. Za sada međutim kao najverovatniji ishod smatramo da će realni rast BDP-a u 2013. godini ipak da iznosi između 1,5 i 2%.

I u ovom izdanju *QM*-a skrećemo pažnju na to da je najveći deo privrede Srbije još uvek u recesiji, jer je snažan rast proizvodnje koncentrisan u poljoprivredi i svega nekoliko velikih preduzeća. Pitanje koje je veoma bitno je: kako će se kretati BDP Srbije kada se iscrpe njegovi sadašnji izvori rasta? Svi makroekonomski indikatori koji opisuju pokretače budućeg rasta privrede su vrlo loši. Privatne investicije, kao i krediti nedržavnom sektoru su u Q2 u velikom padu. Uz to, strane direktne investicije (SDI) su već skoro dve godine na, za Srbiju, izuzetno niskom nivou, a državne investiciju u prvih sedam meseci 2013. godini gotovo su prepolovljene u realnom iznosu u odnosu na isti period prethodne godine.³ Na sve to bi trebalo pomenuti i da je ekonomski oporavak evrozone, sa kojom je privreda Srbije tesno povezana, još uvek vrlo rovit i neizvestan.

Za održiv privredni rast u srednjem i dugom roku, fiskalna konsolidacija jeste neophodan, ali ne i dovoljan uslov. Uporedo sa fiskalnom konsolidacijom neophodne su široke reforme, ali i kratkoročni podsticaji koji bi ublažili negativne tendencije u većem delu privrede. Pre svega moralo bi da se prekine sa gotovo uobičajenom praksom da se prilikom smanjivanja deficita srazmerno najveće uštede ostvaruju na kapitalnim izdacima, dok se tekuća budžetska potrošnja po pravilu manje prilagođava. Takođe, jedan od prioriteta vođenja ekonomske politike bi morao biti unapređenje poslovnog ambijenta – kao uslov za povećanje domaćih i stranih investicija. Unapređenje privrednog ambijenta postaje urgentnije, nakon što je započeto smanjivanje ekonomski neefikasnih i fiskalno neodrživih subvencija za investicije i zapošljavanje. Smanjivanje, a potom i ukidanje takvih subvencija je neophodno, ali ko izostanu odlučne reforme privrednog sistema, to će još više smanjiti investicije i zaposlenost. Snažan pad kreditne aktivnosti preduzeća ukazuje da bi verovatno bilo korisno da država nastavi sa programom subvencionisanih kredita, jer se sa malo uloženi sredstava ostvaruje znatan uticaj na privredu. Na kraju, u uslovima gotovo potpuno zaustavljene inflacije, verovatno bi i monetarna politika trebalo da preuzme deo odgovornosti i postupnom relaksacijom doprinese oživljavanju kreditne aktivnosti privrede Srbije. Sa tim je donekle povezano i pitanje odgovarajućeg kursa dinara, o čemu će biti više reči prilikom analize cenovne konkurentnosti domaće privrede.

Grafikon T2-4. Srbija: realni jedinični troškovi rada u privredi i industriji, 2005–2013



Izvor: QM na osnovu podataka RZS i NBS

Jedinični troškovi rada⁴ (JTR), mereni u dinarima, u Q2 nastavljaju da se smanjuju. Trend se može lako uočiti u Grafikonu 4. Kada JTR uporedimo sa istim kvartalom prethodne godine – uočavamo da su oni u padu od preko 5%. JTR ukazuju koliko troškovi radne snage učestvuju u jedinici proizvodnje i oni pokazuju da li produktivnost raste brže ili sporije od rasta realnih zarada. U slučaju Srbije moramo međutim da konstatujemo da je brži srednjoročni rast produktivnosti od rasta zarada (i njime time implicirani pad JTR) najvećim delom posledica smanjenja zaposlenosti, što nikako ne možemo smatrati pozitivnim trendom.

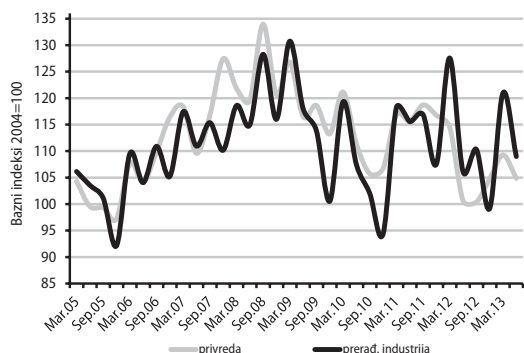
Jedinični troškovi rada mereni u evrima (evro-JTR), ukazuju na međunarodnu cenovnu konkurentnost domaće privrede jer definišu najveću domaću troškovnu komponentu (troškove rada) u odnosu na dodatu vrednost. Evro-JTR izračunavamo za prerađivačku industriju, (koja proizvodi

³ Za više detalja o kreditima, stranim direktnim i državnim investicijama v. odeljke 7: „Monetarni tokovi i politika“, 4: „Platni bilans i spoljna trgovina“ i 6: „Fiskalni tokovi i politika“ ovog izdanja *QM*-a

⁴ Jedinične troškove rada u dinarima računamo za privredu (bez sektora Poljoprivreda i sektora Država).

daleko najveći deo razmenjivih proizvoda) i za ukupnu privredu,⁵ što je prikazano u Grafikonu T2-5.

Grafikon T2-5. Srbija: realni evro-jedinični troškovi rada u privredi i prerađivačkoj industriji, 2005–2013



Izvor: QM na osnovu podataka RZS i NBS

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

U Grafikonu T2-5 uočavamo da evro-JTR dosta osciliraju po kvartalima. U Q2 su smanjeni u odnosu na Q1 što ne pripisujemo samo sezonskim činiocima, već i uočnom stvarnom smanjenju dinarskih JTR uz određenu depresijaciju dinara. Međugodišnje posmatrano evro-JTR su u Q2 ipak veći u odnosu na isti period prethodne godine, jer je tada vrednost dinara bila manje nego što je sada. Ono na šta želimo da skrenemo pažnju u ovom QM-a jeste da evro-JTR u srednjem roku nemaju izražen trend pada kao što imaju dinarski JTR (Grafikoni T2-4 i T2-5). To znači da i pored znatnog povećanja produktivnosti i smanjenja realnih zarada– nije došlo do osetnog povećanja

cenovne konkurentnosti domaće privrede. Razlog za to je snažna realna apresijacija dinara koja je u čitavom periodu od 2005. (uz određene oscilacije) poništavala efekte smanjivanja dinarskih JTR.⁶ Iako jak dinar utiče na usporavanje inflacije i privremene rast potrošnje građana, smatramo da bi trebalo voditi računa i o uticaju koji on ima na konkurentnost privrede, platnobilansnu neravnotežu, zaposlenost i održivi rast privrede – koji može biti zasnovan samo na rastu neto izvoza.

Industrijska proizvodnja

Industrijska proizvodnja porasla oko 3% u Q2

Industrijska proizvodnja je u Q2 ostvarila međugodišnji rast od 3% (Tabela T2-6). U okviru industrijske proizvodnje sva tri sektora (rudarstvo, prerađivačka industrija i snabdevanje električnom energijom) su imala pozitivne i približno ujednačene stope rasta koje su se kretale od 2,2% do 3,7%. Za razliku od Q1 kada je ostvareni međugodišnji rast od preko 5% bio najvećim delom posledica poređenja sa niskom osnovom iz 2012. godine (tad je zbog vanrednih meteoroloških okolnosti došlo do privremenog dubokog pada) – rast industrijske proizvodnje od 3% ocenjujemo mnogo povoljnije, jer je pre svega održiv.

Tabela T2-6. Srbija: indeksi industrijske proizvodnje, 2007–2013

	Međugodišnji indeksi									Učešće	
	2009	2010	2011	2012	2012				2013		
					Q1	Q2	Q3	Q4	Q1		Q2
Ukupno	87,4	102,5	102,2	97,1	94,5	97,2	96,4	99,4	105,2	103,0	100,0
Rudarstvo	96,2	105,8	110,4	97,8	100,2	94,2	100,1	96,3	107,8	102,2	9,8
Prerađivačka industrija	83,9	103,9	99,6	98,2	93,3	100,2	96,2	101,5	105,4	103,2	74,3
Snabdevanje el. energijom, gasom i klimatizacija	100,8	95,6	109,7	92,9	96,6	85,4	95,8	93,0	103,7	103,7	15,9

Izvor: RZS

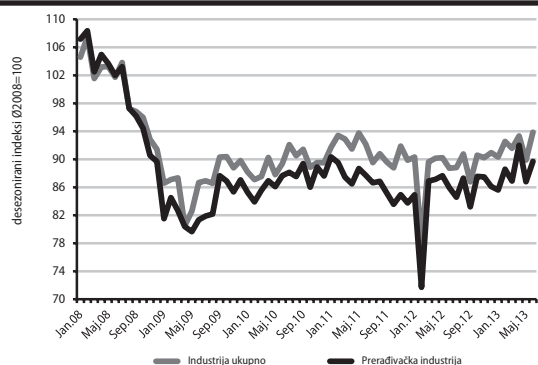
Desezonirani indeksi u Q2 ukazuju na rast u odnosu na Q1

U Grafikonu T2-7 prikazani su desezonirani indeksi proizvodnje ukupne industrije i prerađivačke industrije. Desezonirani podaci ukazuju da je, posebno prerađivačka industrija, u Q2 u solidnom porastu u odnosu na Q1. Desezonirana ukupna industrijska proizvodnja je veća u Q2 u odnosu na Q1 za oko 1%, a prerađivačka industrija, koja najbolje opisuje suštinske trendove domaće industrije, čak za 2,8%. Skrećemo pažnju i na to da su velike oscilacije industrijske proi-

⁵ Bez sektora Država i sektora Poljoprivreda.

⁶ Za više detalja v. odeljak 5 „Cene i devizni kurs“ ovog izdanja QM-a.

Grafikon T2-7. Srbija: desezonirani indeksi industrijske proizvodnje, 2008–2013



Izvor: RZS

Svega tri oblasti pokreću rast

QM-a⁷ između ostalog i zbog toga što je u ovom kvartalu pokrenuta proizvodnja u Železari Smederevo. Desezonirani indeks proizvodnje osnovnih metala u Q2 jeste zabeležio rast koji je nešto podigao rast ukupne industrije u Q2, ali to ipak nije bilo presudno. Proizvodnja osnovnih metala je sada već na znatno nižem nivou nego što je bila pre nekoliko godina i promene koje se sada u ovoj oblasti dešavaju zapravo i nisu bile toliko velike da bi mogle značajno da utiču na opšte trendove. Za rast industrijske proizvodnje u Q2, ali i njen oporavak u čitavoj 2013. godini daleko su zaslužnije tri druge oblasti: 1) proizvodnja motornih vozila (FAS), 2) proizvodnja derivata nafte (NIS) i 3) farmaceutska industrija. Sve tri oblasti imaju neuobičajeno visoke stope rasta u 2013. u odnosu na 2012. godinu. Tako je farmaceutska industrija u prvoj polovini 2013. godine bila za 35% veća nego u istom periodu 2012. godine, proizvodnja derivata nafte za 42% veća, a proizvodnja motornih vozila je čak tri puta veća nego u prvoj polovini 2012. godine. Ono što zabrinjava je što bi bez ove tri oblasti industrijska proizvodnja u 2013. bila u osetnom padu. Posebno su loše rezultate imali prehrambena industrija i oblasti industrijske proizvodnje koje su neposredno povezane za investicije (proizvodnja nemetalnih minerala na primer).

Do kraja godine očekujemo da će industrijska proizvodnja nastaviti da raste

Verovatno će do kraja godine doći do određenih promena u strukturi rasta industrijske proizvodnje, ali očekujemo da se taj rast ipak nastavi. Verovatno će uskoro da se uspori rast proizvodnje u proizvodnji motornih vozila i proizvodnji naftnih derivata, budući da se kompanije koje stoje iza tog rasta polako približavaju punoj uposlenosti svojih kapaciteta. Kako doprinosi ovih oblasti ukupnom rastu budu slabile, tako očekujemo da će verovatno već u Q3, a gotovo izvesno u Q4 da dođe do solidnog oporavka prehrambene industrije budući da je poljoprivredna proizvodnja u 2013. mnogo bolja nego u prethodnoj godini.

Već bi trebalo razmišljati i o 2014. godini

Smatramo da postoje ozbiljni razlozi za zabrinutost u pogledu ne samo sadašnjeg već i budućeg kretanja industrijske proizvodnje u Srbiji. Osnovni je taj što, i pored ukupnog rasta, najveći deo industrije već duži vremenski period pada – bez uočljivih naznaka poboljšanja. To onda otvara pitanje šta će se desiti kada se, ipak ograničeni, izvori rasta ukupne industrijske proizvodnje iscrpe, što više nije pitanje daleke budućnosti. Zabrinjavajući su ne samo trendovi najvećeg dela proizvodnje već i veoma nizak nivo investicija – što se vidi iz kretanja uvoza kapitalnih proizvoda i građevinske aktivnosti – a upravo investicije bi trebale da obezbede budući rast industrijske proizvodnje. Početkom 2014. godine će verovatno oporavak prehrambene industrije još uvek održavati ukupne stope rasta pozitivnim, ali ukoliko se tom oporavku ne pridruži još neka oblast, već u drugoj polovini 2014. otkriće se stvarni negativni trendovi najvećeg broja domaćih preduzeća. Do tada još uvek ima dovoljno vremena da se negativni trendovi preokrenu, kombinacijom fokusiranih podsticaj i ubrzanjem reformi, ali bi o tome trebalo već sada ozbiljno razmišljati.

Dinamika proizvodnje industrijskih proizvoda značajno se razlikuje po njihovoj nameni

Posmatrano po nameni (Tabela T2-8), uočavamo da je u Q2 proizvodnja većine namenskih grupa proizvoda imala međugodišnji rast, dok je jedino proizvodnja intermedijarnih proizvoda bila u padu. Namenske grupe proizvoda su takođe pod velikim uticajem proizvodnje pojedinačnih preduzeća, pa je tako proizvodnja investicionih proizvoda (u koju spada i proizvodnja motornih

zvodnje (i prerađivačke industrije) u aprilu i maju bile posledica neuobičajenog rasporeda neradnih dana (Uskrs koji je bio u maju, a obično pada u aprilu), odnosno uobičajenog „povezivanja“ neradnih dana. Zbog toga su desezonirane vrednosti industrijske proizvodnje u aprilu bile znatno iznad trenda (jer su izostali formalni i neformalni neradni dani), ali su zatim u maju desezonirani indeksi industrijske proizvodnje i prerađivačke industrije bili znatno ispod trenda (Grafikon T2-7).

Desezonirani rast prerađivačke industrije u Q2 smo i najavili u prethodnom izdanju

7 Za više detalja v. odeljak: „Privredna aktivnost“ QM32.

vozila) ostvarila međugodišnji rast od čak 30%. Još jednom napominjemo da je i pored visokog rasta proizvodnje investicionih dobara nivo investicija u Srbiji u Q2 bio veoma nizak. Sledeća po visini međugodišnjeg rasta (10%) je proizvodnja energije, koja je bila pod uticajem proizvodnje u kompaniji NIS.

Tabela T2-8. Srbija: proizvodnja industrijskih proizvoda po nameni, 2005–2013

	Međugodišnji indeksi									
	2009	2010	2011	2012	2012				2013	
					Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2
Ukupno	87,4	102,5	102,1	97,1	94,5	97,2	96,4	99,4	105,2	103,0
Energija	98,8	97,7	106,2	93,6	95,8	88,3	91,4	98,7	108,6	109,7
Investiciona dobra	79,3	93,6	103,2	103,8	92,0	105,4	113,7	104,2	132,3	130,2
Intermedijalna dobra	78,4	109,2	102,2	91,2	89,4	96,3	89,1	90,0	94,7	93,1
Potrošna dobra	86,8	102,1	95,4	103,2	97,8	104,5	104,6	106,1	107,0	101,5

Izvor: RZS

Građevinarstvo

Građevinarstvo je u dubokom padu u Q2

Poslednji podaci RZS-a iz statistike građevinarstva pokazuju dubok međugodišnji pad ovog dela privrede od čak 45,7%. Za razliku od Q1 koji zbog sezonski niske građevinske aktivnosti nije preterano pogodan za davanje kvalitativnih ocena – dubok pad građevinske aktivnosti u Q2 nam daje nesumnjivu potvrdu da je građevinarstvo u velikoj krizi. Posmatrajući zvanične izveštaje za više kvartala unazad uočavamo da se ta kriza građevinske aktivnosti produbljuje iz kvartala u kvartal. Tako je od Q2 2012. kada je indeks vrednosti izvedenih građevinskih radova bio pozitivan i ukazivao na međugodišnji rast građevinske aktivnosti od 6%, već u Q3 došlo do međugodišnjeg pada od 10%, koji se postepeno produbljavao i u Q2 2013 je dostigao gotovo neverovatnih 45%.

Tabela T2-9. Srbija: proizvodnja cementa, 2001–2013

	Međugodišnji indeksi				
	I kvartal	II kvartal	III kvartal	IV kvartal	ukupno
2001	89,5	103,5	126,9	148,1	114,2
2002	83,6	107,9	115,6	81,6	99,1
2003	51,1	94,4	92,7	94,4	86,6
2004	118,8	107,4	98,5	120,1	108,0
2005	66,1	105,0	105,8	107,4	101,6
2006	136,0	102,7	112,2	120,2	112,7
2007	193,8	108,9	93,1	85,0	104,4
2008	100,1	103,7	108,1	110,1	105,9
2009	34,1	81,4	86,0	75,3	74,4
2010	160,7	96,9	96,0	97,4	101,1
2011	97,7	101,3	96,2	97,7	98,3
2012	107,9	88,3	58,2	84,9	79,6
2013	83,5	78,7			

Izvor: RZS

Indeks proizvodnje cementa koji koristimo kao dodatni indikator kretanja građevinske aktivnosti⁸ (Tabela T2-9). Naime, u građevinskoj delatnosti posluje veliki broj malih i srednjih preduzeća čije je statističko praćenje veoma nepouzđano i često su van vidokruga zvanične statistike. Stoga kao dodatni indikator za praćenje ovog sektora privrede koristimo proizvodnju cementa koju je lako pratiti, a cement se koristi se prilikom gotovo svih građevinskih radova. Smatramo da su podaci dobijeni na ovaj način, i pored nedovoljne preciznosti, dobra dodatna indikacija stvarnog stanja i mogućih trendova u građevinarstvu.

⁸ Ispravan indikator bila bi potrošnja cementa, ali nije dostupan na kvartalnom nivou. Istraživanja su pokazala da proizvodnja cementa prilično dobro aproksimira potrošnju.

2. Privredna aktivnost

Mala proizvodnja cementa potvrđuje dubok pad građevinarstva Proizvodnja cementa je u Q2 bila za 21% manja nego u istom periodu prethodne godine. Ovaj pad jeste dubok, ali je ipak manji nego što je pad indeksa vrednosti građevinske aktivnosti. Iz ovog podatka dobijamo potvrdu da građevinska aktivnost jeste u dubokom padu, ali izgleda da je taj pad dublji kada su u pitanju veliki građevinski radovi i preduzeća (koje zvanična statistika bolje obuhvata). Posredno zaključujemo da se građevinska aktivnost malih i srednjih preduzeća izgleda pokazuje nešto otpornijom na krizu u kojoj se nesumnjivo nalazi ovaj sektor privrede.

Promišljene mere ekonomske politike bi mogle da pomognu građevinarstvu Postoji više načina kako bi država mogla da pomogne građevinsku aktivnost. Pre svega napokon bi trebalo da se reše problemi i administrativne barijere koji dovode do sporog izdavanja građevinskih dozvola. To ne samo što bi imalo širok i neselektivan pozitivan uticaj na građevinarstvo, već bi bilo i najjeftinije za državu. Javne investicije bi takođe morale da se povećaju. U Q2 je njihov nivo bio rekordno nizak (svega 1,8% BDP-a), a za zemlju razvijenosti Srbije, optimalno bi bilo da nivo javnih investicija bude oko 5%. Uz sve to, trebalo bi analizirati koliki i kakvi su bili troškovi, a kolike koristi velikih državnih projekata stanogradnje (poput izgradnje naselja Vojvode Stepe u Beogradu). Ukoliko je moguće otkloniti ključne slabosti ovih i sličnih projekata, možda bi trebalo razmotriti mogućnost njihovog ponovnog pokretanja.

3. Zaposlenost i zarade

Prema podacima aprilske Ankete o radnoj snazi (ARS) stanje na tržištu rada je i dalje nepovoljno, uz određene znakove poboljšanja. Znaci poboljšanja su skromni, i nije izvesno da li su održivi imajući u vidu recesiju u većem delu privrede. Stopa zaposlenosti, iako povećana za 1.1 procentni poen u odnosu na april 2012, nalazi se na vrlo niskom nivou od 45.8%. Stopa nezaposlenosti je smanjena za 1.1 procentni poen, ali i dalje zabrinjavajuće visoka i iznosi 25%. Stopa nezaposlenosti mladih (15-24 godine) iako je za godinu dana smanjena za 1.2 pp, trenutno je skoro dvostruko veća u odnosu na nezaposlenost celokupne populacije i iznosi 49,7%. Posmatrano po regionima, jedino Beograd ima stopu nezaposlenosti ispod ukupne i ona iznosi 19,2%. U odnosu na april 2012., stopa nezaposlenosti je najviše opala upravo u regionu Beogradu, za 3,6 procentna poena, a potom u i Vojvodini, 2,4 procentna poena. U pogledu nivoa obrazovanja, najveća stopa nezaposlenosti se beleži kod lica bez škole i dvostruko je veća u odnosu na pojedince sa visokim obrazovanjem. Njihova stopa nezaposlenosti je i najviše porasla u posmatranom periodu što može biti posledica smanjenog izdvajanja za javne radove poslednjih godinu dana, imajući u vidu da ove aktivnosti najviše angažuju niskokvalifikovanu radnu snagu. Neto zarada na nivou celokupne privrede nastavlja realno da opada i u Q2 ove godine. Posmatrano po regionima, neto zarada je u prvoj polovini 2013. u odnosu na isti period prošle godine najviše porasla u regionu Šumadije i Zapadne Srbije. U okviru delatnosti, zarade su najviše porasle u sektoru Stručnih, naučnih i tehničkih delatnosti, kako u odnosu na prethodni kvartal tako i u odnosu na Q2 prošle godine.

Zaposlenost

Stopa zaposlenosti u aprilu 2013. i dalje na zabrinjavajuće niskom nivou od 45.8%

Iako je broj zaposlenih na osnovu podataka aprilske Ankete o radnoj snazi (ARS) porastao u odnosu na isti period prošle godine za skoro 45.000 lica, a stopa zaposlenosti za 1,6 procentnih poena ona je i dalje na zabrinjavajuće niskom nivou od 45.8% (Tabela T3-1). Sada je već izvesno da se neće ostvariti projekcije iz Nacionalne strategije zapošljavanja za period 2011-2020 prema kojoj je predviđeno da ukupna zaposlenost dostigne minimum 2010. godine, a da se vrati na predkrizni nivo 2013. godine. Kako stvari trenutno stoje, zaposlenost je dostigla minimum aprila 2012. i od tada veoma blago raste, ali se još ne zna koliko su ove uzlazne promene zaista postojane i koliko će vremena biti potrebno da se zaposlenost vrati na stanje pre početka krize.

Tabela T3-1. Srbija: zaposlenost i nezaposlenost po Anketi o radnoj snazi¹⁾, 2008-2013

		Ukupan broj zaposlenih 15-64 god. ²⁾	Broj zaposlenih poljoprivrednika i pomažućih članova u poljoprivredi 15-64 ³⁾ god.	Stopa zaposlenosti 15-64 god.			Ukupan broj nezaposlenih 15-64 god.	Stopa nezaposlenosti 15-64 god.		
				Ukupno	Muškarci	Žene		Ukupno	Muškarci	Žene
		1	2	3			4	5		
2008	April	2.652.429	..	54,0	62,3	46,0	432.730	14,0	12,4	16,1
	Oktobar	2.646.215	443.243	53,3	62,2	44,7	457.204	14,7	12,7	17,3
2009	April	2.486.734	437.957	50,8	58,7	43,3	486.858	16,4	15,0	18,1
	Oktobar	2.450.643	411.303	50,0	57,4	42,7	516.990	17,4	16,1	19,1
2010	April	2.278.504	326.623	47,2	54,3	40,3	572.501	20,1	19,4	21,0
	Oktobar	2.269.565	352.724	47,1	54,4	39,9	565.880	20,0	19,0	21,2
2011	April	2.191.392	340.528	45,5	52,2	38,8	649.155	22,9	22,7	23,1
	Oktobar	2.141.920	329.378	45,3	52,5	37,9	690.782	24,4	23,5	25,6
2012	April	2.083.604	317.879	44,2	51,1	37,1	735.209	26,1	25,6	26,7
	Oktobar	2.201.760	345.883	46,4	53,7	39,1	661.698	23,1	22,1	24,5
2013	April	2.127.649	315.109	45,8	53,6	38,1	707.440	25,0	23,1	27,3

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

Napomene:

1) Anketa o radnoj snazi se od 2008. sprovodi dva puta godišnje - u oktobru i u aprilu.

2) Lica između 15 i 64 godina se smatraju licima radnog uzrasta.

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

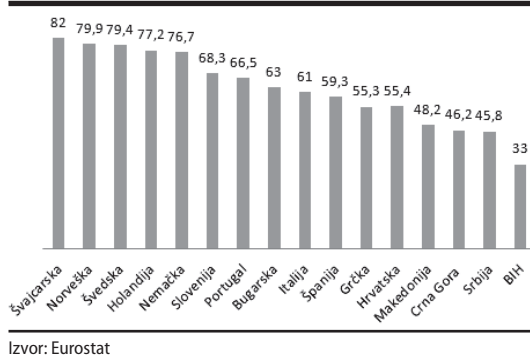
3. Zaposlenost i zarade

Nastavlja se pad zaposlenih u prerađivačkoj industriji i građevinarstvu

U privatnom sektoru raste procenat zaposlenih u svojoj ekonomiji, dok registrovana zaposlenost opada

Koliko je situacija u pogledu stope zaposlenosti u Srbiji zabrinjavajuća govore uporedni podaci. Na grafiku su predstavljene stope zaposlenosti za određen broj evropskih zemalja, počevši od onih koje beleže najviše stope u 2012., preko zemalja juga Evrope gde je, sa dolaskom krize, situacija na tržištu rada značajno pogoršana. Najzad, na samom dnu lestvice je Srbija i zemlje u okruženju.

Grafik T3-1 Stope zaposlenosti za odabran broj evropskih zemalja, 2012.



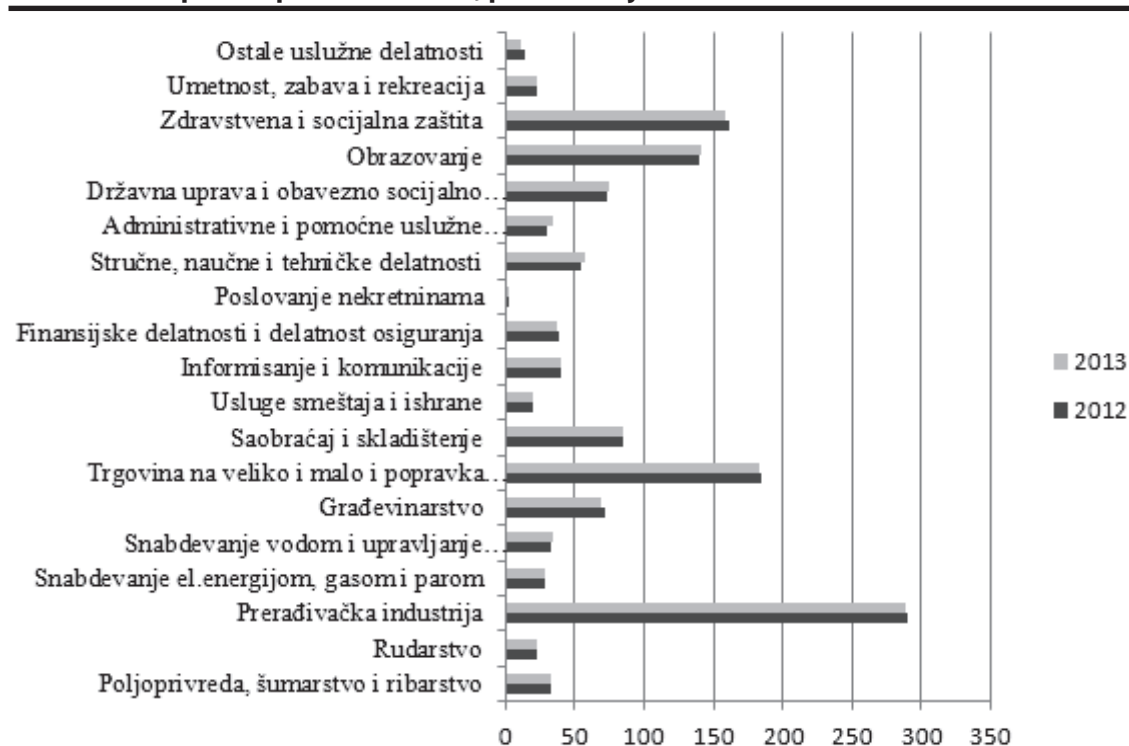
Procenat zaposlenih u privatnoj registrovanoj privredi u ukupnom broju zaposlenih je opao sa 55,4% na 53,9% između aprila ove i prošle godine. Učešće zaposlenih u privatnoj ne registrovanoj privredi u ukupnom broju zaposlenih je poraslo sa 11% na 12,3%. Skroman rast učešća u ukupnoj zaposlenosti od 0,3 procentna poena beleže ostali oblici svojine, dok je udeo zaposlenih u državnoj svojini ostao skoro nepromenjen, 31,6% ove i 31,7% prošle godine (Tabela T3-2).

Tabela T3-2. Struktura zaposlenih lica prema obliku svojine, u %

	2012, april	2013, april
Privatna registrovana svojina	55,4	53,9
Neregistrovana privatna svojina	11	12,3
Državna svojina	31,7	31,6
Ostali oblici svojine	1,9	2,2

Izvor: ARS, april 2012. ARS, april, 2013.

Grafik G3-1 Zaposleni po delatnostima, podaci u hiljadama



Izvor: Anketa RAD, RZS

Formalna zaposlenost u Q2 2013. nepromenjena u odnosu na isti period prošle godine, rast u svega 5 od ukupno 19 sektora

Prema podacima iz ankete RAD, uočavamo da je ukupna formalna zaposlenost u drugom kvartalu ove godine ostala nepromenjena u odnosu na Q2 2012 (Tabela TP-4). Posmatrano po sektorima delatnosti, broj zaposlenih je povećan samo u pet od ukupno devetnaest sektora. Rast je evidentiran u sektoru Snabdevanja vodom i upravljanja otpadnim vodama za 5%, Stručnim,

naučnim i tehničkim delatnostima, 5,8%, Administrativnim i pomoćnim uslužnim delatnostima za 14,7%, kao i u Državnoj upravi i obaveznom socijalnom osiguranju za 2% i u oblasti Umetnosti, zabave i rekreacije, 2,%. Sa stanovišta zdravog rasta zaposlenosti nepovoljna je okolnost to što je od pet sektora u kojima je porasla formalna zaposlenost u tri izrazito dominira država, dok je u druga dva prisutna u značajnoj meri. Najveći pad zaposlenih evidentiran je u sektoru Ostalih uslužnih delatnosti¹ za 20%, zatim u Građevinarstvu i Finansijskoj i delatnosti osiguranja za po 3.5% (Grafik G3-1).

Stopa nezaposlenosti iznosi 25% i opala je odnosu na april 2012. za 1,1 procentni poen

Prema Anketi o radnoj snazi, broj nezaposlenih između aprila prošle i ove godine opao je za približno 30.000 lica. Pad nezaposlenosti je izraženiji kod muškaraca i iznosi 2,5 procentnih poena, dok je kod žena nezaposlenost opala za svega 0,6 procentnih poena (Tabela T3-1).

Stopa nezaposlenosti mladih (15–24 godine) i dalje zabrinjavajuće visoka

Stopa nezaposlenosti mladih, starosti od 15 do 24 godine, je dvostruko veća u odnosu stopu nezaposlenosti celokupne populacije. Iako je opala je za 1,2 procentna poena (pp) u odnosu na april prošle godine i dalje je izrazito visoka i iznosi 49,7% (Tabela T3-3). U Osvrtu više govorimo o novim merama, takozvanim garancijama za mlade koje se u Evropskoj uniji ali i kod nas sprovode u cilju rešavanja ovog prioritarnog društvenog i ekonomskog problema

Za ostale starosne grupe nezaposlenost je opala za 1,5 procentnih poena, a najmanji pad se odigrao kod osoba starosti od 45 do 54 godine (0.9 procentnih poena).

Stopa nezaposlenosti je najviše opala u regionu Beograda i trenutno iznosi 19,2%

U aprilu ove poslednjih godinu dana stopa nezaposlenosti je opala u sva četiri regiona, a najviše u Beogradu, 3,6 i Vojvodini, 2,4 procentna poena. Najmanji pad nezaposlenosti zabeležen je u regionu Južne i Istočne Srbije, neznatna 0.3 pp (Tabela T3-3).

Posmatrano po obrazovnom nivou najviše je porasla nezaposlenost lica bez škole

Posmatrano po obrazovnom nivou, nezaposlenost je jedino opala za lica koja imaju srednji nivo obrazovanja i to za 2,3 pp (Tabela T3-3). U odnosu na april prošle godine, nezaposlenost lica bez škole porasla je za 15% (1.800 lica). Ovo može biti posledica sve manjeg izdvajanja sredstava za javne radove, koji pretežno upošljavaju radnike nižeg obrazovnog profila, kao i sve manje učešće slabije obrazovanih radnika u javnim radovima. U drugim zemljama, pored javnih radova mere koje se koriste u cilju poboljšanja položaja nekvalifikovanih pripadnika radne snage su programi funkcionalnog opismenjavanja odraslih i opšte obuke. Program funkcionalnog opismenjavanja odraslih je bio uveden 2004. godine kod nas na eksperimentalnoj osnovi, ali se nije održao. Potom je 2011., započeo novi program koji finansira Evropska unija pod nazivom "Druga šansa". Planirano je da do kraja 2013. godine kroz ovaj koncept funkcionalnog opismenjavanja prođe 4000 odraslih preko 15 godina starosti bez završenog osnovnog obrazovanja i stručne osposobljenosti.

Još jedan program koji bi potencijalno mogao da najviše koristi osobama sa niskim obrazovanjem je "Obuka za poznatog poslodavca" ali pod pretpostavkom da se ojača i više usmeri ka osobama nižeg obrazovnog profila što trenutno nije slučaj.

Tabela T3-3. Stopa nezaposlenosti prema starosnoj grupi i obrazovnom nivou

	Starosne grupe					Obrazovni nivo			
	15-24	25-34	35-44	45-54	55-64	bez škole	niži	srednji	visoki
stopa nezaposlenosti, april 2012	50,9	33,2	22,2	20,7	19,1	25,2	26,6	28,7	18
stopa nezaposlenosti, april 2013	49,7	32,6	20,7	19,8	17,6	40,2	26,5	26,4	19,4

Izvor: ARS, april 2012. i april 2013.

¹ Ovaj sektor (kao rezidualna kategorija) obuhvata delatnosti organizacija na bazi uclanjenja, popravku računara, popravku predmeta za ličnu upotrebu i upotrebu u domaćinstvu i različite lične uslužne delatnosti.

3. Zaposlenost i zarade

Procenat nezaposlenih koji traže posao duže od godinu dana iznosi 76,3%

Prema ARS iz aprila ove godine, 76,3% nezaposlenih spada u kategoriju dugoročno nezaposlenih, odnosno traže posao godinu dana i duže. Ovaj procenat je značajno povećan od početka krize, odnosno 2008. godine, kada je iznosio 71,6% (ARS, april 2008.). Podatak da skoro 40% nezaposlenih čeka posao duže od četiri godine je krajnje zabrinjavajući. Dodatno, činjenica da čak 17% nezaposlenih traži posao duže od 10 godina upućuje na značajan broj obeshrabrenih ljudi, najverovatnije gubitnika tranzicije, koje je ekonomska kriza dodatno gurnula na marginu tržišta rada.

Učešće dugoročno nezaposlenih u ukupnom broju nezaposlenih se ne razlikuje prema polu ukupno posmatrano, ali postoje velike razlike po regionima. Tako na primer, u regionu Šumadije i Zapadne Srbije čak 81,6% nezaposlenih žena traži posao duže od godinu dana, a najmanji broj beleži Vojvodina, 71,3% nezaposlenih žena. Prema obrazovnom nivou, čak najveći broj dugoročno nezaposlenih je među populacijom starosti od 55-64 godine, čak 86,4%. Najzad, među nezaposlenim osobama koje su visokoobrazovane ima najmanje pojedinaca koji traže posao duže od godinu dana (69,4%), a najviše među osobama bez škole (83%).

Zarade**Prosečna mesečna bruto zarada realno manja za 4,1% u odnosu na isti kvartal prethodne godine**

Prema podacima Republičkog zavoda za statistiku, na međugodišnjem nivou prosečna mesečna bruto zarada je nominalno viša za 5,9%, a realno manja za 4,1%. (Tabela T3-4). Prosečna mesečna neto zarada u drugom kvartalu ove godine iznosila je 44.248 dinara ili 395 evra, i bila je realno niža za 3,5% (Tabela TP-5).

Tabela T3-4. Srbija: prosečne mesečne zarade i međugodišnji indeksi, 2008-2013

	Prosečna mesečna zarada (RZS) ¹⁾				Međugodišnji indeksi prosečne mesečne bruto zarade (RZS) ²⁾	
	Ukupni troškovi rada ³⁾ , u din.	Neto, u din.	Ukupni troškovi rada, u evrima	Neto, u evrima	Nominalni	Realni
	1	2	3	4	5	6
2008	47.882	29.174	586	357	117,8	104,8
2009	52.090	31.758	554	337	108,8	100,6
2010	55.972	34.159	543	332	107,5	101,2
2011	62.213	38.000	610	373	111,1	100,0
2012	67.724	41.386	599	366	108,9	101,4
2012						
Q1	63.846	39.068	591	362	111,0	106,0
Q2	68.140	41.664	600	367	109,6	105,3
Q3	67.457	41.187	577	352	106,4	98,4
Q4	71.452	43.625	630	384	108,7	96,8
Decembar	76.830	46.923	677	413	106,6	95,1
2013						
Q1	67.704	41.419	606	371	106,0	94,6
Q2	72.143	44.248	644	395	105,9	95,9

Izvor: RZS.

Napomene:

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

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

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

Prema podacima nacionalnih statističkih zavoda, prosečna mesečna neto zarada u prvoj polovini 2013. zemljama u okruženja kretala se od 740 evra u Hrvatskoj, 480 evra u Crnoj Gori, 420 evra u Bosni i Hercegovini 330 evra u Makedoniji.

Okvir : Uticaj promene poreskih propisa na tržište rada

Izmenama Zakona o porezu na dohodak građana i Zakona o doprinosima za socijalno osiguranje, od juna ove godine uvedene su sledeće novine:

- smanjena je stopa poreza na zarade sa 12% na 10%;
- povećan je neoporezivi iznos zarade sa 8.776 dinara na 11.000 dinara;
- povećana je stopa doprinosa za penzijsko i invalidsko osiguranje (PIO) koji padaju na teret zaposlenog sa 11% na 13% (stopa doprinosa za PIO na teret poslodavca ostala je nepromenjena, 11%);
- stopa doprinosa za PIO za ostala primanja (autorski ugovor, ugovor o delu itd.) povećana je sa 22% na 24%.

Cilj ovih izmena bio je preraspodela poreskih prihoda od lokalnih zajednica ka Republici, a njihov uticaj na tržište rada će najverovatnije izostati s obzirom da je rasterećenje zarada minimalno. Iako se u stručnoj javnosti u nekoliko navrata govorilo o neophodnosti smanjenja fiskalnog opterećenja rada¹ u cilju povećanja tražnje za radom, pre eventualnog uvođenja ovakve mere trebalo bi imati u vidu rezultate istraživanja iz drugih zemalja u kojima je slična politika već sprovedena. Različita istraživanja pokazuju na to da fiskalno rasterećenje rada dovodi do smanjenja troškova rada i povećanja zaposlenosti zaposlenosti, samo ako je dobro pripremljeno i podržano drugim merama ekonomske politike. U suprotnom postoji mogućnost da se veći deo fiskalnog rasterećenja iskoristi za rast neto plata, u kom slučaju se troškovi rada ne menjaju, pa ne raste ni tražnja za radnom snagom.

¹ Porezi na rad (ili poresko opterećenje rada) predstavljaju zbir doprinosa za socijalno osiguranje na teret zaposlenog, doprinosa na teret poslodavca i poreza na plate. Ukupni troškovi rada obuhvataju bruto zaradu uvećanu za dopinose za socijalno osiguranje na teret poslodavca. Neto zarada uvećana za porez na plate i dopinose na teret zaposlenog čini bruto zaradu.

U prvoj polovini godine, u odnosu na isti period 2012. zarade najviše porasle u regionu Šumadije i Zapadne Srbije

Posmatrano po regionima, prosečne neto zarade u prvoj polovini godine u odnosu na isti period 2012., najviše su porasle u regionu Šumadije i Zapadne Srbije i to za 8,7%. Najmanji rast zarada beleži region Beograda 4%.

