

kvartalni monitor

EKONOMSKIH TRENDOVA I POLITIKA U SRBIJI

Broj 39 • oktobar–decembar 2014

Beograd, mart 2015

IZDAVAČ

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

BILTEN IZLAZI KVARTALNO

REDAKCIJSKI SAVET

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

GLAVNI I ODGOVORNI UREDNIK

Milojko Arsić

IZVRŠNI UREDNIK

Saša Ranđelović

AUTORI

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

SARADNICI U OVOM BROJU

Maja Jandrić
Mladen Stamenković

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	24
5. Cene i devizni kurs	32
6. Fiskalni tokovi i politika	40
7. Monetarni tokovi i politika	51
8. Međunarodno okruženje	58

OSVRTI

Osvrt 1

Dometi, ograničenja i moguće korekcije sporazuma Srbije sa MMF	62
---	----

Milojko Arsić

Osvrt 2

Borba protiv sive ekonomije – prvi rezultati i dalji koraci	66
--	----

Saša Ranđelović

Osvrt 3

Povezanost socio-ekonomskih faktora s rezultatima učenika na PISA testovima u Srbiji	69
---	----

Mladen Stamenković

POD LUPOM

Pod lupom 1

Problematični krediti: determinante rasta i moguća rešenja	75
---	----

Tanasković Svetozar, Jandrić Maja

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 četvrtom kvartalu 2014 i na početku 2015. godine zaustavljeni su negativni trendovi u privredi, a u određenim segmentima je ostvareno poboljšanje. Međutim, još uvek ne postoji dovoljno osnova da se uočeno poboljšanje interpretira kao početak dugoročno održivog rasta privrede. Rast privredne aktivnosti je u znatnoj meri rezultat obnavljanja proizvodnje u delatnostima koje su bile naročito snažno pogođene poplavama, dok izvoz i investicije, glavni pokretači rasta, još uvek stagniraju. Nezaposlenost u poslednjem kvartalu stagnira dok realne plate opadaju, prvenstveno usled smanjenja plata u javnom sektoru. Međugodišna inflacija je dostigla istorijski minimum, a od sredine prošle godine u većini meseci je ostvarena deflacija. Nakon umerene deprecijacija krajem prethodne i na početku ove godine kurs dinara je od početka februara uglavnom stabilan.

Nakon četiri uzastopna kvartala u kojima je privredna aktivnost opadala u poslednjem kvartalu prošle godine ostvaren je rast sezonski prilagođenog BDP. Sezonski prilagođeni BDP u poslednjem kvartalu veći je za 0,4% nego u prethodnom, a glavni nosioci rasta su industrijska proizvodnja i građevinarstvo. Analiza po delatnostima ukazuje na to da je najveći rast ostvaren u delatnostima koje su najviše pogođene poplavama, poput energetike, ali da proizvodnja raste i u nekim delatnostima koje nisu bile pogođene poplavama, kao što je slučaj sa prehrambenom industrijom. Rast industrijske proizvodnje se nastavlja i u januaru, s tim što se oporavak širi na veći broj delatnosti u okviru prerađivačke industrije. Sa obzirom na to da rast privredne aktivnosti nije generisan rastom investicija i izvoza, koji predstavljaju jedine održive pokretače rasta u uslovima fiskalne konsolidacije (državna potrošnja će opadati ove i naredne dve-tri godine, a privatna bar ove godine), nego rastom zaliha, ostvareni rezultati za sada se ne mogu tumačiti kao početak dugoročno održivog oporavka.