Posmatrano po delatnostima, kao što se vidi iz Tabele T3-5, u Q2 2013. u odnosu na prethodni kvartal, neto zarade su najviše porasle u Stručnim, naučnim i tehničkim delatnostima i Administrativnim i pomoćnim uslužnim delatnostima, i to za po 6.7%. U ostalim sektorima rast se kreće u intervalu od 0.5 do 1.1%. Najveći pad zarada, u iznosu od 3%, odigrao se u oblasti Finansija i osiguranja. Slično, kao i kod rasta zaposlenosti i u ovom slučaju najveći porast zarada ostvaren je u delatnostima u kojim dominira državni sektor.

T3-5. Realne desezonirane neto zarade, sektori delatnosti

	Stručne, naučne i tehničke delatnosti	Administrativnim i pomoćnim uslužnim delatnostima	
		pomoćnim uslužnim delatnostima	Finansije i osiguranje
Q1, 2012	106,35	106,35	106,77
Q2, 2012	103,3	103,3	95,26
Q3, 2012	95,19	95,19	94,65
Q4, 2012	98,6	98,6	97,6
Q1, 2013	93,69	93,69	101,89
Q2, 2013	100,43	100,43	98,62

Izvor: obračun QM

3. Zaposlenost i zarade

Tabela P-6. Srbija: prosečna mesečna zarada i međugodišnji indeksi, 2006-2013

	Prosečna mesečna zarada (RZS)			Prosečna mesečna zarada (RZS)	
	Ukupni troškovi rada, u din.	Bruto, u din.	Neto, u din.	Međugodišnji realni indeks, bruto	Međugodišnji realni indeks, neto
2012					
Januar	59.927	50.829	36.639	101,5	101,9
Februar	65.440	55.505	40.003	107,1	107,3
Mart	66.171	56.125	40.562	109,3	109,6
April	68.930	58.465	42.215	104,1	104,3
Maj	66.267	56.206	40.442	110,2	110,0
Jun	69.221	58.712	42.335	102,0	102,1
Jul	67.486	57.240	41.180	99,6	99,2
Avgust	68.975	58.503	42.122	101,7	101,7
Septembar	65.910	55.903	40.258	94,2	94,2
Oktobar	68.067	57.733	41.558	96,6	96,5
Novembar	69.460	58.914	42.395	98,9	98,8
Decembar	76.830	65.165	46.923	95,1	95,3
2013					
Januar	64.193	54.447	39.197	95,0	94,9
Februar	70.975	60.199	43.371	96,5	96,4
Mart	67.943	57.628	41.689	91,4	91,5
April	75.750	64.249	46.530	98,6	98,9
Maj	68.289	57.921	41.821	94,7	95,0
Jun	72.389	61.399	44.394	95,3	95,6

Izvor: RZS.

Napomena: Podaci za 2008. godinu predstavljaju korigovane podatke na osnovu proširenog obuhvata uzorka za računanje prosečne zarade. Time su nominalne vrednosti zarada za 2008. godinu uporedive sa nominalnim vrednostima za 2009. godinu, ali nisu uporedivi sa prethodnim godinama.

4. Platni bilans i spoljna trgovina

Tokom Q2 2013 nastavljena je tendencije smanjivanja deficita tekućeg bilansa. Nizak deficit od 276 miliona evra (3,3% BDP-a), jednim delom odražava dugoročniju tendenciju, dok je drugim delom rezultat privremenih faktora. Robni deficit je u Q2 iznosio 990 miliona evra (11,7% BDP-a), što je znatno ispod prethodnih kvartalnih vrednosti. Smanjenje spoljnotrgovinskog i posledično tekućeg računa platnog bilansa rezultat je brzog porasta izvoza, praćenog skromnim rastom uvoza (18,8%, naspram 3,5%). Time se nastavlja rast pokrivenosti uvoza izvozom i trenutno dostiže rekordnu vrednost – skoro $\frac{3}{4}$ uvoza je pokriveno izvozom. Pored dobrih spoljnotrgovinskih rezultata, smanjenju tekućeg deficita doprineo i viši iznos tekućih transfera, čiji rast je verovatno privremen. Procenjujemo da će tekući deficit u 2013. godini iznositi 6-7% BDP-a – što znači da će biti znatno manji nego u prethodnim godinama, ali i dalje iznad dugoročno održivog nivoa. Kretanje u kapitalnom bilansu tokom 2013. godine, uključujući i Q2, ima negativne makroekonomske implikacije. Preduzeća i banke se razdužuju, dok je priliv stranih direktnih investicija izrazito nizak. Razduživanje privrede pogoršava njenu likvidnost i produbljuje recesiju, dok niske strane direktne investicije smanjuju šanse za ubrzanje rasta privrede u narednoj godini. Tokom Q2, zbog finansiranja deficita tekućeg računa i neto odliva kapitala, devizne rezerve su smanjene za 886 miliona evra. Pad spoljnog duga, do koga je došlo u Q2, pretežno je posledica otplate dela duga javnog sektora, a manjim delom razduživanja privatnog sektora. U narednom periodu očekujemo porast spoljnog duga koji će pre svega biti determinisan dodatnim inostranim zaduživanjem javnog sektora.

Deficit tekućeg računa platnog bilansa u Q2 2013 je značajno opao

Smanjenje deficita tekućeg računa platnog bilansa započeto krajem 2012. godine, ubrzano je u prvoj polovini 2013. godine. Deficit tekućeg računa u Q2 2013 beleži za srpske prilike izuzetno nisku vrednost, iznosi 276 miliona evra i čini 3,3% BDP-a (Tabela T4-1 i Grafikon T4-2). Povoljan trend pada, kao i trenutno neuobičajeno nizak nivo tekućeg deficita prvenstveno su posledica poboljšanja rezultata u spoljnotrgovinskoj razmeni (brzog rasta izvoza praćenog skromnim porastom uvoza). Takođe, ovo smanjenje posledica je i trenutno relativno visokog priliva tekućih transfera, koji je bar delimično posledica privremenih faktora.

...delimično i zbog privremenih faktora

Na početku krize deficit je smanjen zbog smanjenja domaće tražnje i deprecijacije dinara

Dezonsirani deficit tekućeg računa prikazani na Grafikonu T4-2 ukazuju da on dostiže jednu od minimalnih vrednosti u toku poslednjih nekoliko godina. U prvom talasu s početkom globalne krize tekući deficit se smanjuje zbog pada domaće tražnje i deprecijacije dinara. Od druge polovine prethodne godine smanjenje deficita tekućeg bilansa je rezultat kako smanjenja domaće tražnje¹, tako i faktora na strani ponude koji generišu rast izvoza.

... u ovoj godini je značajan doprinos faktora na strani ponude

U prvoj polovini 2013. godine tekući deficit iznosi 903 miliona evra (5,6% BDP-a). Ukoliko se održe ostvareni povoljni rezultati u spoljnotrgovinskoj aktivnosti, uz druge nepromenjene uslove, vrednost tekućeg deficita će iznositi 6% BDP-a u 2013. godini². Ako se ova vrednost ostvari u 2013. godini, ona će biti osetno niža u poređenju sa prethodnim godinama, ali i dalje znatno visoka.

Tekući deficit u 2013. godini, iako niži u poređenju sa prethodnim godinama, je i dalje visok

Tokom prvih šest meseci 2013. godine vrednost deficita tekućeg računa je 52,9% ispod ostvarene vrednosti iz istog perioda prethodne godine. Ovaj pad iako velikim delom posledica realnog smanjenja deficita, delimično se duguje i visokoj bazi. Naime s obzirom da je prethodna godina bila izborna, zabeležena je visoka javna potrošnja koja je uslovlila visok rast domaće tražnje i time dovela do neregularno visokog tekućeg deficita. Znatno manji pad tekućeg deficita se dobija, kada se on uporedi sa prvom polovinom 2010 ili 2011. godine (34%, odnosno 31%) – poređenje sa 2010 i 2011. godinom verovatno bolje odražava stvarno poboljšanje tekućeg bilansa.

¹ Novi talas recesije beleži se od početka 2012. godine. Iako je od početka 2013. godine došlo do međugodišnjeg rasta BDP-a, rast pokreću poljoprivreda i svega nekoliko uspešnih preduzeća (Fijat, NIS), dok je ubedljivo najveći deo privrede Srbije još uvek u recesiji, v. deo 2: „Privredna aktivnost“ u ovom broju QM-a.

² Za izračunavanje smo koristili u imeniocu procenu BDP-a Ministarstva finansija i privrede, a u brojiocu uobičajene godišnje vrednosti na računima *Usluga, Dohotka i Tekućih transfera* (čije godišnje vrednosti bitnije ne variraju) i dvostruku vrednost robnog deficit ostvarenu u prvoj polovini 2013. godine. To znači da ukoliko dođe do daljeg smanjenja deficita robne razmene u drugoj polovini 2013. godine, uz ostale nepromenjene okolnosti, tekući deficit bi mogao da bude i ispod 6% BDP-a.

Tabela T4-1. Srbija: platni bilans

	2010	2011	2012	2012				2013	
				Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2
	u milionima evra								
TEKUĆI RAČUN	-2.082	-2.870	-3.155	-1.176	-740	-546	-694	-627	-276
Roba	-4.774	-5.318	-5.450	-1.549	-1.294	-1.186	-1.420	-1.152	-990
Izvoz robe, f.o.b. ¹⁾	7.402	8.440	8.822	1.854	2.282	2.244	2.442	2.260	2.711
Uvoz robe, f.o.b. ¹⁾	-12.176	-13.758	-14.272	-3.403	-3.577	-3.430	-3.862	-3.413	-3.701
Usluge	5	163	152	29	1	33	90	34	79
Prihodi	2.667	3.032	3.091	667	747	839	838	698	826
Rashodi	-2.662	-2.869	-2.939	-638	-747	-805	-749	-664	-747
Dohodak	-670	-758	-798	-229	-211	-156	-203	-190	-244
Prihodi	438	428	547	109	134	138	167	102	146
Rashodi	-1.108	-1.186	-1.346	-338	-345	-293	-369	-291	-389
Tekući transferi-neto	3.356	3.043	2.941	574	765	762	839	681	879
od čega: zvanična pomoć	193	206	144	26	38	43	38	30	32
od čega: poslata sredstva (doznake)	2.383	2.065	1.934	359	523	483	570	457	630
KAPITALNI RAČUN- neto	1	-3	-11	-3	-4	-1	-2	-2	9
FINANSIJSKI RAČUN	1.986	2.694	2.988	1.120	685	490	692	612	220
Direktne investicije- neto	860	1.827	242	-362	234	117	253	155	139
Portfolio investicije	39	1.619	1.720	130	58	-37	1.569	1.402	-347
Ostale investicije	158	1.049	-112	436	-707	71	88	-85	-458
Trgovinski krediti	83	493	498	164	199	27	108	78	-2
Finansijski krediti	830	-413	-437	-29	-135	-160	-113	-366	-291
NBS	341	45	-219	-4	0	-111	-105	-150	-148
Vlada	735	687	261	18	91	86	65	162	42
Banke	626	-729	-521	-146	-348	-63	35	-308	-43
Dugoročni	619	419	-368	-80	-107	-80	-100	-179	-1
Kratkoročni	6	-1.148	-154	-66	-241	18	135	-129	-41
Ostali sektori (privreda)	-872	-416	42	102	122	-73	-109	-70	-142
Gotov novac i depoziti	-754	970	-172	300	-770	204	93	203	-165
Ostala aktiva i pasiva	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Alokacija SPV	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Sredstva rezervi (- povećanje)	929	-1.801	1.137	916	1.100	340	-1.218	-859	886
GREŠKE I PROPUSTI- neto	96	179	178	59	60	57	3	17	46
UKUPNI BILANS	-929	1.801	-1.137	-916	-1.100	-340	1.218	859	-886
PRO MEMORIA	u % BDP-a								
Bilans tekućih transakcija	-7,4	-9,1	-10,6	-17,0	-9,8	-7,3	-8,7	-8,2	-3,3
Bilans robne razmene	-17,1	-16,9	-18,2	-22,5	-17,2	-15,9	-17,7	-15,0	-11,7
Izvoz robe	26,5	26,8	29,5	26,9	30,4	30,1	30,5	29,5	32,0
Uvoz robe	-43,6	-43,6	-47,8	-49,3	-47,6	-46,0	-48,2	-44,5	-43,7
Bilans robe i usluga	-17,1	-16,3	-17,7	-22,0	-17,2	-15,5	-16,6	-14,6	-10,8
Tekući transferi - neto	12,0	9,7	9,8	8,3	10,2	10,2	10,5	8,9	10,4
BDP u evrima ²⁾	27.956	31.534	29.870	6.900	7.516	7.449	8.004	7.664	8.473

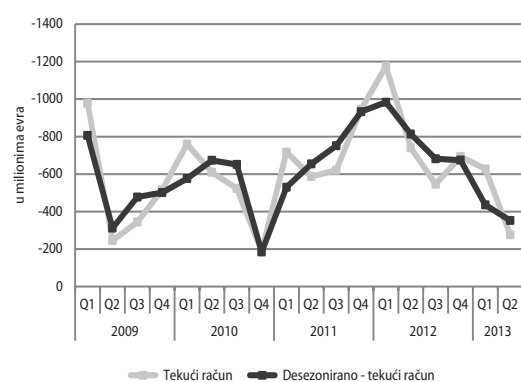
Izvor: NBS.

1) Izvoz i uvoz f.o.b, prema metodologiji NBS koja je prilagođena IMF BOPM-5.

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

Robni deficit primetno ispod prethodnih kvartalnih vrednosti

Grafikon T4-2. Tekući deficit i desezonirani tekući deficit, kvartalno, 2009-2013



Izvor: NBS, QM.

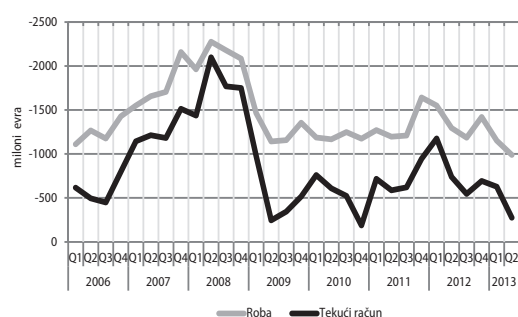
Robni deficit iznosi 990 miliona evra, tj. 11,7% BDP-a. Ovakav nivo robnog deficita je i apsolutno i relativno (kao učešće u BDP-u) znatno ispod prethodnih kvartalnih vrednosti zabeleženih u posmatranom periodu (od 2006 godine, Grafikoni T4-3 i T4-4). Tokom Q2 izvoz iznosi 2.711 miliona evra i dostiže 32,0% BDP-a. Ovakvo učešće izvoza u BDP-u je iznad dosadašnjih vrednosti ovog indikatora (2008: 22,7% BDP-a, 2009: 20,6% BDP-a, 2010: 26,5% BDP-a, 2011: 26,8% BDP-a i 2012: 29,5%, v. Tabelu T4-1). Izvoz će verovatno u 2013. godini dostići istorijski maksimum, kako u evrima tako i relativno (u % BDP-a). Ipak takva vrednost izvoza je i dalje relativno niska u poređenju sa drugim

zemljama. Srbija je u 2012. godini sa 39,9% BDP-a izvoza roba i usluga, bila ispod zemalja u regionu: Mađarska 94,8% BDP-a, Slovenija 76,1% BDP-a, Bugarska 66,6% BDP-a, Makedonija 53,1% BDP-a, Hrvatska 43,4% BDP-a, Crna Gora 40,3% BDP-a i Rumunija 40,0% BDP-a³. U 2013. godini izvoz roba i usluga će biti povećan kao % BDP, ali će i dalje biti među najmanjim u Regionu. Zbog realne aprecijacije dinara BDP u evrima je u 2013. godini znatno povećan, pa će učešće izvoza roba i usluga u BDP-u skromno porasti – za oko 1 procentni poen (pp). Da nije bilo realne aprecijacije dinara učešće izvoza roba i usluga u BDP-u bi poraslo za 4-5 pp.

Sa druge strane uvoz beleži skromne rezultate. Tokom Q2 uvezeno je robe u iznosu od 3.701 miliona evra, što je 43,7% ostvarene kvartalne vrednosti BDP-a. Tako je učešće uvoza u odnosu na Q1 smanjeno za skoro 1 pp, dok je znatno ispod kvartalnih nivoa iz prethodne godine (naročito u poređenju sa Q1 i Q2 2012, kada se rast domaće tražnje zbog izbornog perioda odrazio na povećanje uvoza).

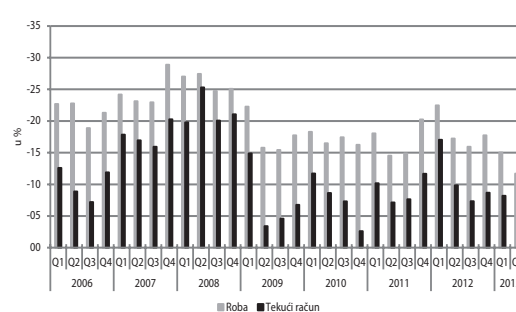
Ostvaren je blagi suficit na računu usluga od 79 miliona evra. Tako je spoljnotrgovinski deficit u Q2 iznosio 911 miliona evra, tj. činio samo 10,8% BDP-a.

Grafikon T4-3. Tekući i robni deficit, 2006-2013



Izvor: NBS, QM.

Grafikon T4-4. Tekući i robni deficit u % BDP-a, 2006-2013

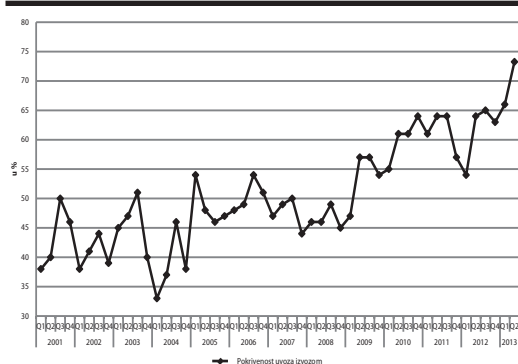


Izvor: NBS, QM.

Smanjenje spoljnotrgovinskog i posledično tekućeg računa platnog bilansa rezultat je veoma brzog porasta izvoza, praćenog skromnim rastom uvoza

Smanjenje spoljnih neravnoteža: spoljnotrgovinskog i posledično tekućeg računa platnog bilansa rezultat je veoma brzog porasta izvoza, praćenog skromnim rastom uvoza. Izvoz je za 18,8% iznad vrednosti zabeležene u Q2 2012. godine, dok uvoz beleži međugodišnji rast od 3,5%. Time se nastavlja rast pokrivenosti uvoza izvozom. Ovaj pokazatelj je sada na rekordnom nivou – gde je skoro $\frac{3}{4}$ uvoza pokriveno izvozom (Grafikon T4-5). Ovakva dinamika izvoza i uvoza evidentno doprinosi poželjnoj promeni strukture spoljnotrgovinske razmene u korist izvoza, koju smo isticali kao neophodan put ka postizanju ravnotežnog nivoa tekućeg deficita. Ipak, negativna činjenica je što se ubrzanje izvoza u najvećoj meri duguje pokretanju proizvodnje u

Grafikon T4-5. Srbija: pokrivenost uvoza izvozom, kvartalno, 2001-2013



Izvor: RZS, NBS, QM.

³ Izvor: Eurostat.

⁴ Videti odeljak Izvoz u nastavku teksta.

jednoj fabrici (FIAT), s obzirom da je porast izvoza po isključenju drumskih vozila zabeležio godišnji rast od 3,4%⁴. Kada izvozni rezultati jedne zemlje zavise od poslovanja jedne kompanije strateški nije dobro rešenje i nosi veliki rizik (što je već bio slučaj u Srbiji u godinama do 2012. godine, kada je veliki deo izvoza zavisio od poslovanja kompanije US Steel, i kada je izvoz osetno smanjen nakon njenog povlačenja). Sa druge strane primer FIAT-a treba da ukaže na značaj i važnost stvaranja privrednog ambijenta za privlačenje stranih investicija za Srbiju, naročito u okolnostima niske zaposlenosti i oskudnog priliva inostranog kapitala.

Pored motornih vozila (FAS), visok doprinos rastu ukupnog izvoza imali su i izvoz derivata nafte (NIS) i farmaceutske industrije. Dodatno, porastu izvoza su bitno doprinela i preduzeća koja proizvode auto – komponente, kao i druge grane: proizvodnja proizvoda od gume i plastike i proizvodnja električne opreme⁵.

Nizak uvoz posledica je niske domaće tražnje, usled prvog niza preduzetih mera fiskalne konsolidacije i njihovog efekta na smanjenje privatne i državne potrošnje, ali i pada investicija. Iako pad uvoza investicionih dobara smanjuju spoljnotrgovinski bilans, pad investicija koji je povezan sa time, ugrožava rast privrede u budućnosti. Na poboljšanje trgovinskog bilansa u budućnosti nepovoljno će uticati realna aprecijacija domaće valute u prethodnih godinu dana i spor oporavak evrozona. Međugodišnje posmatrano, robni deficit je u Q2 2013 niži za skoro ¼ vrednosti ostvarene u istom kvartalu prethodne godine.

Do kraja 2013. godine očekujemo da će i dalje glavni faktori smanjenja vrednosti deficita tekućeg računa biti nastavak povoljnih trendova u spoljnotrgovinskoj razmeni. Pre svega, visok pozitivan uticaj i dalje će imati rast izvoza motornih vozila, naftnih derivata i hemijske industrije. Uz to, dodatni faktor na strani smanjenja tekućeg deficita biće smanjenje uvoza usled kočenje domaće tražnje – kao posledica sadašnje i planiranog skromnog povećanja plata i penzija, kao i dalje prisutne recesije u velikom delu domaće privrede. Takođe, bolja poljoprivredna sezona će dovesti do rasta izvoza poljoprivrednih i prehrambenih proizvoda u drugoj polovini 2013. godine. Dodatno, očekivani, mada skromni oporavak EU, koja je naše najveće izvozno područje, bi se povoljno odrazio na izvezenu vrednost i na izvoznu strukturu.

U 2014. godini očekujemo isti efekat ovih faktora, uz očekivanje da će se rast ukupnog izvoza vođen rastom izvoza naftnih derivata i automobila usporiti. Takođe, kako je recesija išla u prilog smanjenju neravnoteže na spoljnotgovinskom, odnosno tekućem računu, tako izlazak iz recesije u budućnosti nosi opasnost rasta ovih deficita. Sprečavanje mogućeg rasta spoljnotgovinskog/tekućeg deficita, nakon okončanja recesije, moglo bi se ostvariti postepenom realnom deprecijacijom dinara i smanjenjem domaće tražnje, koje bi se ostvarilo nastavkom smanjenja fiskalnog deficita.

Pored dobrih spoljnotgovinskih rezultata, smanjenje tekućeg deficita doprineo i viši iznos tekućih transfera, koji verovatno predstavlja privremeno poboljšanje

Neto priliv tekućih transfera iznosi 879 miliona evra (10,4% BDP-a). Od tog iznosa 630 miliona (7,4% BDP-a) čini priliv po osnovu doznaka. Ovakve vrednosti tekućih transfera i doznaka su iznad Q2 2012 i proseka 2012 godine i za 1,5 procentna poena BDP-a iznad vrednosti zabeleženih u Q1 2013. Tako je pored dobrih spoljnotgovinskih rezultata, smanjenju tekućeg deficita doprineo i nešto viši iznos tekućih transfera. Priliv tekućih transfera tokom Q2 2013. je viši za 15% u odnosu na Q2 2012. godine, usled rasta doznaka za 20% u istom periodu. Ipak, ovakav rast priliva doznaka (i tekućih transfera) je verovatno jednokratna i stoga je teško računati da će u narednom periodu ostati na ovako visokom nivou.

Na računu dohotka zabeležen je neto odliv u iznosu od 244 miliona evra i u porastu je u poređenju sa ranijim kvartalima. Dohodak na rashodnoj strani uključuje plaćanja po osnovu kamata na kratkoročne i dugoročne kredite i zajmove, dividende i dr. privatnog i javnog sektora. Imajući u vidu da će obaveze javnog sektora u narednom periodu biti uvećane po ovom osnovu, očekujemo da će ovakav rezultat na računu dohotka biti relativno trajna nepovoljna tendencija.

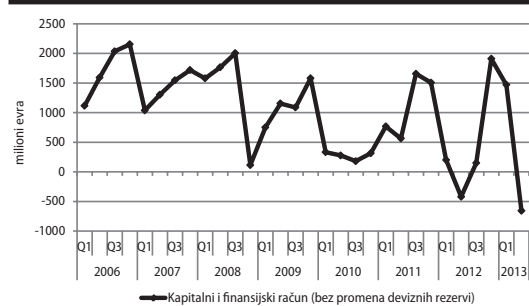
U Q2 ostvaren neto odliv kapitala....

Ostvareni poželjni trendovi u tekućem delu platnog bilansa praćeni su nepovoljnim tokovima u njegovom finansijskom delu. Naime, u Q2 zabeležen je neto odliv kapitala od 666⁶ miliona evra (Tabela T4-1 i Grafikon T4-6). Navedeni odliv kapitala prvenstveno je posledica otplate duga države prema Londonskom klubu poverilaca izvršena krajem aprila i drugih dugova dospelih na naplatu, razduživanja banaka i privrede po osnovu finansijskih kredita i skromnih priliva SDI. Stoga neto inostrana aktiva nije značajno promenjena.

⁵ V. Osvrt 3 u Izveštaju o inflaciji NBS, avgust 2013., str. 31.
⁶ 619 miliona evra sa korekcijom računa Greške i propusti.

....prvenstveno usled
otplate dela duga
države....

**Grafikon T4-6. Kapitalni i finansijski račun,
2006-2013**



Izvor: NBS, QM.

U toku Q2 ostvaren je neto odliv portfolio investicija od 347 miliona evra. Ovakav rezultat pre svega je posledica prevremene otplate dela duga, ali i u određenoj meri povećanja premije rizika zemlje. Ipak, to smanjenje duga je privremeno, jer se očekuje da će do kraja godine dug javnog sektora rasti da bi se finansirao fiskalni deficit. Naime, krajem aprila država je otplatila skoro polovinu preostalog duga prema Londonском klubu poverilaca - 400 miliona dolara od tada preostalih 860 miliona dolara. Realizacija otplate dela duga omogućena je zahvaljujući povećanoj likvidnosti u budžetu usled prethodno

akumuliranih sredstava prikupljenih emisijom evroobveznica i drugim zaduživanjima u prethodnim mesecima, kao i pozitivnim početnim efektima sprovođenja mera fiskalne konsolidacije. Kao reakcija na FED-ove najave došlo je do povećanja premije rizika zemalja u okruženju od kraja maja i do generalnog povlačenja i izbegavanja daljih ulaganja sa rizičnih tržišta od strane investitora. Povećanje premije rizika u Srbiji je dodatno ostvareno usled slabijih dosadašnjih rezultata fiskalnog prilagođavanja od očekivanih.

...i skromnih priliva SDI

Neto SDI su i dalje niske i iznose 139 miliona evra u Q2, što je kumulativno od početka godine skroman priliv od 294 miliona evra. Iako je priliv iznad ostvarenog u istom periodu 2012, ne može se oceniti kao dobar rezultat, imajući u vidu rekordno nizak prošlogodišnji priliv usled specifičnih okolnosti (povećane nestabilnosti u zemlji usled izborne godine i dugog perioda formiranja Vlade što je destimulativno uticalo na investitore, kao i jednokratno povlačenje kapitala u telekomunikacijama početkom godine)⁷. Svakako pozitivan signal za strane investitore u 2013. godini je početak fiskalne reforme, stabilizacija deviznog kursa i obaranje inflacije ka cilju, kao i naznake oporavka evrozona. Ipak procenjujemo da će strane investicije u 2012. godini biti relativno skromne i da će u najboljem slučaju dostići milijardu evra (oko 3% BDP-a). Ovako niske strane direktne investicije u ovoj godini, uz niske domaće investicije, ukazuju na to da se u narednoj godini ne može očekivati značajnije ubrzanje rasta privrede (videti detaljnije u delu 2: „Privredna aktivnost“ u ovom broju QM-a).

**Strane direktne
investicije u Srbiji u
2012 i prvoj polovini
2013. godine su medju
najnižim u zemljama
Centralne i Istočne
Evrope**

Sa početkom krize u svim zemljama Centralne i Istočne Evrope (Region) došlo je do znatnog pada stranih direktnih investicija. U periodu 2009-2011 pad priliva stranih investicija u Srbiju bio je čak manji nego u drugim zemljama Regiona, prvenstveno zbog visokih ulganja FIAT-a i NIS-a. Međutim, tokom 2012. godine i u prvoj polovini 2013. godine strane direktne investicije u Srbiji su bile izrazito niske – među najnižim u poređenju sa zemljama Regiona.

**Neto razduživanje NBS,
banaka i privrede po
osnovu finansijskih
kredita**

Tokom Q2 ostvaren je neto odliv na račun ostalih investicija od 458 miliona evra. To je pre svega posledica neto razduživanja banaka i privrede po osnovu finansijskih kredita (291 milion evra), zatim neto odliva na račun *Gotov novac i depoziti* od 165 miliona evra, dok je račun trgovinskih kredita gotovo uravnotežen (zabeležen je blagi neto odliv u neto iznosu od 2 miliona evra, Tabela T4-1).

Razduživanje po osnovu finansijskih kredita posledica je izmirenja obaveza NBS prema MMF-u (isplaćeno je 148 miliona evra po ovom osnovu), razduživanja privrede prema inostranstvu (u neto iznosu od za 142 miliona evra zaduženja - što je gotovo potpuno dugoročno razduživanje) i smanjenje duga bankarskog sektora (43 miliona evra, od čega pretežan iznos - 41 miliona evra je razduživanje po osnovu kratkoročnih kredita). Sa duge strane javni sektor je povećao obaveze prema inostranstvu za 42 miliona evra po osnovu finansijskih kredita.

**Tokom Q2 ostvareno
bitnije smanjenje
deviznih rezervi**

U Q2 devizne rezerve NBS su smanjene za 886 miliona evra. Od tog iznosa najveći deo smanjenja zabeležen je u aprilu - 543 miliona evra, prvenstveno usled prevremene otplate dela duga države (305 miliona evra) i povlačenja viška izvojenih obaveznih rezervi od strane bankarskog sektora (274 miliona evra)⁸. Tokom aprila i maja NBS je intervenisala u manjem iznosu radi

⁷ Za detalje v. QM28 i QM 29, deo „Platni bilans i spoljna trgovina“

⁸ <http://www.nbs.rs/internet/cirilica/scripts/showContent.html?id=6442&konverzija=no>

ublažavanje prekomernih dnevnih oscilacija deviznog kursa, dok je u junu prodala 270 miliona evra po ovom osnovu.

Izvoz

U Q2 nastavak trenda brzog rasta izvoza

U Q2 izvoz nastavlja brz rast započeo krajem prethodne i naročito početkom tekuće godine. Izvezeno je robe u vrednosti od 2.738 miliona evra, što predstavlja porast od čak 19,5% međugodišnje⁹. Ostvaren rast izvoza u najvećoj meri se duguje izvozu automobilske industrije (FAS), kao i izvozu naftnih derivata (NIS-a) i hemijske industrije. Takođe, bitniji doprinos povećanju izvoza u Q2 imala su i preduzeća koja proizvode auto – komponente, kao i druge grane (proizvodnja proizvoda od gume i plastike i proizvodnja električne opreme).

Izvoz bez drumskih vozila beleži znatno skromniji porast

Po isključenju izvoza drumskih vozila vrednost izvoza beleži znatno skromniji porast od 3,4% međugodišnje (ovako posmatran izvoz beležio je međugodišnji rast od 8,2% u Q1 2013. v. Tabelu T4-7). Smatramo da je ubrzanje izvoza bez drumskih vozila ostvareno u Q1 2013 jednim delom posledica odloženog efekta realnog deviznog kursa – deprecijacije dinara zabeležene u prva tri kvartala prethodne godine, a zabeleženo usporavanje u Q2 2013 godine posledica aprecijacije domaće valute započete krajem 2012 i nastavljene početkom 2013. godine.

U 2013. godini izvoz će verovatno zabeležiti istorijski maksimum, i nominalno i relativno (u % BDP-a). Ipak, u poređenju sa drugim zemljama, ne samo razvijenim, nego i tranzicionim evropskim zemljama, takva vrednost izvoza je i dalje relativno niska.

Izvoz Energije nastavlja da ubrzava rast zahvaljujući izvozu naftnih derivata

Izvoz *Energije* ubrzava rast. U Q2 2013 međugodišnji rast izvoza Energije iznosi 53,6% (nakon 48,2% u Q4 2012 i 49,4% u Q1 2013). Visoke stope rasta izvoza energetskih proizvoda ostvarene su zahvaljujući investicijama preduzetim tokom 2012. godine u unapređenje proizvodnih kapaciteta NIS-a, što je dovelo do ekspanzije izvoza naftnih derivata od početka 2013. godine.

Međugodišnji porast izvoza *Intermedijarnih proizvoda* iznosi 11,7%. To je nastavak trenda rasta izvoza ovih proizvoda započeo u 2013. godini, nakon negativnih međugodišnjih stopa rasta ostvarenih tokom sva četiri kvartala 2012. godine. *Kapitalni proizvodi* beleže porast od 108,3% međugodišnje koji se dominantno duguje izvozu automobilske industrije. Nakon isključenja kategorije drumskih vozila, rast izvoza kapitalnih proizvoda iznosi 8,7%, i znatno je sporiji u odnosu na prethodni kvartal (kada je izvoz kapitalnih proizvoda bez drumskih vozila porastao za 21,5% međugodišnje).

Rast izvoza *Trajnih proizvoda za široku potrošnju* tokom Q2 nastavlja da ubrzava. Tako je izvoz ove grupe proizvoda za 25,9% iznad ostvarenog u Q2 prethodne godine. Sa druge strane izvoz *Netrajnih proizvoda za široku potrošnju* nastavlja da usporava i u Q2 raste po stopi od 3,1% međugodišnje. Izvezena vrednost proizvoda u grupi *Ostali izvoz* je za 48,8% niža u odnosu na ostvarenu u Q2 2012. godine (Tabela T4-7).

Tabela T4-7. Srbija: izvoz, međugodišnje stope rasta, 2011–2013

	Učešće u ukupnom izvozu u 2012	2011 ¹⁾		2012		2013		2012		2013	
		2011 ¹⁾	2012 ¹⁾	Q1	Q2	Q1	Q2	Q1	Q2	Q1	Q2
	u %			u milionima evra				u %			
Ukupno	100,0	8.441	8.836	1.862	2.283	2.265	2.728	-5,2	5,8	21,7	19,5
Ukupno bez drum. vozila	94,7	8.253	8.366	1.822	2.228	1.972	2.304	-5,2	5,9	8,2	3,4
Energija	3,4	310	304	64	86	95	131	1,1	-26,7	49,4	53,6
Intermedijarni proizvodi	38,3	3.980	3.387	739	878	838	981	-25,0	-7,1	13,5	11,7
Kapitalni proizvodi	17,7	1.001	1.566	268	365	570	761	35,6	25,5	112,8	108,3
Kapitalni proizvodi bez drum. vozila	12,4	813	1.096	228	310	278	337	48,0	32,2	21,6	8,7
Trajni proizvodi za široku potrošnju	4,5	347	397	78	100	104	136	5,0	12,3	32,9	35,9
Netrajni proizvodi za široku potrošnju	25,7	2.118	2.272	478	543	503	560	2,5	13,2	5,3	3,1
Ostalo	10,3	686	910	235	312	154	160	32,6	69,3	-34,3	-48,8

Izvor: RZS.

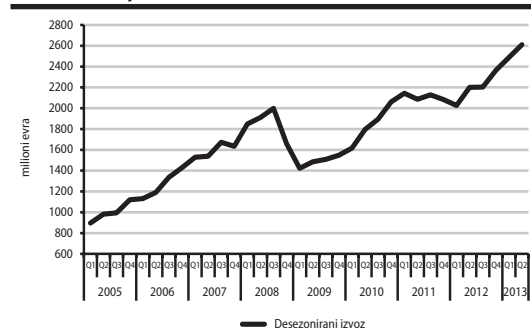
1) podaci u milionima evra, kao i međugodišnje stope rasta dobijeni na osnovi podataka Republičkog zavoda za statistiku obračunatih po novoj metodologiji. Za detalje v. QM br.20, Okvir 1 „Promena metodologije spoljne trgovine Republičkog zavoda za statistiku Srbije“.

9 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 razlika u prikazanom uvozu i izvozu kao i u stopama rasta.

Desezonirani podaci takođe ukazuju na nagli rast izvezene vrednosti

Desezonirani podaci takođe ukazuju na brz rast ukupnog izvoza (Grafikon T4-8). Ovako posmatran izvoz je u Q2 za 4,9% viši od vrednosti iz prethodnog kvartala (što je porast od 21,2% na godišnjem nivou). Takođe, desezonirani podaci ukazuju da je izvoz u Q2 2013 čak za 31% iznad maksimalne vrednosti koje je domaći izvoz beležio pre početka svetske ekonomske krize.

Grafikon T4-8. Srbija: desezonirani izvoz, kvartalno, 2005-2013



Izvor: NBS, RZS, QM.

U Q2 uvoz beleži skroman rast, iako blago ubrzava u poređenju sa prethodnim kvartalima

Uvoz

Uvoz u Q2 iznosi 3.822 miliona evra, što je 3,2% iznad vrednosti iz Q2 2012. Iako je ovakav rast uvoza prilično skroman, on je ipak veći u poređenju sa prethodnim međugodišnjim stopama rasta zabeleženim od sredine prethodne godine: 1,2% u Q3 2012, 1,6% u Q4 2012 i 0,1% u Q1 2013 (Tabela T4-9).

Treba imati u vidu da je porast uvoza u Q1 i Q2 2013. godine računat u poređenju sa visokom bazom (Q2 2012). Naime početkom 2012. uvoz je bio na neregularno višem nivou usled fiskalne

ekspanzije u predizbornom periodu. Stoga, kada bi se kao osnovica za poređenje uzela 2011. godina, u odnosu na nivo u odgovarajućim kvartalima uvoz bio viši u Q1 2013. za 4,2% i u Q2 2013. za 11,3%.

Pored visoke baze, razlog sporog rasta uvoza je niska domaća tražnja koja je prevashodno rezultat efekta dosadašnje primene pojedinih mera fiskalne konsolidacije. Tako je tokom Q2 došlo do bitnijeg pada svih komponenti domaće tražnje: privatne i javne potrošnje, ali i odsustva većih investicija. Sa druge strane, na uvoznju tražnju stimulatívno je delovala realna aprecijacija dinara iz prethodnog perioda (započeta krajem 2012. godine)¹⁰.

Moguće da će efekti pada uvoza Energije na ukupan uvoz uskoro oslabiti

Smanjenje uvoza *Energije*, započeto u prvoj polovini 2012. godine se nastavlja i u Q2 2013. Kao što smo već pisali u prethodnim brojevima QM-a, smanjenje uvoza *Energije* posledica je povećane eksploatacije nafte u Srbiji, usled obnavljanja proizvodnih kapaciteta Naftne industrije Srbije. Tako uvoz bez energije beleži porast u Q2 od 5,6% međugodišnje (Tabela T4-9).

Struktura uvoza je na prvi pogled povoljna, ali se manja slika kada isključimo uvoz komponenti za FAS

Kapitalni proizvodi, *Ostali uvoz* i *Netrajni proizvodi za široku potrošnju* beleže međugodišnji rast, po stopi od 25,2%, 17,2% i 4,1%, respektívno (Tabela T4-9). Ipak, menja se slika kada isključimo komponente za motorna vozila koje statistika evidentira u okviru uvoza Kapitalnih proizvoda i Ostalog uvoza. Tako, zajedno ove dve grupe proizvoda u Q2 imaju međugodišnji rast od 19,8%. Kada isključimo uvoz drumskih vozila, one ostvaruju uvoz čak 8,1% ispod prošlogodišnjeg. Stoga, možemo da zaključimo da se daleko najveći deo međugodišnjeg rasta uvoza kapitalnih proizvoda duguje FIAT-u. Koliko su ove komponente značajne u ukupnom uvozu govori i činjenica da po isključenju njihove vrednosti, ukupan uvoz u Q2 je za 4,6% ispod prošlogodišnjeg.

Tabela T4-9. Srbija: uvoz, međugodišnje stope rasta, 2011-2013

	Učešće u uvozu 2012		2011 ¹⁾		2012 ¹⁾		2012		2013		2012		2013	
	u %		u %		u milionima evra		u %		u %		u %		u %	
	Q1	Q2	Q1	Q2	Q1	Q2	Q1	Q2	Q1	Q2	Q1	Q2	Q1	Q2
Ukupno	100,0	14.250	14.762	3.524	3.704	3.528	3.822	5,5	5,9	0,1	3,2			
Energija	17,5	2.846	2.582	817	553	548	485	6,4	-12,9	-32,9	-12,3			
Intermedijarni proizvodi	34,8	5.030	5.134	1.157	1.382	1.144	1.292	3,9	0,7	-1,2	-6,5			
Kapitalni proizvodi	19,4	2.812	2.865	637	744	774	931	-8,5	2,0	21,5	25,2			
Trajni proizvodi za široku potrošnju	2,2	320	323	77	83	75	77	15,2	15,0	-2,9	-7,0			
Netrajni proizvodi za široku potrošnju	15,0	2.176	2.215	475	518	502	539	8,8	3,5	5,6	4,1			
Ostalo	11,1	1.066	1.644	361	425	486	498	39,8	101,2	34,8	17,2			
Uvoz bez energije	82,5	11.404	12.180	2.707	3.151	2.981	3.336	5,2	10,1	10,1	5,9			

Izvor: RZS.

1) podaci u milionima evra, kao i međugodišnje stope rasta dobijeni na osnovi podataka Republičkog zavoda za statistiku obračunatih po novoj metodologiji. Za detalje v. QM br.20, Okvir 1. „Promena metodologije spoljne trgovine Republičkog zavoda za statistiku Srbije“.