Znaci privrednog oporavka su još uvek slabi pa je neophodno da Vlada u saradnji sa NBS, uporedo sa fiskalnom konsolidacijom i reformama primeni antirecesione mere. Najdirektniji i najsnažniji uticaj na privrednu aktivnost imao bi snažniji rast javnih investicija, pa je stoga neophodno da se u toku ove godine javne investicije povećaju za najmanje 1 procentni poen BDP (oko 300 miliona evra) u odnosu na prethodnu godinu. Povećanja

javnih investicija bi se ostvarilo ubrzanjem realizacije ugovorenih infrastrukturnih projekata, ali i ponovnim aktiviranjem investicija u komunalnu infrastrukturu, koje su na niskom nivou u poslednje dve godine. Smanjenje restriktivnosti monetarne politike, kroz smanjenje referentne kamatne stope i stope obaveznih rezervi, bi indirektno uticalo na rast kreditne aktivnosti. NBS bi u saradnji sa poslovnim bankama u Srbiji trebalo da ispita mogućnosti da se deo povećane likvidnosti u evrozoni iskoristi za rast kreditiranja preduzeća u Srbiji.

Krajem februara stupio je na snagu trogodišnji sporazum Srbije i MMF koji sadrži tri ključne komponente: fiskalnu konsolidaciju, restrukturiranje javnih i privatizaciju bivših društvenih preduzeća i unapređenje stabilnosti finansijskog sektora. Potpisivanjem sporazuma povećane su šanse da se ambiciozni planovi Vlade u ekonomskoj politici i reformama ostvare, a makroekonomski rizici, kao što su kriza javnog duga i platnobilansna kriza su bitno umanjeni. Očekujemo da će finansijska tržišta povoljno reagovati na potpisivanje sporazuma, i da će se poboljšati uslovi zaduživanje države i preduzeća iz Srbije na međunarodnom finansijskom tržištu. Dosledna realizacija sporazuma bi povoljno uticala na uslove poslovanja i perspektive rasta, kao i na postepen rast direktnih stranih investicija u Srbiji.

Tokom četvrtog kvartala primenjen je veći broj mera fiskalne konsolidacije, poput smanjenja plata u javnom sektoru i penzija, dok su početkom 2015 godine obustavljene subvencije većini državnih preduzeća. Fiskalni deficit od početka 2015. godine snažno opada, kao rezultat mera fiskalne konsolidacije, suzbijanje sive ekonomije ali i jednodne faktora. Nakon što se isključi uticaj jednodne faktora, smanjenje fiskalnog deficita se kreće približno u skladu sa planom, što znači nisu ostvareni spektakularni rezultati koji bi omogućili odustajanje od planiranih ušteda u budućnosti. Međutim, čak i ako bi rezultati fiskalne konsolidacije bili nešto povoljniji od planiranih njih bi trebalo iskoristiti za rast javnih investicija, umesto za odustajanje od štednje na tekućim rashodima države.

Prema izjavama predstavnika Vlade budžet Srbije je tokom prva dve meseca ostvario suficit od 2 milijarde dinara, dok se na nivou prvog kvartala očekuje deficit

od oko 30 milijardi dinara, što je za znatno manje od maksimalnog deficita od 55 milijardi dinara, koji je dogovoren sa MMF. Znatno manji deficit u prvom kvartalu veliki delom će biti ostvaren delovanjem jednokratnih faktora kao što su naplate dividendi od javnih preduzeća, ali i vrlo niskim nivoom javnih investicija. Ako bi se vrednost uplata javnih preduzeća ravnomerno rasporedila po mesecima fiskalni deficit u prvom kvartalu bi iznosi oko 40 milijardi dinara. Da su javne investicije bile na „normalnom“ nivou deficit bi bio veći za još nekoliko milijardi dinara. Osim toga, prilično je očigledno da je planirani deficit za prvi kvartal postavljen na nešto višem nivou od očekivanog kako bi Vlada uspešno prošla prvu kontrolu od strane MMF. Prema tome, čak i ako su rezultati nešto bolji o planiranih, razlika nije tako velika kao što se povremeno predstavlja javnosti.