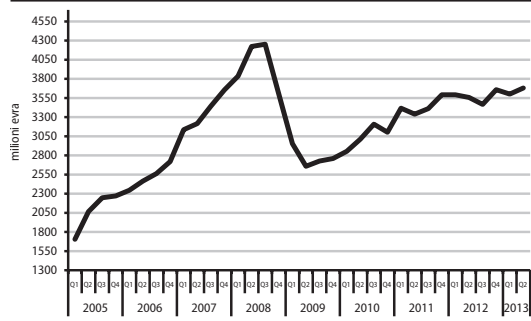
¹⁰ Za detalje v. deo 5: „Cene i devizni kurs“ u ovom broju QM-a.

4. Platni bilans i spoljna trgovina

Desezonirani uvoz u Q2 blago iznad vrednosti iz prethodnog kvartala

Međugodišnje smanjenje uvezene vrednosti zabeleženo je kod *Intermedijarnih proizvoda* (-6,5%) i *Trajnih proizvoda za široku potrošnju* (-7%). Ovakvu strukturu uvoza ističemo kao nepovoljnu, jer je odraz aktivnosti u jednoj oblasti tj. pretežno posledica uvoza komponenti za proizvodnju motornih vozila, niske privredne aktivnosti u drugim oblastima, kao i izostanka bitnih proizvodnih investicija.

Grafikon T4-10. Srbija: Desezonirani uvoz, kvartalno, 2005-2013



Izvor: NBS, RZS, QM.

Desezonirani podaci ukazuju da je uvoz u Q2 blago iznad vrednosti iz prethodnog kvartala (2,2%, tj. 9,0% anualizovano, Grafikon T4-10). Na grafikonu se jasno uočava veoma usporen oporavak uvoza nakon krize, koji je posebno izražen od sredine 2012. godine. Tako je uvoz i dalje za 13,5% ispod vrednosti dostignute u Q3 2008. godine.

Spoljni dug

Spoljni dug je smanjen tokom Q2, ali se očekuje njegov ponovni rast do kraja 2013. godine

Na kraju juna spoljni dug iznosi 26.072 miliona evra, tj. 82,5% BDP-a (Tabela T4-11). U poređenju sa stanjem tri meseca ranije, inostrana zaduženost je smanjena za 651 miliona evra, odnosno za 4,7 procentna poena BDP-a. Ostvareno smanjenje spoljnog duga pre svega je posledica razduživanja javnog sektora (usled izmirenja dela obaveza), a manjim delom razduživanja privatnog sektora. S obzirom da država i dalje ima visok fiskalni deficit ovaj pad je privremen, pa će do kraja 2013. godine doći do porasta spoljnog duga.

... kao posledica otplate dela spoljnog duga javnog sektora...

Spoljni dug javnog sektora na kraju Q2 iznosi 12.914 miliona evra¹¹ i čini 40,9% BDP-a. U Q2 javni sektor se razdužio za 569 miliona evra. Od navedenog iznosa smanjenja duga, najveći deo je prevremena otplata dela glavnice prema Londonskom klubu poverilaca, otplata dospelih državnih hartija od vrednosti, kao i otplata obaveza prema domaćim i stranim bankama. Takođe, jedan deo ovog iznosa duguje se otplati duga NBS prema MMF-u (po ovom osnovu kumulativno tokom Q2 je isplaćeno 167 miliona evra).

....a manjim delom razduživanja privatnog sektora

Privatni sektor – i banke i preduzeća – se razdužio prema inostranstvu za 82 miliona evra (30 miliona evra po osnovu dudoročnog i 52 miliona evra po osnovu kratkoročnog duga, v. Tabelu T4-11). Ovakva tendencija inostranog razduživanja predstavlja dodatni mehanizam isprpljivanja privrede, odnosno pogoršanje njene likvidnosti i pojačvanje recesije u većem delu privrede.

Pad spoljnog duga nastao je dominantno kao posledica smanjenja javnog duga jer je država u prvoj polovini godine deo skupih kredita isplatila na osnovu relativno povoljnih kredita koje je povukala krajem prethodne i u prvom kvartalu ove godine. Ipak, u narednom periodu očekujemo dalji porast zaduživanja javnog sektora u neto iznosu, imajući u vidu da su prethodno prikupljena sredstva od zaduživanja skoro iscrpljena, a da je fiskalni deficit i dalje visok. S druge strane, privatni sektor već duže vreme ne menja u većoj meri visinu spoljnog duga. Stoga, ukoliko se takav trend nastavi, u 2013. godini – kao što je bio slučaj u 2011. i 2012. godini – visina i dinamika spoljnog duga prevashodno će biti determinisani visinom i dinamikom zaduživanja javnog sektora – a koje će biti određeno visinom fiskalnog deficita i odobrenih garancija.

11 U delu teksta koji se bavi analizom Javnog duga u odeljku 6: „Fiskalni tokovi i politika“ spoljni javni dug se značajno razlikuje od navedenog i iznosi 9,5 milijardi evra. Razlika od oko 3,4 milijardi evra je posledica različitog obuhvata NBS i Ministarstva finansija, od kojih preuzimamo podatke (u odeljku 6 koriste se podaci Ministarstva finansija, dok u ovom tekstu koristimo podatke NBS). Definicija javnog duga prema Ministarstvu finansija ne uključuje dug Narodne banke Srbije, neregulisane obaveze (dug po kojem se ne vrše plaćanja i deo duga lokalnih nivoa vlasti i državnih agencija bez garancija države). Sa druge strane, u obuhvat Narodne banke Srbije ulaze sve ove navedene obaveze, odnosno prati se celokupan spoljni dug javnog sektora (kao deo ukupnog spoljnog duga).

Tabela T4-11. Srbija: struktura spoljnog duga, 2010–2013

	2010	2011	2012				2013	
			Mar.	Jun.	Sep.	Dec.	Mar.	Jun.
stanja, u milionima evra, kraj perioda								
Ukupan spoljni dug	23.786	24.125	24.068	24.086	24.832	25.721	26.722	26.072
(U % BDP-a ²⁾)	85,1	76,5	76,7	78,6	82,9	86,1	87,2	82,5
Javni spoljni dug	9.076	10.773	10.655	11.032	10.944	12.187	13.483	12.914
(U % BDP-a ²⁾)	32,5	34,2	34,0	36,0	36,5	40,8	44,0	40,9
Dugoročni	9.076	10.773	10.655	11.032	10.944	12.187	13.483	12.914
od čega MMF	1.529	1.618	1.581	1.644	1.524	1.389	1.245	1.079
od čega obaveze Vlade RS prema SPV alokaciji	449	459	449	467	462	452	454	447
Kratkoročni	0	0	0	0	0	0	0	0
Privatni spoljni dug	14.710	13.352	13.412	13.054	13.889	13.534	13.240	13.158
(U % BDP-a ²⁾)	52,6	42,3	42,7	42,6	46,3	45,3	43,2	41,6
Dugoročni	12.880	12.704	12.834	12.712	13.526	13.040	12.879	12.849
od čega banke	3.362	3.782	3.784	3.754	3.745	3.672	3.530	3.511
od čega privreda	9.518	8.922	9.050	8.958	9.781	9.369	9.348	9.336
od čega ostali	0	0	0	0	0	0	1	1
Kratkoročni	1.830	648	578	342	363	493	361	309
od čega banke	1.731	582	515	275	292	428	303	261
od čega privreda	100	66	63	67	71	65	58	47
Neto spoljni dug ¹⁾ , (u% BDP-a ²⁾)	49,3	38,3	41,4	45,4	50,0	49,6	48,6	48,7

Napomena: Od septembra 2010. godine promenjena je metodologija statistike spoljnog duga tako da se u spoljni dug javnog sektora uključuju obaveze po osnovu alokacije SPV MMF (447,1 miliona evra), iskorišćene u decembru 2009. kao i kapitalizovana kamata prema Pariskom klubu poverilaca (24,9 miliona evra), dok su iz spoljnog duga privatnog sektora isključeni krediti zaključeni pre 20. decembra 2000. po kojima se ne vrše plaćanja (872,1 miliona evra, od čega se 403,1 miliona evra odnosi na domaće banke, a 469,0 miliona evra na domaća preduzeća). Podaci o spoljnom dugu dati u Tabeli izrađeni su po novoj metodologiji.

Izvor: NBS, QM.

1) Ukupni spoljni dug umanjen za devizne rezerve NBS.

2) Koristi se zbir vrednosti BDP-a posmatranog kvartala i prethodne tri kvartalne vrednosti BDP-a.

5. Cene i devizni kurs

Od početka godine inflacija u Srbiji je izrazito niska, kumulativni rast cena u prvih sedam meseci iznosi 2%. Ključni doprinos naglom obaranju inflacije dolazi od stabilnosti/apresijacije dinara i smanjene domaće tražnje. Obaranju inflacije doprinelo je i odsustvo šokova na strani ponude (cene energenata, poljoprivredni proizvodi, porezi i dr.) koji su tokom prethodnih godina snažno uticali na rast inflacije u Srbiji. Povremeni skokovi inflacije u prethodnom delu godine uglavnom su rezultat povećanja administrativno kontrolisanih cena, i privremenog slabljenja dinara. Očekuje se da će inflacija u toku ove godine biti među najnižim u toku poslednjih nekoliko godina i da će se biti oko gornje granice ciljnog intervala. Nominalni kurs dinara je tokom prvih pet meseci uglavnom bio stabilan da bi u junu depresirao za 3%, nakon čega je ponovo stabilizovan. Realni kurs dinara je od početka godine do kraja jula apresirao za 4%, dok je u odnosu na isti period prethodne godine dinar realno ojačao za preko 10%. Realno jačanje dinara pogoduje smanjenju inflacije, poboljšava bilanse preduzeća i dr. ali istovremeno negativno utiče na cenovnu konkurentnost privrede Srbije, što usporava poboljšanje smanjenog, ali još uvek visokog deficita u tekućem platnom bilansu.

Cene

Nastavlja se trend smanjenja inflacije

Trend usporavanja inflacije, koji je otpočeo u Q1, nastavlja se i u drugom kvartalu. Iako je porast cena u Q2 iznosio 1,7% (tj. 7,3 anualizovano), julska deflacija od -0,9% ukazuje da se radilo o jednokratnim korekcijama nivoa cena, a ne o ubrzanju inflacije. (Tabela T5-1). Ukupna inflacija od početka godine iznosi oko 2%, odnosno 3,5% na godišnjem nivou. Nakon dostizanja maksimalne vrednosti od 12,7% u januaru, nastupio je period opadanja međugodišnje stope inflacije,

i ona u julu iznosi 8,6%. Međugodišnja inflacija je i dalje iznad gornje granice ciljanog koridora NBS, koji iznosi 2,5%-5,5% (Grafikon T5-2), ali se u narednim mesecima očekuje ubrzani pad ka gornjoj granici koridora. Međugodišnja inflacija će do kraja godine nastaviti sa padom kako zbog očekivane niske inflacije u narednim mesecima, tako i zbog visoke inflacije u dugoj polovini 2012. godine, (inflacija je u periodu avgust-oktobar 2012. iznosila 6,7%). Noseća inflacija (međugodišnja) takođe opada, mada je njen pad nešto blaži od pada ukupne inflacije zato što je na pad ukupne inflacije više uticao niži rast cena hrane, alkohola, duvana i energenata nego u istom periodu prethodne godine nego cene drugih proizvoda i usluga.

Tabela T5-1. Srbija: indeks potrošačkih cena, 2007–2013

	Indeks potrošačkih cena				
	Bazni indeks (prosek 2006 =100)	međugodišnji rast	kumulativ (od početka godine)	mesečni rast	3m pokretne sredine, anualizovano*
2007					
dec	113,0	11,0	11,0	1,2	13,1
2008					
dec	122,7	8,6	8,6	-0,9	4,4
2009					
dec	130,8	6,6	6,6	-0,3	1,6
2010					
dec	144,2	10,2	10,2	0,3	11,7
2011					
mar	152,2	14,1	5,5	2,6	24,1
jun	154,0	12,6	6,8	-0,3	4,8
sep	153,3	9,3	6,3	0,2	-1,7
dec	154,3	7,0	7,0	-0,7	2,5
2012					
mar	157,4	3,4	2,0	1,1	8,4
jun	162,4	5,4	5,3	1,2	13,2
sep	169,1	10,3	9,6	2,3	17,7
dec	173,1	12,2	12,2	-0,4	9,9
2013					
jan	174,1	12,7	0,6	0,6	0,7
feb	175,1	12,5	1,2	0,6	3,0
mar	175,1	11,2	1,2	0,0	4,7
apr	176,5	11,5	2,0	0,8	5,6
maj	176,5	10,0	2,0	0,0	3,2
jun	178,2	9,7	2,9	1,0	7,3
lul	176,6	8,6	2,0	-0,9	0,3

Izvor: RZS

Opravdanje za restriktivnu monetarnu politiku se ne može naći u tekućoj inflaciji

Iako je inflacija od početka godine niska, NBS i dalje sprovodi restriktivnu monetarnu politiku. Kumulativna inflacija u prvih sedam meseci iznosi 2%, odnosno 3,5% anualizovano, dok referentna kamatna stopa iznosi 11%. Očigledno je da se opravdanje za visoku referentnu kamatnu stopu ne može naći u ovogodišnjoj inflaciji. U prethodnim brojevima QM¹ smo pisali o tome da međugodišnja inflacija nije dobar indikator za donošenje odluka o monetarnoj politici u uslovima visoke i varijabilne inflacije koja se karakteriše naglim lomovima, što je danas slučaj u Srbiji. Visoka međugodišnja inflacija u proteklom delu 2013. je posledica visoke inflacije u prošloj godini, na koju se ne može uticati aktuelnom monetarnom politikom.

... ali može u rizicima koji su posledica visokih neravnoteža

Mada je inflacija u proteklom delu godine niska, u privredi Srbije postoje visoke neravnoteže koje bi mogle u kratkom periodu da destabilizuju kurs, a to bi se u visokoevroiziranoj privredi Srbije ubrzo prenelo na inflaciju. Fiskalni i spoljni deficit, kao i javni i spoljni dug su visoki, a loši krediti su dostigli zabrinjavajuće razmere (pogledati poglavlja 4, 6 i 7). U takvim okolnostima restriktivna monetarna politika privlači strani kapital u zemlju, uključujući i spekulativni, i doprinosi stabilizaciji deviznog kursa, preko koga se značajno utiče i na inflaciju. Dugoročno takva politika nije održiva, pa je neophodno da se već u narednoj godini značajno smanji fiskalni deficit i preduzmu mere za minimizaciju negativnih fiskalnih implikacija mogućih problema u bankarskom sektoru. NBS bi trebalo da donese mere kojima bi se banke podstakle da aktivno rešavaju problem loših kredita.

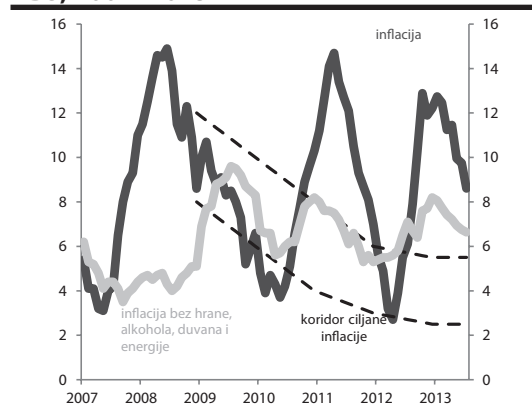
... ukoliko se usvoji restriktivan budžet za narednu godinu, moguće je smanjenje restriktivnosti monetarne politike

Usvajanje budžeta za narednu godinu sa deficitom koji je manji za 2,5 do 3% BDP-a omogućilo bi smanjenje restriktivnosti monetarne politike. Smanjena restriktivnost monetarne politike ne bi direktno i značajno uticala na rast kreditne aktivnost banaka, mada bi određeni, relativno skroman efekat verovatno postojao. Razlozi za mali uticaj monetarne politike na kreditnu aktivnost i privredna kretanja su brojni i uključuju faktore kao što su: visoka evoiziranost privrede, odsustvo jasnog razgraničenja između nelikvidnosti i nesolventnosti preduzeća i dr. Ipak, manje restriktivna monetarna politika bi preko uticaja na kretanje realnog kursa doprinela smanjenju spoljnog deficita i rastu privrede u dužem roku, ali bi cena toga bila nešto veća inflacija. Smanjenje restriktivnosti monetarne politike bi uticalo na umerenu realnu depresijaciju dinara, koja bi doprinela rastu izvoza i smanjenju još uvek visokog deficita u tekućem platnom bilansu. Depresirani kurs bi takođe domaću proizvodnju učinio konkurentnijom, što bi osim rasta izvoza doprinelo povećanju zaposlenosti i privredne aktivnosti u Srbiji.

... smanjenje restriktivnosti mora da bude postepeno i umereno

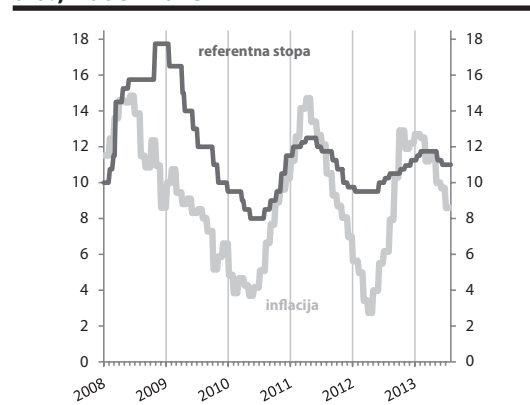
Smanjenje restriktivnosti monetarne politike, preko smanjenja referentne kamatne stope i stopa obaveznih rezervi treba da bude postepeno i umereno, kako bi se očuvala makroekonomska stabilnost. U visoko evroiziranoj privredi sa visokim unutrašnjim i spoljnim neravnotežama, naglo smanjenje restriktivnosti monetarna politike može da dovede do snažne depresijacije dinara, koja bi potom ponovo ubrzala inflaciju i generisala visoke kapitalne gubitke za privredu, državu i

Grafikon T5-2. Srbija: međugodišnja stopa inflacije i noseće inflacije i ciljani koridor NBS, 2007–2013



Izvor: NBS

Grafikon T5-3. Srbija: referentna kamatna stopa NBS i međugodišnja stopa inflacije, u %, 2008–2013



Izvor: NBS

¹ Kvartalni monitor br. 31. „Osvrt 1: Fiskalna konsolidacija, monetarna politika i reforme“, Kvartalni monitor br. 32. „5. Cene i devizni kurs“.

5. Cene i devizni kurs

građane po osnovu tzv. kursnih razlika. Monetarna politika treba da balansira između inflacije, kao osnovnog cilja, i drugih ciljeva (smanjenje spoljne neravnoteže, zaposlenosti i dr.), a rezultat tog "balansiranja" u svakom slučaju treba da bude jednocifrena inflacija.

Nizak rast cena u Q2 i deflacija u julu 2013.

Tokom Q2 i u julu 2013. godine, ukupni porast cena iznosio je nešto ispod 0,9%, odnosno 2,6% anualizovano. Najveći doprinos rastu indeksa potrošačkih cena dao je rast cena nekih prehrambenih proizvoda (cene voća i mesa su u povećanju IPC-a učestvovala sa 93%, odnosno 0,8 pp), duvana (učešće od 16%, tj. 0,14 pp, Tabela T5-4), stanovanja, vode i električne energije (17%, odnosno 0,16 pp), medicinskih proizvoda i zdravstvenih usluga (21%, ili 0,19 pp) i kulture i rekreacije (učešće od 53%, ili 0,5pp). Dezinflatorno su uticali smanjenje cena drugih prehrambenih proizvoda osim voća i mesa (-0,9 pp) i usluga vezanih za korišćenje transportnih sredstava (-0,1pp). Cene hrane su u Q1 2013. godine, kao i u 2012. godini, znatno doprinele rastu indeksa potrošačkih cena, dok je njihov ukupni efekat u Q2 i u julu mesecu bio dezinflatoran (-0,24 pp). Značajan uticaj rasta cena povrća u prvom kvartalu, kao i njihovog pada u drugom kvartalu na indeks potrošačkih cena je najverovatnije posledica korišćenja istih pondera za potrošnju tokom cele godine. To znači da rast cena voća i povrća koji se tek pojavljuju na tržištu znatno utiču na rast indeksa potrošačkih cena (kao što je bio slučaj u aprilu), iako se ti proizvodi kupuju u znatno manjoj meri nego što to prosečan godišnji ponder pokazuje. Kada cene ovih proizvoda znatno padnu (što se već dogodilo sa cenama povrća, a u narednim mesecima se može očekivati i sa cenama voća), to onda dovodi do dezinflatornih trendova, iako do stvarnih skokova i padova nije ni došlo.

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

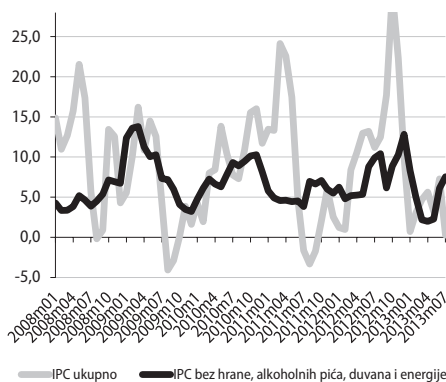
	učešće u IPC (u%)	porast cena u Q2 i julu 2013.	doprinos ukupnom porastu (procentni poeni)	porast cena u Q1 2013.	doprinos ukupnom porastu (procentni poeni)	porast cena od avgusta do decembra 2012.	doprinos ukupnom porastu (procentni poeni)
Ukupno	100,0	0,9	0,9	1,2	1,1	6,5	6,4
Hrana i bezalkoholna pića	34,5	-0,7	-0,2	1,5	0,5	8,3	3,2
Hrana	30,9	-0,7	-0,2	1,6	0,5	8,2	2,9
Alkoholna pića i duvan	7,8	2,2	0,2	4,1	0,3	16,9	0,9
Duvan	4,2	3,4	0,1	5,7	0,2	21,5	0,9
Odeća i obuća	4,6	0,4	0,0	-2,3	-0,1	3,7	0,2
Stanovanje, voda struja	13,0	1,2	0,2	1,2	0,2	4,5	0,7
Električna energija	5,1	0,0	0,0	0,0	0,0	1,7	0,1
Nameštaj i opremanje domaćinstva	4,1	1,2	0,0	1,6	0,1	5,6	0,2
Zdravstvo	6,4	3,0	0,2	3,0	0,2	3,3	0,1
Transport	12,3	-0,3	0,0	-1,0	-0,1	3,8	0,4
Gorivo i mazivo	5,1	-1,6	-0,1	-2,4	-0,1	5,0	0,2
Komunikacije	5,0	0,4	0,0	4,1	0,2	5,2	0,2
Ostalo	12,2		0,6		-0,1		0,4

Izvor: RZS i proračun QM-a

Dok ukupna inflacija pada, noseća inflacija znatno raste

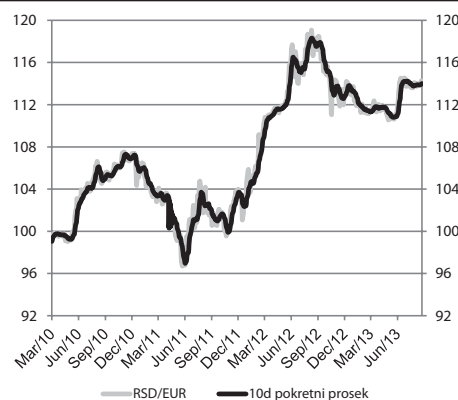
Noseća inflacija (inflacija bez hrane, alkoholnih pića, duvana i energije) je od januara 2013. godine počela da pada i u aprilu je iznosila 0,49% ili 2% anualizovano, što je predstavljalo rekordno nizak nivo stope noseće inflacije (Grafikon T5-5). Nakon toga je došlo do njenog značajnijeg rasta i u julu iznosi 1,84% odnosno 7,5% anualizovano. Kretanje noseće inflacije najvećim delom odražava uticaj sistemskih faktora na inflaciju, a u slučaju Srbije na inflaciju ključno utiče kretanje kursa i zarada. Kako je od maja do jula kurs dinara prema evru porastao sa oko 110 na oko 114 dinara za evro, može se zaključiti da je upravo promena kursa najviše uticala na kretanje noseće inflacije. Za nisku i stabilnu inflaciju, u uslovima visoko evoizirane privrede kao što je srpska, važno je da ubuduće izostanu relativno snažne promene kursa, a takve promene bile bi manje verovatne ako je stvarni kurs blizu ravnotežnog nivoa.

Grafikon T5-5. Srbija: IPC i noseća inflacija, anualizovane stope, u %, 2008–2012



Izvor: RZS i proračun QM-a

Grafikon T5-6. Srbija: dnevni kurs dinar/evro, 2010–2013



Izvor: NBS

Devizni kurs

Depresijacija dinara u junu

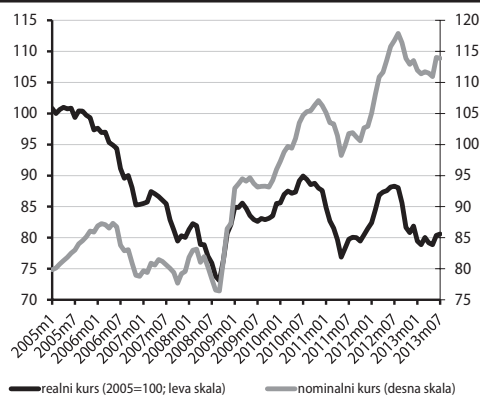
Kurs dinara je od početka godine do maja bio relativno stabilan, ali je u prvoj polovini juna naglo depresirao (u junu je dinar prema evru nominalno oslabio za skoro 3%) a tokom narednih meseci se stabilizovao na nivou od oko 114 dinara za evro (Grafikon T5-6). Narodna banka Srbije je 30. maja prvi put u 2013. godini intervenisala na deviznom tržištu i u narednih nekoliko nedelja prodala ukupno 275 mln evra kako bi ublažila prekomerne dnevne oscilacije kursa, ali i zaustavila trend depresijacije dinara.

Zaustavljena realna apresijacija dinara

Realni kurs dinara prema evru je tokom Q2 i jula meseca depresirao za 0,7%. Dinar je od početka godine do maja realno apresirao za skoro 4% u odnosu na decembar 2012. godine, da bi se nakon junske depresijacije stabilizovao na realnom nivou koji je za oko 1,5% snažniji od decembarskog. Pored depresijacije, stabilizaciji realnog kursa je doprinela i niska stopa inflacije tokom prethodna tri meseca. Istorijski gledano, realni kurs dinara se nalazi na približno istom nivou kao na kraju 2011. godine, pre perioda snažne depresijacije početkom 2012. godine (Grafikon T5-7).

Jačanje dinara je bilo posledica zaduživanja države i nije bilo dugoročno održivo

Grafikon T5-7. Srbija: nominalni i realni kurs dinar/evro, prosek meseca, 2005–2012



Izvor: NBS, RZS i proračun QM-a

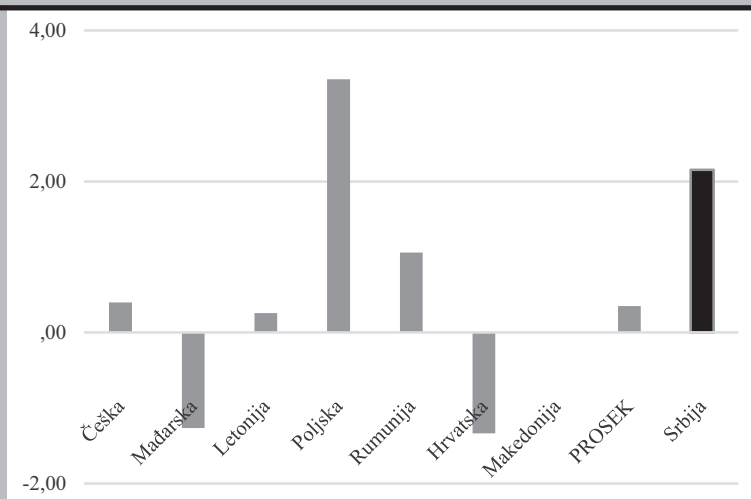
Napomena: porast predstavlja depresijaciju

Jačanje dinara tokom prvih pet meseci 2013. godine bilo je rezultat visokog zaduživanja države, a ne rezultat rasta suficita u spoljnotrgovinskom bilansu ili rasta konkurentnosti srpske privrede. Kako visoko zaduživanje nije održivo na duži rok, realni kurs bi se mogao održati samo ako se priliv deviza po osnovu zaduživanja države zameni ili prilivom stranih investicija ili suficitom u tekućem bilansu. Kako značajnijeg priliva stranih investicija nije bilo, iako se deficit tekućeg bilansa smanjuje, suficit u tekućem bilansu u srednjem roku (u narednih nekoliko godina) se ne može očekivati, pa je verovatnije da će u narednom periodu doći do realne depresijacije nego do apresijacije dinara.

Okvir 1. Devizni kurs u zemljama centralne i istočne Evrope

Posmatrajući devizni kurs u zemljama centralne i istočne Evrope u kojima se sprovodi politika fleksibilnog kursa, u proseku se uočava trend blage depresijacije (Grafikon T5-8.) ali posmatrano u pojedinačnim zemljama, kurs varira u zavisnosti od specifičnih faktora - diskretnih mera i okolnosti u privredi konkretne zemlje. Tako je u posmatranoj grupi zemalja (Češka, Mađarska, Letonija, Poljska, Rumunija, Hrvatska i Makedonija) do najveće depresijacije došlo u Poljskoj, što je bilo posledica smanjenja referentne kamatne stope na rekordno nizak nivo od 2,75% u junu mesecu. Centralna banka Poljske je smanjila referentnu kamatnu stopu kako bi podstakla privredni rast, budući da se zemlja nalazi u periodu najvećeg usporavanja privredne aktivnosti u poslednje četiri godine. Za razliku od Poljske, u Hrvatskoj je došlo do jačanja nacionalne valute, prvenstveno zbog ulaska zemlje u Evropsku uniju, dok je u Mađarskoj do depresijacije došlo zbog velikog priliva stranih investicija u drugom kvartalu ove godine.

Grafikon T5-8. Nominalna depresijacija kursa u julu u odnosu na april 2013. godine (u %) u zemljama centralne i istočne Evrope



Izvor: Eurostat, NBS

Kada se izuzmu ekstremni slučajevi depresijacije i apresijacije kursa u navedenim zemljama, dobija se sličan, gotovo neutralan trend kretanja kursa u zemljama centralne i istočne Evrope. Kako u ovim zemljama ne postoji globalni trend, te da se kurs kreće u zavisnosti od diskretnih mera i okolnosti u pojedinačnim zemljama, isti zaključak bi se mogao izvući i za Srbiju, odnosno da depresijacija kursa dinara u periodu april-jul 2013. godine nije posledica opštih međunarodnih kretanja, već je uzrok slabljenja dinara posledica specifičnih faktora vezanih za Srbiju. Najvažniji negativni faktori koji su uticali na kurs dinara u ovom periodu jesu loše stanje javnih finansija (rekordno visok javni dug i izuzetno visok fiskalni deficit), kao i davanje nepovoljne ocene od strane MMF i drugih relevantnih institucija.

6. Fiskalni tokovi i politika

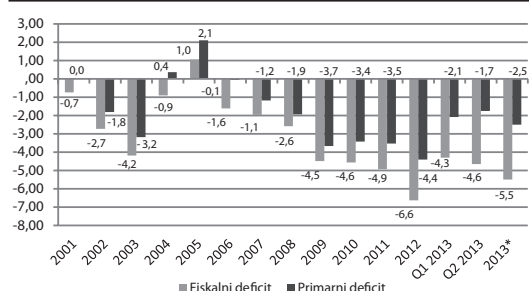
Fiskalni deficit u Q2 2013. iznosi 44,2 mlrd. dinara (4,6% kvartalnog BDP), a u prva dva kvartala zbirno 80,9 mlrd. dinara (4,5% BDP). Iako javni prihodi blago rastu u Q2 u odnosu na Q1, oni su i dalje niži od plana, a zabeležili su i znatan realan pad (za 3,2%) u odnosu na isti period prošle godine, tako da se i dalje ne uočava trajniji i osetniji oporavak prihoda. Javni rashodi u Q2, su realno znatno niži u prethodnoj godini, ali su i dalje su realno veći nego u godinama u kojima nije bilo velikog predizbornog trošenja. Takođe, u Q2 je ostvaren blagi rast rashoda u odnosu na Q1, i to pre svega usled znatnog rasta rashoda kamata i blagog rasta rashoda na penzije. Krajem maja i tokom juna usvojene su mere koje će do kraja godine uticati na smanjenje deficita u proseku za oko 2,5-3 mlrd. dinara mesečno, odnosno za oko 0,5-0,6% BDP na godišnjem nivou. Ipak budući da su rashodi sezonski izrazito visoki u poslednjem kvartalu, procenjuje se da će fiskalni deficit, pod ostalim nepromenjenim uslovima, u 2013. prema domaćoj metodologiji iznositi oko 5,5-6% BDP, a prema međunarodnoj GFS metodologiji oko 7-7,5% BDP. Da bi se znatnije usporio rast javnog duga u narednoj godini je potrebno smanjenje fiskalnog deficita za najmanje 2-2,5% BDP (na oko 3,5-4% BDP po domaćoj metodologiji). Do sada primenjene mere, kao i najavljene mere o kojima je postignuta saglasnost u Vladi, nisu dovoljne za navedeno smanjenje fiskalnog deficita – neophodne su dodatne mere koje će obezbediti uštede od 1-1,5% BDP. Stoga je od presudne važnosti za uspeh ukupne fiskalne konsolidacije da se usvoji kredibilan budžet za 2014. godinu. Javni dug je na kraju jula iznosio 60,5% BDP, a njegovo blago smanjenje u odnosu na kraj Q1 je privremenog karaktera. Procenjuje se da će, pod pretpostavkom da se ostvare projektovana makroekonomska i fiskalna kretanja, javni dug na kraju godine iznositi 63-64% BDP.

Opšte tendencije i makroekonomske implikacije

Fiskalni deficit u Q2 iznosi 4,6% BDP

U Q2 2013. ostvaren je konsolidovani fiskalni deficit od 44,2 mlrd. dinara (oko 4,6% kvartalnog BDP), dok je deficit ostvaren u prva dva kvartala zbirno iznosio 80,9 mlrd. dinara, tj. oko 4,5% polugodišnjeg BDP. U Q2 se nastavlja znatan realan međugodišnji pad javnih prihoda, tako da su oni manji od planiranih, iako desezonirani podaci ukazuju na blagi realan rast u odnosu na Q1. Rast prihoda u Q2 u odnosu na Q1 posledica je pre svega promene dinamike prihoda od poreza na potrošnju uzrokovane reformom sistema plaćanja PDV, i blage realne depresijacije kursa dinara. Osim toga, na blagi rast javnih prihoda u Q2 uticao je i umereni oporavak privredne aktivnosti i blagi rast uvoza. Ipak, ocenjuje se da rast prihoda zabeležen u Q2 ne predstavlja indikator trajnijeg oporavka javnih prihoda, jer je većim delom posledica delovanja specifičnih i jednokratnih faktora. Takođe, uočava se da je od maja 2013. znatno promenjen pristup Poreske uprave ka naplati poreza, od pristupa zasnovanog na najavama budućih reformi i primeni *ad hoc* mera, ka pristupu zasnovanom na suštinskom unapređenju poreske discipline, što se ocenjuje kao pozitivno. Međutim, efekti tih aktivnosti još uvek nisu veliki, a za značajnije smanjenje sive ekonomije i problema neplaćanja poreza, pored unapređenja rada Poreske uprave neophodno je i intenziviranje aktivnosti na unapređenju opšte finansijske discipline u zemlji. Javni rashodi u Q2 beleže umereni pad u odnosu na isti period prethodne godine, ali su oni i dalje realno veći nego u „normalnim“ godinama u kojima nije bilo velikog predizbornog trošenja (što je bio slučaj u 2012.), a blagi (realan desezonirani) rast je zabeležen i u odnosu na Q1 2013. Rast ukupnih javnih rashoda (u odnosu na Q1) je zabeležen usled blagog rasta rashoda na penzije uzrokovano indeksacijom i snažnog rasta rashoda na kamate, uzrokovano dospećem za plaćanje

Grafikon T6-1. Srbija: Konsolidovani fiskalni bilans i primarni fiskalni bilans¹



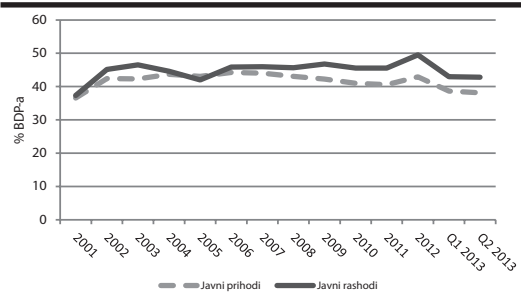
Izvor: Obračun QM-a

¹ Primarni deficit (deficit bez kamata) predstavlja razliku između ukupnih javnih prihoda i ukupnih javnih rashoda iz kojih su isključeni rashodi na kamate.

6. Fiskalni tokovi i politika

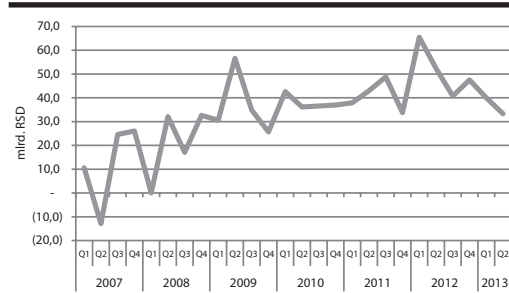
velikog iznosa kamata na evroobveznice emitovane u novembru 2012. godine. Uočava se da u periodu od 2008. godine raste razlika između stvarnog fiskalnog deficita i deficita bez kamata (primarnog deficita), što ukazuje na relativnih rast rashoda kamata. Ubrzanje rasta rashoda kamata zabeleženo u prethodnim kvartalima, koje će se verovatno nastaviti i u narednom periodu, upućuje na potrebu znatnog smanjivanja fiskalnog deficita, kako rast javnog duga ne bi postao samogenerišući tj. kako se države ne bi sve više zaduživala da bi plaćala kamate.

Grafikon T6-2. Srbija: Konsolidovani javni prihodi i javni rashodi (% BDP)



Izvor: Obračun QM-a

Grafikon T6-3. Srbija: Realni desezonirani fiskalni deficit (u cenama iz 2012.)



Izvor: Obračun QM-a

Fiskalni deficit će u 2013. prema domaćoj metodologiji, iznositi oko 5,5-6% BDP

Nakon rebalansa budžeta za 2013. godinu usvojenog u julu, predviđeno je da konsolidovani fiskalni deficit u 2013. godini iznosi 5,2% BDP. Mere usvojene sredinom godine dovešće do obaranja deficita u proseku za oko 2,5-3 mlrd. dinara mesečno do kraja godine (oko 0,5-0,6% BDP ukupno u 2013.). Ipak, fiskalna kretanja ostvarena u Q1 i Q2, te očekivana makroekonomska kretanja do kraja godine (usporavanje inflacije, relativno stabilan kurs, odsustvo značajnije promene dinamike privredne aktivnosti i dohodaka) ukazuju na postojanje određenih rizika da javni prihodi (pre svega doprinosi) projektovani rebalansom budžeta ne budu u celosti ostvareni. Osim toga, postoji rizik da i određene uštede koje su planirane rebalansom ne budu u potpunosti realizovane. Polazeći od kretanja u Q1 i Q2, te od očekivanih makroekonomskih i fiskalnih kretanja u ostatku godine, pod pretpostavkom izostanka dodatnih mera, procenjuje se da će fiskalni deficit u 2013. (prema domaćoj metodologiji) iznositi oko 5,5-6% BDP.

...a prema međunarodnoj metodologiji oko 7-7,5% BDP

Ukoliko se tome dodaju rashodi po osnovu sanacije banaka, otplate glavnica duga javnih preduzeća čiji je garant Republika i dr. od oko 1,5% BDP, koji prema Zakonu o budžetu nisu iskazani kao rashod, ali prema međunarodnoj (GFS metodologiji) predstavljaju javni rashod, onda bi ukupan konsolidovani fiskalni deficit u 2013. mogao iznositi oko 7-7,5% BDP, što je izrazito visoko.

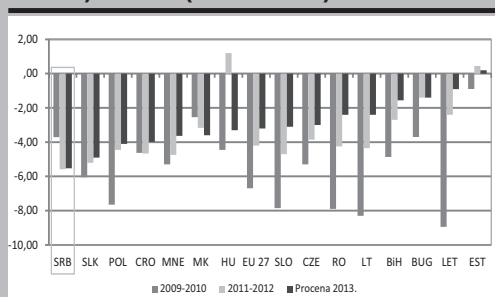
Okvir 1. Fiskalne performanse zemalja Centralne i Istočne Evrope (2008-2013)

Srbija je u period ekonomске krize ušla sa fiskalnim deficitom od oko 2% BDP (u 2008. godini), što je bilo niže nego u većini drugih zemalja Centralne i Istočne Evrope (CIE). Usled efekata krize, i diskrecionih mera donetih na početku krize (vanredno povećanje penzija u 2008), fiskalni deficit je u prve dve godine krize (2009. i 2010.) u Srbiji povećan u odnosu na 2008, ali je i dalje bio blizu proseka zemalja CIE (nominalno zamrzavanje plata i penzija u 2009-2010. je uticalo da taj rast ne bude veći). Međutim, gotovo sve zemlje CIE su nakon toga, u 2011. i 2012. uspele da znatno smanje nivo deficita, dok je on u Srbiji u tom period dalje povećan, tako da je bio najveći u posmatranoj grupi zemalja. Slična kretanja se očekuju i u 2013. godini, kada će gotovo sve zemlje CIE ostvariti dalje smanjenje deficita, dok će on u Srbiji biti malo niži nego u prethodnoj godini. Fiskalni deficit u Srbiji u 2013. (posmatrano i po domaćoj i po međunarodnoj metodologiji) i dalje biti veći nego u bilo kojoj drugoj zemlji CIE.