Kompetentna, posvećena i nekorumpirana administracija predstavlja nužan uslov za realizaciju planiranih reformi u Srbiji. Administracija ima važnu ulogu u kreiranju politika i ključnu ulogu u njihovim sprovođenju. Stoga se postavlja pitanje u kojoj meri je administracija u Srbiji sposobna za realizaciju brojnih najavljenih reformi? Na osnovu dosadašnjeg iskustva ocenjuje se da je administracija predstavlja kočnicu za realizaciju reformi. Srbija je prema funkcionisanju državnih institucija izrazito loše plasirana na međunarodnim listama konkurentnosti i uslova poslovanja.

Izgradnja dobre administracije zahteva vreme koje znatno prevazilazi trajanje jednog izbornog ciklusa. Stoga je preduslov za unapređenje rada državne administracije da izabrani političari pridaju veći značaj dugoročnim i opštim interesima, u odnosu na kratkoročne i parcijalne interese. Iako je izgradnja dobre administracije dugoročan proces određeni napredak je mogući i u relativno kratkom periodu. Stoga je neophodno da se uporedo sa fiskalnom konsolidacijom, kojom se smanjuju rashodi države, sprovedu i mere za unapređenje rada administracije. Jedna od prvih mera koja bi se mogla primeniti je pooštavanje kriterijuma za zapošljavanje u javnom sektoru. To podrazumeva doslednu primenu postojećih propisa ali i njihovo unapređenje, sa ciljem da se

na konkursima zapošljavaju najsposobniji i najstručniji kandidati, umesto do sada dominantnog zapošljavanje po partijskim, rođaćkim ili drugim neregularnim kanalima. Drugi važan korak je da se uvedu jasni kriterijumi za priznavanje diploma, kako bi se zaustavilo masovno zapošljavanje ljudi sa sumnjivim i krajnje nekvalitetnim diplomama. Dobra administracija podrazumeva da ključni kriterijumi pri napredovanju budu sposobnost, stručnost, ne korumpiranost i posvećenost poslu, umesto partijska pripadnost i drugi neregularni kriterijumi. Dominacija neregularnih kriterijuma tokom poslednjih nekoliko decenija ima za posledicu snažnu negativnu selekciju u javnom sektoru – na ključnim položajima se ne nalaze najbolji kadrovi. Naravno efikasan javni sektor zahteva i odgovarajući politiku nagrađivanja, jer je malo verovatno da će se niskim platama za neke od najsloženijih poslova koji postoje u društvu, a koji se obavljaju u javnom sektoru privući i zadržati dobri kadrovi. U tom kontekstu ocenjujemo da planirano smanjenje broja zaposlenih i realnih plata u javnom sektoru u naredne tri godine ne samo teško ostvarivo, nego da će predstavljati snažan otežavajući faktor za unapređenje njegovog rada.

U ovom broju Kvartalnog monitora osim redovnih analiza nalaze se tri Osvrta i jedna Lupa. U Osvrtu 1 (Aršić) analiziraju se dometi i ograničenja aranžmana sa MMF, dok se u Osvrtu 2 (Randelović) procenjuju dosadašnji efekti mera na suzbijanju sive ekonomije i predlažu dodatne mere. U Osvrtu 3 (Stamenković) nastavljamo seriju tekstova posvećenih analizi sistema obrazovanja u Srbiji i mogućim merama za njegovo unapređenje. U fokusu Osvrta je analiza uticaja ekonomskih i socijalnih faktora na rezultate učenika na PISA testovima. U Lupi (Tanasković, Jandrić) analiziraju se determinante loših kredita, daje pregled međunarodnih iskustava i analiziraju primenjene i planirane mere za rešavanje ovog problema u Srbiji.