Posledično, Srbija je od zemlje sa umerenim nivoom javnog duga 2008. godine, koji je bio približan proseku za zemlje CIE, 2013. godine dospela u grupu zemalja CIE sa najvišim nivoom javnog duga (kao % BDP), tako da veći nivo duga imaju jedino Mađarska i Slovenija. Relativni prirast javnog duga u Srbiji, u periodu od 2009. do 2013. je bio gotovo najveći u zemljama CIE (veći prirast je zabeležen jedino u Sloveniji).

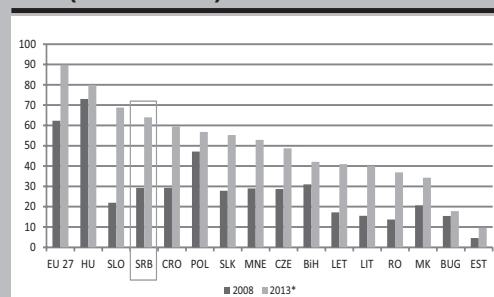
Navedeni podaci ukazuju da je većina zemalja CIE uspjela da u prethodnom četvorogodišnjem periodu umereno ili znatno smanji nivo fiskalnog deficita, dok je on u Srbiji i dalje visok i rastući, što upućuje na zaključak da je rizik izbijanja dužničke krize u Srbiji veći nego u drugim zemljama CIE, zbog čega je neophodno već u 2013. usvojiti mere koje će obezbediti značajno smanjenje fiskalnog deficita već u 2014. godini.

Grafikon T6-4. Srbija i zemlje Centralne i Istočne Evrope: Konsolidovani fiskalni deficit, % BDP (2008-2013)



Izvor: MMF, Eurostat i Public Finance in EMU, 2013.

Grafikon T6-5. Srbija i zemlje Centralne i Istočne Evrope: Stanje javnog duga, % BDP (2008-2013.)



Izvor: MMF, Eurostat i Public Finance in EMU, 2013.

U 2014. potrebno značajno fiskalno prilagodjavanje, koje nije moguće sprovesti isključivo kroz smanjenje sive ekonomije, već je neophodna dodatna štednja od 1-1,5% BDP

Za usporavanje rasta javnog duga, a zatim i njegovo smanjenje, neophodno je već u 2014. godini značajno smanjiti nivo fiskalnog deficita. Prema prvim najavama, ciljni deficit u 2014. godini mogao bi iznositi oko 4% BDP, ali nije jasno da li je reč o deficitu koji u skladu sa međunarodnoj metodologijom ili metodologiji prema Zakonu o budžetu. Ako je u pitanju domaća metodologija tada bi primereniji cilj bio deficit od 3,5-4% BDP, tj. deficit bi se smanjio za 2-2,5% BDP u odnosu na ovu godinu. Ako je pak u pitanju međunarodna metodologija, smanjenje deficita bi moglo da bude veće (3,5-4% BDP), pa bi ciljni deficit mogao da iznosi 3,5-4% BDP. Mogućnost većeg smanjenja deficita po međunarodnoj metodologiji podrazumeva da u će u narednoj godini doći do smanjenje rashoda po osnovu plaćanja garantovanih kredita, kao i da se neće javiti novi rashodi po osnovu sanacije bankarskog sektora.

Okvir 2. Potencijalni fiskalni efekti borbe protiv sive ekonomije

Prema prvim najavama zaključuje se da će borba protiv sive ekonomije predstavljati jedan od osnovnih instrumenata fiskalne konsolidacije u narednom periodu. U uslovima kada je stopa sive ekonomije u Srbiji, od oko 31% BDP, među najvišim u regionu (veću stopu sive ekonomije beleži jedino Bugarska), borba protiv sive ekonomije je neophodna, kako iz perspektive fiskalne konsolidacije, tako i iz perspektive ravnopravnosti uslova poslovanja.

Empirijske analize pokazuju da čak i u slučaju sistematske primene svih preporučenih mera za suzbijanje sive ekonomije, efekti na povećanje javnih prihoda u srednjem roku (naredne 2-3 godine) ne bi bili veći od 1% BDP, a u narednoj godini verovatno i znatno manji od toga (oko 0,5% BDP).¹ U tom smislu, nastavak politike netolerancije prema neplaćanju poreza je presudna za postepeno uvođenje reda u poreski sistem i ostvarenje dodatnih prihoda. Da bi se navedeni fiskalni efekti borbe protiv sive ekonomije ostvarili neophodno je pored toga, dodatno značajno unapređenje aktivnosti inspeksijskih službi (pre svega Poreske uprave i Inspekcije rada), kako bi se povećala verovatnoća otkrivanja poslovnih aktivnosti realizovanih van formalnih tokova. Takođe je neophodno razmotriti mogućnosti za promenu sistema kazni (promenu visine i strukture) za utaju poreza. Ipak, za povećanje stepena naplate poreza, pored navedenih mera iz domena fiskalne politike, neophodno je primeniti skup mera usmerenih na jačanje opšte finansijske discipline u zemlji (unapređenje efikasnosti stečajnih postupaka i sl.), kao i mera usmerenih na povećanje fleksibilnosti tržišta rada.

¹ Detaljna analiza uzroka, mehanizama i posledica sive ekonomije, kao i moguće mere za njeno suzbijanje data je u studiji, Krstić, G., et. al. (2013) „Siva ekonomija u Srbiji: Novi nalazi i preporuke za reforme“, FREN i USAID; Beograd, 2013.

Mere usvojene sredinom 2013. godine (restriktivna indeksacija plata i penzija) imaće preneti efekat na smanjenje deficita u narednoj godini za oko 1% BDP. S druge strane, usled rasta zaduženosti i pogoršanja uslova zaduživanja, očekuje se da rashodi na kamate u narednoj godini porastu za oko 0,4% BDP¹, što će neutralisati gotovo polovinu planiranih ušteda na rashodima za plate i penzije. Osim toga, u slučaju otpočinjanja sistemskih aktivnosti na suzbijanju sive ekonomije mogu očekivati efekti na smanjenje fiskalnog deficita za od oko 0,5% BDP. Shodno prethodno navedenom, zaključuje se da je za potrebno smanjenje deficita u narednoj godini od 2-2,5% BDP, pored navedenih mera neophodno obezbediti dodatne uštede oko 1-1,5% BDP. U slučaju realizacije većih rizika u bankarskom sektoru, i potrebe države da po tom osnovu interveniše, smanjenje ostalih tekućih rashoda bi srazmerno tome moralo biti i veće u narednoj godini.

Shodno tome, neophodno je već u toku ove godine otpočeti sa sprovođenjem tzv. strukturnih reformi, i to u domenu javnih preduzeća, penzijskog sistema, obrazovanja, zdravstvenog osiguranja, javne uprave i dr., koje bi imale za cilj smanjenje izdataka (u 2014. i narednim godinama) i povećanje efikasnosti i kvaliteta usluga ovih delatnosti. Osim toga, neophodno je pojačati koordinaciju između Vlade i Narodne banke Srbije u pogledu kontrole i upravljanja rizicima vezanim za bankarski sektor, jer se procenjuje da postoji mogućnost da i u narednoj godini potreba za intervencijom države u bankarskom sektoru dovede do realizacije značajnih fiskalnih rizika.

U prethodnim godinama u Srbiji je izrađen značajan broj studija i strategija, zasnovanih na savremenim metodama i dobroj uporednoj praksi, koje daju strateški okvir za sprovođenje strukturnih reformi (reforme poreskog sistema, suzbijanje sive ekonomije, reforma tržišta rada, reforma sistema obrazovanja i zdravstvene zaštite i sl.), kao i niz operativnih mera koje bi u tom pogledu trebalo sprovesti. Takve studije i strategije predstavljaju za početak dovoljnu osnovu za dizajniranje i pokretanje relevantnih reformi, tako da u narednom periodu ne bi trebalo trošiti suviše vremena i resursa na ponovne analize i osmišljavanje programa tih reformi, već bi aktivnosti trebalo usmeriti pre svega na njihovo sprovođenje.

Analiza dinamike i strukture javnih prihoda i javnih rashoda

Javni prihodi u Q2 su i dalje znatno niži nego pre godinu dana, mada postoje znaci sporog oporavka

U Q2 2013. nastavljen je znatan realan pad javnih prihoda u odnosu isti period prethodne godine (za 3,2%). Iako su realni sezonski prilagođeni javni prihodi u Q2 zabeležili rast u odnosu na prethodni kvartal (za 3,3%), to ne ukazuje na trajniji oporavak prihoda, budući da taj rast većim delom predstavlja posledicu delovanja specifičnih i jednokratnih faktora. Naime, rast prihoda ostvaren u Q2 posledica je delovanja nekoliko faktora: nastavak blagog oporavka privredne aktivnosti, blaga realna depresijacija dinara, vremenska realokacija prihoda (npr. od PDV) iz Q1 u Q2 usled promene sistema administriranja poreza.

Prihodi od PDV su neznatno niži u odnosu na isti period prethodne godine, ali su značajno veći u odnosu na Q1 – usled dejstva jednokratnih faktora

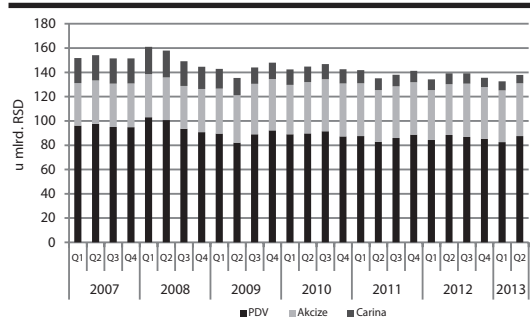
Realni prihodi od PDV su u odnosu na Q2 prethodne godine zabeležili blagi realan pad (za 0,6%), dok je u odnosu na prethodni kvartal zabeležen realan rast (za 6%). Blagi pad realnih prihoda od PDV u odnosu na isti kvartal prethodne godine posledica je restrukturiranja domaće privrede od domaće tražnje ka izvozu (videti Poglavlje 2 posvećeno privrednoj aktivnosti). Mada je restrukturiranje privrede markoeekonomski pozitivna tendencija ono negativno utiče na naplatu poreza, a može se očekivati da će se ovaj proces nastaviti i u budućnosti, kao posledica sporijeg rast domaće tražnje od rasta BDP². Drugi razlog za stagnaciju prihoda od PDV je snažna realna aprecijacija dinara u prvoj polovini tekuće godine u odnosu na isti period prethodne godine – ovaj efekat je vrlo važan jer se oko 2/3 PDV naplaćuju pri uvozu. Kreatori ekonomske politike treba da imaju u vidu na naglo obaranje inflacije i jačanje dinara donosi manje poreske prihode, pa se smanjivanje fiskalnog deficita u tom slučaju ostvaruje isključivo preko smanjenje nominalnih rashoda. Ovo je važna promena u Srbiji gde je u prošlosti fiskalna konsolidacija često ostvarivana preko nešto više inflacije koje je donosila više poreske prihode i obezvređivala realne rashode. Rast prihoda od PDV u Q2 u odnosu na Q1 posledica je izmena u sistemu administriranja i

¹ Videti analize i procene Fiskalnog saveta

² U nekoliko brojeva QM, tokom prethodnih godina pisali smo o tome kako će smanjenje domaće tražnje i rast izvoza uticati na pad prihoda od PDV pisali smo. S obzirom da je ovaj proces bio nužan (inače bi usledila platnobilnsna kriza), pad prihoda od PDV po ovom osnovu je bio predvidiv.

naplate PDV, blage realne depresijacije kursa dinara u Q2 i blagog rasta privredne aktivnosti. Od januara je znatno izmenjen sistem administriranja i plaćanja PDV, što je dovelo do odlaganja plaćanja znatnog dela ovog poreza iz marta u april. Blagi oporavak domaće tražnje u Q2 (videti poglavlje o privrednoj aktivnosti) takođe je imao pozitivne efekte na kretanje prihoda od PDV u

Grafikon T 6-6. Srbija: Kretanje realnih konsolidovanih desezoniranih prihoda od poreza na potrošnju (u cenama iz 2012.)



Izvor: Obračun QM-a

tom kvartalu. Iako je od strane Poreske uprave najavljeno intenziviranje aktivnosti usmerenih na otkrivanje i kažnjavanje utaje poreza (u vezi sa tim je najavljena i akcija kontrole izdavanja fiskalnih računa), procenjuje se da je efekat povećanja stepena naplate poreza na kretanje ukupnih poreskih prihoda, pa i prihoda od PDV u Q2 bio vrlo ograničen. Ipak, s obzirom da je rast prihoda od PDV nastavljen i u julu (realni desezonirani prihodi porasli za 1,1% u odnosu na jun), postoji mogućnost da su povećani naponi Poreske uprave na naplati poreza dali određene efekte u julu, ali će preciznija ocena o toga biti moguća tek nakon što budu bili dostupni podaci za narednih par meseci.

Prihodi od akciza znatnije rastu

Realni desezonirani prihodi od akciza su u Q2 2013. umereno povećani (za 2,1%) u odnosu na prethodni kvartal, a značajan rast (od 20,1%) je zabeležen i u odnosu na isti kvartal 2012. godine. Rast akciza u odnosu na prethodnu godinu je posledica povećanja akciza, dok je rast u odnosu na prethodni kvartal posledica blage realne depresijacije kursa dinara prema evru, kao i nešto ranije naplate akciza na pojedine proizvode u odnosu na uobičajenu dinamiku, a može ukazivati i na suzbijanje sive ekonomije u prometu određenih akciznih proizvoda (npr. rezanog duvana i sl.).

...dok prihodi od carina nastavljaju znatan pad

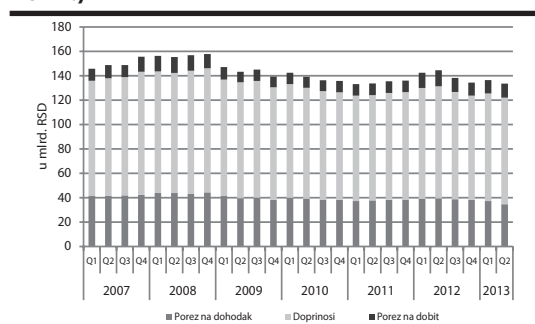
Prihodi od carina (realni, desezonirani) su u Q2 znatno opali (za 6,1%) u odnosu na prethodni kvartal, što predstavlja nastavak višegodišnjeg trenda. Pad prihoda od carina predstavlja posledicu daljeg snižavanja carinskih stopa na uvoz robe iz Evropske unije (dodatno sniženje prema Sporazumu o stabilizaciji i pridruživanju je izvršeno u februaru 2013. tako da je obuhvatilo dva meseca prvog kvartala i sva tri meseca drugog kvartala 2013.). Procenjuje se da bi pad prihoda od carina bio i veći da u Q2 nije došlo do blage depresijacije kursa dinara, kao i do daljeg rasta proizvodnje u automobilskoj i naftnoj industriji, koje znatan deo sirovina, materijala i drugih ulaznih komponenti nabavljaju u inostranstvu.

...kao i prihodi od poreza na dohodak i doprinosa, koji opadaju usled smanjenja realnih dohodaka

Prihodi od poreza na dohodak građana su u Q2 (realno, desezonirano) znatno opali (za 6,8%) u odnosu na prethodni kvartal, dok su prihodi od doprinosa zabeležili blaži pad (od 1%). Posmatrano u odnosu na isti period 2012. prihodi od poreza na dohodak su znatno realno opali (za 12,3%), dok su prihodi od doprinosa blago opali (za 4,4%). Na kretanje prihoda od poreza na dohodak i doprinosa u Q2 uticao je dalji realan pad dohodaka, promena sistema oporezivanja zarada, a moguće i dalje povećanje sive ekonomije u domenu zapošljavanja. Razlika u dinamici prihoda od poreza na dohodak i doprinosa posledica je pre svega promene u sistemu oporezivanja zarada. Tako je sniženje stope poreza na zarade za 2 procentna poena, i povećanja neoporezivog dela zarada, počev od 1. juna 2013. godine uticalo na znatan pad prihoda od poreza na dohodak građana. S druge strane, i pored povećanja stope doprinosa za penzijsko i invalidsko osiguranje za 2 procentna poena počev od juna 2013. u Q2 je zabeležen pad prihoda od doprinosa u odnosu na prethodni kvartal, što predstavlja posledicu daljeg pada realnih dohodaka (realna masa zarada u javnom sektoru, koja čini gotovo polovinu ukupne mase zarada u Srbiji, opala je u Q2 za 2,9% u odnosu na prethodni kvartal, a slična kretanja beleže se i u privatnom sektoru). Ovakva kretanja prihoda od poreza na dohodak i doprinosa takođe ukazuju na izostanak vidljivih efekata najavljenih aktivnosti Poreske uprave na povećanju naplate poreza i doprinosa.

Prihodi od poreza na dobit u Q2 su znatno manji nego u prethodnoj godini

Grafikon T 6-7. Srbija: Kretanje realnih konsolidovanih desezoniranih prihoda od poreza na faktore proizvodnje (u cenama iz 2012.)



Izvor: Obračun QM-a

će u 2013. godini ona biti oporeziva po stopi od 15%. Takođe, dospeće za plaćanje značajnijih iznosa kamata ili dividendi od strane privrede prema inostranstvu moglo je uticati na rast priliva po osnovu poreza po odbitku koji se plaća na ove isplate. U 2013. godini veći deo privrede je u recesiji, zbog čega se ne može očekivati rast profitabilnosti iz tekućeg poslovanja. Međutim realna aprecijacije dinara će stvoriti pretežno obračunske, a manje stvarne dobitke po osnovu kursnih razlika, zbog čega će ukupna dobit u 2013. godini značajno porasti – pod uslovom da se aprecirani kurs održi do kraja godine.

Ostali poreski prihodi (realni desezonirani) su u Q2 zabeležili umereni rast (za 2,6%) u odnosu na Q1, što može predstavljati posledicu povećanja napora lokalnih zajednica na naplati lokalnih javnih prihoda, pre svega kroz povećanje obuhvata i iskorišćenosti zakonskih mogućnosti za oporezivanje imovine, na šta su podstaknute usled gubitka dela prihoda od poreza na zarade i drugih kvazifiskalnih dažbina. Neporeski prihodi (realni, desezonirani) su u Q2 zabeležili znatan rast (za 13,5%) u odnosu na prethodni kvartal, što predstavlja posledicu naplate određenih potraživanja države po ovom osnovu, ali i činjenice da je osnovica za poređenje bila niska, s obzirom da su ovi prihodi u prethodnom kvartalu zabeležili znatan pad.

Javni rashodi u Q2 snažno opadaju u odnosu na isti kvartal prethodne godine, ali su nešto veći nego u „normalnim“ godinama, kao i u odnosu na Q1 tekuće godine

Javni rashodi su u Q2 realno niži za 6,6% u odnosu na isti kvartal prethodne godine, ali ipak realno (desezonirano) veći nego u Q1. Smanjenja rashoda u odnosu na prošlu godinu je jednim delom posledica vrlo visokog nivoa koje su javni rashodi imali u predizbornom (drugom) kvartalu 2012. godine. Drugi razlog smanjenja javnih rashoda je u tome što je za veći deo javnih rashoda u budžetu za 2013. godinu planiran skroman nominalni rast, što je u uslovima relativno visoke međugodišnje inflacije (videti poglavlje 5), dovelo do značajnog realnog smanjenja rashoda. S obzirom da je prethodna godina zbog visokog predizbornog trošenja u određenoj meri „neregularna“, realni nivo javne potrošnje u Q2, povremeno će se porediti i sa relativno standardnom 2011. godinom. Tako su ukupni javni rashodi u Q2 2013. bili realno veći (za 1,9%) u odnosu na Q2 2011, a sličan realan rast (za 1,1%) je zabeležen i u odnosu na prethodni kvartal (Q1 2013). Blagi rast ukupnih javnih rashoda u Q2 u odnosu na Q1 posledica je snažnog rasta rashoda na kamate i blagog rasta rashoda na penzije, dok su sve ostale vrste javnih rashoda zabeležile pad.

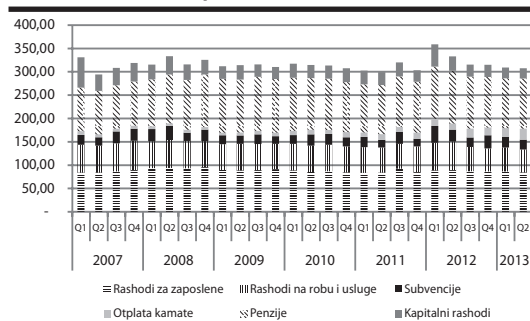
...usled snažnog rasta rashoda na kamate...

Realni desezonirani rashodi za kamate su u Q2 snažno porasli za (27,1%) u odnosu na prethodni kvartal, dok je taj rast u odnosu na isti kvartal 2012. godine još snažniji (86,3%). Rast rashoda kamata posledica je opšteg trenda uzrokovanog povećanjem nivoa zaduženosti zemlje i povećanjem rizika zemlje, kao i delovanja jednokratnih faktora. Tako je značajan rast rashoda na kamate u Q2 u većoj meri posledica dospeća za plaćanje kamate na dug prema Pariskom i Londonskom klubu poverilaca (u aprilu), kao i dospeća (takođe u aprilu) za naplatu šestomesečnih kupona na evroobveznice emitovane u novembru 2012. godine. Osim toga, opšti trend rasta rashoda na kamate (procenjuje se da će taj rast iznositi oko 0,4% BDP godišnje) posledica je i povećanja nivoa zaduženosti zemlje. Na rast rashoda kamata takođe je uticala i blaga realna depresijacija kursa dinara tokom Q2, kao i pogoršanje opštih uslova zaduživanja zemlje (na šta ukazuje rast EMBI indeksa i stope prinosa na evroobveznice Republike Srbije).

Realni desezonirani prihodi od poreza na dobit realno su manji u odnosu na isti period prethodne godine za 7,9%, dok su zabeležili su u Q2 2013. godine rast (za 5,4%) u odnosu na prethodni kvartal. Pad prihoda u odnosu na prethodnu godinu posledica je pre svega pada privredne aktivnosti i slabih finansijskih rezultata privrede u prethodnoj godini. Rast prihoda od poreza na dobit u Q2, kada se vrši plaćanje konačne poreske obaveze za 2012. godinu, može predstavljati posledicu vremenskog razgraničenja prihoda i rashoda na način koji omogućava iskazivanje veće dobiti u 2012, a manje u 2013. godini, budući da je dobit preduzeća ostvarena u 2012. godini oporeziva po stopi od 10%, dok

...i blagog rasta rashoda na penzije...

Grafikon T 6-8. Srbija: Kretanje konsolidovanih desezoniranih javnih rashoda (u cenama iz 2012.)



Izvor: Obračun QM-a

...dok sve ostale vrste javnih rashoda umereno opadaju

jednokratne pomoći penzionerima, kao i pomenute indeksacije.

Realni desezonirani rashodi na zaposlene su u Q2 umereno opali (za 2,9%) u odnosu na Q1, a umeren realan pad (za 5,7%) je zabeležen i u odnosu na Q2 2012. Najavljena sporija indeksacija zarada u oktobru tekuće godine i u narednoj godini doprineće blagom realnom (i relativnom) padu rashoda za zaposlene, ali se značajnije uštede na ovoj poziciji, koje su neophodne za osetnije smanjenje fiskalnog deficita, moguće tek uz sprovođenje sistematskih mera racionalizacije broja zaposlenih u javnom sektoru (pre svega u obrazovanju, zdravstvu i javnoj administraciji) i redefinisivanja sistema zarada zaposlenih u javnom sektoru.

Realni desezonirani rashodi za robu i usluge su u Q2 takođe umereno opali (za 3,9%) u odnosu na prethodni kvartal, dok su rashodi na subvencije zabeležili znatniji pad (za 7,5%). Smanjenje rashoda na robu i usluge predstavlja između ostalog, i posledicu ušteta na određenim diskrecionim rashodima, što se ocenjuje kao opravdano u meri u kojoj ne dovodi u pitanje normalno funkcionisanje javnih službi. Ipak, procenjuje se da se određene systemske uštede na rashodima za robu i usluge mogu ostvariti jedino unapređenjem efikasnosti sistema javnih nabavki, kao i sistema odlučivanja o izboru prioriteta nabavki, dok su dometi ušteta zasnovanim na ograničavanju diskrecionih rashoda ograničeni i privremeni. Kretanja rashoda na robu i usluge u Q2 potvrđuju procene iznete u prethodnim brojevima QM, kao i od strane Fiskalnog saveta, da će uštede po osnovu primene novog Zakona o javnim nabavkama, ipak biti znatno manje od 600 miliona evra godišnje.

Usporavanje rashoda na subvencije posledica je smanjenja subvencija za investicije i zapošljavanje, kao i za određena javna preduzeća, do kojeg je došlo usled opredeljenja Vlade da uštede na rashodima na subvencije predstavljaju jedan od osnovnih mehanizama fiskalne konsolidacije u tekućoj godini, što se ocenjuje kao ekonomski opravdano, ali je potrebno da bude praćeno drugim reformama usmerenim na ekonomsku konsolidaciju javnih preduzeća i unapređenje opštih uslova poslovanja.

Kapitalni rashodi (realni, desezonirani) u Q2 nastavljaju umeren pad (za 4,2%), usled odlaganja realizacije određenih projekata uzrokovanog sporijim prilivom javnih prihoda. U odnosu na Q2 2012. kapitalni rashodi su realno manji za čak 30,2%. Tako su kapitalni rashodi u Q2 2013. iznosili svega 1,8% kvartalnog BDP, što je znatno manje od kvartalnog fiskalnog deficita. To ukazuje da je u Q2 došlo do daljeg pogoršanja neto imovinske pozicije zemlje, jer gotovo 2/3 fiskalnog deficita proizilazi iz finansiranja tekuće potrošnje, što znači da se teret te tekuće potrošnje prevlađuje na buduće generacije. S obzirom da kapitalni rashodi imaju veći pozitivan uticaj na privredni rast od bilo koje druge kategorije javnih rashoda, pri čemu je osnovna infrastruktura u zemlji relativno nerazvijena, procenjuje se da bi bilo ekonomski opravdano u narednom periodu povećati kapitalne rashode, uz značajnije smanjenje tekućih javnih rashoda. Pri tome je neophodno unaprediti sistem za odabir prioriteta za finansiranje, kako bi se iz ograničenih sredstava ostvarili maksimalni pozitivni efekti.

Analiza fiskalnih kretanja po nivoima države

Najveći pad prihoda zabeležen na lokalnom nivou, usled smanjenja poreza na zarade i reforme sistema kvazifiskalnih dažbina

Iako je realan pad prihoda u Q2 2013. godine (u odnosu na isti kvartal prethodne godine) bio zabeležen na svim nivoima države, taj pad je bio najveći na lokalnom nivou, zbog smanjenja stope poreza na zarade sa 12% na 10% i povećanja neoporezivog dela zarade, počev od juna, kao i usled reforme sistema kvazifiskalnih dažbina u Q3 2012. (vidi Prilog 3).³ S obzirom da su se u Q2 efekti smanjenja poreza na zarade ostvarili samo u jednom mesecu, može se očekivati nastavak pada ovih prihoda lokalnih zajednica i u narednom periodu. Smanjenjem poreza na zarade je *de facto* neutralisan deo negativnih efekata fiskalne decentralizacije sprovedene 2011. godine, što se ocenjuje kao ekonomski opravdano. Osim toga, reforma sistema kvazifiskalnih dažbina je dovela do pada ostalih poreskih prihoda lokalnih zajednica. Kako je ova reforma sprovedena još u Q3 2012. podaci ukazuju da je veći deo njenih efekata na nivo lokalnih prihoda iscrpljen (budući da je u Q2 zabeležen realan rast ovih prihoda u odnosu na Q1 tekuće godine). Ipak, budući da je pad prihoda lokalnih zajednica usled svih navedenih faktora značajan, može se očekivati da u narednom periodu bude povećan napor lokalnih zajednica ka većem iskorišćenju poreza na imovinu, kao instrumenta za prikupljanje lokalnih javnih prihoda, pre svega kroz širenje obuhvata i unapređenje sistema naplate. I pored toga, procenjuje se da će ove promene (kod oporezivanja zarada i reforme kvazifiskalnih dažbina) dovesti do povećanja fiskalnog deficita na lokalnom nivou u 2013. godini, a moguće i do problema u funkcionisanju pojedinih lokalnih zajednica, zbog toga što su početkom godine preuzete obaveze pod pretpostavkom da će prihodi biti veći.

...što je uticalo da i pad rashoda bude najveći na lokalnom nivou

Smanjenje javnih prihoda dovelo je do smanjenja rashoda svih nivoa države u Q2, pri čemu je to smanjenje bilo najveće na lokalnom nivou, što je posledica relativno značajnog smanjenja prihoda lokalnih zajednica. Iako se usmeravanje lokalnih zajednica ka smanjenju javnih rashoda, kroz uskraćivanje dela prihoda, ocenjuje kao ekonomski opravdano, kao nepovoljno se ocenjuje to što su lokalne zajednice najveće uštede ostvarile na kapitalnim rashodima, koji su u Q2 realno opali za 40,4% u odnosu na isti period prethodne godine, dok su uštede na manje produktivnim rashodima (kao što su rashodi za zaposlene i sl.) bile znatno manje. To potvrđuje predviđanja izneta u QM prilikom ocene predloženih mera fiskalne decentralizacije u 2011. godini, da će lokalne zajednice dodatna sredstva pre svega koristiti za povećanje tekućih rashoda, a ne investicija, i da će to dovesti do sistemskog rasta lokalnih javnih rashoda tekućeg karaktera, koje će biti teško naknadno smanjiti. U tom smislu, preporučuje se oštija kontrola svrsishodnosti trošenja javnih prihoda na lokalnom nivou, kroz uslovljavanje transfera centralnog nivoa države punom iskorišćenošću poreza na imovinu i drugih lokalnih javnih prihoda, kao i kroz uslovljavanje transfera usklađivanjem kretanja rashoda na zarade zaposlenih na lokalnom nivou sa dinamikom njihovog kretanja na centralnom nivou države.

Analiza kretanja javnog duga

Javni dug Srbije na kraju jula 2013. iznosio je 19,08 milijardi evra (60,5% BDP-a)

Prema zvaničnim podacima Ministarstva finansija i privrede, na kraju jula 2013. ukupan javni dug Srbije iznosio je 19,08 milijardi evra (oko 60,5% BDP⁴), što je za oko 310 miliona evra manje nego na kraju Q1. U odnosu na isti period prethodne godine javni dug je povećan za 3,6 mlrd. evra, tj za 4,6% BDP.⁵ Vrlo brz rast javnog duga u prethodnih godinu dana rezultat je prvenstveno visokog fiskalnog deficita u drugoj polovini prethodne i prvoj polovini ove godine, odobravanje garancija za kredite državnih preduzeća i troškova sanacije banaka. U prvim mesecima aktuelne Vlade rast javnog duga je bio visok i zbog izmirenja docnji, koje je ostavila prethodna Vlada. Pad javnog duga u periodu april-jul 2013. godine, posledica je činjenice da je fiskalni deficit u tom

³ Za analizu fiskalnih kretanja po nivoima države biće vršeno poređenje kretanja u Q2 2013. i Q2 2011. i pored toga što su kretanja u prvoj polovini prethodne godine bila pod uticajem izbornog perioda, jer su se u 2012. ostvarili efekti fiskalne decentralizacije sprovedene polovinom 2011. godine.

⁴ Procena QM izvršena je na osnovu poređenja nominalnog javnog duga i sume BDP u Q2 2013. i prethodna tri kvartala (što je u skladu sa međunarodno uporedivom metodologijom), dok se procena Ministarstva finansija i privrede zasniva na poređenju nominalnog javnog duga i procenjenog BDP za 2013. godinu, što je ekonomski pogrešno, a nije u skladu ni sa međunarodno opšte prihvaćanom metodologijom.

⁵ Iznos od 3,6 mlrd. evra jednak je približno 12% BDP, međutim relativno povećanje javnog duga (Q2 2013 u odnosu na Q2 2012) je bilo znatno manje zbog toga što je u tom periodu zabeležena snažna realna aprecijacija dinara prema evru (od preko 10%).

Pad javnog duga u periodu april-jul bio je privremenog karaktera

periodu finansiran iz prethodno akumuliranih depozita, te da su pomenuta akumulirana sredstva iskorišćena i za otplatu glavnice dugova dospelih za plaćanje u ovom periodu.

Pad nivoa zaduženosti zemlje u periodu april-jul isključivo je posledica činjenice da su fiskalni deficit i dospеле obaveze po osnovu glavnice duga u ovom periodu finansirane iz sredstava prikupljenih emisijom evroobveznica i drugim zaduživanjima u prethodnim mesecima i ne može se tumačiti kao indikator oporavka javnih finansija ili početak trenda smanjenja nivoa zaduženosti zemlje. Budući da je znatan deo sredstava prikupljenih emisijama evroobveznica u prethodnim kvartalima već potrošen, u narednom periodu će biti neophodno obezbediti nove značajne pozajmice (bilo kroz emisiju evroobveznica ili kroz direktno zaduživanje kod finansijskih institucija ili drugih država) iz kojih će se finansirati deficit i dospеле obaveze u narednim kvartalima. Nakon zaključenja tih kreditnih aranžmana doćiće do osetnijeg rasta nivoa zaduženosti zemlje, u nominalnom i relativnom smislu, kao % BDP.

S obzirom da se fiskalni deficit u Srbiji najvećim delom finansira putem zaduživanja (jer su prihodi od privatizacije niski i ne očekuje se njihov trajniji rast u narednom periodu), veza između fiskalnog deficita i javnog duga je neraskidiva. Nužni ulovi za usporavanje, a potom i za zaustavljanje rasta javnog duga su smanjenje fiskalnog deficita, ograničavanje odobravanja garancija i minimizacija rizika rasta javnog duga zbog probleme u bankarskom sektoru.

Tabela T6-9. Srbija: Javni dug¹ 2000-2013.

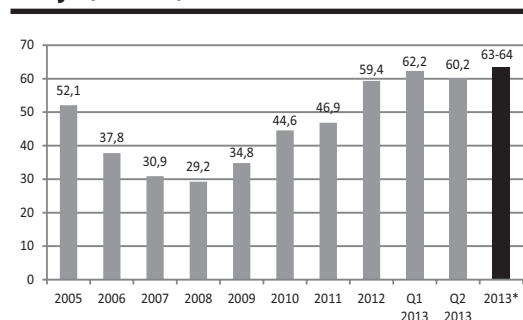
	Kretanje javnog duga Republike Srbije u milijardama evra											
	2000	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Q1 2013	Q2 2013	Jul-13
I. Ukupne direktne obaveze	14,17	9,62	8,58	8,03	7,85	8,46	10,46	12,36	15,07	16,61	16,0	16,2
Unutrašnji dug	4,11	4,26	3,84	3,41	3,16	4,05	4,57	5,12	6,5	6,7	6,5	6,5
Spoljni dug	10,06	5,36	4,75	4,62	4,69	4,41	5,89	7,24	8,6	9,9	9,5	9,7
II. Indirektne obaveze	-	0,66	0,80	0,85	0,93	1,39	1,71	2,11	2,60	2,78	2,9	2,9
III. Ukupan javni dug (I+II)	14,17	10,28	9,38	8,88	8,78	9,85	12,17	14,47	17,67	19,39	18,9	19,1
Javni dug / BDP² (MF)	169,3%	50,2%	36,2%	29,4%	25,6%	31,3%	41,5%	45,1%	59,3%	57,7%	57,4%	57,7%
Javni dug / BDP (QM)³	169,3%	52,1%	37,8%	30,9%	29,2%	34,8%	44,6%	46,9%	59,4%	62,2%	60,2%	60,5%

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

Od aprila indirektan dug nastavlja da raste, dok direktan dug privremeno opada

Smanjenje ukupnog javnog duga u periodu april-jul rezultat je smanjenja direktnih obaveza države (za 390 miliona evra) i daljeg povećanja indirektnih obaveza (za 80 miliona evra). Iako je u periodu april-jul došlo do usporavanja prirasta indirektnog (garantovanog) duga države, tako da je on u proseku mesečno rastao za 20 miliona evra, dok je u prethodnim kvartalima u proseku rastao za po 50 miliona evra mesečno, ocenjuje se da je prirast garantovanog duga u periodu april-jul i dalje relativno visok, jer bi u slučaju nastavka takvog trenda godišnji prirast garantovanog duga iznosio blizu 1% BDP. Stoga je neophodno da se Vlada striktno pridržava ograničenja na odobravanje garancija, koje je usvojila tokom ove godine, a bilo bi dobro da se uvede ograničenje i na maksimalni iznos garancija koje Vlada može da odobri u toku jedna godine (npr. 0,5% BDP). Sporazum o strateškom partnerstvu Jat Ervejza i kompanije Etihad, koji bi trebalo da

Grafikon T 6-10: Kretanje javnog duga Srbije (% BDP)



Izvor: Obračun QM-a

obezbedi da nacionalna aviokompanija u narednim godinama posluje uspešno bez direktnih ili indirektnih subvencija države, predstavlja korak u dobrom smeru. Međutim, ovaj sporazum koji zahteva visoka ulaganje države (kupovina aviona), koja će se finansirati iz novih dugova, nije primenjiv na druga preduzeća, jer bi doveo do dodatnog zaduživanja države. Stoga je neophodno da se pri rešavanju statusa drugih preduzeća izbegne preuzimanje velikih obaveza od strane države. Osim toga, nije opravdano da se država zadužuje da bi finansirala investicije u oblastima koje se mogu prepustiti privatnom sektoru, kao što je to slučaj sa elektroprivredom.

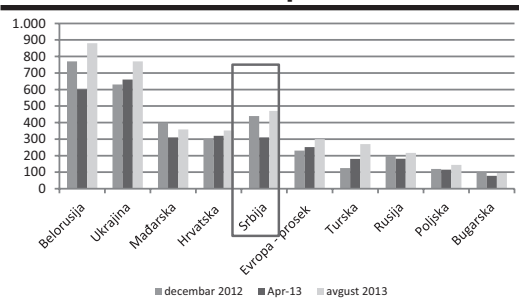
Zamena skupih kredita jeftinim za sada je malo verovatna

U okviru mera na unapređenju upravljanja javnim finansijama nakon rekonstrukcije Vlade Srbije, najavljeno je refinansiranje postojećih skupih kredita novim zajmovima, pod povoljnijim uslovima. Zbog pogoršanja stanja na međunarodnom finansijskom tržištu, nepovoljne fiskalne pozicije Srbije (visok deficit i javni dug) ocenjujemo da za sada ne postoji mogućnost za takvo restrukturiranje javnog duga na tržištu. Na osnovu dosadašnjeg iskustva ocenjujemo da je malo verovatno da se takav reprogram realizuje i u okviru nekog nekomercijalnog međudržavnog aranžmana. Ocenjujemo da bi sveobuhvatan reprogram dugova bio moguć pod pokroviteljstvom MMF, a tome bi morala da prethodi oštra fiskalna konsolidacija i sporazum sa MMF. Međutim, takav reprogram bio opravdan samo u krajnjoj nuždi, jer bi on podrazumevao implicitno priznavanje bankrota države. Stoga bi za Srbiju bilo bolje da popravi svoju fiskalnu poziciju i smanji premiju na rizik, a da potom na tržištu skupe kredite zameni jeftinijim, a kratkoročne kredite dugoročnim.

Nepovoljna fiskalna kretanja utiču na rast rizika ulaganja u obveznice Republike Srbije

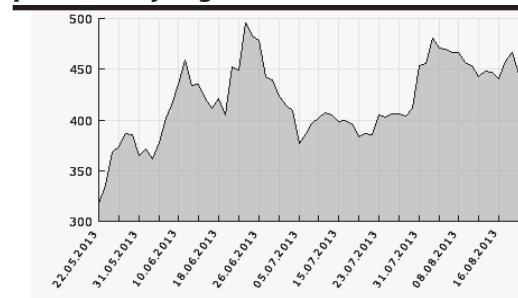
U periodu od aprila do avgusta 2013. došlo je do rasta prinosa/rizika na državne obveznice Srbije, merenog *Emerging Markets Bond Indeksom* (EMBI) sa oko 310 baznih poena (početkom maja), na preko 470 baznih poena (u avgustu). Iako je u datom periodu došlo do opšteg rasta vrednosti EMBI i u drugim zemljama Centralne i Istočne Evrope (u proseku za 25%), taj rast je u Srbiji bio među najvećima u relativnom smislu (i iznosio je oko 52%). Stoga se zaključuje da je rast rizika/prinosa na ulaganje u obveznice većim delom posledica nepovoljnih fiskalnih kretanja i odsustva dovoljno sveobuhvatnog skupa mera fiskalne konsolidacije u Srbiji, a u određenoj meri i posledica opštih kretanja na svetskom tržištu.

Grafikon T6-11. Srbija i odabrane države Centralne i Istočne Evrope: EMBI



Izvor: Internet stranica www.cbonds.info Izvor: Internet stranica www.cbonds.info

Grafikon T6-12. Srbija: Kretanje EMBI u periodu maj-avgust 2013.