TRENDOVI

1. Pregled

U 2014. godini makroekonomski trendovi su bili uglavnom nepovoljni. Međutim, 2014. godina je relativno heterogena – počela je blagim pogoršanjem trendova u prvom kvartalu, koji su snažno pogoršani tokom drugom i trećeg kvartala (zbog poplava) da bi u četvrtom kvartalu ostvarilo određeno poboljšanje. U 2014. godini privredna aktivnost je imala pad od 1,8%, inflacija je gotovo čitave godine bila ispod donje granice ciljnog koridora NBS, a zaustavljeno je i uravnotežavanje tekućeg deficita koje je obeležilo 2013. godinu. Dodatni problem u makroekonomskoj slici Srbije u 2014. godini je bila neodrživa fiskalna politika koju je karakterisao visok fiskalni deficit i porast javnog duga sa oko 60% BDP-a na početku godine na zabrinjavajućih preko 70% BDP-a na njenom kraju. Ekonomska politika je tokom 2014. napravila neke važne pozitivne i reformske iskorake izmenama više sistemskih Zakona: o penzijskom i invalidskom osiguranju, radu, privatizaciji, stečaju, planiranju i izgradnji; a sprovedeno je i neophodno umanjnje penzija i zarada u javnom sektoru. Međutim, veliki i profesionalno verovatno i teži deo posla ostavljen je za 2015. i naredne godine. Tada se (u sklopu aranžmana sa MMF-om) očekuje rešavanje naraslih problema javnih preduzeća, privatizacija (ili stečaj) državnih preduzeća gubitaša i preduzeća u restrukturiranju, kao i smanjenje broja zaposlenih u javnom sektoru uz otpočinjanje reformi najvećih budžetskih sistema – poput prosvete i zdravstva.

Privreda je tokom 2014. godine bila u recesiji i realni pad BDP-a je iznosio 1,8%. Jedan od razloga za loše rezultate privredne aktivnosti u 2014. su majске poplave koje su uticale na dubok pad rudarstva (ugalj) i proizvodnje električne energije u poslednjih sedam meseci godine. Međutim, bitno je istaći i to da bi privredna aktivnost u 2014. bila u recesiji i da nije bilo majskih poplava, te da su pravi razlozi za pad privredne aktivnosti dublji i samim tim teže otklonjivi. Poplave (i spora obnova) su bile zaslužne za oko dve trećine pada BDP-a u 2014. godini (1,2 p.p. od 1,8% pada), tako da bi BDP u 2014. godini i da nije bilo katastrofalnih majskih poplava ostvario pad od 0,6% (v. odeljak 2. „Privredna aktivnost”).

U poslednjem kvartalu 2014. godine došlo je do sezonskog rasta BDP-a od 0,4% u odnosu na Q3, a preliminarni podaci za januar (industrijska proizvodnja, promet u maloprodaji, prosečne zarade i dr.) nagoveštavaju još bolje rezultate privredne aktivnosti početkom 2015. godine. Smatramo međutim da je još uvek rano, a verovatno i pogrešno, tvrditi da je započeo ekonomski oporavak i izlazak privrede iz krize. Teško je poverovati da do održivog oporavka privrede može da dođe nakon višegodišnjeg umanjnja investicija i upravo u vreme smanjenja penzija i plata u javnom sektoru. Sumnju u održivost i tačnost nagoveštenog oporavka BDP-a pojačava činjenica da su makroekonomski trendovi koji pokazuju poboljšanja nekonzistentni, a u nekim slučajevima i bilansno skoro nemogući – na primer malo verovatan visok sezonski rast prehrambene industrije u novembru i decembru 2014. (Grafikon T2-8), međugodišnji realni rast prosečnih zarada u prerađivačkoj industriji od preko 15% u januaru, rast zaposlenosti tokom recesije i drugo.

Detaljnijoj analizi nešto pozitivnijih privrednih trendova u Q4 2014. i u januaru 2015. godine smo posvetili nešto više pažnje u ovom broju *QM*-a uzimajući u obzir da od toga koliko su oni održivi zavisi perspektiva privrednog rasta u 2015. i narednim godinama. *Prva* mogućnost, da je u prethodnih nekoliko meseci došlo do stvarnog i održivog oporavka privredne aktivnosti uticala bi na veći privredni rast u 2015, kao i narednim godinama – ali ovu mogućnost smatramo najmanje verovatnom. *Druga* mogućnost koju nikako ne možemo isključiti je da je RZS pogrešno obračunao neke od indikatora koji ukazuju na poboljšanje privredne aktivnosti. To bi onda značilo da su uočena poboljšanja privremena i da će se privredna aktivnost vrlo brzo vratiti tamo gde bi bila da pozitivnih nagoveštaja u Q4 nije ni bilo. *Treća* mogućnost koju smatramo posebno interesantnom je da je glavni razlog za poboljšanje objavljenih privrednih indikatora prijavljivanje ekonomskih tokova koji su do sada bili skriveni od RZS-a (zbog suzbijanja sive ekonomije). U tom slučaju bi se evidentiralo povećanje BDP-a dok se ovaj efekat ne iscrpi, a nakon toga bi se nastavili očekivani privredni trendovi – ali sa nešto višeg nivoa BDP-a. Mi za sada zadržavamo prognozu pada

privredne aktivnosti u 2015. godini od 0,5 do 1% koju smo izneli u prethodnim izdanjima *QM*-a. Sa jedne strane podaci sa kojima se ulazi u 2015. godinu jesu nešto bolji nego što smo očekivali i to može da doprinese većem rastu (manjem padu) privredne aktivnosti. Sa druge strane međutim kasni se sa obnovom uobičajene proizvodnje uglja i električne energije nakon poplava, a nije uspešno privatizovana ni Železara Smederevo na šta smo računali u prethodnim analizama.

Inflacija je na kraju 2014. godine iznosila svega 1,7%, a na kraju februara međugodišnji rast cena je bio još niži i iznosio je svega 0,8% (u januaru 2015. zabeležena je međugodišnja inflacija od svega 0,1% što je nezabeleženo nizak nivo u novijoj istoriji zemlje, od 1960. godine). Razlozi za nisku inflaciju u Srbiji su recesija u kojoj se nalazi privreda uz pad domaće tražnje, nizak rast cena hrane, energije, administrativno kontrolisanih cena, niska uvozna inflacija, kao i još uvek preterano restriktivna monetarna politika (v. odeljak 5. „Cene i devizni kurs“). Interesantno je primetiti da su pomenuti dezinflatorni činioci bili dovoljno jaki da su kompenzovali uticaj slabljenja dinara na rast cena. U prethodnih godinu dana (zaključno sa februarom 2015. godine) dinar je nominalno oslabio oko 5% u odnosu na evro i preko 25% u odnosu na dolar, a rast cena iznosio je svega 0,8%.

NBS već duže vreme ne postiže svoju zakonsku obavezu održavanja inflacije unutar definisanog ciljnog koridora od $4 \pm 1,5\%$. Od oktobra 2013. godine kada je inflacija pala ispod ciljanog koridora NBS, rast cena je svega dva meseca bio unutar granica tog koridora, a čak 14 meseci ispod te granice. Premda je iz NBS najavljeno vraćanje inflacije u ciljani koridor sredinom 2015. godini i dostizanje inflacije od 4,2% na kraju godine, smatramo da se to neće desiti bez odlučnijeg popuštanja monetarne politike. Naime, naše analize pokazuju da ni najavljeni rast cena električne energije od 15% (direktan doprinos inflaciji od oko 0,7 p.p.), očekivani skroman rast cena nafte i postepeno iščezavanje dezinflatornih pritisaka po osnovu cena primarnih poljoprivrednih proizvoda – neće biti dovoljni za vraćanje inflacije u ciljani koridor bez dodatnih mera NBS. Priliku za odlučnije smanjenje restriktivnosti monetarne politike pruža i postizanje aranžmana sa MMF-om koji je dodatna garancija makroekonomske stabilnosti u narednom periodu.