Izvor: Internet stranica www.cbonds.info Izvor: Internet stranica www.cbonds.info

Pod pretpostavkom da ne dodje do značajnijih promena u makroekonomskim i fiskalnim tokovima, javni dug na kraju 2013. će iznositi oko 63-64% BDP

Pod pretpostavkom da fiskalni deficit u Srbiji u 2013. godini iznosi oko 5,5-6% BDP-a, te da država u 2013. ne vrši dodatno značajno zaduživanje unapred, a da se ostale makroekonomske varijable kreću u skladu sa zvaničnim projekcijama (realan rast BDP od 2%, prosečna godišnja stopa inflacije u 2013. u odnosu na 2012. od oko 10%, a međugodišnja stopa inflacija na kraju godine oko 5-6%), i da ne dođe do značajnije promene realnog kursa dinara prema evru, te da se zadrži postojeća dinamika u kretanju indirektnih obaveza države, procenjuje se da bi javni dug Srbije na kraju 2013. mogao iznositi oko 63-64% BDP. Značajnije odstupanje bilo koje od navedenih varijabli dovelo bi do odstupanja nivoa javnog duga u odnosu na navedenu projekciju. Pri tome se procenjuje da se najveći rizici da javni dug premaši navedeni iznos odnose na: *i*) rizik značajnije oscilacije kursa dinara krajem godine, *ii*) eventualnu potrebu da država ponovo interveniše u bankarskom sektoru, *iii*) dalje pogoršanje fiskalnih tokova usled nepotpunog sprovođenja plana predviđenog rebalansom budžeta, *iv*) ponovno ubrzanje rasta garantovanog duga usled urgentne potrebe nekog od javnih preduzeća, *v*) odluke države da do kraja godine izvrši značajnije zaduživanje unapred radi finansiranja deficita u narednoj godini. Dok su mogućnosti za kontrolu kursnog rizika u kratkom roku ograničene, ostalim navedenim rizicima država može u znatnoj meri da upravlja, zbog čega je neophodno u narednom periodu vršiti njihovo sistematsko praćenje i unapred utvrditi mere koje bi u relativno kratkom roku bile primenjene u slučaju naznaka da se neki od navedenih rizika realizuju.

Prilozi

Prilog 1. Srbija: međugodišnje realno kretanje konsolidovanog bilansa sektora države¹⁾, 2008-2013.

	2008	2009	2010	2011	2012				2013				
					Q1	Q2	Q3	Q4	Q1-Q4	Q1	Q2	Q1-Q2	Q2 2013-Q2 2011
I UKUPNI PRIHODI	3,3	-8,7	-1,5	-4,6	1,7	4,8	-0,8	-3,2	0,6	-5,8	-3,2	-4,5	1,3
1. Tekući prihodi	3,5	-9,1	-1,5	-4,4	1,7	4,5	-0,9	-4,4	0,1	-6,2	-2,9	-4,6	1,3
Poreski prihodi	3,7	-8,8	-2,5	-4,1	1,9	5,3	1,9	-4,4	1,0	-4,2	-2,1	-3,1	3,0
Porez na dohodak	6,3	-10,8	-3,9	-2,9	4,6	4,6	1,3	-1,6	2,1	-4,9	-12,3	-8,9	-8,4
Porez na dobit	18,5	-27,0	-3,6	3,9	51,5	39,9	25,4	15,0	35,1	-28,2	-7,9	-21,5	28,7
PDV	2,5	-10,2	-0,7	-4,0	-4,0	6,9	0,9	-3,7	0,0	-2,1	-0,6	-1,4	6,1
Akcize	0,7	11,6	4,2	0,6	-5,7	-3,0	8,5	-7,0	-1,2	9,5	20,1	15,2	16,4
Carine	1,8	-32,4	-14,9	-21,5	-18,6	-8,6	-11,4	-17,6	-14,0	-15,3	-20,5	-18,1	-27,4
Doprinosi	4,3	-7,0	-6,5	-3,9	4,8	6,1	0,7	-3,4	1,9	-3,0	-4,4	-3,7	1,3
Ostali poreski prihodi	-2,3	-4,9	14,5	-15,2	-9,7	7,6	-12,0	-19,2	-8,8	-14,2	-15,6	-15,0	-9,4
Neporeski prihodi	2,6	-11,3	5,8	-6,1	0,1	-1,1	-19,0	-4,3	-6,2	-22,0	-9,4	-15,4	-10,5
2. Kapitalni prihodi	-76,8	-41,4	-66,8	468,2	124,1	259,1	176,7	373,3	304,5	159,3	-63,5	11,0	30,9
II UKUPNI RASHODI	4,5	-4,8	-1,7	3,3	10,3	9,2	-2,9	1,5	4,3	-10,5	-6,6	-8,5	1,9
1. Tekući rashodi	6,9	-3,3	-2,2	3,1	8,2	9,3	-1,7	1,4	4,1	-7,3	-5,1	-6,2	3,5
Rashodi za zaposlene	10,9	-6,0	-5,9	0,4	6,6	6,3	-5,7	1,4	2,0	-2,1	-5,7	-4,0	0,1
Kupovina roba i usluga		-5,7	-0,3	4,3	9,4	15,0	-2,3	-11,4	1,5	-13,4	-20,3	-17,2	-8,4
Otplata kamata	-2,8	-5,7	-0,3	17,4	48,1	6,6	93,4	23,4	41,9	9,8	86,3	45,2	98,3
Subvencije	-13,3	19,0	40,6	7,4	42,6	56,4	-36,2	82,9	29,1	-24,6	-20,6	-22,6	24,0
Socijalni transferi	10,1	-26,0	13,9	5,8	3,8	2,9	-0,3	-6,1	-0,1	-6,4	-2,6	-4,4	0,1
od čega: penzije ⁵⁾	9,5	2,2	-3,9	3,9	8,4	7,4	3,1	-0,5	4,4	-4,8	-4,1	-4,5	2,8
Ostali tekući rashodi	14,9	6,7	-6,1	23,9	-17,1	36,8	12,2	11,8	9,9	-24,1	-26,5	-25,6	0,4
2. Kapitalni rashodi	-4,3	-6,7	-11,8	5,3	48,7	8,3	-14,9	2,3	6,0	-53,6	-30,2	-42,7	-24,5
III OTPLATE DOMAĆIH DUGOVA, BUDŽETSKI KREDITI I DOKAPITALIZACIJE	12,3	-2,4	35,2	-25,6	-18,3	-45,2	-54,7	-26,3	-37,9	-41,9	-37,6	-39,6	
IV UKUPNI RASHODI, GFS (II+III)	4,6	-4,8	-1,1	-3,8	9,8	7,7	-3,5	1,2	3,6	-10,9	-7,0	-8,9	

Izvor: Tabela P-6 u Analitičkom prilogu.

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

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

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

4) Procena FREN. Videti tabelu P-6 u Analitičkom prilogu za objašnjenje.

5) Odnosi se samo na izdatke za tekuće penzije.

Napomena:

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

Prilog 2. Srbija: konsolidovani bilans sektora države¹⁾, 2008-2013.

	2008	2009	2010	2011	2012				2013			
					Q1	Q2	Q3	Q4	Q1-Q4	Q1	Q2	Q1-Q2
I UKUPNI PRIHODI	1.145,9	1.146,5	1.223,4	1.302,5	312,6	339,7	355,1	398,0	1.405,4	330,0	362,4	692,4
1. Tekući prihodi	1.143,1	1.139,2	1.215,7	1.297,9	311,7	337,7	354,0	390,4	1.393,8	327,3	361,3	688,6
Poreski prihodi	1.000,4	1.000,3	1.056,5	1.131,0	276,3	298,1	315,6	335,9	1.225,9	296,4	321,8	618,1
Porez na dohodak	136,5	133,5	139,1	150,8	35,8	41,2	41,4	46,7	165,3	38,2	39,8	78,0
Porez na dobit	39,0	31,2	32,6	37,8	22,9	10,9	10,3	10,7	54,8	18,4	11,0	29,4
PDV	301,7	296,9	319,4	342,4	79,7	90,1	94,4	103,3	367,5	87,3	98,7	186,1
Akcize	110,1	134,8	152,2	170,9	34,6	40,6	54,9	51,0	181,1	42,5	53,7	96,2
Carine	64,8	48,0	44,3	38,8	7,7	9,0	9,3	9,8	35,8	7,3	7,9	15,2
Doprinosi	312,7	318,8	323,0	346,6	85,9	94,6	94,5	103,9	378,9	93,4	99,7	193,0
Ostali poreski prihodi	35,6	37,1	46,0	43,5	9,7	11,7	10,8	10,4	42,6	9,3	10,9	20,2
Neporeski prihodi	142,7	138,8	159,2	166,9	35,4	39,6	38,4	54,5	167,9	30,9	39,6	70,5
2. Kapitalni prihodi	1,4	0,9	0,3	2,0	0,6	1,3	0,8	6,0	8,7	1,9	0,5	2,4
	0,0											
II UKUPNI RASHODI	-1.195,7	-1.248	-1.329,9	-1.435,9	-362,8	-391,1	-389,2	-463,1	-1.606,2	-363,7	-402,7	-766,4
1. Tekući rashodi	-1.089,6	-1.155	-1.224,8	-1.324,8	-337,5	-368,6	-359,3	-414,6	-1.479,9	-350,5	-385,4	-735,9
Rashodi za zaposlene	-293,2	-302,0	-308,1	-342,5	-85,5	-94,4	-91,2	-103,6	-374,7	-93,8	-98,1	-191,9
Kupovina roba i usluga	-181,2	-187,4	-202,5	-216,3	-51,2	-62,9	-53,8	-67,7	-235,7	-49,6	-55,3	-104,9
Otplata kamata	-17,2	-187,4	-34,2	-44,8	-15,4	-13,4	-23,3	-16,2	-68,2	-18,9	-27,5	-46,4
Subvencije	-77,8	-22,4	-77,9	-80,5	-22,6	-25,2	-19,6	-44,2	-111,5	-19,0	-22,0	-41,1
Socijalni transferi	-496,8	-63,1	-579,2	-609,0	-154,9	-161,1	-163,5	-173,0	-652,5	-162,4	-173,0	-335,4
od čega: penzije ⁵⁾	-331,0	-556,4	-394,0	-422,8	-112,5	-117,8	-119,2	-124,1	-473,7	-119,9	-124,5	-244,4
Ostali tekući rashodi	-23,5	-387,3	-22,9	-31,7	-7,9	-11,7	-8,0	-9,8	-37,4	-6,7	-9,5	-16,2
2. Kapitalni rashodi ⁶⁾	-106,0	-24,0	-105,1	-111,1	-25,3	-22,5	-30,0	-48,6	-126,3	-13,2	-17,3	-30,4
	0											0,0
III OTPLATE DOMAĆIH DUGOVA, BUDŽETSKI KREDITI I DOKAPITALIZACIJE	-19,1	-20	-29,9	-24,9	-4,7	-5,7	-2,3	-3,9	-16,6	-3,1	-3,9	-6,9
IV UKUPNI RASHODI, GFS (II+III)	-1.214,8	-1.268,3	-1.359,8	-1.460,8	-367,5	-396,7	-391,6	-467,0	-1.622,8	-366,7	-406,6	-773,3

Izvor: Tabela P-6 u Analitičkom prilogu.

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

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

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

4) Procena FREN. Videti tabelu P-6 u Analitičkom prilogu za objašnjenje.

5) Odnosi se samo na izdatke za tekuće penzije.

Napomena:

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

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

	Q2 2013/Q2 2012			
	Konsolidovani budžet	Budžet Republike	RFZO	Lokalne samouprave
A Ukupni prihodi (I)+(II)	-3,2	-0,3	-4,3	-15,0
I Tekući prihodi (1)+(2)	-2,9	0,1	-5,2	-15,1
1. Poreski prihodi	-2,1	2,3	-6,4	-15,8
1.1. Carine	-20,5	-20,6	-	-
1.2. Porez na dohodak građana	-12,3	-9,6	-	-13,7
1.3. Porez na dobit pravnih lica	-7,9	-10,9	-	-
1.4. PDV	-0,6	-0,8	-	-
1.5. Akcize	20,1	20,0	-	-
1.6. Porezi na imovinu	-9,9	-	-	-9,9
1.9. Ostali poreski prihodi	-15,6	13,7	-	-40,3
1.10. Doprinosi za socijalno osiguranje	-4,4	0,0	-6,4	-
2. Neporeski prihodi	-9,4	-16,5	142,6	-12,9
II Kapitalni prihodi	-63,5	-	11,6	12,4
III Transferi sa ostalih nivoa države	-	-	-2,2	-16,9
IV Donacije	-33,5	-61,7	-	88,2
B Ukupni javni rashodi (I)+(II)+(III)+(IV)	-6,6	-5,2	-7,0	-15,2
I Tekući rashodi	-5,1	-4,6	-7,1	-9,7
1.1. Zarade	-5,7	-5,3	-7,8	-3,4
1.2. Kupovina roba i usluga	-20,3	-38,1	-5,9	-15,5
1.3. Otplata kamate	86,3	94,3	60,8	-7,1
1.4. Subvencije	-20,6	-27,0	-	-12,9
1.5. Socijalno osiguranje i socijalna pomoć	-6,4	15,3	-10,5	-4,4
1.6. Transferi ostalim nivoima vlasti	-	-7,4	-	-
1.7. Ostali tekući rashodi	-24,1	-41,4	59,3	-14,2
II Kapitalni rashodi	-53,6	-6,6	98,9	-40,4
III Strateške rezerve	40,9	17,5	-	64,2
IV Neto pozajmice	-41,9	-30,3	-	293,7

Izvor: Obračun QM-a
Indeks potrošačkih cena (Q4 2012/Q4 2011)

7. Monetarni tokovi i politika

Smanjivanje međugodišnje stope inflacije od početka godine i relativno stabilan kurs uz najavljenju reformu javnih finansija kreirali su pozitivno okruženje za nastavak relaksiranja monetarne politike. U slučaju da se narednom periodu ostvare očekivanja po pitanju deficita javnih finansija, NBS će imati nešto veći manevarski prostor za dodatno smanjenje referentne kamatne stope, koja bi preko uticaja na kamatne stope poslovnih banaka mogla barem delimično da pospeši nove kreditne plasmane. Iako je u Q2 repo stok smanjen, dinarska likvidnost u sistemu je ipak smanjena intervencijama NBS na međubankarskom deviznom tržištu. Realna stopa rasta novčane mase M2 na međugodišnjem nivou je negativna što se duguje zabrinjavajućem trendu razduživanja privrede prema inostranstvu ali i domaćim bankama. Privreda već treći kvartal za redom smanjuje svoju zaduženost preda domaćim bankama što se može pretvoriti u ozbiljan problem ukoliko se ne pronađe rešenje za pokretanje novih kreditnih plasmana. Jedan od faktora koji su uticali na razduživanje privrede je i završetak programa subvencionisanih kredita koji su omogućavali privredi da finansira kupovinu obrtnih sredstava i tekuću likvidnost. Dodatno pogoršanje beleži se i u segmentu loših kredita čije učešće nastavlja da raste u Q2 pri čemu je tempo rasta ubrzava u odnosu na Q1. Pad kreditne aktivnosti i rast loših kredita zahtevaju brz odgovor države, kako bi se ublažile recesione tendencije u većem delu privrede i minimizovali fiskalni rizici usled problema u bankarskom sektoru.

Centralna banka: bilans i monetarna politika

NBS smanjuje referentnu kamatnu stopu...

Referentna kamatna stopa NBS je u maju smanjena za 0,5 procentnih poena na 11,25% da bi zatim u junu usledila još jedna korekcija na 11% (Tabela T7-1). Ipak, popuštanje monetarne politike moglo je da usledi i ranije usled činjenice da su mesečne stope inflacije još u novembru ukazivale na značajan pad inflatornih pritisaka koje se nastavlja i kroz prvu polovinu 2013. godine. Nešto veći rast cena u junu koji je bio sezonskog karaktera praktično je neutralisan deflacijom koja je nastupila u julu od -0,9% čime je trend približavanja godišnje stope inflacije ciljanom okviru za ovu godinu nastavljen. Za razliku od prethodnog kvartala kada je dinarska likvidnost u sistemu smanjena kroz REPO plasmane, u Q2 su na pad dinarske likvidnosti uticale neto intervencije NBS na međubankarskom deviznom tržištu (MDT) od 225 miliona evra, usmerene ka smanjivanju slabljenja vrednosti dinara. (u Q1 NBS je kupovala devize u neto iznosu od 10 miliona evra, Tabela T7-1). Nakon slabljenja deprecijacijskih pritisaka, u julu mesecu su intervencije na MDT vođene u smeru smanjivanja jačanja dinara usled čega je NBS otkupila 30 miliona evra. I pored konstantnog prisustva deficita u trgovinskog dela platnog bilansa koji bi iziskivao deprecijaciju kursa, u privredi Srbije je od sredine prethodne godine prisutna realna aprecijacija dinara koja dodatno pogoršava dugoročnu izvoznju poziciju Srbije.

... usled slabljenja inflatornih pritisaka

U visoko evroizovanoj privredi sa konstantnim rastom loših kredita, deprecijacija domaće valute pogoršava imovinsku poziciju privrede, države i građana, zbog čega NBS kroz intervencije na MDT sprečavanja naglo slabljenja vrednosti domaće valute. Ovaj problem se često opisuje i kao nemoguće trojstvo otvorene privrede gde nije moguće imati stabilan kurs u kombinaciji sa slobodnim kretanjem kapitala i nezavisnom monetarnom politikom koja treba da obezbedi stabilnost cena. U tom slučaju se prilagođavanje svih neravnoteža u tekućem delu platnog bilansa vrši kroz promenu kursa. Smatramo da se usled smanjivanja međugodišnje stope inflacije u periodu do kraja godine otvara prostor za postepenu deprecijaciju kursa dinara koja bi imala pozitivan uticaj na spoljnotrgovinski bilans dok bi novi program subvencionisanih kredita od strane države imao ulogu neutralisanja negativne efekti na strani rasta troškova finansiranja kredita privrede i stanovništva.

7. Monetarni tokovi i politika

Tabela T7-1. Srbija: NBS intervencije i devizne rezerve 2010-2012

	2011				2012				2013	
	Mar	Jun	Sep	Dec	Mar	Jun	Sep	Dec	Mar	Jun
Repo stok (u milionima evra)	549,77	746,09	1.000,42	1.174,84	1.055,98	111,98	2,29	354,16	678,86	663,82
Repo stopa NBS	12,25	12,00	11,25	9,75	9,50	10,00	10,50	11,25	11,75	11,00
repo stopa korigovana za inflaciju	-9,74	6,76	12,59	7,15	1,11	-2,77	-5,74	1,11	6,95	3,31
repo stopa korigovana za promene kursa	25,66	28,86	5,17	2,61	-18,43	-7,27	-6,50	-3,99	19,25	12,85
Intervencije NBS na međubankovnom dev. tržištu (u milionima evra, kumulativno)	5,00	-30,00	-30,00	-30,00	-498,50	-1.288,80	-1.348,30	-1.343,30	10,00	-215,00
	kumulativni, u % od stanja početnog M2⁵⁾									
Neto sopstvene rezerve ²⁾	-8,9	14,0	26,8	73,9	-17,6	-45,4	-35,6	-6,0	12,5	7,13
Neto Domaća aktiva (NDA)	-0,7	-15,5	-28,6	-51,8	2,4	61,3	65,8	41,3	-15,3	-3,87
Dinarski depoziti države ¹⁾	-4,6	-3,3	3,6	2,7	-5,1	6,1	4,3	-4,3	1,0	-1,15
Repo operacije i trajna prodaja hartija NBS ³⁾	-6,9	-15,3	-32,2	-47,5	2,2	53,7	59,3	40,2	-16,0	-14,71
Ostala (domaća) aktiva, neto ⁴⁾	10,9	3,1	0,0	-7,0	5,3	1,5	2,3	5,4	-0,3	12,00
Primarni novac	-9,6	-1,5	-1,8	22,1	-15,2	15,9	30,2	35,3	-2,8	3,26
od čega: gotovina u opticaju	-5,8	-4,2	1,3	12,4	-3,3	-4,0	-1,4	-1,6	-3,9	-0,71
od čega: slobodne rezerve	-3,8	2,5	-5,5	6,3	-13,6	-1,6	-1,1	5,4	0,6	2,11
	u milionima evra, kumulativni od početka godine									
Narodna banka Srbije, neto	56,41	281,69	1.374,46	2.203,13	-1.070,60	-2.087,45	-2.383,97	-1.050,95	30,01	-992,01
Bruto rezerve	15,50	308,18	1.426,15	2.333,77	-1.138,11	-2.090,09	-2.536,57	-1.324,15	-385,77	-1576,91
Obaveze	40,91	-26,49	-51,69	-130,63	67,51	2,64	152,60	273,20	415,78	584,90
MMF	36,90	-32,40	-58,53	-131,88	58,24	-6,44	138,99	258,95	401,14	568,40
Ostale obaveze	4,01	5,90	6,85	1,24	9,27	9,07	13,61	14,25	14,65	16,50
STRUKTURA NETO REZERVEI NBS										
1. Narodna banka Srbije, neto	56,41	281,69	1.374,46	2.203,13	-1.070,60	-2.087,45	-2.383,97	-1.050,95	30,01	-992,01
1.1 Depoziti poslovnih banaka	21,84	226,33	108,59	-461,78	459,45	740,45	1.030,19	907,59	911,80	967,01
1.2 Depoziti države	-232,50	-257,55	-1.009,24	-455,09	263,40	488,43	683,75	28,63	-811,79	47,05
1.3 NBS sopstvene rezerve	-154,25	250,47	473,81	1.286,27	-347,74	-858,58	-670,03	-114,73	130,02	22,06
(1.3 = 1 - 1.1 - 1.2)										

Izvor: NBS.

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

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

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 s ostalom aktivom (kapital i rezerve; i stavke u bilansu: ostala aktiva i ostala pasiva) i korigovana je za promenu kursa.

5) „Početnim M2“ označava se stanje primarnog novca na početku odnosno godine, tj. kraju prethodne.

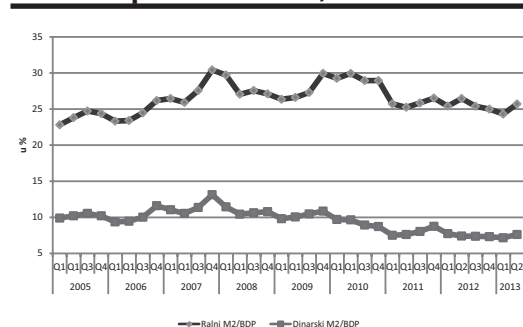
Intervencije na MDT uticale na pad neto sopstvenih rezervi

Usled intervencija na MDT u Q2 se beleži i smanjenje neto sopstvenih rezervi NBS u odnosu na prethodni kvartal za oko 109 miliona evra. Veći pad je donekle amortizovan otkupom deviza od države, koja je radi finansiranja potrošnje u Q2 konvertovala deo deviznih depozita sa računu kod NBS. Trošenje države u Q2 zajedno sa povlačenjem sredstava iz repo operacija za razliku od prethodnog kvartala kada su banke agresivno ulagale sredstva u REPO, uticali su pozitivno na rast neto domaće aktive (NDA) od 11,5%. Zabeleženi rast NDA bio je dovoljan da nadomesti pad neto sopstvenih rezervi NBS što je konačno uticalo i na povećanje primarnog novca u Q2 od 6,1% u odnosu na prethodni kvartal.

Monetarni sistem: struktura i tokovi novčane mase

Rast NDA od početka godine usled povećane potrošnje države

Grafikon T7-2. Srbija: kretanje novčane mase kao procenat BDP-a, 2005-2012



Izvor: Proračun QM-a

Od početka godine novčana masa M2 je povećana za 1,1%, pri čemu je rast novčane mase u Q2 iznosio 2,3% što je neutralisalo pad u prva tri meseca od -1,2%. Nominalni rast novčane mase u Q2 duguje se povećanju NDA od 6,8% dok je neto strana aktiva (NSA) smanjena za 4,5% po osnovu kursnih razlika. Treba imati u vidu da je povećanje NDA ipak ostvareno zahvaljujući većoj potrošnji države u ovom periodu dok krediti nedržavnom sektoru koji bi trebalo da budu glavni pokretač rasta privrede u ovom periodu beleže neznatni rast u odnosu na prethodni kvartal dok na međugodišnjem nivou značajno opadaju.

Realna međugodišnja stopa rasta M2 negativna ...

Nominalna novčana masa M2¹ u Q2 usporava rast na 4,5% međugodišnje, najviše zahvaljujući negativnom trendu koji je uspostavljen kod kreditnih plasmana privredi (u Q4 2012. godine sto-

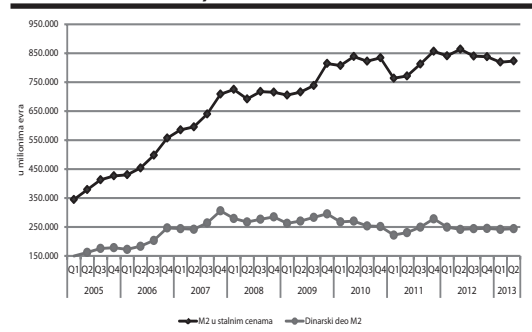
1 Pod monetarnim agregatom M2 u sekciji Monetarni tokovi i politika obuhvatamo uži agregat M1, štedne i oročene depozite kao i devizne depozite u poslovnim bankama. Usled toga, agregat M2 koji mi posmatramo odgovara monetarnom agregatu M3 u izveštajima NBS.

**... kao posledica
zabrinjavajućeg
razduživanja privrede**

pa rasta M2 iznosila 9,6% međugodišnje (Tabela T7-4). Nakon korekcije za inflaciju uviđamo da je nastavljen negativan trend smanjenja realne vrednosti novčane mase. Pad novčane mase u Q2 iznosi -4,7% na međugodišnjem nivou što predstavlja ubrzavanje pada u odnosu na prethodna dva kvartala u kojima je takođe zabeležena ova negativna pojava (u Q1 pad M2 od 2,6% međugodišnje, u Q4 2012 pad M2 od -2,2% međugodišnje). Na ovaj pad kao što smo već napomenuli najviše uticaja je imao pad kreditnih plasmana nedržavnom sektoru čija realna stopa pokazuje smanjenje od -9,2% što je najveći relativni pad od kada QM posmatra ovu seriju podataka. Nakon korekcije za promenu kursa, pad kredita nedržavnom sektoru je nešto blaži i iznosi -6,8% međugodišnje (u Q1 pad je iznosio -8,7% međugodišnje, u Q4 2012 godine. pad je iznosio

-7,6% međugodišnje). Ukupno smanjenje duguje se padu kreditnih plasmana kako stanovništvu tako i privredi kod koje se beleži smanjenje od -7,9% međugodišnje. Deo pada kreditne aktivnosti se duguje i zaustavljanju programa subvencionisanih kredita, pošto su sredstva za finansiranje iscrpljena već u martu tekuća godine, a prema novom rebalansu budžeta i merama za smanjenje rashoda nisu predviđena dodatna sredstva u ovoj godini. Ocenjujemo da bi bilo neophodno ponovo pokrenuti program subvencionisanih kredita pošto je evidentno da najveći deo privrede i dalje ne uspeva da reši problem tekućeg finansiranja i faktički je i dalje u recesiji.

Grafikon T7-3. Stanje novčane mase u stalnim cenama, 2010–2012



Izvor: Proračun QM-a

Nominalnom rastu novčane mase M2 od 4,5% međugodišnje u Q2 najviše je doprinelo povećanje najužeg monetarnog agregata M1 od 3,71 procentnih poena (pp.). Ovo predstavlja svojevrsni izuzetak u odnosu na prethodne kvartale kada su dominantan uticaj na rast M2 imali devizni depoziti. Doprinos deviznih depozita rastu M2 u Q2 iznosi 1,47 pp. (u Q1 rast deviznih depozita 5,94 pp.) čime je objašnjeno oko 25% povećanja monetarnog agregata M2. Štedni i oročeni depoziti su nastavili sa negativnim doprinosom sa -0,7 pp. u Q2 čime se navršava punih godinu dana od kada ovaj element novčane mase utiče negativno na ukupni nominalni rast M2.

Tabela T7-4. Srbija: rast novca i agregata koji mu doprinose, 2010–2012

	2011				2012				2013	
	Mar	Jun	Sep	Dec	Mar	Jun	Sep	Dec	Mar	Jun
	12-m, u %									
M2 ¹⁾	8,0	3,7	8,1	10,1	14,0	18,1	13,8	9,6	8,2	4,5
Kreditni nedržavnom sektoru ²⁾ (promena stanja u dinarima)	19,3	11,6	8,3	7,7	14,4	14,0	16,6	9,8	1,9	-0,5
Kreditni nedržavnom sektoru ³⁾ (korigovani tokovi za promenu kursa)	16,7	13,0	11,7	8,1	8,6	4,6	7,0	3,8	1,6	2,2
Domaćinstva	25,1	20,6	17,8	5,7	5,7	3,3	3,0	2,5	3,0	4,5
Privreda	12,8	9,4	8,8	9,3	10,1	5,3	9,1	4,4	0,9	1,0
	12-m realni, u %									
M2 ¹⁾	-5,4	-8,0	-1,2	2,7	10,1	12,0	3,4	-2,2	-2,6	-4,7
Kreditni nedržavnom sektoru ²⁾ (promena stanja u dinarima)	4,5	-1,0	-1,1	0,5	10,5	8,1	5,9	-2,0	-8,2	-9,2
Kreditni nedržavnom sektoru ³⁾ (korigovani tokovi za promenu kursa)	1,8	0,2	2,2	0,9	4,9	-1,2	-3,6	-8,1	-8,7	-6,8
Domaćinstva	9,2	7,0	7,8	-1,3	2,0	-2,4	-7,2	-9,2	-7,5	-4,6
Privreda	-1,6	-3,0	-0,5	2,1	6,3	-0,5	-1,7	-7,5	-9,3	-7,9
	u milijardama dinara na kraju perioda									
Novčana masa: M2 ¹⁾	1.315,6	1.344,8	1.412,2	1.498,0	1.499,7	1.588,6	1.607,6	1.641,7	1.622,7	1.659,8
Novčana masa: dinarski M2 ¹⁾	382,7	402,0	433,8	486,5	445,0	444,6	467,4	480,6	478,8	492,5
Devizni depoziti (privreda i domaćinstva)	932,9	942,8	978,3	1.011,5	1.054,7	1.144,0	1.140,2	1.161,1	1.143,8	1.167,3
	kumulativni, u % od početog M2¹⁾									
M2 ¹⁾	-3,3	-1,2	3,8	10,1	0,1	6,1	7,3	9,6	-1,2	1,1
Neto strana aktiva (NSA), dinarski prirast	-1,9	-1,4	9,5	11,9	-5,6	-4,5	-7,9	0,2	7,2	2,7
Neto domaća aktiva (NDA)	-1,4	0,2	-5,7	-1,8	5,7	10,5	15,2	9,4	-8,4	-1,6

Izvor: NBS

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

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

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

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

Bankarski sektor: plasmani i izvori finansiranja

Nastavlja se razduživanje privrede i u Q2 ...

... prema domaćim i inostranim bankama

Bankarski sektor je u Q2 zadržao nepromenjenu poziciju po pitanju ukupno plasiranih sredstava u odnosu na početak godine. U segmentu privrede i stanovništva, plasmani su smanjeni za 46 miliona evra kao posledica pada kredita privredi dok su plasmani stanovništvu u Q2 povećani. Stanovništvo je povećalo svoju zaduženost u ovom kvartalu za 184 miliona evra (Tabela T7-5) što predstavlja značajan porast kreditne aktivnosti u odnosu na porast u prethodnim kvartalima od oko 40 miliona evra. Sa druge strane, neto plasmani privredi su već treći kvartal za redom negativni, što znači da su otplate po osnovu ranije uzetih kredita veće od iznosa novo-odobrenih. Pad plasmana privredi u Q2 iznosi čak 230 miliona evra (oko 0,7%BDP). Ako se uzme u obzir razduživanje iz prethodna dva kvartala ukupna iznos razduživanja se povećava na oko pola milijarde evra. Treba napomenuti da je na pad kreditne aktivnosti u Q2 takođe uticalo i to što je Razvojnoj banci Vojvodine oduzeta dozvola za rad. Kao i u slučaju stečaja Nove Agrobanke, najveći deo potraživanja se automatski prebacuje na Agenciju za osiguranje depozita čime se ova potraživanja isključuju iz bilansa bankarskog sektora. I pored toga, ako bi posmatrali ostatak bankarskog sektora pad plasmana privredi u Q2 bi i dalje bio prisutan i iznosio je oko 100 miliona evra.

Pored razduživanja prema domaćim bankama, privreda je u Q2 smanjila zaduženost i prema inostranim kreditorima za 140 miliona evra (u Q1 razduživanje iznosilo 70 miliona evra). Neto razduživanje privrede prema inostranstvu je bilo intenzivirano nakon izbijanja krize kada je došlo do kontrakcije na međunarodnom finansijskom tržištu da bi se ovaj negativna trend preokrenuo krajem 2011. godine. Međutim od Q3 2012. godine, prisutno je konstanto razduživanje prema inostranstvu što dodatno pogoršava poziciju privrede po pitanju izvora finansiranja. Razduživanje prema domaćim i inostranim bankama može imati izuzetno negativne posledice za privredu Srbije jer ukoliko se ne reši problem tekućeg finansiranja postoji opasnost da recesija koja je sada prisutna u velikom delu privrede postan preovlađujući trend u ukupnoj privredi.

Jedan od uzroka pada kreditne aktivnosti je prestanak programa subvencionisanih kredita

Ovakav negativan trend razduživanja u kombinaciji sa rastom loših kredita i smanjivanjem investicija svedoči o činjenici da veći deo privrede i dalje nije našao rešenje za finansiranje tekućeg poslovanja i investicija. Pad kreditne aktivnosti dobrim delom se duguje i prestanku odobravanja subvencionisanih kredita pošto su sredstva iz budžeta za ovu namenu potrošena a do kraja godine se ne očekuje odobravanje novih imajući u vidu trenutnu situaciju po pitanju deficita javnih finansija. Sa strane podsticanja kreditne aktivnosti bilo bi korisno ukoliko bi se u pri eventualnom rebalansu za 2013. godinu i u budžeta za 2014. godinu obezbedila sredstava za nastavljnje ovog programa, pošto se pokazalo da subvencionisani krediti, uz sve nedostatke koje imaju, predstavljaju jedan od retkih delotvornih stimulansa za privredu Srbije u periodu recesije.

U Q2 je REPO stok je stagnirao, u julu je značajno povećan ...

... plasmani u trezorske zapise takođe stagniraju

Poslovne banke u Q2 su zadržale skoro nepromenjen iznos plasmana i REPO hartije, dok su umereno povećale plasmane u trezorske zapise. U Q2 su plasmani u REPO smanjeni za samo 2 miliona evra dok je sa druge strane povećana aktivnost na aukcijama državnih hartija od vrednosti u Q2. Kao i do sada, najveći deo od (oko 94%) prikupljenih sredstava na aukcijama trezorskih zapisa iskorišćen je za otplatu prispelih obaveza po osnovu prethodnih aukcija tako da je neto povlačenje sredstava iz privrednih tokova po ovom osnovu relativno skromno. Pošto je u Q2 izostalo veće ulaganje poslovnih banaka u REPO i kupovinu trezorskih zapisa akumulirana je likvidnost u bankarskom sektoru koja nije iskorišćena za plasiranje novih kredita privredi. Deo viška likvidnosti banaka je u julu iskorišćen za povećanje plasmana u REPO stok za oko 15 mlrd dinara. Možemo reći da se time formira prikriveni problem održivosti makroekonomske pozicije kada je privredni rast kreiran povećanjem poljoprivredna proizvodnje i izvozno orjentisane proizvodnje u okviru nekoliko velikih firmi, dok se ostatku privrede koji se još uvek u recesiji smanjuju kreditni plasmani.

Tabela T7-5. Srbija: poslovanje banaka – izvori i struktura plasmana, korigovani¹⁾ tokovi, 2010-2012

	2010				2011				2012				2013	
	Mar	Jun	Sep	Dec	Mar	Jun	Sep	Dec	Mar	Jun	Sep	Dec	Mar	Jun
	u milionima evra, kumulativni od početka godine													
Izvori sredstava (-, povlačenje)	7	-117	-68	-1.495	603	69	-822	-1.083	672	692	472	-384	109	-125
Domaći depoziti	131	-233	-236	-836	206	-148	-844	-1.169	589	146	15	-459	4	-289
Depoziti stanovništva	-137	-323	-500	-1.020	-92	-295	-483	-655	-49	-189	-296	-578	-87	-318
dinarski depoziti	30	21	25	12	24	13	-68	-182	30	69	36	11	16	-34
devizni depoziti	-167	-343	-525	-1.032	-116	-308	-416	-473	-79	-258	-332	-589	-102	-283
Depoziti privrede	268	89	264	184	298	147	-361	-513	638	336	311	120	91	29
dinarski depoziti	213	84	232	151	176	13	-128	-350	362	304	230	99	-11	-11
devizni depoziti	55	5	32	33	122	134	-233	-164	275	31	81	21	102	39
Obaveze prema inostr. (zaduživanje i rač. nerezid.)	-196	40	90	-563	580	634	678	545	3	345	335	127	357	299
Kapital i rezerve	72	77	78	-96	-183	-416	-656	-459	80	200	123	-52	-252	-134
Devizne rezerve (-, povlačenje)	53	-120	197	430	-720	-674	-517	-923	-199	371	164	284	-278	-73
Plasmani¹⁾	397	1.279	1.281	2.285	309	1.270	2.158	2.771	409	-424	201	521	123	128
Ukupno privreda i stanovništvo	411	1.264	1.669	2.434	216	1.030	1.554	1.940	309	136	784	589	-23	-69
Privreda	319	897	1.142	1.756	191	766	1.189	1.607	375	161	741	552	-71	-301
Stanovništvo	91	368	527	678	25	263	365	333	-67	-25	42	37	48	232
Plasmani u hartije NBS ²⁾	-125	-445	-839	-1.010	86	268	529	720	-28	-944	-1.052	-701	321	319
Neto kreditiranje države ³⁾	112	460	451	861	7	-28	75	111	128	385	470	632	-175	-122
PRO MEMORIA														
Obavezne rezerve i depoziti	54	-182	-188	-115	-157	-429	-210	391	-552	-418	-451	-265	-17	277
Ostala potraživanja od NBS (neto) ⁴⁾	-287	-272	-195	-229	17	123	2	110	-199	-20	-42	58	-154	-140
od čega: slobodne rezerve posl. banaka	-279	-252	-173	-220	22	123	-3	100	-187	45	54	10	-151	-108
Ostale stavke ⁵⁾	-147	-331	-692	-565	-136	-195	-246	-601	150	222	56	146	100	-140
Efektivna obavezna rezerva (u %) ⁶⁾	26	24	24	23	23	21	21	24	22	23	23	23	25	24

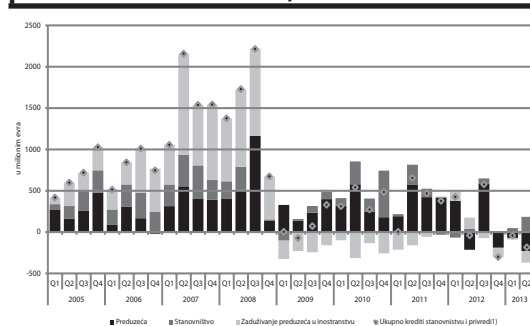
Izvor: NBS

1) Izračunavanje prirasta vrši se uz pretpostavku da je 70% od ukupnih plasmana indeksirano prema evru. Prirasti za originalno dinarske vrednosti depozita izračunati su po prosečnom kursu za period. Za devizne depozite – kao razlika stanja preračunatih po kursu na krajevima perioda. Kapital i rezerve preračunati su po kursu evra na krajevima perioda i ne sadrže efekat promene kursa od preračunavanja ostatka bilansa.

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

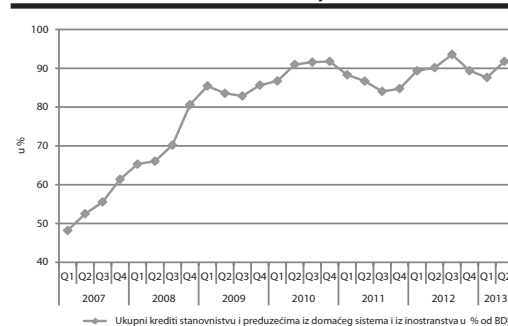
3) Neto kreditiranje države: krediti odobreni državi umanjeni za depozite države u poslovnim bankama; negativni predznak označava veći porast depozita nego kredita. Država obuhvata sve nivoe vlasti: republički nivo i nivo lokalne samouprave.

Grafikon T7-6. Srbija: prirast novih kredita privrede i stanovništva, 2005-2012



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

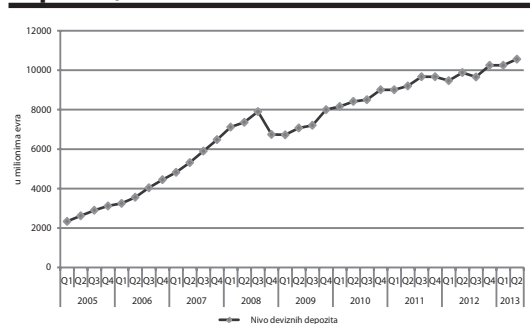
Grafikon T7-7. Srbija: ukupna kreditna zaduženost u % od BDP-a, 2005-2012



Izvor: Proračun QM-a

Nakon sezonskog smanjenja izvora za nove plasmane na početku godine, bankarski sektor u Q2 beleži rast u ovom segmentu od 234 miliona evra (u Q1 pad izvora za nove plasmane od 109 miliona evra, Tabela T7-5). Izvori za nove plasmane povećani su zahvaljujući rastu depozita stanovništva najviše u deviznom znaku od 181 miliona evra dok su dinarski depoziti povećani za 50 miliona evra. Rast je u manjoj meri zabeležen i kod depozita privrede u deviznom znaku koji su u Q2 povećani za 62 miliona evra. Rast izvora za nove plasmane koja se nije prelio u nove kredite privredi niti u ulaganje u REPO, svedoči o postojanju značajnih neiskorišćenih rezervi likvidnosti u bankarskom sektoru.