Podsticanje kontrolisane depresijacije dinara može biti jedna od značajnijih mera za suzbijanje deflacije – naravno sve dok pad dinara ne počne da ugrožava bilanse velikog broja deviznih dužnika. Kontrolisana depresijacija dinara bi povoljno uticala i na privredni rast, jer bi poboljšanje cenovne konkurentnosti domaće privrede podstaklo rast neto izvoza. Međutim, nakon realne depresijacije dinara u odnosu na evro u poslednjem kvartalu 2014. od 2,5%, u prva dva meseca 2015. ponovo dolazi do realne apresijacije. Dobro je što je NBS reagujući na poslednje apresijacijske pritiske tokom 2015. godine otkupljivala evre na međubankarskom tržištu i na taj način sprečila još snažnije jačanje dinara. Smatramo međutim da NBS ima na raspolaganju i druge mehanizme (referentna kamatna stopa, struktura obavezne rezerve i dr.) kojima bi mogla da sistematski utiče na (smatramo) potrebno slabljenje dinara. Procena *QM*-a je da bi dobra mera poželjne depresijacije dinara bila ona koja bi vratila inflaciju u ciljani koridor NBS.

Tekući deficit u 2014. godini iznosio je oko 6% BDP-a i ostao je na približno nepromenjenom nivou kao u 2013. godini (v. odeljak 4. „Platni bilans i spoljna trgovina“). Jedan od bitnijih razloga za nepromenjen tekući deficit je snažan pad cena energenata na svetskom tržištu u drugoj polovini 2014. godine. Energenti čine oko 15% robnog uvoza Srbije i nešto manje od 5% izvoza, pa velika promena njihovih cena utiče na tekući deficit. Bez smanjenja cena nafte (pad od juna do decembra za oko 50% u dolarima) i drugih energenata tekući deficit u 2014. zapravo bio bi veći u odnosu na 2013. godinu, što znači da su se suštinski trendovi u spoljnotrgovinskoj razmeni tokom 2014. zapravo pogoršavali (realni rast neto izvoza u 2014. zapravo je bio negativan). Izvoz je tokom 2014. godine naglo zaustavio svoj visoki rast iz 2013. godine i u drugoj polovini godine počeo i da opada. To se desilo onda kada je najvažniji pokretač povećanja izvoza u 2013, kompanija FAS, dostigla svoje pune kapacitete proizvodnje automobila, a nijedan drugi proizvod nije se pojavio da postane novi pokretač izvoza. Sustinski problem zbog kog dolazi do zastoja u rastu izvoza je to što su investicije u prethodnih nekoliko godina bile komponenta BDP-a koja je ostvarivala ubedljivo najveći pad – a bez rasta investicija nije moguće očekivati ni snažan rast izvoza.

U 2015. godini ipak očekujemo smanjenje tekućeg deficita u odnosu na 2014, ali glavni razlog za to neće biti povećanje izvoza, već smanjenje uvoza. Cene nafte na svetskom tržištu od početka godine do sredine marta ukazuju da će prosečna cena energenata u 2015. biti znatno niža od one u 2014.

godini – što će umanjivati spoljnotrgovinski deficit Srbije. Uz to, očekivani oporavak proizvodnje električne energije i eksploatacije uglja nakon saniranje posledica poplava će se takođe odraziti na nešto pozitivniji bilans razmene energenata. Na smanjenje uvoza u 2015. godini će uticati i mere fiskalne konsolidacije, jer će one uticati na smanjenje domaće potrošnje i posledično na smanjenje uvoza. Na kraju, ukoliko se uspešno spreči realna apresijacija dinara (ili dozvoli/podstakne njegova realna depresijacija), to bi se takođe povoljno odrazilo na spoljnotrgovinsku razmenu Srbije i dodatno uticalo na smanjenje tekućeg deficita u 2015. godini.

Kapitalni prilivi iz inostranstva su u 2014. godini bili niski i nisu bili dovoljni da pokriju deficit tekućih transakcija. To je bio jedan od činilaca koji je uticao na prilično veliko smanjenje deviznih rezervi NBS tokom 2014. godine od preko milijardu evra. Ni ostvarena struktura kapitalnih priliva u 2014. nije bila naročito povoljna. Raslo je zaduživanje države u inostranstvu za finansiranje fiskalnog deficita, dok su se privreda i banke razduživale. Od svih komponenti kapitalnih priliva za privredu Srbije su najbitnije strane direktne investicije (SDI) koje su već treću godinu zaredom bile niske. Nivo SDI od oko 1,4 mlrd evra iz 2014. (sa uključenom reinvestiranim dobiti) predstavlja svega 60% SDI koje su ostvarene u 2011. godini (mereno po istoj metodologiji). Prognoza mogućeg kretanja kapitalnih priliva u 2015. godini je još uvek veoma nepouzdana. Nadamo se da će potpisani aranžman sa MMF-om uticati na određeni rast SDI, ali ne bi trebalo zaboraviti da ni privrede zemalja EU, iz kojih dolazi ubedljivo najveći deo investicija u Srbiju nisu još uvek u ekspanziji, odnosno da se i kod njih investiciona potrošnja još uvek smanjuje (v. odeljak 8. „Međunarodno okruženje“). Zaduzivanje države u inostranstvu bi trebalo da se solidno umanjí u 2015. zbog otpočinjanja fiskalne konsolidacije i smanjivanja fiskalnog deficita. Što se zaduzivanja privatnog sektora tiče, malo je verovatno da će već tokom 2015. godine doći do preokreta u postojećem trendu razduživanja domaće privrede i banaka ka inostranstvu, ali bi osiguravanje makroekonomske stabilnosti uz rešavanje nekih drugih problema (poput visokog učešća nenaplativih kredita) mogli da imaju određeni uticaj i na ova kretanja.

Podaci o kretanju na tržištu rada koje objavljuje RZS na osnovu Ankete o radnoj snazi ni tokom 2014. godine nisu bila konzistentna sa ostalim makroekonomskim kretanjima. Po tim podacima, Srbija je u recesiji povećavala zaposlenost i smanjivala nezaposlenost, tako da je po poslednjim podacima iz Ankete stopa zaposlenosti u poslednjem kvartalu 2014. iznosila 50,4%, a stopa nezaposlenosti 17,6%. Fenomen povećanja zaposlenosti i smanjenja nezaposlenosti u prethodnim godinama (od 2012. godine) može biti posledica samo nepouzdanosti podataka RZS i za njega ne postoji ekonomsko objašnjenje.

Fiskalni deficit je u 2014. godini bio veoma visok i iznosio je 6,6% BDP-a (v. odeljak 6. „Fiskalni tokovi i politika“). To jeste neodrživo veliki fiskalni deficit, ali je ipak nešto niži nego što je planirano budžetom na početku godine (7,1% BDP-a), ali i rebalansom budžeta iz oktobra (8% BDP-a). Ostvareni javni prihodi su bili manji od plana sa početka godine za oko 30 mlrd dinara, ali su javni rashodi smanjeni još više, za preko 60 mlrd dinara. Glavni razlog za podbacivanje javnih prihoda u odnosu na plan sa početka godine je promenjeno makroekonomsko okruženje – znatno niža prosečna inflacija od planirane (2,1% umesto 5,5%) i niži privredni rast (ostvaren pad BDP-a od 1,8% umesto planiranog rata od 1,5%). Na strani rashoda najveće uštede (preko polovine) su ostvarene na kapitalnim rashodima, što zapravo i nisu bile ciljane i opravdane uštede već je to posledica niske efikasnosti države u izvršenju infrastrukturnih projekata.