Grafikon T7-8. Srbija: nivo deviznih depozita, 2005-2013



Izvor: NBS

Ubrzava se rast loših kredita u Q2 ...

... najviše zahvaljujući rastu loših kredita u segmentu pravnih lica

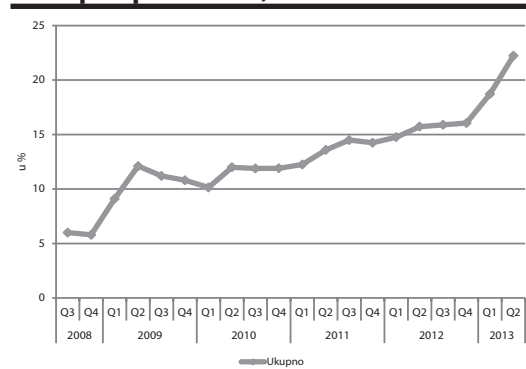
Rast loših kredita u bankarskom sektoru Srbije ubrzava se kroz Q2. Učešće loših kredita obračunato metodologijom QM-a² pokazuje da nakon zabrinjavajućeg skoka od 2,6 procentnih poena u Q1, rast u Q2 iznosi čak 3,5 pp. što se donekle usporenim tempom nastavlja i julu mesecu (Grafikon T7-10). U strukturi loših kredita prema tipu dužnika najveći doprinos ovom povećanju dao je rast loših kredita u segmentu pravnih lica. Najnoviji podaci za jul pokazuju da je učešće loših kredita za samo mesec dana u okviru pravnih lica povećano za dodatnih 0,47 pp. Ukoliko bi se sličan trend nastavio do kraja godine, u bankarskom sektoru Srbije bi se praktično četvrtina kreditnih plasmana svrstala u kategoriji loših!

Tabela T7-9. Srbija: učešće loših kredita prema tipu dužnika, 2008-2013

	2009		2010		2011				2012				2013	
	Q4	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2		
	stanje na kraju perioda													
Pravna lica	12,14	14,02	14,39	16,23	17,44	17,07	17,72	19,26	19,04	19,06	22,62	27,77		
Preduzetnici	11,21	15,8	15,66	15,75	16,99	17,07	16,05	18,47	17,56	15,92	16,79	18,19		
Fizička lica	6,69	6,71	6,79	7,1	7,4	7,24	7,57	7,69	8,05	8,32	8,44	8,37		
Iznos ostatka duga po kreditima u docnji (u milijardama evra)	1,58	1,94	2,09	2,46	2,64	2,63	2,67	2,71	2,97	3,19	3,87	4,47		

Izvor: Proračun QM-a

U okviru loših kredita plasiranih stanovništvu zabeleženo je kratkotrajno smanjenje učešća u odnosu na prethodni kvartal ali se u julu učešće ponovo povećalo na 8,5% što predstavlja novi kvartalni maksimum. Ipak, činjenica da je ukupan rast loših kredita u ovom segmentu od početka krize nešto iznad 4 pp. usled čega krediti fizičkim licima predstavljaju deo tržišta koji najredovnije izmiruje svoje kreditne obaveze.

Grafikon T7-10. Srbija: učešće loših kredita u ukupno plasiranim, 2008-2013

Proračun QM-a

Imajući u vidu da je rast loših kredita nastavljen i pored blagog privrednog oporavka u prethodnoj i ovoj godini, dolazimo do zaključka da su najveći generatori ovog rasta preduzeća za koje recesija još nije zaustavljena tj. ona koja nisu izvezno orjentisana. Velike investicije u domaća preduzeća poput FIAT-a, ETIHAD-a i NIS-a iako vrlo poželjna i potrebna srpskoj privredi neće preterano uticati na nivo loših kredita barem ne direktno pošto ova preduzeća koriste inostrane izvore finansiranja i samim tim nemaju veliki uticaj na domaći bankarski sistem (detaljnije o lošim kreditima videti u QM br. 32, Osvrt 3).

2 O načinu obračuna pogledati detaljnije u QM br.6, Pod Lupom: Nenaplativi krediti u Srbiji – koja je prava mera?

8. Međunarodno okruženje

Globalni oporavak se nastavlja nešto brže u razvijenim zemljama (pre svega zbog izlaska evrozona iz recesije) ali zemlje u razvoju usporavaju. Finansijska tržišta se pripremaju na smanjenje “kvantitativnog popuštanja” FED-a, pa se kapital povlači iz zemalja u razvoju što je povisilo njihove troškove zaduživanja, devalviralo valute i smanjilo vrednost akcija. Brži rast BDP-a tokom Q2 u većini zemalja istočne Evrope. Glavni rizici za nastavak globalnog rasta su dalje usporavanje zemalja u razvoju i negativni efekti vojne intervencije u Siriji. SAD i evrozona nastavljaju sa fiskalnom konsolidacijom. Razvijene zemlje i dalje primenjuju ekspanzivnu monetarnu politiku, s tim što će FED početi postepeno da smanjuje iznos mesečne kupovine HOV-a. Inflacija u razvijenim zemljama i dalje niska dok u nekim zemljama ZUR-a postoji opasnost od njenog povećanja. Ukoliko se oporavak evrozona nastavi, to će pozitivno uticati na ekonomski rast Srbije.

Svet

Prema poslednjim prognozama MMF-a iz jula globalni rast će tokom 2013. iznositi oko 3%. U iščekivanju manje ekspanzivne politike FED-a, porasle su dugoročne kamatne stope u razvijenim zemljama, što je zajedno sa usporenom aktivnošću u zemljama u razvoju dovelo do pada cena na berzama u ZUR-a, porasta troškova njihovog zaduživanja, bekstva kapitala i devalvacije valuta. Rast u SAD je bio delimično sputan restriktivnom fiskalnom politikom (MMF predviđa rast od 1,7% u 2013), dok je Japan ostvario viši rast od očekivanog usled porasta neto izvoza i domaće tražnje. Iako je zvanično tokom Q2 evrozona izašla iz recesije, još nema potvrde o “definitivnom” oporavku evrozona jer Španija i Italija još imaju pad BDP-a, mnogi rizici koji opet mogu da uspore rast i dalje su prisutni (pre svega nedovoljna brzina sprovođenja institucionalnih reformi i strukturnih promena). MMF prognozira pad od 0,6% tokom 2013. u evrozoni ali se očekuje revidiranje ove prognoze nagore jer je ostvaren viši rast od očekivanog u Q2. Razlika u stopi rasta zemalja u razvoju i razvijenih zemalja se smanjuje, jer je prognozirana stopa rasta za zemlje u razvoju smanjena sa 5,3% na 5% za 2013. a za 2014. sa 5,7% na 5,4%. Za istočnu Evropu nije bilo promene u prognoziranim stopama rasta. Za Kinu je smanjena stopa rasta za ovu godinu sa 8,1% na 7,8% a za sledeću sa 8,3% na 7,7%. Najviše su negativno korigovane stope rasta za Brazil, Rusiju i Južnu Afriku. Rizici od “fiskalne litice” u SAD i finansijske krize u evrozoni drastično su smanjeni, a sada su glavni rizici po globalni oporavak usporavanje rasta u zemljama u razvoju i negativne posledice vojne intervencije u Siriji. Kapital je počeo povlačenje iz zemalja u razvoju zbog konfuzije oko izlazne strategije FED-a (i njenog tajminga) što može dovesti do makroekonomskih neravnoteža i dodatno usporiti rast u tim zemljama, pogotovu onim koje imaju visoke tekuće deficite. Produblјivanje krize u zemljama u razvoju može negativno uticati na nivo troškova zaduživanja Srbije.

Evrozona

Evrozona je tokom Q2 ostvarila međugodišnji pad od 0,7% ali je u odnosu na prethodni kvartal ostvaren rast od 0,3%¹, (više od očekivanih 0,2%) pa se oficijalno smatra da je recesija završena. Međutim, Italija i Španija i dalje su u recesiji (negativan kvartalni rast), dok građani evrozona izlazak iz recesije nisu preterano osetili jer je nezaposlenost i dalje veoma visoka (12,1%), a takođe je prisutan i efekat niske baze jer je rast tokom Q1 bio dosta nizak. U Nemačkoj je kvartalni rast iznosio 0,7% nakon što je rast bio usporen u prethodnom kvartalu prevashodno usled loših vremenskih prilika. Građevinarstvo i prerađivačka industrija su snažno ubrzale rast tokom Q2 u Nemačkoj, a poslovna klima se poboljšala. Najveće iznenađenje je bila Francuska koja je imala kvartalni rast od 0,5% a očekivanja su bila 0,2%. U toj zemlji su se najviše oporavile industrije automobila i aviona. U Portugaliji je posle duže vremena zabeležen pozitivan rast BDP-a na

¹ Desezoniran rast u odnosu na prethodni kvartal

kvartalnom nivou. Fiskalna politika je i dalje restriktivna u evrozoni što onemogućava značajniji oporavak lične potrošnje u evrozoni.

ECB nije menjala referentnu stopu od maja (0,5%) ali je novina da je slično kao i FED u komunikaciji sa javnošću počela da koristi frazu "da će referentna stopa biti niska u dužem vremenskom periodu" a prema analitičarima ovako niska stopa će ostati verovatno do kraja 2014. Predsednik banke je izjavio da će ovako niska stopa ostati u cilju podrške ekonomskom oporavku sve dok inflacija ne bude opasnost.

Ukupna inflacija je opet u padu nakon oporavka tokom Q2. Ukupna inflacija je u junu iznosila 1,6% a u avgustu 1,3% dok je bazna u junu iznosila 1,2% a u avgustu 1,1%.

Nezaposlenost u evrozoni je od aprila stabilna, i na istorijsko visokom nivou od 12,1%. Najniža je u Austriji (4,8%) i Nemačkoj (5,3%) a najviša u Grčkoj (27,6%) i Španiji (26,3%).

Trgovinski bilans evrozone je bio pozitivan tokom Q2 - 43,7 milijardi evra, što je iznad suficita tokom Q1 kada je iznosio 39,1 milijardi evra. Dok izvoz evrozone beleži rast, uvoz beleži pad tako da se trgovinski suficit povećava. Najveći suficit u prvih pet meseci ove godine ima Nemačka (8,1 milijarda evra), a deficit Francuska (32,9 milijardi), Ujedinjeno Kraljevstvo (26,1 milijardi) i Grčka (8 milijardi evra). Ukoliko oporavak bude imao za posledicu i rast uvoza to će podstaći i ekonomski rast Srbije.

Sjedinjene Američke Države

SAD je tokom Q2 ostvarila rast BDP-a od 1,6% na godišnjem nivou. Kao i u prošlom kvartalu lična potrošnja je najviše doprinela rastu a negativno je uticalo smanjenje javne potrošnje jer je u toku fiskalna konsolidacija usled visokog javnog duga SAD. Kompanije su ostvarile rast investicija i nivoa zaliha, a uvoz raste. Građevinarstvo je nastavilo oporavak. Nakon što su ukinute poreske olakšice za siromašne i srednje slojeve građane i uvedeni viši porezi za bogate, lična potrošnja nastavila da raste sličnim tempom kao i ranije.

Fiskalni deficit će ove godine iznositi manje od 4% sa daljim trendom smanjivanja što je značajan uspeh. Na primer, 2009 godine deficit je iznosio čak 10,8%. Uskoro je ponovo potrebno da Kongres donese odluku o visini budžetskih troškova, kada se opet može pojaviti rizik od "fiskalne litice", mada je takav scenario manje verovatan nego ranije. Planira se deficit od 3,3% sledeće godine i 2,1% u 2015. ali će republikanci verovatno tražiti da spomenute stope deficita budu još niže.

FED nije promenio visinu referentne stope niti korigovao postojeće intervencije na otvorenom tržištu, ali se očekuje polako smanjenje količine hartija od vrednosti koje FED svaki mesec kupuje što je deo treće faze "kvantitativnog popuštanja". Međutim, pošto nije saopšten konkretan datum, postoji konfuzija kada će početi smanjenje intenziteta intervencija na otvorenom tržištu. Usled toga su brzo porasle dugoročne kamatne stope (početkom maja je stopa na desetogodišnje državne obveznice SAD-a iznosila oko 1,6% a sada skoro 3%), kao i povratak kapitala iz zemalja u razvoju nazad u SAD. Postoji opasnost da ukoliko se nastavi ovakav rast dugoročnih kamatnih stopa, to može blokirati dalji oporavak na tržištu nekretnina.

Ukupna inflacija se nakon pada u martu i aprilu na 1,1%, povećala, i iznosi 2% u julu, dok bazna inflacija iznosi 1,7% na godišnjem nivou što je pad u odnosu na mart kada je iznosila 1,9%.

Situacija na tržištu rada je nastavila da se popravlja, pa je stopa nezaposlenosti opala sa 7,6% u martu na 7,4% u julu. Verovatno će ekonomija SAD nastaviti da kreira oko 200 hiljada radnih mesta mesečno, ali to nije dovoljno da se situacija na tržištu rada u potpunosti normalizuje. Ovakav trend će postepeno smanjivati stopu nezaposlenosti, ali će se tempo usporiti ukoliko se poveća stopa participacije radne snage na tržištu rada koja je trenutno dosta niska. Sve dok ne dođe do značajnog smanjenja stope nezaposlenosti neće doći do ubrzanja stope rasta nadnica.

Centralna i Istočna Evropa

Usled straha od toga da će FED ublažiti ekspanzivnu monetarnu politiku i u istočnoj Evropi je došlo do porasta troškova zaduživanja i devalvacije valuta ali u blažoj meri nego u Brazilu, Indiji i Rusiji. Kao i u evrozoni, rast BDP-a se u mnogim zemljama istočne Evrope blago ubrzao, a anketne upućuju da se takav trend može produžiti i u sledećim kvartalima. Ukoliko se poveća uvoz zemalja istočne Evrope to će imati pozitivan efekat na izvoz Srbije.

Mađarska je tokom Q2 ostvarila BDP rast od 0,2% na godišnjem nivou. Rastu su uglavnom doprinele poljoprivreda i građevinarstvo, dok su industrijska proizvodnja i usluge stagnirali. Uz pomoć EU fondova osim građevinarstva oporavljaju se i kapitalne investicije (državne) dok je lična potrošnja ostvarila vrlo skroman rast nakon 8 kvartala opadanja. Neto izvoz je negativno uticao na rast (izvoz rastao 3% a uvoz 4,7%) ali se očekuje se da proizvodnja automobila poveća nivo proizvodnje tokom jeseni. Fiskalna politika je blago ekspanzivna ali vlada nastavlja sa svojim ne-ortodoksnim porezima za preduzeća, pa zbog toga kapitalne investicije preduzeća ostaju na niskom nivou. MMF predviđa nulti rast za ovu godinu i inflaciju od 3,2%. Planira se konverzija kredita u stranim valutama u forinte uz olakšice. Centralna banka je nastavila sa oštrim smanjivanjem referentne stope, koje je sa 5% u martu nekoliko puta smanjivana i sada iznosi 3,8%. U uslovima relativno niske inflacije i slabe domaće tražnje smisao smanjivanja referentne stope je stimulisanje privredne aktivnosti i izvoza putem slabljenja forinte. Od početka godine ukupna inflacija opada i u julu je iznosila samo 1,8% što je dosta niže od targetirane inflacije od 3%. Mađarska je uspela da smanji budžetski deficit na nivo ispod 3% i neće joj biti uskraćena pomoć iz EU fondova.

Rumunija je ostvarila rast BDP-a od 0,5% q/q (međugodišnji rast od 1,4%) tokom Q2 što je ubrzanje u odnosu na prvi kvartal (0,4% q/q). Industrijska proizvodnja je imala rast 1,4%, poljoprivreda 0,6% dok je građevinarstvo opalo za 0,5%. Neto izvoz je imao rast od čak 6%. Trgovinski deficit se prepolovio u prvih šest meseci, i zajedno sa veoma uspešnom poljoprivrednom proizvodnjom, Rumunija je u prvih šest meseci ostvarila suficit u tekućem računu. U jesen će biti potpisan novi Stand-by aranžman iz predostrožnosti sa MMF-om, i fokus tog dogovora će biti podizanje konkurentnosti rumunske privrede. MMF prognozira stopu rasta od 2% ove godine i budžetski deficit od 2,3% (nešto veći nego ranije planiranih 2,1% zbog dodatnih troškova zdravstva i regionalnog razvoja). Planira se smanjenje PDV-a za hleb na 9% (standardni PDV je 24%), a povećanje akcize za alkoholna pića, kao i novi porez na luksuzne automobile, zlato, nakit i oružje. U cilju reforme privrede i podizanja konkurentnosti u planu je i prodaja akcija nekoliko javnih preduzeća.

Hrvatska je imala pad BDP-a tokom Q2 od 0,7% na godišnjem nivou, što je nešto bolje od očekivanja, i predstavlja "najmanje loš" rezultat u poslednjih šest kvartala. Najverovatnije je lična potrošnja bila nešto viša nego ranije, uz solidnu turističku sezonu dok na industriju loše utiču izlazak Hrvatske iz CEFTA-e i restrukturiranje brodogradnje. Većinu investicija finansira država tako da je nivo privatnih investicija i dalje nizak. Prognozira se negativan rast BDP-a od 0,8% u 2013. U avgustu je agencija S&P smanjila prognozu rejtinga za Hrvatsku sa stabilne na negativnu. U jesen se očekuje novi vladin ekonomski plan kao i plan budžeta za 2014. koji će biti važan jer su budžetski prihodi usled slabe ekonomske aktivnosti niski a servisiranje javnog duga (čija se visina približava 60% BDP-a a budžetski deficit će u ovoj godini biti preko 4%) je sve skuplje. Zbog toga novi ekonomski plan mora da sadrži smanjenje budžetskih troškova i strukturne reforme.

OSVRTI

Osvrt 1. Ekonomska politika i reforme - između brzine i temeljne pripreme

Milojko Arsić

Višegodišnje gomilanje problema u preduzećima, bankama i državi dodatno je ubrzano od početka svetske ekonomske krize. Veći deo privrede i dalje se nalazi u recesiji (videti Poglavlje 2), a finansijske performanse privrede se pogoršavaju – raste nelikvidnost, koja je čvrsto isprepletena sa nesolventnošću. Pogoršava se i stanje u bankama jer realna vrednost kredita opada, a procenat loših kredita raste (videti poglavlje 7). Smanjenjem realne vrednosti kredita preduzećima, dodatno pogoršava njihovu likvidnost i produbljuje recesiju. Dobici po osnovu kursnih razlika u preduzećima koja imaju visoke devizne dugove stvaraju lažnu sliku o poboljšanju njihovih poslovnih rezultata¹, slično kao što rast proizvodnje u nekoliko preduzeća i vraćanje poljoprivredne proizvodnje na prosečan nivo stvara neku vrstu iluzije da je privreda izašla iz recesije. Nezaposlenost stagnira na vrlo visokom nivou od 25%, pri čemu je polovina mlade generacije bez posla.

Fiskalni deficit u ovoj godini će iznositi 5,5-6% BDP (odnosno preko 7% po definiciji MMF) i biće najveći u Centralnoj i Istočnoj Evropi, dok je javni dug u prethodnih godinu dana porastao za 3,6 mlrd evra odnosno za 23% - prema tome rast javnog duga je u toku poslednje godine ubrzan. Povoljne tendencije u privredi Srbije su relativno skromne i ograničavaju se na ubrzani rast izvoza, smanjivanje spoljnog deficita i nisku inflaciju. Dominaciju negativnih tendencija u privredi Srbije potvrđuju nepovoljne ocene ekonomske politike od strane MMF i pogoršanje plasmana Srbije na rang listi konkurentnosti koju je objavio Svetski ekonomski forum.

Nagomilani problemi zahtevaju snažne odgovore, kako bi se sprečio bankrot države, usporile recesione tendencije u privredi, zaustavio rast loših kredita u bankama i dr. Međutim tokom prethodnih godina, uključujući i ovu, takvi odgovori su izostali. Odlučnije mere su preduzimane samo kada bi se država našla pred bankrotom, da bi se odmah nakon otklanjanja neposredne opasnosti odustajalo od reformi. Tokom leta potpredsednik Vlade Vučić izneo je ideju o pokretanja sveobuhvatnih, radikalnih reformi, ali za sada se radi samo o predlogu koji tek treba da dobije sadržaj. Nakon rekonstrukcije Vlade najavljene su krupne reforme u privrednom sistemu i javnom sektoru kao i vrlo kratki rokovi u kojima će one biti sprovedene. Međutim, postavlja se pitanje da

li opravdano da se suštinske reforme usvajaju u kratkom roku, bez prethodne temeljne stručne i javne rasprave.

Brzo usvajanje krupnih reformi u komplikovanoj političkoj strukturi Vlade je možda način da se spreči organizovanje protivnika reformi, pa i šire javnosti, koja često nije naklonjena reformama. Međutim, visoki makroekonomski rizici i nepovoljne političke okolnosti ne smeju da budu opravdanje za usvajanje nedovoljno pripremljenih reformi. Nedovoljno pripremljene reforme mogu da donesu krupne štete i da kompromituju ideju reformi u nekoj oblasti. Primeri nedovoljno pripremljenih politika i reformi koje su u Srbiji usvojene po urgentnoj proceduri su brojni, počev od NIP-a, preko jednokratnog povećanja penzija na početku krize, reforme pravosuđa, do fiskalne decentralizacije. Da bi se izbeglo ponavljanje ovakvih primera neophodno je da sve reforme koje imaju značajan uticaj na dugoročnu sudbinu zemlje budu predmet temeljne stručne i javne rasprave, ali i konsultacija sa MMF, Svetskom bankom i EU.

U tom smislu bilo bi dobro da se jasno razgraniče politike i reforme čija je realizacija urgentna, a koje imaju za cilj ublažavanje recesije i sprečavanje krize javnog duga, od politika i reformi koje će imati važan uticaj na sudbinu Srbije, ali za koje je znatno važnije da budu dobro pripremljene nego da se usvoje u kratkom periodu. U prvu grupu spadaju antirecesione mere koje treba da poboljšaju likvidnost privrede, zaustave rast loših kredita i obezbede smanjivanje fiskalnog deficita, dok u drugu grupu spadaju mere kao što su penzijska ili poreska reforma, reforma državne uprave, obrazovanja, zdravstva, uspostavljanje finansijske discipline i dr. U slučaju reformi moguć je i selektivan pristup, koji bi se sastojao u tome da se u kratkom roku primene reforme koje su već dovoljno razrađene (penzijska reforma, rešavanje statusa preduzeća u restrukturiranju, promena zakona od radu, izdavanje građevinskih dozvola), dok bi se druge reforme odložile dok se ne izvrši njihova temeljna priprema (reforma državne uprave, poreska reforma, reforma sistema socijalne zaštite i dr.).

Kao što smo u više prethodnih brojeva QM pisali dometi antirecesione politike u Srbiji su skromni, zbog niskim fiskalnih multiplikatora, kao i niske efikasnosti monetarne politike u dvovlautnom sistemu. Ipak to ne znači da od antirecesionih mera treba sasvim odustati, i da država treba da pasivno posmatra pad kreditne aktivnosti, pogoršanje likvidnosti i pad privredne aktivnosti u većem delu privrede. Suprotno, Vlada treba u kratkom roku, već do kraja godine da preduzme određene mere kojima bi ublažila negativne tendencije u privredi.

¹ Rast dobitaka po osnovu obračunskih kursnih razlika je naročito visok kod javnih preduzeća, koja su po pravilu veliki devizni dužnici.

Nastavak programa subvencionisanih kredita predstavlja meru koja se u Srbiji pokazala delotvornom jer se sa malo državnih sredstava znatno povećava kreditna aktivnost (nekoliko mlrd dinara podstiče povećanje kreditnih plasmana za nekoliko stotina miliona evra), a rast kredita sa određenim pomakom utiče na rast privredne aktivnosti. Sredstva za subvencionisane kredite bi se obezbedila preraspodelom postojećih rashoda budžeta, tako da ukupni rashodi ostanu nepromenjeni. Druga mera za poboljšanje likvidnosti privrede je ubrzanje povlačenja kredita međunarodnih finansijskih organizacija koji su namenjeni malim i srednjim preduzećima. Obe ove mere imaju za cilj da se ublaži veliki pad kreditne aktivnosti, koji dodatno produbljuje recesiju u većem delu privrede.

Određeni kratkoročni stimulansi privrede mogli bi da su ostvare i ubrzanjem realizacije javnih investicija, koje se u prvih sedam meseci bile na rekordno niskom nivou od samo 1,8% BDP. S obzirom da su za investicije na koridorima 10 i 11, kao i mnoge druge projekte obezbeđeni krediti ne postoje nikakvi objektivni razlozi za sporu realizaciju javnih investicija. Loša organizacija pri realizaciji krupnih infrastrukturnih projekata je već nekoliko godina glavna prepreka za rast javnih investicija. Takođe, izmirenje dospelih obaveza države prema preduzećima bi delovalo antirecesiono, ali bi otkrilo da je stvarni fiskalni deficit koji se računa na osnovu novčanih tokova, nešto veći nego što to zvanični podaci pokazuju.

Drugi problem koji treba rešiti u kratkom roku je usvajanje kredibilnog budžeta za narednu godinu, koji bi sadržao smanjenje deficita za 2-2,5% BDP u odnosu na ovogodišnji deficit. Najavljeno je smanjivanje fiskalnog deficita u narednoj godini na oko 4%, što je dovoljno pod uslovom da se koristi šira međunarodna definicija, koja uključuje sve rashode. Ako se ciljani deficit odnosi na domaću užu definiciju, koja ne uključuje neke rashode, najavljeno smanjenje deficita je nedovoljno.

Do sada usvojene mere i mere o kojima (verovatno) postoji saglasnost u Vladi obezbeđuju približno polovinu neophodnog smanjenja fiskalnog deficita. Fiskalni savet je tokom ove godine predložio **uvođenje solidarnog poreza**, kao načina za indirektno smanjenje iznad prosečnih plata u javnom sektoru i iznad prosečnih penzija, čije primena bi obezbedila ostvarenje većeg dela neophodnih ušteta. Međutim, Vlada je pre rekonstrukcije glatko odbacila ovaj predlog ali nije izašla sa alternativnim predlogom koji bi obezbedio smanjenje fiskalnog deficita. Stoga je neophodno da rekonstruisana Vlada u što kraćem periodu izađe sa alternativnim predlogom, ili da prihvati predlog Fiskalnog saveta.

Zbog velikih promašaja pri planiranju budžeta za ovu godinu od presudne je važnosti da budžet za narednu

godinu bude što realnije planiran, inače se budžetski planovi Srbije u budućnosti neće ozbiljno tretirati. U tom kontekstu, neophodno je skrenuti pažnju na preterana očekivanja od ušteta po osnovu primene zakona o javnim nabavkama ili od suzbijanja sive ekonomije. Po ugledu na dobru praksu razvijenih zemalja (Nemačka, Velika Britanija i dr.), neophodno je institucionalno urediti pitanje izrade makroekonomskih prognoza na kojima se zasnivaju projekcije budžeta, budući da je u ovoj godini do podbacivanja prihoda u odnosu na plan došlo i zbog odstupanja u kretanju nekih ekonomskih varijabli od vrednosti korišćenih prilikom planiranja. S tim u vezi, jedna od mogućnosti je da se uvede obaveza usaglašavanja makroekonomskih projekcija između relevantnih državnih institucija (Ministarstvo finansija, Fiskalni savet i Narodna banka Srbije), te da zatim Ministarstvo finansija svoje fiskalne projekcije zasniva na usaglašenom makroekonomskom okviru.

Uporedo sa kratkoročnim merama koje imaju za cilj da se ublaži recesija i spreči masovno bankrotstvo preduzeća i države, neophodno je pokretanje brojnih reformi kojim bi se uspostavio efektivni sistem tržišne ekonomije i unapredila efikasnost javnog sektora. Jedna od ključnih mera u reformi privrednog sistema je uspostavljanje finansijske discipline, što znači da svi učenci na tržištu treba da u zakonskim i ugovornim rokovima izmiruju obaveze. Ostvarenje ovog cilja je tesno povezano sa drugim reformama kao što su prestanak zakonske zaštite preduzeća u restrukturiranju, unapređenje efikasnosti stečajne procedure, izdvajanje socijalne funkcije iz javnih i komunalnih preduzeća, usklađivanje politike državne pomoći sa standardima EU, kako se neka preduzeća ne bi imala privilegovani tretman (slučaj Simpa). Poreska disciplina je samo deo šire finansijske discipline i ona se ne može uspostaviti ako se ne uspostavi finansijska disciplina u plaćanju između privatnih subjekata.

Ostale reforme privrednog sistema, koja su važne za unapređenje ambijenta za poslovanje investiranje su, liberalizacije radnog zakonodavstva, giljotina propisa, skraćivanje perioda za za dobijanje građevinskih dozvola i dr. Većina ovih reformi se razmatra već nekoliko godina, neke od njih su i formalno usvojene tokom prethodnih godina, ali je napredak u njihovoj realizaciji skroman. Razlozi za spor napredak su različiti i kreću se od političkih neslaganja u vladajućim koalicijama (reforma tržišta rada), do opstrukcije reformi od strane birokratije i interesnih grupa (giljotina propisa, građevinske dozvole i dr.). Za realizaciju navedenih reformi nisu potrebna značajnija sredstva, niti su one previše administrativno komplikovane, ali bi njihova realizacija dovele do gubljenja različitih renti, a možda bi uticala i na slabljenja političkog rejtinga stranaka koje u prvi plan stavljaju kratkoročne interese radnika.

Jedan od najvećih problema u privrednom sistemu Srbije su skupi krediti i slaba dostupnost kredita preduzećima. Po ovom kriterijumu Srbija je među najslabije plasiranim zemljama u svetu. Smanjenje kamatnih stopa biće moguće tek nakon što se smanje rizici poslovanja u Srbiji, a jedan od važnih uslova je eliminisanje sa tržišta nesolventnih preduzeća. Za pad kamatnih stopa neophodno je smanjivanje stope obaveznih rezervi, što će biti moguće tek kad se stvore uslovi za smanjenje restriktivnosti monetarne politike. Nepovoljni uslovi finansiranja su naročito prisutni u sektoru malih preduzeća i preduzetnika. Stoga bi u cilju poboljšanja pristupa malih preduzeća i preduzetnika izvorima finansiranja bilo poželjno da se stvore zakonske mogućnosti za formiranje mikro-kreditnih organizacija. Formiranje mikro-kreditnih organizacija poboljšalo bi uslove finansiranja malih preduzeća i preduzetnika, kojima bankarski krediti nisu dostupni.

Unapređenju uslova poslovanja u Srbiji mogla bi da doprinese poreska reforma koja bi bila fokusirana na stvaranju povoljnijih uslova za zapošljavanje i investicije. Ako bi se u okviru poreske reforme značajno smanjilo fiskalno opterećenje rada i povećalo fiskalno opterećenje potrošnje (PDV) to bi doprinelo povećanju zaposlenosti i međunarodne konkurentnosti privrede Srbije. Poreska reforma kojom bi se poresko opterećenje sa rada prebacilo na kapital negativno bi uticala na investicije, a bez investicije izostali bi i pozitivni efekti smanjenja poreza na rad na rast privrede i zaposlenost. Brojna empirijska istraživanja dosta jednoglasno ukazuju na to da su visoki porezi na kapital najpogubniji za rast privrede. Visoki porezi na kapital smanjuju investicije, i na taj način usporavaju dugoročan rast, a ovaj efekat postaje snažniji kako međunarodna mobilnost kapitala raste.

Visoki porezi na imovinu su poželji sa stanovišta rasta privrede, ali je mogućnost naplate takvih poreza niska naročito u uslovima Srbije, gde je veliki deo imovine (poljoprivrednog zemljišta) neangažovan ili neproaktivno angažovan. Kada su u pitanju stambeni objekti primena visokih poreza je takođe ograničena zbog slabe korelacije između dohodaka vlasnika stambene imovine i vrednosti te imovine. Porezi na imovinu mogu u određenom stepenu da podstiču građane na usklađivanje vrednosti i strukture imovine sa tekućim dohocima, ali ne bi smeli da dovedu do masovne konfiskacije. Visoki porezi na imovinu pravnih lica su takođe nepoželjni sa stanovišta međunarodne konkurentnosti jer se oni ugrađuju u cenu proizvoda koji se izvoze - npr. visoki porezi na poljoprivredno zemljište bi povećali cene poljoprivrednih proizvoda, tako da prebacivanje dela poreskog opterećenja sa rada na imovinu ne bi dovelo do fiskalne devalvacije.

Ako je namera da se oporezivanjem kapitala i dohodaka od kapitala, dodatno opteretite bogati slojevi stanovništva nije izvesno da će se to postići. Malo je verovatno da bi ceo teret od visokih poreza na kapital i imovinu snosili vlasnici kapitala i imovine. Verovatnije je da će vlasnici kapitala kroz politiku zarada i promenu cena svojih proizvoda pokušati da manji ili veći deo tereta prevale na zaposlene i potrošače. Ako bi u tome uspeali tada se ne bi ostvarili distributivni ciljevi povećanje poreza na kapital, u suprotnom bi bar deo poslovanja izmestili iz Srbije. Takođe, vrlo je verovatno da bi vlasnici stambenog i poslovnog prostora u dužem periodu manji ili veći deo poreskog tereta podizanjem cena zakupa prevalili na zakupce – koji su po pravilu siromašniji građani i preduzetnici.

Stoga je u slučaju poreske reforme znatno važnije da se ona dobro pripremi nego da se realizuje u kratkom periodu. Dobro pripremljena poreska reforma bi trebala da bude bar prihodno neutralna, a u uslovima visokog deficita bilo bi poželjno da donese dodatne prihode. Sa stanovništa rasta privrede važno je da se visok fiskalno opterećenje rada prebaci na potrošnju i u manjoj meri na imovinu, a ne da se visoko opterećenje jednog faktora proizvodnje (rada) zameni prekomernim opterećenjem drugog faktora proizvodnje (kapitala). Predvidivost i stabilnost uslova poslovanje je jedna od ključnih karakteristika dobrog privrednog ambijenta – stoga nije dobro da se u kratkom vremenskom periodu poreske stope značajno povećavaju. Osim toga poreska reforma treba da rezultira u stvaranju jednostavnijeg poreskog sistema čija primena će biti jeftina za poreske obveznike i poresku administraciju. Komplikovani porezi, koji sadrže uslovne olakšice su skupi za primenu i pogodni su za prevare i korupciju. Dobar poreski sistem treba da sadrži pravu srazmeru između efikasnosti i pravičnosti, pri čemu u zemlji koja ima za cilj brz privredni rast veći značaj treba pridati efikasnosti.

Reforma javnog sektora je presudna da bi se smanjili rashodi države i u toku nekoliko narednih godina ostvarila budžetska ravnoteža. Drugi podjednako važan cilj reformi je unapređenje efikasnosti javnog sektora, odnosno poboljšanje kvaliteta i dostupnosti njegovih usluga. Reforme javnog sektora treba da obuhvate penzijski sistem, zdravstvo, obrazovanje i državnu upravu (uključujući i pravosuđe). Osim toga za unapređenje efikasnosti javnog sektora, ali i za uspostavljanje ravnopravnosti učesnika na tržištu, ključna je temeljna promena politike državnih subvencija i njihovo usklađivanje sa principima EU o državnoj pomoći. Reforma penzijskog sistema je presudna za konsolidaciju javnih finansija u

Srbiji¹, a ključne reformske mere su detaljno sadržane u dokumentima Fiskalnog saveta, MMF i pojedinačnih istraživača. Odlaganje primene tih mera samo će voditi gomilanju problema koji će u budućnosti biti sve teže rešivi. Dok su u slučaju penzijskog sistema ključne uštede, osnovni ciljevi reforme zdravstva, obrazovanja i državne uprave je povećanje njihove efikasnosti. To znači da je povećanje kvaliteta njihovih usluga podjednako važno kao i smanjenje rashoda.

Još uvek nije izvesno u kojoj meri postoji politička spremnost za realizaciju reformi. Struktura Vlade se nakon

rekonstrukcije nije bitno promenila, pa nije izvesno da li će sada biti moguće sprovesti penzijske reforme, promeniti zakon o radu, unaprediti stečajnu proceduru, ostvariti neophodne uštede u budžetu i dr. U slučaju obrazovanja nije izvesno da li će se realizovati planovi racionalizacije mreže osnovnih škola, da li će se pooštriti uslovi za akreditaciju visokobrazovnih institucija, da li će se liberalizovati tržište rada kako bi se omogućilo podizanje kvaliteta doktorskih studija? Stranke koje su blokirale ove reforme i koje su se protivile aranžmanu sa MMF su i dalje u Vladi.

¹ Reforme penzijskog osiguranja koja obuhvata produžavanje starosne granice za penzionisanje, uvođenje aktuarski pravičnih penala i dr. sprovode se u skoro svim evropskim zemljama. Nemogućnost da se postigne politički dogovor o penzijskoj reformi je jednak od ključnih faktora krize javnih finansija u Sloveniji. Posledica odlaganja penzijskih reformi u Srbiji bi bile još pogubnije imajući u vidu stanje njenih javnih finansija.

Osvrt 2. Finansijske performanse preduzeća u vlasništvu Republike Srbije

Milan Glišić

Nema sumnje da preduzeća u državnom vlasništvu, nezavisno od toga da li su pravno organizovana kao javna preduzeća ili privredna društva, igraju važnu ulogu u privrednom životu Republike Srbije. Ona uglavnom obavljaju delatnosti od opšteg interesa, poput proizvodnje, prenosa i distribucije električne energije; proizvodnje i prerade uglja; istraživanja, proizvodnje, prerade, transporta i distribucije nafte i prirodnog i tečnog gasa; železničkog, poštanskog i vazdušnog saobraćaja; telekomunikacija; korišćenja, upravljanja i zaštite dobara od javnog interesa (kao što su vode, putevi, mineralne sirovine, šume i sl.); proizvodnje, prometa i prevoza naoružanja i vojne opreme, itd.¹ Mnoge među ovim aktivnostima imaju strateški značaj za razvoj srpske privrede. Takođe, nije moguće zanemariti i ne pomenuti nalaze određenih istraživanja koja pokazuju da su javna preduzeća u periodu od 2006. do 2011. godine u proseku zapošljavala 10,7% radnika, raspolagala sa 17,7% poslovne imovine i angažovala čak 29,3% kapitala u domaćoj ekonomiji.² Uprkos svemu navedenom, još uvek nije uspostavljen sistem redovnog i sistematskog monitoringa i kontrole njihovih performansi, a svedoci smo činjenice da se značajni resursi koje ona upošljavaju ne-

racionalno i neefikasno troše. Najvrednije informacije o stanju u javnim preduzećima, o njihovim problemima, kao i o mogućim rešenjima tih problema sadržane su u istraživanjima međunarodnih finansijskih institucija, konsultantskih kuća i pojedinačnih istraživača. Ipak, ove produbljene i, po svojoj prirodi, jednokratne analize ne mogu biti zamena za redovni monitoring poslovanja tih preduzeća. Cilj ove analize je da na celovit i sveobuhvatan način sagleda finansijski položaj i profitabilnost ključnih preduzeća u državnom vlasništvu iz čega bi mogle proizaći korisne smernice za unapređenje njihovog poslovanja u budućnosti kako za njihov menadžment, tako i za kreatore ekonomske politike.

Osnovne finansijske informacije o preduzećima koja su obuhvaćena analizom date su u tabeli 1. U pitanju su državna preduzeća čije je funkcionisanje u nadležnosti Republike. Predmet analize nisu bila lokalna javna preduzeća. Odmah na početku valja primetiti da je ovih deset preduzeća u 2012. godini zabeležilo zbirni neto gubitak od 69,5 milijardi RSD, da su samo četiri preduzeća pri tome poslovala pozitivno i da su čak dva preduzeća kroz svoje prethodno poslovanje izgubila celokupan kapital i generisala gubitak iznad visine kapitala.

¹ Videti: Zakon o javnim preduzećima, „Službeni glasnik RS“, br. 119/2012.

² Malinić, D. „Finansijska (ne)moć javnih preduzeća“, Zbornik radova: Računovodstveno regulatorno okruženje: podsticaj ili ograničenje privrednog rasta, 44. simpozijum Računovodstvo i poslovne finansije u savremenim uslovima poslovanja, Zlatibor, 2013, str. 131-154.

Tabela 1. Osnovni parametri poslovanja analiziranih preduzeće u vlasništvu Republike Srbije u 2012. godini (u hiljadama RSD)

Preduzeće	Finansijski izveštaji	Ukupna imovina 31.12.2012. g.	Preduzeće	Poslovni prihodi 2012. g.
Javno preduzeće Elektroprivreda Srbije Beograd	Konsolidovani	1.074.223.552	Javno preduzeće Elektroprivreda Srbije Beograd	190.405.822
Javno preduzeće Putevi Srbije Beograd	Pojedinačni	462.502.726	Telekom Srbija a.d. Beograd	119.422.935
Železnice Srbije a.d. Beograd	Konsolidovani	282.264.431	Javno preduzeće Srbijagas Novi Sad	74.396.641
Telekom Srbija a.d. Beograd	Konsolidovani	255.525.154	Javno preduzeće Putevi Srbije Beograd	28.714.657
Javno preduzeće Srbijagas Novi Sad	Konsolidovani	135.541.442	Železnice Srbije a.d. Beograd	27.348.241
Javno preduzeće Elektromreža Srbije Beograd	Konsolidovani	68.652.536	Javno preduzeće PTT saobraćaja Srbija Beograd	21.781.921
Javno preduzeće Srbijašume Beograd	Pojedinačni	62.137.758	Javno preduzeće Elektromreža Srbije Beograd	16.096.599
Javno preduzeće PTT saobraćaja Srbija Beograd	Pojedinačni	34.214.120	JAT Airways a.d. Beograd	13.574.085
Galenika a.d. Beograd	Konsolidovani	21.338.997	Javno preduzeće Srbijašume Beograd	6.049.486
JAT Airways a.d. Beograd	Pojedinačni	15.612.800	Galenika a.d. Beograd	5.025.443
	Ukupno	2.412.013.516		502.815.830
Preduzeće	Kapital 31.12.2012. g.		Preduzeće	Neto dobitak 2012. g.
Javno preduzeće Elektroprivreda Srbije Beograd	780.953.152		Telekom Srbija a.d. Beograd	10.710.275
Javno preduzeće Putevi Srbije Beograd	347.387.297		Javno preduzeće Elektromreža Srbije Beograd	1.489.856
Železnice Srbije a.d. Beograd	210.964.887		Javno preduzeće PTT saobraćaja Srbija Beograd	1.243.341
Telekom Srbija a.d. Beograd	136.553.429		Javno preduzeće Srbijašume Beograd	51.326
Javno preduzeće Srbijašume Beograd	58.760.531		JAT Airways a.d. Beograd	(3.680.760)
Javno preduzeće Elektromreža Srbije Beograd	46.862.131		Galenika a.d. Beograd	(5.657.471)
Javno preduzeće PTT saobraćaja Srbija Beograd	24.058.356		Javno preduzeće Putevi Srbije Beograd	(7.851.362)
Javno preduzeće Srbijagas Novi Sad	2.956.388		Javno preduzeće Elektroprivreda Srbije Beograd	(11.747.314)
Galenika a.d. Beograd	0		Železnice Srbije a.d. Beograd	(16.656.917)
JAT Airways a.d. Beograd	0		Javno preduzeće Srbijagas Novi Sad	(37.364.724)
	Ukupno	1.608.496.171		(69.463.750)

Izvor podataka: Agencija za privredne registre

Ne ulazeći dalje u eksplikaciju pojedinačnih rezultata napomenućemo da će u nastavku osnovu za ocenu performansi odabranih javnih i drugih preduzeća u državnom vlasništvu činiti zbirni finansijski izveštaji dobijeni sabiranjem pozicija pojedinačnih i konsolidovanih finansijskih izveštaja tih preduzeća.³ Oni su prikazani u tabelama 2 i 3. Pri tome, za sagledavanje likvidnosti, solventnosti i profitabilnosti ovih preduzeća, biće upotrebljena standardna metodologija finansijske analize: racio analiza u kombinaciji sa analizom neto obrtnog kapitala (NOK) i novčanih tokova.⁴

No, pre nego što pređemo na pomenutu procenu najbitnijih aspekata poslovanja posmatranih državnih preduzeća, ukratko ćemo prokomentarisati ključne pozicije i trendove u zbirnom bilansu stanja u tabeli 2 i zbirnom bilansu uspeha u tabeli 3. Na osnovu podataka u tabeli 2 primećujemo da je ukupna imovina svih obuhvaćenih preduzeća zajedno značajno porasla u periodu od kraja 2009. do kraja 2012. godine (čak 48,79%). Ovaj rast je najvećim delom izazvalo povećanje stalne imovine u iznosu od 52,20%, u okviru koje je vrednost nekretnina, postrojenja, oprema i bioloških sredstva uvećana za 60,97%, uglavnom zahvaljujući sprovedenoj revalorizaciji. Porast obrtne imovine u analiziranom četvorogodišnjem periodu iznosio je 25,76%, čemu su u zna-

čajnoj meri doprineli povećanje ostalih potraživanja za 69,08% i povećanje potraživanja od kupaca za 28,73%. Na strani izvora finansiranja, kapital vlasnika je u ovom periodu uvećan za 52,87%, dok su dugoročne i kratkoročne obaveze porasle za 54,20% i 31,70%, respektivno. U okviru vlasničkog kapitala najveći rast zabeležile su rezerve, čija je vrednost i više nego duplirana. Pri tome, najveći deo rezervi u proteklom periodu činile su revalorizacione rezerve, koje su povećane zbog revalorizacije nekretnina, postrojenja, opreme i bioloških sredstava. Usled dodatnog kreditnog zaduživanja, povećane su i dugoročne i kratkoročne finansijske obaveze, i to za 34,46% i 14%, respektivno. Primećujemo i značajan porast obaveza prema dobavljačima u iznosu od 40,06%. Podaci u tabeli 3 ukazuju na porast prihoda od prodaje u periodu od 2009. do 2012. godine u visini od 17,81%, ali i na znatnije povećanje stavki poslovnih rashoda, usled čega je došlo do smanjenja EBITDA i EBIT za 21,71% i 106,55%, respektivno. Zapažamo i značajan neto gubitak u tri od četiri posmatrane godine, koji je od 2009. do 2012. godine uvećan čak 23 puta. Dublje istraživanje svih ovih trendova biće izvršeno u nastavku analize u okviru ocene likvidnosti, solventnosti i profitabilnosti posmatranih državnih preduzeća.

1. Analiza likvidnosti

Neretko se ističe da kriza likvidnosti ozbiljno potresa domaću ekonomiju i da se u grupi glavnih generatora te nelikvidnosti nalaze mnoga preduzeća u vlasništvu države. Da osnova za takvo mišljenje ima pokazuju i

3 Pojedinačni i konsolidovani finansijski izveštaji preduzeća uključenih u analizu preuzeti su sa internet prezentacije Agencije za privredne registre.

4 Više videti: Malinić, D., Miličević, V., Stevanović, N. (2012) Upravljačko računovodstvo, Centar za izdavačku delatnost Ekonomskog fakulteta u Beogradu, str. 83-188; White, G.I., Sondhi, A.C., Fried, D. (2003) The Analysis and Use of Financial Statements, John Wiley & Sons, Inc., str. 110-163.

Tabela 2. Zbirni bilans stanja (u hiljadama RSD)

Pozicija	31.12.2009. g.	31.12.2010. g.	31.12.2011. g.	31.12.2012. g.
Goodwill	30.528.110	33.587.447	33.827.395	36.717.363
Nematerijalna ulaganja	37.680.807	36.010.674	34.028.584	31.939.910
Nekretnine, postrojenja, oprema i biološka sredstva	1.264.916.226	1.283.991.915	2.203.412.751	2.036.088.720
Dugoročni finansijski plasmani	77.749.434	15.283.972	38.429.213	41.393.891
Odložena poreska sredstva	1.145.917	1.389.348	1.625.772	2.956.381
Stalna imovina	1.412.020.494	1.370.263.356	2.311.323.715	2.149.096.265
Roba	10.356.571	11.641.520	8.517.577	8.454.100
Materijali	32.660.625	36.500.501	38.278.305	36.020.444
Nedovršena proizvodnja	1.224.442	1.467.690	1.151.538	942.481
Gotovi proizvodi	2.451.411	5.611.955	4.940.447	4.148.537
Dati avansi	4.642.262	4.741.174	5.105.030	5.380.623
<i>Zalihe</i>	51.335.311	59.962.840	57.992.897	54.946.185
Potraživanja od kupaca	65.278.954	79.045.542	80.241.773	84.031.790
Ostala potraživanja	27.556.204	32.487.187	37.567.190	46.591.147
Kratkoročni finansijski plasmani	24.384.506	35.134.218	38.034.668	23.854.611
Gotovinski ekvivalenti i gotovina	32.422.910	27.692.177	30.051.377	35.427.704
Ostala obrtna imovina	8.090.789	10.700.177	9.527.153	18.065.814
Obrtna imovina	209.068.674	245.022.141	253.415.058	262.917.251
UKUPNA IMOVINA	1.621.089.168	1.615.285.497	2.564.738.773	2.412.013.516
Gubitak iznad visine kapitala	-	245.283	3.509.711	11.110.380
Akcijski kapital	109.956.902	109.956.902	364.107.810	410.091.919
Otkupljene sopstvene akcije	-	-	-	(16.502.510)
Državni kapital	885.733.370	844.742.626	596.613.204	596.414.991
Ostali osnovni kapital	8.636.406	6.991.998	11.279.384	7.747.026
Rezerve	298.851.306	300.837.392	1.129.245.658	928.434.349
Neraspoređeni dobitak (preneseni gubitak)	(268.917.016)	(294.678.741)	(249.996.131)	(336.818.289)
Akumulirani ostali ukupni rezultat	(163.202)	(167.712)	(790.020)	(829.963)
Manjinski interes	18.090.166	19.619.923	19.052.318	19.958.648
Kapital	1.052.187.932	987.302.388	1.869.512.223	1.608.496.171
Dugoročna rezervisanja	18.205.609	18.665.121	20.806.777	23.832.613
Dugoročni krediti i druge finansijske obaveze	225.115.514	269.115.145	226.695.743	302.699.734
Ostale dugoročne obaveze	17.006.520	14.339.386	10.839.974	11.684.912
Odložene poreske obaveze	30.317.489	29.591.499	94.019.709	109.949.611
Dugoročne obaveze	290.645.132	331.711.151	352.362.203	448.166.870
Kratkoročni krediti i druge finansijske obaveze	101.641.961	110.181.610	134.392.485	115.873.048
Obaveze prema dobavljačima	69.037.055	61.177.107	73.665.482	96.695.624
Ostale kratkoročne obaveze	107.577.088	125.158.524	138.316.091	153.892.183
Kratkoročne obaveze	278.256.104	296.517.241	346.374.058	366.460.855
KAPITAL I OBAVEZE	1.621.089.168	1.615.530.780	2.568.248.484	2.423.123.896

Izvor podataka: Agencija za privredne registre

rezultati sprovedene analize koji su sistematizovani u tabeli 4 i prikazani na grafikonu 1. Određeni problemi na području servisiranja kratkoročnih obaveza i održavanja likvidnosti u ovim preduzećima mogu se prepoznati već na bazi letimičnog pregleda vrednosti statičkih pokazatelja likvidnosti. Tako racio tekuće likvidnosti, koji poredi obrtnu imovinu i kratkoročne obaveze, i brzi racio likvidnosti, koji nije ništa drugo do količnik zbira potraživanja, kratkoročnih finansijskih plasmana, gotovinskih ekvivalenata i gotovine, s jedne, i kratkoročnih obaveza, s druge strane, u svim posmatranim godinama uzimaju vrednosti značajno niže od poželjnih za ove pokazatelje (2 za tekući racio i 1 za brzi racio). Krajem 2012. godine tekući racio posmatranih državnih preduzeća imao je za 64% manju vrednost od poželjne vred-

nosti tog pokazatelja u visini od 2, dok je iznos brzog racia bio za 48% niži od njegove orijentacione normale na nivou od 1.

Pri tome, iznosi ovih pokazatelja krajem 2012. godine bili su daleko ispod njihovih vrednosti za privatne kompanije realnog sektora čije su akcije uvrštene u indeks Beogradske berze BELEX 15 (iznos tekućeg racia bio je za 56% manji, a iznos brzog racia za 44%).⁵ Na slične zaključke navode nas i vrednosti gotovinskog racia koje

⁵ Privatne kompanije iz korpe indeksa BELEX 15 koje su obuhvaćene ovom analizom su: Naftna industrija Srbije a.d. Novi Sad, Imlek a.d. Beograd, Energoprojekt holding a.d. Beograd, Sojaprotein a.d. Bečej, Galenika Fitofarmacija a.d. Zemun, Metalac a.d. Gornji Milanovac, Jedinstvo a.d. Sevojno, Alfa plam a.d. Vranje, Goša montaža a.d. Velika Plana, Veterinarski zavod a.d. Subotica i Tigar a.d. Pirot.

Tabela 3. Zbirni bilans uspeha (u hiljadama RSD)

Pozicija	2009. g.	2010. g.	2011. g.	2012. g.
Prihodi od prodaje	371.145.782	411.120.675	437.888.811	437.260.441
Prihodi od aktiviranja učinaka	6.501.203	7.563.457	8.840.832	7.689.484
Promena vrednosti zaliha učinaka	(1.039.000)	1.780.122	(838.817)	(410.493)
Ostali poslovni prihodi	56.694.725	58.850.265	66.506.508	58.276.398
Poslovni prihodi	433.302.710	479.314.519	512.397.334	502.815.830
Nabavna vrednost prodate robe	45.472.759	67.115.934	74.101.089	73.653.099
Troškovi materijala	55.144.161	68.354.303	79.213.189	84.847.607
Troškovi zarada	99.083.406	103.108.984	113.423.180	119.748.904
Ostali poslovni rashodi	118.999.917	122.456.909	125.635.031	134.848.576
EBITDA	114.602.467	118.278.389	120.024.845	89.717.644
Troškovi amortizacije	76.783.683	76.677.750	96.156.787	92.195.795
EBIT (Poslovni dobitak)	37.818.784	41.600.639	23.868.058	(2.478.151)
Finansijski prihodi	24.343.182	30.268.468	32.753.023	30.255.563
Rashodi kamata	14.512.103	15.018.043	15.520.227	21.502.583
Ostali finansijski rashodi	28.375.284	45.171.471	13.222.997	35.365.873
Ostali prihodi	27.619.738	22.651.624	90.706.256	24.600.755
Ostali rashodi	47.473.445	43.898.322	68.112.749	90.547.638
Dobitak iz redovnog poslovanja	(579.128)	(9.567.105)	50.471.364	(95.037.927)
Dobitak poslovanja koje se obustavlja	(136.260)	(260.660)	(573.982)	(2.258.592)
Dobitak pre oporezivanja	(715.388)	(9.827.765)	49.897.382	(97.296.519)
Porez na dobitak	947.404	1.206.042	4.713.436	(29.408.094)
Dobitak pre manjinskog interesa	(1.662.792)	(11.033.807)	45.183.946	(67.888.425)
Manjinski interes	1.336.158	1.839.366	1.367.260	1.575.325
Neto dobitak	(2.998.950)	(12.873.173)	43.816.686	(69.463.750)
Pozitivne kursne razlike i efekti valutne klauzule ¹	5.159.168	6.449.334	11.581.226	6.928.822
Negativne kursne razlike i efekti valutne klauzule ²	23.174.252	42.463.692	9.916.381	31.431.726
Kursni dobitak	(18.015.084)	(36.014.358)	1.664.845	(24.502.904)

Izvor podataka: Agencija za privredne registre

Tekući racio se u grupi analiziranih državnih preduzeća kretao u rasponu od 0,02 (JP Putevi Srbije) do 2,98 (JP PTT saobraćaja Srbija). Osim JP PTT saobraćaja Srbija, iznos ovog racia iznad orijentacione normale ostvarilo je i JP Elektromreža Srbije (2,20). Vrednosti tekućeg racia veće od njegove zbirne vrednosti (0,72), obračunate na osnovu zbirnog bilansa stanja, zabeležene su još kod JP Elektroprivreda Srbije (0,94), JP Srbijagas (0,82) i Telekom Srbija a.d. (0,80). Slično prethodno navedenom, iznose brzog racia iznad njegove poželjne vrednosti ostvarili su JP PTT saobraćaja Srbija (2,73) i JP Elektromreža Srbije (1,67), a iznose veće od zbirne vrednosti ovog racia još i JP Elektroprivreda Srbije (0,72), Telekom Srbija a.d. (0,58) i JP Srbijagas (0,56). Minimalna vrednost brzog racia na kraju 2012. godine zabeležena je kod JP Putevi Srbije (0,02).

signaliziraju da je krajem 2012. godine tek 10% kratkoročnih obaveza posmatranih državnih preduzeća bilo pokriveno gotovinskim ekvivalentima i gotovinom, kao najlikvidnijom imovinom, što je opet ispod pokriva koje je zabeleženo kod privatnih kompanija, članova BELEX 15 indeksne korpe. Konačno, defanzivni interval pokazuje da bi preduzeća u vlasništvu države novčane poslovne rashode mogla nesmetano da otplaćuju iz postojeće monetarne imovine (brzo pretvorive u gotovinu), kojom su raspolagala krajem 2012. godine, oko pola godine. Moramo primetiti i to da su iznosi svih statičkih

pokazatelja likvidnosti analiziranih državnih preduzeća bili prilično stabilni u posmatranom četvorogodišnjem periodu, što nam govori da od kraja 2009. do kraja 2012. godine nije bilo znakova poboljšanja njihovog, inače narušenog, likvidnosnog položaja.

Slični zaključci slede i iz analiza novčanih tokova. Podatak da je neto novčani tok iz poslovnih aktivnosti (CFO), koji suštinski opredeljuje likvidnost preduzeća, bio pozitivan u svim posmatranim godinama i da je pri tome beležio rastući trend treba tumačiti sa rezervom iz najmanje dva razloga. Prvo, iako je CFO bio pozitivan nekoliko racia nam govori da on nije bio dovoljno visok. Tako su vrednosti racia pokrića kratkoročnih obaveza neto novčanim tokom iz poslovnih aktivnosti, koji poradi CFO i prosečne kratkoročne obaveze tokom godine, u analiziranom periodu bile duplo manje od poželjne vrednosti ovog pokazatelja sa stanovišta očuvanja likvidnosti od 0,40. Racio pokrića kratkoročnih finansijskih obaveza neto novčanim tokom iz poslovnih aktivnosti pokazuje da je državnim preduzećima u 2012. godini u proseku bilo potrebno čak dve godine da iz viška gotovine koji stvaraju poslovne aktivnosti otplate kratkoročne kredite i ostale kratkoročne kamatonosne dugove.

Takođe, odnos CFO i prosečnog iznosa ukupnog kapitala javnih i drugih državnih preduzeća u 2012. godini bio je znatno lošiji od onog koji su ostvarile privatne

Tabela 4. Pokazatelji likvidnosti posmatranih preduzeća u vlasništvu Republike

Pokazatelji	Javna i druga preduzeća u državnom vlasništvu				BELEX 15 ¹
	2009. g.	2010. g.	2011. g.	2012. g.	2012. g.
Statička analiza likvidnosti					
Racio tekuće likvidnosti	0,75	0,83	0,73	0,72	1,63
Brzi racio likvidnosti	0,54	0,59	0,54	0,52	0,93
Gotovinski racio	0,12	0,09	0,09	0,10	0,17
Defanzivni interval (u danima)	171	177	173	168	146
Analiza novčanih tokova					
Racio pokrića kratkoročnih obaveza NNT ² iz poslovnih aktivnosti	n/a	0,18	0,21	0,17	0,46
Racio pokrića kratkoročnih finansijskih obaveza NNT ² iz poslovnih aktivnosti	n/a	0,49	0,54	0,48	1,85
NNT ² iz poslovnih aktivnosti / Prosečan iznos ukupnog kapitala ³	n/a	3,77%	3,69%	2,84%	19,15%
Pokriće kapitalnih izdataka	0,65	0,75	1,08	0,85	0,86
Analiza poslovnog i gotovinskog ciklusa					
Vreme obrta zaliha (u danima)	n/a	43	42	41	64
Vreme obrta potraživanja od kupaca (u danima)	n/a	56	58	60	57
Poslovni ciklus (u danima)	n/a	99	100	101	122
Vreme obrta dobavljača (u danima)	n/a	169	162	199	82
Gotovinski ciklus (u danima)	n/a	(70)	(62)	(98)	40

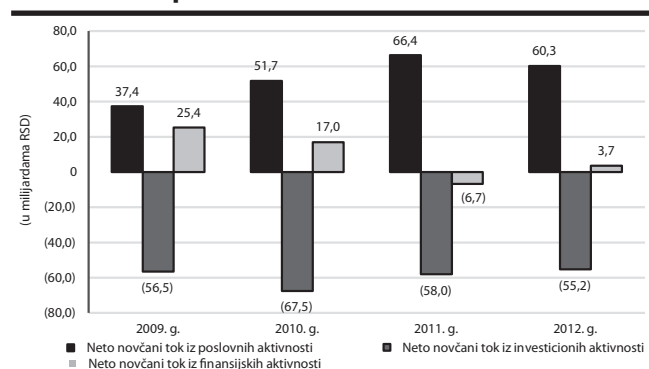
¹ BELEX 15 članovi izuzev finansijskih institucija i Aerodroma Nikola Tesla a.d. Beograd koji je u većinskom državnom vlasništvu

² Neto novčani tok

³ Ukupan kapital je zbir kapitala (vlasnika), dugoročnih finansijskih obaveza i kratkoročnih finansijskih obaveza

Izvor: Proračun autora na bazi podataka Agencije za privredne registre

kompanije iz korpe indeksa BELEX 15, što između ostalog ukazuje i na nedovoljnu efikasnost upotrebe ovog kapitala u javnom sektoru. Konačno, osim u 2011. godini CFO nije bio dovoljan za pokriće kapitalnih izdataka. Ovo je primoravalo državna preduzeća da se dodatno zadužuju i time izlažu dodatnim kako dugoročnim, tako i kratkoročnim finansijskim rizicima, o čemu će nešto više reći biti kasnije u okviru analize solventnosti.

Grafikon 1. Novčani tokovi posmatranih preduzeća u vlasništvu Republike

Izvor: Prikaz autora na bazi podataka Agencije za privredne registre

Drugi razlog za opreznost u tumačenju rastućeg trenda CFO leži u činjenici da ovaj rast nije bio posledica povećanja profitabilnosti poslovnih aktivnosti analiziranih preduzeća, niti brže naplate potraživanja. Zapravo, on je nastao usled značajnog usporavanja tempa isplate dobavljača i ostalih kratkoročnih obaveza, što ni u kom slučaju ne možemo pozitivno okarakterisati, budući da je reč o tendenciji koja nije finansijski održiva u dugom

roku, a pri tome generiše nelikvidnost u privredi. Sve ovo jasno prikazuju priloženi zbirni finansijski izveštaji, ali i analiza poslovnog i gotovinskog ciklusa. Naime, poslovni ciklus posmatranih državnih preduzeća, kao vreme koje u proseku protekne od momenta nabavke materijala od dobavljača, preko proizvodnje i prodaje proizvoda, do momenta naplate potraživanja od kupaca bio je prilično stabilan u periodu od 2010. do 2012. godine i blago je oscilovao oko nivoa od 100 dana. S druge strane, u istom ovom periodu prosečno vreme regulisanja obaveza prema dobavljačima bilo je znatno duže i pri tome se povećalo sa 169 dana, koliko je iznosilo u 2010. godini, na 199 dana, kolika mu je vrednost bila u 2012. godini. Iz ovakvog odnosa poslovnog ciklusa, s jedne, i vremena obrta obaveza prema dobavljačima, s druge strane, proistekao je negativan gotovinski ciklus koji nam govori da se analizirana javna i druga preduzeća u državnom vlasništvu nisu oslanjala na kratkoročne kreditne izvore u finansiranju poslovnog ciklusa. Zapravo, čitav teret finansiranja poslovnog ciklusa bio je prevallen na dobavljače. Oni su isplaćivani neredovno, usled čega ni sami nisu mogli redovno izmirivati obaveze prema svojim dobavljačima, čime su postavljeni temelji za lančano širenje krize likvidnosti privredom.⁶

2. Analiza solventnosti

Kriza likvidnosti može biti uvod u krizu solventnosti, naročito u slučaju u kome su likvidnosni problemi pri-

⁶ Više videti: Malinić, D. „Finansijska (ne)moć javnih preduzeća“, Zbornik radova: Računovodstveno regulatorno okruženje: podsticaj ili ograničenje privrednog rasta, 44. simpozijum Računovodstvo i poslovne finansije u savremenim uslovima poslovanja, Zlatibor, 2013, str. 131-154.

Najveću vrednost racia pokriva kratkoročnih obaveza neto novčanim tokom iz poslovnih aktivnosti u 2012. godini ostvario je Telekom Srbija a.d. (0,62), a najmanju Galenika a.d. (-0,43). Pored Telekom Srbija a.d., iznos ovog pokazatelja iznad poželjnih 0,40 ostvarilo je i JP Elektromreža Srbije (0,42), dok su vrednosti racia iznad zbirnih 0,17 zabeležene još kod JP PTT saobraćaja Srbije (0,35) i JP Elektroprivreda Srbije (0,25).

sutni u dužem vremenskom periodu.⁷ Pokazatelji solventnosti izloženi su u tabeli 5. Već sada možemo primetiti određene znake koji nagoveštavaju i ovu krizu, pri čemu nikako ne smemo dozvoliti da nas površni pregled strukture ukupnog kapitala i strukture izvora finansiranja analizom obuhvaćenih državnih preduzeća zavara. Naime, iako sva racia zaduženosti u tabeli 5 (ukupne obaveze / kapital, dugovi / kapital, dugovi / ukupan kapital, dugovi / ukupna imovina i finansijski leveridž⁸) jasno pokazuju da kapital (vlasnika) dominira ukupnim kapitalom i izvorima finansiranja posmatranih preduzeća, ovaj podatak treba uzeti u obzir sa rezervom prilikom procene dugoročne finansijske sigurnosti tih preduzeća i to iz dva razloga. Prvo, najveći deo imovine ovih preduzeća čini stalna imovina, što se jasno vidi iz zbirnog bilansa stanja u tabeli 2. Njeno učešće u ukupnoj imovini krajem 2012. godine bilo je čak 94,74%. Poznato je da stalna imovina predstavlja najrizičniji deo aktive preduzeća, pa je otuda sa stanovišta očuvanja dugoročne finansijske stabilnosti poželjno da ona bude u celosti finansirana najkvalitetnijim kapitalom, a to je kapital vlasnika.⁹ Uprkos visokom vlasničkom kapitalu analiziranih državnih preduzeća ovaj zahtev nije ispunjen, o čemu svedoče vrednosti racia pokriva stalne imovine koje su bile manje od 1 i negativne vrednosti sopstvenog neto obrtnog kapitala (SNOK) u svim posmatranim godinama (videti pokazatelje SNOK / obrtna imovina i SNOK / zalihe).¹⁰ Pri tome, solventnost ovih preduzeća posebno je bila ugrožena činjenicom da je jedan deo njihove stalne imovine bio finansiran iz kratkoročnih obaveza, što govori o ročnoj neusklađenosti imovine i

7 Isto.

8 Racio finansijskog leveridža predstavlja količnik prosečne imovine i prosečnog kapitala vlasnika.

9 Finansijsko-računovodstvena teorija polazi od stava da je celokupna imovina preduzeća pretvoriva u gotovinu, s tim što je nekim delovima imovine potrebno kraće, a nekim duže vreme za ovu konverziju. Naravno, što je vreme neophodno za konvertovanje imovine u gotovinu duže, veća je i neizvesnost hoće li se ta konverzija u potpunosti ostvariti, te se takva imovina posmatra kao rizičnija. Pošto stalna imovina obuhvata one resurse preduzeća kojima je potrebno duže vreme od jedne godine za konverziju u novac, smatra se da je ona rizičnija od obrtne imovine, čiji period pretvaranja u novac traje kraće od jedne godine. Otuda, poželjno je da stalna imovina bude finansirana iz najkvalitetnijeg kapitala preduzeća, a to je vlasnički kapital, s obzirom na to da on dospeva tek u trenutku likvidacije preduzeća.

10 Racio pokriva stalne imovine je količnik kapitala vlasnika i stalne imovine, dok sopstveni neto obrtni kapital predstavlja razliku između vlasničkog kapitala i stalne imovine.

izvora finansiranja. Ovaj zaključak direktno proizilazi iz negativnih vrednosti neto obrtnog kapitala (NOK)¹¹ u periodu od 2009. do 2012. godine (videti pokazatelje NOK / obrtna imovina i NOK / zalihe).

U krugu posmatranih državnih preduzeća najveća vrednost racia pokriva zaliha NOK-om (NOK / zalihe) krajem 2012. godine zabeležena je kod JP PTT saobraćaja Srbije (13,14). Ona pokazuje da je u tom momentu ovo preduzeće raspolagalo sa pozitivnim NOK-om koji je bio oko 13 puta veći od zaliha, što ukazuje na postojanje dobre usklađenosti strukture imovine sa strukturom izvora finansiranja, a onda i na dobre pretpostavke za održavanje likvidnost i solventnost u tom preduzeću. Visoko pokriva zaliha NOK-om krajem 2012. godine ostvarilo je JP Elektromreža Srbije (9,79). U ostalim državnim preduzećima, koja su bila predmet analize, vrednost ovog pokazatelja bila je negativna, pri čemu su iznosi iznad zbirne vrednosti racia (-1,88) zabeleženi još kod JP Elektroprivreda Srbije (-0,27), JP Srbijagas (-1,11), Galenika a.d. (-1,11), JP Srbijašume (-1,70) i Telekom Srbija a.d. (-1,76). Minimalnu vrednost racia pokriva zaliha NOK-om na kraju 2012. godine ostvarilo je JP Putevi Srbije (-184,38).

Suprotno prethodno konstatovanom, primetno je da su privatne kompanije iz korpe indeksa BELEX 15 krajem 2012. godine iz dugoročnih izvora finansirale celu stalnu imovinu, čitave zalihe i deo potraživanja (NOK / zalihe > 1). Drugi razlog zbog koga ne treba pridavati poseban značaj visokim vrednostima vlasničkog kapitala u proceni solventnosti posmatranih državnih preduzeća tiče se značajnih revalorizacionih rezervi koje su ušle u njegov sastav, a iza kojih ne stoje stvarni novčani prilivi kapitala u ova preduzeća.¹² Naime, u 2011. godini JP Elektroprivreda Srbije, JP Putevi Srbije i Železnice Srbije a.d. izvršili su sveobuhvatnu revalorizaciju nekretnina, postrojenja, opreme i bioloških sredstava kojima su raspolagali i na konto toga primetno podigli vrednost revalorizacionih rezervi i vlasničkog kapitala u svojim knjigama. To je dovelo do značajnog povećanja učešća kapitala vlasnika u izvorima finansiranja analizom obuhvaćenih državnih preduzeća, a posledično i do osetnog smanjenja vrednosti svih racia zaduženosti. Imajući sve to u vidu jasno je onda zašto opadanje vrednosti pokazatelja zaduženosti analiziranih preduzeća u četvorogodišnjem periodu od kraja 2009. do kraja 2012. godine ne smemo tumačiti kao znak smanjenja njihove zaduženosti. Zapravo, u tom periodu zaduženost je povećana budući da su porasle i finansijske i ukupne

11 Neto obrtni kapital predstavlja razliku između dugoročnih izvora finansiranja (zbira vlasničkog kapitala i dugoročnih obaveza) i stalne imovine.

12 Kao što je to već pomenuto, revalorizacione rezerve predstavljaju najznačajniju stavku u okviru pozicije Rezerve u zbirnom bilansu stanja u tabeli 2.

Tabela 5. Pokazatelji solventnosti posmatranih preduzeća u vlasništvu Republike

Pokazatelji	Javna i druga preduzeća u državnom vlasništvu				BELEX 15 ¹
	2009. g.	2010. g.	2011. g.	2012. g.	2012. g.
Racio pokriva stalne imovine	0,75	0,72	0,81	0,74	0,82
SNOK ² / Obrtna imovina	(1,72)	(1,56)	(1,76)	(2,10)	(0,24)
SNOK ² / Zalihe	(7,01)	(6,39)	(7,68)	(10,04)	(0,66)
NOK ³ / Obrtna imovina	(0,33)	(0,21)	(0,37)	(0,39)	0,39
NOK ³ / Zalihe	(1,35)	(0,86)	(1,60)	(1,88)	1,07
Ukupne obaveze / Kapital	0,54	0,64	0,37	0,51	1,14
Dugovi ⁴ / Kapital	0,31	0,38	0,19	0,26	0,37
Dugovi ⁴ / Ukupan kapital ⁵	0,24	0,28	0,16	0,21	0,27
Dugovi ⁴ / Ukupna imovina	0,20	0,23	0,14	0,17	0,17
Racio finansijskog leveridža	n/a	1,59	1,47	1,44	2,23
Pokriće kamata	2,61	2,77	1,54	(0,12)	19,54
Racio pokriva obaveza NNT ⁶ iz poslovnih aktivnosti	n/a	0,09	0,10	0,08	0,22
Racio pokriva finansijskih obaveza NNT ⁶ iz poslovnih aktivnosti	n/a	0,15	0,18	0,15	0,69
Prosečni dugovi ⁴ / NNT ⁶ iz poslovnih aktivnosti (u godinama)	n/a	6,83	5,58	6,47	1,44
Dugovi ⁴ / EBITDA (u godinama)	2,85	3,21	3,01	4,67	0,86

¹ BELEX 15 članovi izuzev finansijskih institucija i Aerodroma Nikola Tesla a.d. Beograd koji je u većinskom državnom vlasništvu

² Sopstveni neto obrtni kapital

³ Neto obrtni kapital

⁴ Dugovi su zbir dugoročnih finansijskih obaveza i kratkoročnih finansijskih obaveza

⁵ Ukupan kapital je zbir kapitala (vlasnika), dugoročnih finansijskih obaveza i kratkoročnih finansijskih obaveza

⁶ Neto novčani tok

obaveze ovih preduzeća, što se lepo vidi iz priloženog zbirnog bilansa stanja u tabeli 2.

Zbog čega je došlo do pomenutog povećanja finansijskih i ukupnih obaveza posmatranih preduzeća? KonTURE odgovora na ovo pitanje već su isctane u okviru prethodno sprovedene analize likvidnosti. Naime, ona je pokazala da rast finansijskih obaveza nije bio izazvan potrebom finansiranja poslovnog ciklusa. Zapravo, ta potreba je prouzrokovala rast poslovnih obaveza i to obaveza prema dobavljačima. Krediti i ostale finansijske obaveze prevashodno su korišćeni za finansiranje kapitalnih izdataka. Već je pokazano da u prethodnom periodu CFO nije bio dovoljan za pokriće kapitalnih izdataka. Ukoliko u obzir uzmemo i činjenicu da se u tome periodu osnovni kapital nije značajno menjao, što se jasno vidi iz priloženog zbirnog bilansa stanja u tabeli 2, brzo ćemo doći do zaključka da su nedostajuća sredstva za finansiranje investicija u nematerijalnu imovinu i nekretnine, postrojenja, opremu i biološka sredstva pribavljena iz kreditnih izvora.¹³ Razumljivo, ovo je povećalo izloženost državnih preduzeća kako kratkoročnim, tako i dugoročnim finansijskim rizicima.

Dodatne razloge za zabrinutost u pogledu sposobnosti posmatranih preduzeća da nesmetano izmiruju svoje dugoročne obaveze bez pomoći države pronalazimo u niskim vrednostima racia pokriva obaveza neto novčanim tokom iz poslovnih aktivnosti u prethodnom periodu. Naime, u 2012. godini vrednost ovog pokazatelja

iznosila je svega 0,08, što je bilo znatno manje od njegove poželjne vrednosti sa stanovišta očuvanja dugoročne finansijske stabilnosti preduzeća u iznosu od 0,20, ali i od njegove vrednosti za privatne kompanije iz korpe indeksa BELEX 15 od 0,22. Ovome treba dodati i ne tako ohrabrujuću informaciju da je državnim preduzećima u 2012. godini bilo potrebno oko 6,5 godina da iz interno stvorene gotovine otplate sve svoje dugove, na šta ukazuju racio pokriva finansijskih obaveza neto novčanim tokom iz poslovnih aktivnosti i njegova recipročna vrednost. Vrednosti ovog pokazatelja za privatne kompanije čije akcije ulaze u sastav indeksa BELEX 15 u 2012. godini bile su znatno povoljnije. Konačno, krajem 2012. godini dugovi javnih i drugih državnih preduzeća bili su 4,67 puta veći od EBITDA, kao aproksimacije CFO, što je iznad raspona poželjnih vrednosti za ovaj odnos koji se kreće od 0 do 4.¹⁴

Prethodne stavove o ugroženoj solventnosti javnih i drugih državnih preduzeća potvrđuju i niske vrednosti racia pokriva kamata, kao i opadajuća profitabilnost ovih preduzeća u posmatranom četvorogodišnjem periodu.¹⁵ Pokriće kamata, kao odnos poslovnog dobitka (EBIT) i rashoda kamata, u svim godinama zabeležilo je osetno niže vrednosti od poželjnih vrednosti koje se kreću u rasponu od 5 do 7. Čak je u 2012. godini vrednost ovog racia bila negativna pošto su analizirana državna predu-

¹³ Osnovni kapital čine akcijski kapital, državni kapital i ostali osnovni kapital u zbirnom bilansu stanja u tabeli 2.

¹⁴ Prihvatljive vrednosti ovog pokazatelja zabeležene su kod JP Srbijašume (0,61), Telekom Srbija a.d. (1,63), JP Elektroprivreda Srbije (2,34), JP PTT saobraćaja Srbija (2,51) i JP Elektromreža Srbije (3,12).

¹⁵ Prema modernim shvatanjima solventnosti profitabilnost je njena primarna determinanta.

zeća ostvarila zbirni poslovni gubitak u iznosu od skoro 2,5 milijardi RSD.

Pokriće kamata se u grupi analiziranih državnih preduzeća u 2012. godini kretalo u rasponu od -8,46 (JAT Airways a.d.) do 5,90 (JP PTT saobraćaja Srbija). Osim JP PTT saobraćaja Srbija, prihvatljivu vrednost ovog racia ostvarilo je i JP Elektromreža Srbije (5,12). Vrednosti racia pokrića kamata veće od njegove zbirne vrednosti (-0,12) zabeležene su još kod JP Srbijašume (0,62) i JP Putevi Srbije (0,28).

U isto vreme poslovni dobitak privatnih kompanija iz korpe indeksa BELEX 15 bio je 19,54 puta veći od njihovih rashoda kamata. Smanjenje pokrića kamata u periodu od 2009. do 2012. godine posledica je dva izrazito nepovoljna trenda po dugoročnu finansijsku sigurnost posmatranih preduzeća: rasta rashoda kamata zbog sve većih dugova ovih preduzeća i opadanja njihove profitabilnosti. O krizi profitabilnosti državnih preduzeća više reći biće u nastavku ove analize.

3. Analiza profitabilnosti

Profitabilnost nije jedina determinanta uspeha javnih preduzeća i njihovih menadžera. Ipak, poznato je i to da je gomilanje gubitaka u dužem vremenskom periodu finansijski neodrživo i da vodi ozbiljnom narušavanju strukture ukupnog kapitala i strukture izvora finansiranja, što u mnogome otežava održavanje likvidnosti i solventnosti preduzeća. Imajući u vidu veličinu i značaj javnih i drugih državnih preduzeća, kao i njihovu poslovnu povezanost sa ostalim privrednim subjektima, jasno je kakve implikacije po ostatak privrede ima takvo finansijski neodgovorno poslovanje.

Pokazatelji (ne)profitabilnosti analizom obuhvaćenih državnih preduzeća prikazani su u tabeli 6. Na osnovu pregleda njihovih vrednosti lako prepoznamo nekoliko alarmantnih pojava i trendova. Prvo, EBITDA marža, kao odnos EBITDA i poslovnih prihoda,¹⁶ imala je silazni trend u posmatranom četvorogodišnjem periodu, uprkos rastu pomenutih prihoda. Ovo nam govori da su u tom periodu nabavna vrednost prodane robe, troškovi materijala, troškovi zarada i ostali poslovni rashodi u zbiru rasli brže od poslovnih prihoda. Pri tome, uočavamo da je EBITDA u 2012. godini bila nedovoljna za pokriće visokih troškova amortizacije, čiji nivo diktira značajna materijalna i nematerijalna stalna imovina državnih preduzeća, pa je te godine zabeležena negativna marža poslovnog dobitka. Da je EBITDA marža posmatranih preduzeća u 2012. godini bila nezadovoljavajuća potvrđuje i činjenica da je ona, uprkos znatno većim

troškovima amortizacije ovih preduzeća, bila osetno niža od EBITDA marže privatnih kompanija iz korpe indeksa BELEX 15. Koji su uzroci nezadovoljavajuće visine EBITDA marže? Neadekvatna cenovna politika javnih i drugih državnih preduzeća koja u sebi ima elemente socijalne politike svakako je jedan od njih. Tome treba dodati i problem nedovoljne kontrole troškova. Troškovima se mora pažljivo i domaćinski upravljati. To se prevashodno odnosi na pojedinačno najkrupnije stavke poslovnih rashoda, kao i na stavke koje su najbrže rasle u prethodnom periodu, pošto u okviru njih postoji najviše prostora za uštede. Reč je o troškovima zarada, troškovima materijala i nabavnoj vrednosti prodane robe.

Dalje, alarmantan je i pad EBIT marže koji je izazvan padom EBITDA marže i rastom troškova amortizacije u 2011. godini usled revalorizacije nekretnina, postrojenja, opreme i bioloških sredstava u pojedinim državnim preduzećima. Negativna vrednost EBIT marže u 2012. godini u punom svetlu odslikava krizu poslovnog rezultata s kojom su se suočila neka od posmatranih preduzeća. Olakšavajuću okolnost u periodu od 2009. do 2012. godine predstavljao je, ipak, visok kvalitet i procenat naplate poslovnog dobitka, kao i činjenica da je u 2012. godini, uprkos poslovnom gubitku, ostvaren neto priliv gotovine i gotovinskih ekvivalenata iz poslovnih aktivnosti, o čemu govori negativna vrednost pokazatelja kvaliteta (poslovnog) dobitka (neto novčani tok iz poslovnih aktivnosti / EBIT). No, kako je to već pomenuto, ovakav odnos nije finansijski održiv u dugom roku.

Zabrinjavajuć je i silazni trend neto profitne marže, kao i bruto profitne marže, koji upotpunjuje sliku o opadanju profitabilnosti prihoda analiziranih državnih preduzeća.¹⁷ Primetno je da je neto profitna marža bila pozitivna samo u 2011. godini i to zahvaljujući značajnim kursnim dobitcima i visokim ostalim prihodima, u okviru kojih su dominirale tranzitorne stavke poput prihoda od usklađivanja vrednosti nekretnina, postrojenja i opreme JP Elektroprivreda Srbije i prihoda od smanjenja obaveza Železnica Srbije a.d. U ostalim godinama zabeleženi su masivni kursni gubici i još masivniji ostali rashodi, znatno veći od ostalih prihoda, na šta jasno ukazuje priloženi zbirni bilans uspeha u tabeli 3, te je generisana negativna neto profitna marža. Pri tome, struktura ostalih rashoda ponovo je potvrdila činjenicu da su javna preduzeća u prethodnom periodu služila

¹⁶ Misli se na iznos poslovnih prihoda bez promena vrednosti zaliha učinaka.

¹⁷ Bruto profitna marža meri profitabilnost prihoda iz perspektive svih vlasnika i kreditora i utvrđuje se deljenjem zbir dobitka pre manjinskog interesa i rashoda kamata posle poreza, s jedne, i poslovnih prihoda bez promene vrednosti zaliha učinaka, s druge strane. Za razliku od nje, neto profitna marža odslikava profitabilnost prihoda isključivo iz perspektive vlasnika matičnog preduzeća i dobija se deljenjem neto dobitka i poslovnih prihoda bez promene vrednosti zaliha učinaka.

Tabela 6. Pokazatelji profitabilnosti posmatranih preduzeća u vlasništvu Republike

Pokazatelji	Javna i druga preduzeća u državnom vlasništvu				BELEX 15 ¹	
	2009. g.	2010. g.	2011. g.	2012. g.	2012. g.	
EBITDA marža	26,39%	24,77%	23,39%	17,83%	24,70%	
EBIT marža (Marža poslovnog dobitka)	8,71%	8,71%	4,65%	-0,49%	21,73%	
Neto novčani tok iz poslovnih aktivnosti / EBIT	0,99	1,24	2,78	(24,31)	0,61	
Bruto profitna marža	7,38%	1,22%	11,54%	-10,51%	16,41%	
Neto profitna marža	-0,69%	-2,70%	8,54%	-13,80%	15,25%	
ROTC _{before taxes} (Prinos pre poreza na ukupan kapital ²)	n/a	3,03%	1,33%	-0,12%	31,62%	
ROA _{after taxes} (Prinos posle poreza na ukupnu imovinu)	n/a	0,36%	2,83%	-2,13%	14,81%	
ROE1 _{after taxes} (Prinos posle poreza na kapital vlasnika matičnog preduzeća)	n/a	-1,29%	3,11%	-4,06%	32,07%	
DU PONT analiza	Neto profitna marža	n/a	-2,70%	8,54%	-13,80%	15,25%
	Obrt ukupne imovine	n/a	0,30	0,25	0,20	0,90
	Obrt nekretnina, postrojenja, opreme i bioloških sredstava	n/a	0,37	0,29	0,24	1,80
	Obrt obrtne imovine	n/a	2,10	2,06	1,95	2,09
	Racio finansijskog leveridža	n/a	1,59	1,47	1,44	2,23
	Prosečan kapital / Prosečan kapital vlasnika matičnog preduzeća	n/a	1,02	1,01	1,01	1,05

¹ BELEX 15 članovi izuzev finansijskih institucija i Aerodroma Nikola Tesla a.d. Beograd koji je u većinskom državnom vlasništvu

² Ukupan kapital je zbir kapitala (vlasnika), dugoročnih finansijskih obaveza i kratkoročnih finansijskih obaveza

kao zgodan instrument relevantnim političkim strukturama za vođenje socijalne politike. Tako je u okviru nje značajno mesto pripalo rashodima po osnovu obezvređenja potraživanja od kupaca, rashodima po osnovu isplaćenih naknada zaposlenima u javnim preduzećima na teritoriji Kosova i Metohije i troškovima sponzorstva i donatorstva.

Poseban signal za uzbunu, pored svih do sada pomenutih signala, je i opadanje efikasnosti upravljanja imovinom u analiziranim državnim preduzećima, koje je u posmatranom periodu u kombinaciji sa smanjenjem profitabilnosti prihoda doprinelo osetnom spuštanju stope prinosa pre poreza na ukupan kapital, stope prinosa posle poreza na ukupnu imovinu i stope prinosa posle poreza na kapital (vlasnika matičnog preduzeća).¹⁸ Pri tome, sve tri stope prinosa 2012. godinu završile su sa negativnim predzankom. Dublja analiza pokazuje da je pogoršavanje efikasnosti upravljanja imovinom, o kome svedoči silazni trend racio obrta ukupne imovine, bilo rezultat opadanja kako obrta nekretnina, postrojenja, opreme i bioloških sredstava, tako i obrta obrtne imovine. No, ovde se kao olakšavajuća okolnost mora uzeti u obzir činjenica da je smanjenje iznosa racia obrta nekretnina, postrojenja, opreme i bioloških sredstava u 2011. u odnosu na 2010. godinu jednim delom izazvano i sprovedenom revalorizacijom, o kojoj je već bilo reči. Sve to, ipak, ne menja naš zaključak da je efikasnost upošljavanja ove imovine u državnim preduzećima u prethodnom periodu bila na izrazito niskom nivou, što potvrđuje

¹⁸ Stopa prinosa pre poreza na ukupan kapital definisana je kao količnik EBIT i prosečne vrednosti ukupnog kapitala. Za razliku od nje, stopa prinosa posle poreza na ukupnu imovinu predstavlja količnik zbira dobitka pre manjinskog interesa i rashoda kamata posle poreza, s jedne, i prosečne imovine, s druge strane. Konačno, stopa prinosa posle poreza na kapital vlasnika matičnog preduzeća utvđuje se kao količnik neto dobitka i prosečnog kapitala vlasnika umanjenog za manjinski interes.

četiri i po puta manja vrednost racia obrta nekretnina, postrojenja, opreme i bioloških sredstava u 2012. godini u državnim u odnosu na privatne kompanije iz korpe indeksa BELEX 15.¹⁹ Pad obrta obrtne imovine, s druge strane, uzrokovan je u prvom redu usporavanjem tempa naplate potraživanja od kupaca na koje upućuje postepeno povećanje vremena obrta potraživanja od kupaca u tabeli 4 u okviru analize likvidnosti. Sve ovo jasno ukazuje na neophodnost profesionalizacije uprave javnih i drugih državnih preduzeća i s pravom otvara pitanje kriterijuma na osnovu kojih se biraju menadžeri i zapošljavaju kadrovi u njima.

Iznete stavove u najboljoj meri ilustruje sprovedena Du Pont analiza stope prinosa posle poreza na kapital (vlasnika matičnog preduzeća) iz koje nedvosmisleno proizilazi da je opadanje ove stope u prethodnom periodu bilo posledica smanjenja neto profitne marže, usporevanja obrta i blagog spuštavanja finansijskog leveridža.²⁰ Kako je o neto profitnoj marži i obrtu bilo već dovoljno reči, ostaje nam da nešto kažemo i o finansijskom leve-

¹⁹ Izneti zaključak ostaje na snazi uprkos činjenici da posmatrana državna preduzeća posluju u kapitalno intezivnim privrednim granama, što samo po sebi spušta vrednost racio obrta nekretnina, postrojenja, opreme i bioloških sredstava. Dovoljno ubedljivo potvrđuje ga podatak da je vrednost ovog pokazatelja u 2012. godini za Naftnu industriju Srbije a.d. Novi Sad bila 6,8 puta veća nega za analizirana preduzeća u vlasništvu države i iznosila je 1,61. Pri tome, Naftna industrija Srbije takođe obavlja kapitalno intenzivnu delatnost, a doskora je bila i u državnim rukama.

²⁰ U literaturi je moguće pronaći različite verzije Du Pont analize profitabilnosti. No, najčešće su one u okviru kojih je stopa prinosa na kapital vlasnika (ROE) predstavljena kao proizvod tri komponente: neto profitne marže, obrta ukupne imovine i finansijskog leveridža. Upravo ova ideja nalazi se u osnovi Du Pont analize čiji su rezultati sistematizovani u tabeli 6, s tim što je u njoj u obzir uzeta i četvrta komponenta: količnik prosečnog kapitala svih vlasnika i prosečnog kapitala vlasnika matičnog preduzeća. Ova komponenta je uključena u analizu zbog specifičnosti definicije stope prinosa posle poreza na kapital vlasnika matičnog preduzeća, prema kojoj je ta stopa količnik neto dobitka i prosečnog kapitala vlasnika matičnog preduzeća.

ridžu. Pomenuto spuštanje racia finansijskog leveridža u posmatranim preduzećima, ipak, ne treba tumačiti kao znak smanjenja njihove izloženosti finansijskim rizicima, na šta je već ukazano u analizi solventnosti. To potvrđuje i analiza efekta finansijskog leveridža koja je prikazana u tabeli 7.

U 2012. godini stopa prinosa posle poreza na ukupnu imovinu posmatranih državnih preduzeća zabeležila je vrednosti u rasponu od -22,35% (JP Srbijagas) do 23,98% (JP PTT saobraćaja Srbija). Pored JP PTT saobraćaja Srbija, pozitivne vrednosti ove stope ostvarili su još Telekom Srbija a.d. (6,61%), JP Elektromreža Srbije (2,73%) i JP Srbijašume (0,13%). Negativne vrednosti stope, koje su bile veće od njenog zbirnog iznosa (-2,13%), generisali su JP Elektroprivreda Srbije (-0,92%) i JP Putevi Srbije (-1,31%). Značajne gubitke imovine, pa samim tim i izrazito negativne vrednosti ovog pokazatelja, pored JP Srbijagas, zabeležili su i JAT Airways a.d. (-20,59%), Galenika a.d. (-19,41%) i Železnice Srbije a.d. (-5,32%). S druge strane, maksimalna vrednost stope prinosa posle poreza na kapital (vlasnika matičnog preduzeća) u grupi posmatranih državnih preduzeća zabeležena je kod JP PTT saobraćaja Srbija (35,08%), a minimalna u preduzeću Galenika a.d. (-506,95%). Pored JP PTT saobraćaja Srbija, pozitivne vrednosti ovog pokazatelja ostvarili su još Telekom Srbija a.d. (8,28%), JP Elektromreža Srbije (3,16%) i JP Srbijašume (0,09%). Negativne vrednosti stope generisali su JP Elektroprivreda Srbije (-1,31%), JP Putevi Srbije (-2,32%), Železnice Srbije a.d. (-8,11%), ali i Galenika a.d., JP Srbijagas (-229,93%) i JAT Airways a.d. (pokazatelj nije definisan zbog nulte vrednosti prosečnog vlasničkog kapitala preduzeća u 2012. godini) koji su zabeležili gubitke iznad visine vlasničkog kapitala. Distribucija vrednosti stope prinosa pre poreza na ukupan kapital u 2012. godini blisko je korespondirala upravo predstavljenim distribucijama stope prinosa posle poreza na ukupnu imovinu i stope prinosa posle poreza na kapital (vlasnika matičnog preduzeća).

Negativan efekat finansijskog leveridža koji su javna i druga državna preduzeća ostvarila u 2010., 2011. i 2012. godini samo upotpunjuje impresije o narušenoj profitabilnosti i solventnosti ovih preduzeća.²¹ Stope prinosa uz koje je plasiran kapital pribavljen iz pozajmljenih izvora nisu bile dovoljno visoke da pokriju troškove tog kapitala u proteklom periodu. Ovaj zaključak izveden je iz razlike između stope prinosa posle poreza na ukupan kapital i stope rashoda kamata posle poreza.²² Naime, stopa prinosa posle poreza na ukupan kapital bila

je niža od stope rashoda kamata posle poreza u svim posmatranim godinama (npr. u 2012. godini: -2,49% < 3,85%), što je imalo negativan uticaj na stopu prinosa posle poreza na kapital svih vlasnika, spuštajući prinos vlasnika na nivo ispod prinosa na ukupan kapital (npr. u 2012. godini: -3,92% < -2,49%).²³ Sasvim suprotni odnosi između ovih stopa i pozitivan efekat finansijskog leveridža zabeleženi su u 2012. godini kod privatnih kompanija čije akcije ulaze u sastav indeksa BELEX 15. Ove kompanije su profitabilno uložile kapital pribavljen putem kreditnog zaduživanja, zahvaljujući čemu su uspele da podignu profitabilnost vlasničkog kapitala iznad profitabilnosti ukupnog kapitala (30,84% > 23,87%).

Zaključak

Najvažniji zaključci sprovedene analize su sledeći. Naime, ona jasno pokazuje da su finansijska pozicija i performanse najbitnijih javnih i drugih preduzeća u državnom vlasništvu ozbiljno ugroženi i da se ova preduzeća, zbirno posmatrano, suočavaju sa krizom likvidnosti, krizom solventnosti i krizom profitabilnosti. Naravno, likvidnost, solventnost i profitabilnost se razlikuju od preduzeća do preduzeća, ali generalna ocena je da je opšta finansijska kondicija svih preduzeća zajedno loša. Imajući u vidu pomenute specifičnosti finansijskog i prinosa polazaja pojedinačnih preduzeća, u predstojećem periodu potrebno je sprovesti detaljan skrining poslovanja svakog preduzeća ponaosob, kako bi se u svakom konkretnom slučaju utvrdile odgovarajuće mere za poboljšanje performansi. No, već sada je moguće identifikovati nekoliko opštih mera koje bi zasigurno delovale u pravcu stabilizacije finansijskog položaja i poboljšanja profitabilnosti državnih preduzeća: profesionalizacija menadžmenta, ograničavanje zloupotrebe političkog uticaja na poslovanje, korigovanje cenovne politike u slučajevima u kojima je to moguće, pooštavanje kontrole troškova poslovanja, a pogotovo troškova zarada i troškova materijala, insistiranje na javnim nabavkama, podizanje efikasnosti naplate potraživanja i sl. Uz sve ovo opravdano se postavlja i jedno važno pitanje: Da li država i dalje treba da bude (jedini) vlasnik baš svih preduzeća koja trenutno poseduje? Na to pitanje nadovezuju se i mnoga druga podjednako kompleksna pitanja koja zahtevaju odgovor i čekaju rekonstruisanu Vladu.

21 Pojedinačno posmatrano, pozitivan efekat finansijskog leveridža u 2012. godini zabeležili su samo JP PTT saobraćaja Srbija, JP Elektromreža Srbije i Telekom Srbija a.d.

22 Stopa prinosa pre poreza na ukupan kapital predstavlja količnik zbira dobitka pre manjinskog interesa i rashoda kamata posle poreza, s jedne, i prosečne vrednosti ukupnog kapitala, s druge strane, dok je stopa rashoda kamata posle poreza definisana kao odnos rashoda kamata posle poreza i prosečnih dugova. Ponovo ćemo naglasiti da ukupan kapital čine kapital vlasnika i dugovi, tj. kratkoročne i dugoročne finansijske obaveze.

23 Stopa prinosa posle poreza na kapital svih vlasnika je količnik dobitka pre manjinskog interesa i prosečnog kapitala vlasnika.

Tabela 7. Analiza efekta finansijskog leveridža u posmatranim državnim preduzećima

Pokazatelji	Javna i druga preduzeća u državnom vlasništvu				BELEX 15 ¹
	2009. g.	2010. g.	2011. g.	2012. g.	2012. g.
ROTC _{after taxes} (Prinos posle poreza na ukupan kapital ²)	n/a	0,42%	3,30%	-2,49%	23,87%
- Stopa rashoda kamata posle poreza	n/a	4,78%	3,80%	3,85%	5,59%
Razlika	n/a	-4,35%	-0,50%	-6,34%	18,29%
x Prosečni dugovi ³ / Prosečan kapital	n/a	0,35	0,26	0,23	0,38
Proizvod	n/a	-1,51%	-0,13%	-1,43%	6,97%
+ ROTC _{after taxes} (Prinos posle poreza na ukupan kapital ²)	n/a	0,42%	3,30%	-2,49%	23,87%
Zbir	n/a	-1,08%	3,17%	-3,92%	30,84%
ROE2 _{after taxes} (Prinos posle poreza na kapital svih vlasnika)	n/a	-1,08%	3,17%	-3,92%	30,84%
Efekat finansijskog leveridža	n/a	Negativan	Negativan	Negativan	pozitivan

¹ BELEX 15 članovi izuzev finansijskih institucija i Aerodroma Nikola Tesla a.d. Beograd koji je u većinskom državnom vlasništvu

² Ukupan kapital je zbir kapitala (vlasnika), dugoročnih finansijskih obaveza i kratkoročnih finansijskih obaveza

³ Dugovi su zbir dugoročnih finansijskih obaveza i kratkoročnih finansijskih obaveza

Literatura

<http://www.apr.gov.rs>

1. Malinić, D. „Finansijska (ne)moć javnih preduzeća“, Zbornik radova: Računovodstveno regulatorno okruženje: podsticaj ili ograničenje privrednog rasta, 44. simpozijum Računovodstvo i poslovne finansije u savremenim uslovima poslovanja, Zlatibor, 2013, str. 131-154.

2. Malinić, D., Milićević, V., Stevanović, N. (2012) Upravljačko računovodstvo, Centar za izdavačku delatnost Ekonomskog fakulteta u Beogradu

3. White, G.I., Sondhi, A.C., Fried, D. (2003) The Analysis and Use of Financial Statements, John Wiley & Sons, Inc.

4. Zakon o javnim preduzećima, „Službeni glasnik RS“, br. 119/2012.

Osvrt 3. Ekstremna nezaposlenost mladih u Srbiji i EU: posledice i moguća rešenja

Jelena Žarković Rakić

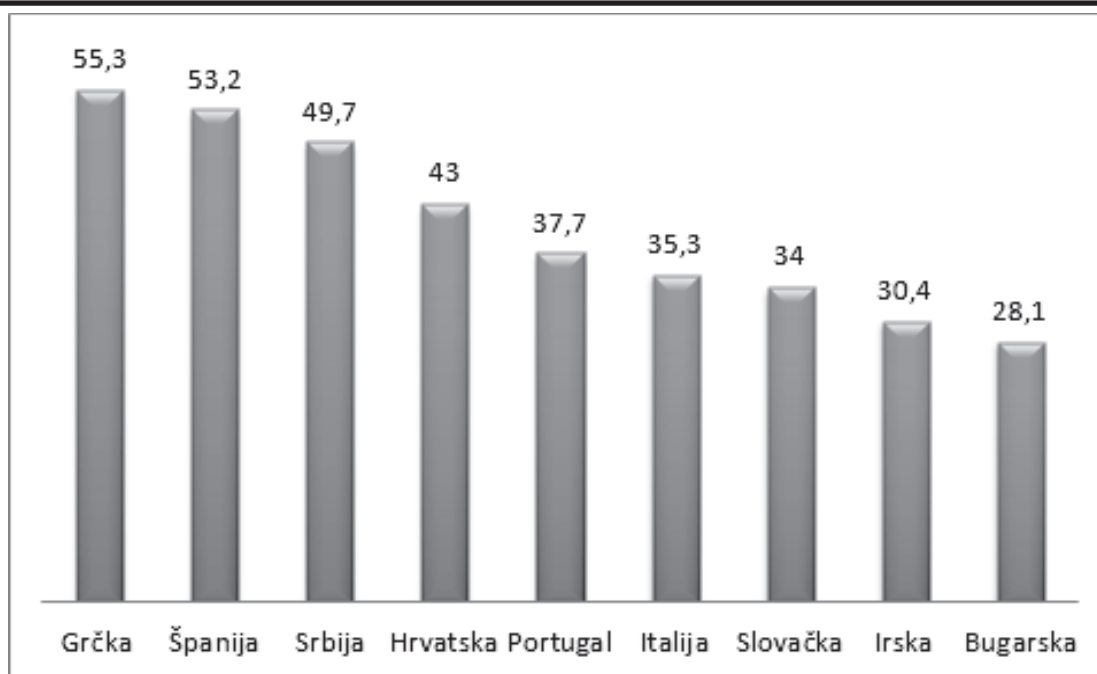
Stopa nezaposlenosti za mlade (15-24 godine) u Srbiji dostigla je brojku od 50% još pre dve godine. Od početka ekonomske krize pogoršanje prilika na tržištu rada za ovu starosnu grupu primetno je i u zemljama Evropske unije (EU), gde jedna od pet osoba ispod 25 godina nema posao, dok je stanje na jugu Evrope još teže. Na Grafiku su prikazane evropske zemlje u kojima je situacija posebno zabrinjavajuća.

Kada privrede prolaze kroz težak period, kakva je trenutna ekonomska kriza, mladi prvi gube posao s obzirom da još nemaju dovoljno radnog iskustva i veština koje su poslodavcu nezamenjive. Tako je 2008. godine stopa nezaposlenosti mladih u EU-27 bila dvostruko veća u odnosu na stopu nezaposlenosti celokupne populacije, ali je ekonomska kriza pogodila mlade više nego bilo koju drugu starosnu grupu. Od početka 2009. jaz između stope nezaposlenosti mladih i celokupne populacije se konstantno povećavao tako da je na kraju 2012. stopa nezaposlenosti mladih bila 2,6 puta veća u odnosu na stopu za ukupnu populaciju.

Veliki broj nezaposlenih mladih ljudi stvara značajne troškove na individualnom i društvenom nivou. Za državu to znači smanjenje prihoda po osnovu poreza na dohodak, veće budžetske izdatke za naknade poput one za nezaposlenost, ali iznad svega neiskorišćen potencijal radne snage. Tako na primer, jedno istraživanje za Veliku Britaniju¹ procenjuje da se gubici u produktivnosti, kao rezultat nezaposlenosti mladih ljudi, na dnevnom nivou mogu meriti iznosom od deset miliona funti.

Istraživanja radena uglavnom za razvijene zemlje pokazuju da na individualnom planu dugi periodi nezaposlenosti ostavljaju negativan uticaj na buduća primanja pojedinca (takozvani “ožiljak na zaradama”). Široko citiran rad za Veliku Britaniju² pokazuje da mladi ljudi, koji na

¹ McNally, S. and Telha, S. The Cost of Exclusion: Counting the cost of youth disadvantage in the UK (2007). Centre for Economic Performance, London School of Economics, Prince's Trust, <http://www.princestrust.org.uk/PDF/Princes%20Trust%20Research%20Cost%20of%20Exclusion%20apr07.pdf>
² Gregg, P. and Tominey, E. (2005) "The wage scar from male youth unemployment". Labour Economics, 12(4), pp. 487-509.

Grafik G3-2. Stopa nezaposlenosti za mlade (15-24 godine), 2012. godina

Izvor: Eurostat

početku svojih karijera prolaze kroz duže periode bez posla, narednih čak dvadeset godina imaju primanja niža za 9 - 21%. Za Sjedinjene Američke Države, Mroz and Savage (2006)³ nalaze da efekat umanjjenih primanja može biti prisutan narednih desetak godina. S druge strane, rezultati merenja veličine "ožiljka" za siromašnije zemlje veoma se razlikuju od slučaja do slučaja. Velika studija rađena za Kinu pokazuje da svaki uticaj nezaposlenosti na buduća primanja mladih osoba nestaje već nakon tri godine⁴. Međutim, istraživanje za Argentinu i Brazil⁵ pokazuje da efekat ožiljka za mlade, koji su dugo vremena bili ne samo nezaposleni već i radili u neformalnoj ekonomiji, traje i do deset godina a posebno je izražen kod niskokvalifikovanih pojedinaca.

Pored toga što su nezaposleni, značajan broj mladih ljudi je istovremeno i van procesa obrazovanja i obuke. Naime, procenjuje se da u Evropskoj Uniji ima skoro 8 miliona mladih koji spadaju u takozvanu NEET (*not in employment, education or training*) kategoriju. Pri tom, 30% nezaposlenih ispod 25 godina starosti je bilo bez zaposlenja duže od 12 meseci.⁶ Iz tog razloga, Evropska komisija je nedavno predložila uvođenje Paketa zapo-

slenosti za mlade (*Youth Employment Package*), programa koji se fokusira na:

1. Lakšu tranziciju od škole do posla kroz pružanje garancija osobama ispod 25 godina starosti da će im u roku od četiri meseca nakon završetka obrazovanja ili ostanka bez posla biti ponuđen drugi posao, nastavak procesa obrazovanja ili pripravnička obuka;
2. Poboljšanje kvaliteta i ponude programa pripravnika i stručne prakse;
3. Pružanje mogućnosti mladima da rade i usavršavaju svoje veštine u inostranstvu (kroz program razmene sličan dosadašnjem Erasmus-u).

Za Paket zaposlenosti za mlade Evropska unija (EU) namerava da izdvoji osam milijardi evra u naredne dve godine i to najviše za zemlje najteže pogođene krizom poput ekonomija na jugu. Dodatno, Evropska investiciona banka bi trebalo da pomogne malim preduzećima da zapošljavaju i pruže obuku mladim ljudima.

Prema podacima Ankete o radnoj snazi iz aprila 2013. godine, u Srbiji broj mladih koji spadaju u NEET kategoriju iznosi skoro 200.000 (ili 25% od ukupnog broja mladih starosti od 15-24 godine). Imajući u vidu nalaze vezane za uticaj dugoročne nezaposlenosti na buduća primanja mladih ljudi, veoma zabrinjava podatak da čak 60% nezaposlenih ispod 25 godina traži posao duže od 12 meseci.

U Srbiji je Nacionalnim akcionim planom zapošljavanja (NAPZ)⁷, koji predstavlja instrument za operacionali-

3 Mroz, T.A. and Savage, T.H. (2006). "The long-term effects of youth unemployment". *Journal of Human Resources*, 41(2), pp. 259-293.

4 Adjusting to Really Big Changes: The Labor Market in China, 1989-2009 Wei Chi, Richard B. Freeman, and Hongbin Li NBER Working Paper No. 17721, January 2012

5 Scarring effects of youth unemployment and informality Evidence from Argentina and Brazil* Guillermo Cruces, Andrés Ham, Mariana Viollaz, 2012. <http://publish.illinois.edu/andresham/files/2012/12/CRUCES-HAM-VIOLLAZ-Scarring-effects-of-youth-unemployment-and-informality.pdf>

6 <http://ec.europa.eu/social/main.jsp?catId=1036>

7 <http://www.minrzs.gov.rs/doc/zaposljavanje/NAPZ%202013.pdf>

zaciju ciljeva postavljenih u Nacionalnoj strategiji zapošljavanja 2010–2020., za mlade u ovoj godini predviđen takozvani paketa usluga za mlade. Paket podrazumeva da će Nacionalna služba za zapošljavanje (NZS) u prva tri meseca od prijave mlade osobe na evidenciju nezaposlenih: 1) izvršiti procenu zapošljivosti lica; 2) utvrditi individualni plan zapošljavanja i odrediti mere koje su najpogodnije za aktivaciju i podizanje zapošljivosti mladih; 3) ponuditi posao ili neku drugu meru aktivne politike zapošljavanja koja može da pomogne u zapošljavanju (savetovanje, stručna praksa, obuka, subvencija za samozapošljavanje, podrška razvoju preduzetništva mladih i sl.).

Paket usluga za mlade u Srbiji, kao i garancije za mlade u EU po svoj sadržini veoma podsećaju na programe koji su po prvi put uvedeni u skandinavskim zemljama (1984. u Švedskoj, a potom 1993. u Norveškoj i Danskoj i najzad 1996. u Finskoj). S obzirom da intenzivnu debatu koja se vodi u evropskim krugovima o uspešnosti ovakvih programa, pojavile su se i rezultati evaluacija dosadašnjih mera. Tako na primer, istraživanje Eurofonda za Švedsku i Finsku⁸ ocenjuje programe ovog tipa kao pozitivne jer pokušavaju da izbegnu pomenuti efekat ožiljka. No, ističu da su garancije pogodnije za mlade koji su spremni za rad i koji su tek ušli na tržište rada, a manje prilagođeni dugoročno nezaposlenim pojedincima. Nadalje, uspeh mera zavisi i od drugih javnih politika (npr. infrastrukture i kapaciteta NSZ, raspoloživosti mesta na fakultetima, ponude programa pripravnika i obuka). U uslovima visoke stope nezaposlenosti mladih, može postojati iskušenje da se posegne za brzim rešenjima koji ne moraju nužno da proizvedu dugoročne koristi za ovu populaciju. Recimo, garancije mogu da mladom čoveku ponude posao, mesto u obrazovnom sistemu ili obuku za relativno kratko vreme i uz niske troškove, ali da ne reše strukturni problem ove ciljne grupe a to je nedostatak veština i kvalifikacija. Najzad, smatra se da je momenat intervencije ključan i da je period od tri meseca (koliko na raspolaganju imaju i Nacionalne službe za zapošljavanje u Finskoj i Švedskoj) isuviše dug i da bi Službe trebalo da imaju obavezu da pomognu mladim ljudima bez posla odmah nakon što se registruju kao nezaposleni.

S obzirom da je u Srbiji Paket za mlade uveden tek od ove godine još je rano za predviđanje njegovih efekata. Ali bi prilikom planiranja NAPZ za 2014. godinu (koji je trebalo već da bude usvojen ali nije najverovatnije zbog rekonstrukcije Vlade) ovakve i slične evaluacije trebalo imati u vidu kako bi se raspoloživi kapaciteti NZS iskoristila na najbolji mogući način za smanjenje broja nezaposlenosti mladih ljudi.

Pored specifičnih programa koji su usmereni na mlade i koje bi trebalo i dalje razvijati i unapređivati, šire posmatrano, potrebno je raditi na promenama u obrazovnom sistemu i sistemu obuka, kako bi se smanjio jaz između veština koje su nude i traže na tržištu rada.

Evropska unija od 2003. kroz razne projekte pomaže na reformi i modernizaciji sistema srednjeg stručnog obrazovanja kako bi se odgovorilo budućim potrebama privrede, potrebama preduzeća za obučenom radnom snagom, a istovremeno povećala zapošljivost pojedinaca sa srednjim nivoom obrazovanja. Međutim, stručno obrazovanje u Srbiji je i dalje lošeg kvaliteta s obzirom da su oblasti isuviše usko specijalizovane a sistem je generalno nepopularan među učenicima o čemu svedoči gašenje velikog broja odeljenja i ove godine.

U domenu visokog obrazovanja Srbija beleži mali broj diplomaca, ali ne zbog nedovoljnog broja upisanih studenata već velikog broja studenata koji napuštaju studije pre roka ili isuviše dugo studiraju. Jedan od uzroka ovog problema su svakako programi na univerzitetima koji su više oblikovani pod uticajem ponude nego tražnje za određenim znanjima.

Kako se ocenjuje u najnovijoj studiji o ulozi veština na tržištu rada za budući ekonomski rast Zapadnog Balkana⁹, da bi se rešili strukturni problemi mladih ljudi u Srbiji, koji se ogledaju u nedostatku veština i kvalifikacija, potrebno je konačno započeti institucionalnu saradnju između obrazovne politike i politike zapošljavanja. Za početak, dovoljno je osnovati telo koje bi okupljalo stručnjake iz ove dve oblasti, a koji bi onda povelu stratešku diskusiju o reformi obrazovnog sistema. Do tada, mere poput garancija za mlade mogu samo trenutno da olakšaju situaciju u kojoj se nalaze mlade osobe, ali ne i da ponude dugoročno rešenje za njihove probleme na tržištu rada.

8 <http://www.eurofound.europa.eu/pubdocs/2012/42/en/1/EF1242EN.pdf>

9 *Labour Market and Skills in the Western Balkans*, ed. Mihail Arandarenko and Will Bartlett, FREN and LSE Research on South Eastern Europe, 2012.

Osvrt 4. Osporavanje nekih predloženih mera za oporavak privrede Srbije i rešavanje problema u javnim finansijama

Milojko Arsić

Nagomilavanje problema u privredi i javnim finansijama Srbije podstaklo je pojavu niza nestandardnih predloga za njihovo rešavanje. U ovom Osvrtu ćemo analizirati tri predloga, koji su već duže vremena prisutni u javnosti, a za koje smatramo da su neadekvatni i da bi njihova eventualna primena još više pogoršala stanje u privredi i javnim finansijama¹. Pri tome ocenjujemo da je predlog da se primarnom emisijom finansira privredni razvoj poguban, dok su predlozi da se problemi u javnim finansijama reše kapitalizacijom penzijskog fonda ili suzbijanjem sive ekonomije nerealni.

Konsultant za investicije Nebojša Katić predlaže korišćenje primarne emisije, kako za rešavanje tekućih problema privrede tako i za pokretanje privrednog razvoja. Eventualna primena ovog predloga bila bi pogubna za privredu i građane Srbije², jer bi dovela do nagle deprecijacije dinara, i do skoro trenutnog ubrzanja inflacije, a potom i do dubokog pada privredne aktivnosti. Ovo je scenario kroz koji je Srbija i njene države prethodnice (SRJ, SFRJ) prošla više puta, samo što bi se u postojećim okolnostima još brže ostvario.

Osnovni razlog zbog koga Srbije ne može da koristi monetarnu politiku³ za stimulisanje privrede je dugotrajna zloupotreba primarne emisije od starne države koja je počela još 70-tih godina i trajala je sve do 2001. godine, uz kratke prekide u periodima realizacije stabilizacionih programa Ante Markovića i Dragoslava Avramovića. Kao rezultat pomenutih zloupotreba u Srbiji je formiran dvovalutni sistem u kome je oko 70% finansijske aktive evroizirano, a u tom sistemu dinar je inferiorna valuta u odnosu na evro. Realna tražnje za dinarima je niska pa čak i skroman rast ponude dinara (primarna emisija), dovodi do rasta tražnje za devizama, a ne do povećanja kreditne aktivnosti banaka. Zbog toga Srbija ne može da koristi ekspanzivnu monetarnu politiku, čak ni u periodu recesije, kao što to rade druge centralne banke. Zbog niske realne tražnje za dinarima NBS je bila prinuđena da i u periodu aktuelne krize uglavnom sprovodi restriktivnu politiku.

1 Stručna javnost i političari za sada uglavnom ignorišu ove predloge, ali ipak ocenjujemo da oni zaslužuje odgovor, kako se ne bi stekao utisak da postoje laka rešenja za teške probleme, ali da se ta rešenja iz određenih razloga ne prihvataju.

2 Predlozi g. Katića su suprotni Zakonu o NBS, što znači da za sada ne postoje šanse za njihovu primenu.

3 Srbija ne može da koristi ni kamatne stope, kao instrument anti-rescesione politike, na način na koji to rade druge Centralne banke.

Pri tome podsećamo da je odobravanje kredita od strane centralnih banaka u obliku primarne emisije skoro napušteno – monetarna regulacija se po pravilu ostvaruje preko kamatnih stopa. U novijem periodu primarna emisija se realizuje u obliku tzv. kvantitativnih popuštanja i to samo u periodima kada je privreda u recesiji, kamatne stope su tek nešto iznad nule, a inflacije je vrlo niska. U Srbiji je ispunjen samo jedan od tri neophodna uslova, privreda je u recesiji, ali su kamatne stope i inflacija visoki.

Drugi predlog koji zaslužuje pažnju je predlog Miladina Kovačevića i Mahmuta Bušatlije da se problemi penzijskog fonda, reše njegovom kapitalizacijom lokalnom imovinom. Rešavanjem problema penzijskog fonda rešili bi se većim delom i problemi javnih finansija Srbije jer je ukupni fiskalni deficit u Srbiji nešto manji od deficita penzijskog fonda. U vezi sa ovim predlogom postoje dva pitanja. Prvo pitanje je kolika bi imovina bila potreban i koji prinos bi trebao da se ostvaruje njenom upotrebom da bi se pokrio deficit penzijskog fonda. Ako pretpostavimo da bi kapitalisani fond ostvarivao prinos na nivou proseka takvih fondova u Centralnoj i Istočnoj Evropi, u periodu pre krize, prosečan realni prinos bi iznosio oko 3%. Da bi se uz prinos od 3% obezbedila sredstva za pokrivanje deficita od 2 mlrd evra (prethodnih godina deficit je bio oko 2,4 mlrd evra) neophodno je da kapitalisani fond raspolaže imovinom od 67 mlrd. evra. Navedeni iznosi imovine višestruko prevazilaze sve prihode koji su od 2001. godine ostvareni privatizacijom preduzeća (uključujući Mobtel i banke). Orijentaciono potrebni kapital je približno veći od procenjenog kapitala Telekomu za 30 puta.

Kada je u pitanju lokalna imovina, najveći deo te imovine predstavljaju lokalna javna dobra (ulica, parkovi, tereni i objekti za sport i rekreaciju dr), prirodne monopole (vodovod, kanalizacija, grejanje i dr) ili socijalne ustanove (vrtići). Jasno je da nijedna od navedenih kategorija imovine ne bi mogla da se iskoristi za kapitalizaciju penzijskog fonda. Prema tome za eventualnu kapitalizaciju penzijskog fonda moglo bi se iskoristiti gradsko građevinsko zemljište i poslovni prostor. Međutim, ova imovina donosi značajne prihode lokalnim zajednicama kako od poreza tako i od prihoda po osnovu izdavanja, pa bi njeno prenošenje u penzijski fond značajno povećalo deficite lokalnih zajednica. Konsolidovani deficit bi ostao približno nepromenjen - koliko bi se smanjio deficit penzijskog fonda toliko bi se povećao deficit lokalnih zajednica.

U budućnosti bi veći deo građevinskog zemljišta i poslovnog prostora u vlasništvu lokalnih zajednica trebao da se privatizuje. Međutim, prihodi od privatizacije lokalne imovine u svetu se koriste za izgradnju lokalne

infrastrukture, koja je inače u Srbiji u vrlo lošem stanju. Ako bi se ova imovina predala penzijskom fondu, lokalne zajednice bi morale ili da se zadužuju ili da povećavaju postojeće ili neke druge poreze, a to se u dužem roku svodi na isto – povećanje poreza. Prema tome ni u ovom slučaju ne bi se ostvarilo poboljšanje na nivou konsolidovanog bilansa države, osim u slučaju povećanja lokalnih poreza.

Rezimirajući prethodno može se zaključiti da bi se eventualnim prenošenjem lokalne imovine u javni penzijski fond obezbedila znatno manja sredstva od onih koja su potrebna da bi se pokrio deficit u penzijskom fondu. Pri tome bi se deficit u lokalnim budžetima, povećao za približno isti iznos za koji bi se smanjio deficit u penzijskom fondu. Uz navedene slabosti predlog o kapitalizaciji penzijskog fonda lokalnom imovinom, indirektno upućuje na zaključak da možda nisu neophodne oštre reforme penzijskog sistema ili da su one od sporednog značaja, a takav zaključak je duboko pogrešan i dovodi do produbljavanja problema u penzijskom sistemu, zbog odlaganja reformi.

Treći sporni predlog zasniva se na proceni da se fiskalni deficit u Srbiji uglavnom može pokriti efikasnim suzbijanjem sive ekonomije – najdosledniji zastupnik ove ideje je Milan Knežević, predsednik Asocijacije malih i srednjih preduzeća. Siva ekonomije je u Srbiji vrlo visoka (oko 30% BDP) i sasvim je izvesno da se njenim suzbijanjem mogu ostvariti dodatni javni prihodi. Međutim, detaljnija analiza ukazuje da ti dodatni javni prihodi u srednjem roku mogu da iznose oko 1% BDP, što je višestruko manje od fiskalnog deficita Srbije (blizu 6% BDP). Procena mogućih ušteda se zasniva na tome

da bi siva ekonomija Srbiji u periodu od npr. tri godine, u najboljem slučaju, mogla da se svede na nivo zemalja Centralne Evrope, a to znači da se smanji sa 30% na oko 25% BDP. Smanjenje sive ekonomije za 5 procentnih poena generisalo bi dodatne javne prihode od oko 1,5% BDP, i to pod pretpostavkom da pri legalizaciji sive ekonomije ne dođe do smanjenja aktivnosti. Međutim prethodna pretpostavka nije sasvim realna, jer će samo deo aktivnosti u sivoj ekonomiji moći da se legalizuje, a postupak preuzimanja ugašenih aktivnosti od strane preduzetnika i poslodavaca koji legalno rade biće postepen. Stoga ocenjujemo da je realnije da se u srednjem roku ostvare dodatni prihodi od suzbijanja sive ekonomije od oko 1% BDP, a ne od 1,5% BDP. S druge strane, predlozi prema kojima je moguće fiskalni deficit eliminisati tako što bi se siva ekonomija prepolovila su suštinski nerealni, jer bi to značilo da bi Srbija trebala da sivu ekonomiju spusti na 15% BDP, što je manje nego u većini razvijenih evropskih država ili u SAD. U uslovima slabih institucija i niskog poreskog morala to se ocenjuje kao neizvodljivo.

Nesporna je potreba da se siva ekonomija suzbija, kako zbog uspostavljanja ravnopravnih uslova privređivanja, tako i zbog ostvarenja dodatnih prihoda države, ali je sa stanovišta javnih finansija rizično da se bilansni efekti smanjivanja sive ekonomije precenjaju. Precenjivanje mogućih prihoda od suzbijanja sive ekonomije, može da odvрати Vladu od preduzimanje mera štednje ili čak da je navede na smanjenje nekih poreza. U oba slučaja rezultat bi bio sporije smanjivanje fiskalnog deficita od planirane dinamike, i dodatno ubrzanje rasta javnog duga.

CIP - Katalogizacija u publikaciji
Narodna biblioteka Srbije, Beograd

33

KVARTALNI monitor ekonomskih trendova i politika u Srbiji / glavni i odgovorni urednik Milojko Arsić. - 2011, br. 1 (januar/jul) - . - Beograd (Kamenička 6) : Fond za razvoj ekonomske nauke, 2005 - (Beograd : Alta Nova). - 30 cm

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

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