Poslednji fiskalni trendovi donose međutim nešto više optimizma. Javni prihodi su u Q4 bili u određenom porastu, a slični trendovi se nastavljaju i početkom 2015. godine. Verujemo da je ovo povećanje dobrim delom posledica aktivnosti države na suzbijanju sive ekonomije. Takođe, krajem 2014. je otpočela fiskalna konsolidacija smanjenjem penzija i zarada u javnom sektoru. Premda su pojedini analitičari, političari i predstavnici drugih interesnih grupa najavljivali da umanjene zarada i penzija neće dovesti do smanjenja deficita, jer će umanjiti tražnju, privrednu aktivnost i javne prihode – već prvi podaci otkrivaju neutemeljenost ovakvih tvrdnji. Fiskalni podaci za decembar 2014. i prva dva meseca 2015. godine prate očekivane i planirane trendove i potvrđuju efikasnost ove mere. Krajem februara potpisan je i novi aranžman sa MMF-om koji predstavlja dodatnu garanciju fiskalne odgovornosti države u narednom periodu. Zbog toga smatramo da su neposredni fiskalni tokovi – prihodi i rashodi budžeta – trenutno pod kontrolom i da ne bi bilo iznenađenje da deficit u 2015. godini bude i osetno niži od planiranih 5,9% BDP-a.

1. Pregled

Zabrinjavajući je međutim ovaj drugi, reformski, deo fiskalne politike (i aranžmana sa MMF-om). Iako je najavljeno, nije uspešno privatizovana Železara Smederevo, a nije otišla ni u stečaj. Rešavanje sudbine petrohemijskog kompleksa (Azotara, Petrohemija, MSK) koje je ključno za smanjivanje ogromnih gubitaka Srbijagasa je najavljeno za prvu polovinu 2015. godine, ali za sada nema konkretnih vesti o aktivnostima države na ostvarenju ovog plana. Vlada se takođe Fiskalnom strategijom u aranžmanom sa MMF-om obavezala na racionalizaciju broja zaposlenih u javnom sektoru u naredne tri godine. Porazavajuća je međutim činjenica da država još uvek ne zna potpuno precizno ni koliko ljudi je zaposleno u javnom sektoru, jer i dalje ne raspolaže tačnim registrom zaposlenih u javnoj upravi – a to je prvi preduslov za uspešnu racionalizaciju. Smanjivanje broja zaposlenih u javnom sektoru bez odgovarajućeg plana, metoda i kriterijuma, može da napravi mnogo više štete nego da donese koristi, jer najveći deo zaposlenih u javnom sektoru na koje se racionalizacija odnosi radi u osetljivim oblastima poput prosvete i zdravstva.

Javni dug je na kraju godine premašio nivo od 70% BDP-a i nastavio je da ubrzano raste i u prvim mesecima 2015. godine iako nije bilo velikog novog zaduživanja države. Javni dug je već na kraju februara premašio nivo od 75% BDP-a. Osnovni razlog za povećanje učešća javnog duga u BDP-u u prethodnih nekoliko meseci je velika depresijacija dinara u odnosu na dolar (oko 25% u prethodnih 6 meseci) zbog čega dolarski dug poskupljuje i povećava se njegovo učešće u BDP-u. Budući da većina relevantnih istraživanja ukazuje da je jačanje dolara u odnosu na evro (i dinar) trajnijeg karaktera, već sada je izvesno da se neće ostvariti optimistične projekcije Vlade iz Fiskalne strategije (usvojene pre tek nešto manje od dva meseca) da će javni dug zaustaviti svoj rast na nivou od 79% BDP-a na kraju 2016. godine i potom početi da opada.

Srbija: izabrani makroekonomski pokazatelji, 2004–2014

	Godišnji podaci											Kvartalni podaci							
	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2013			2014				
												Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
Privredna aktivnost																			
BDP (u mlrd. dinara)	1.451,4	1.751,4	2.055,2	2.355,1	2.744,9	2.880,1	3.067,2	3.407,6	3.584,2	3.876,4	3.884,0	...	...	...	...	...	...	...	...
BDP (u mlrd. evra)	9,0	5,5	4,9	5,9	5,4	-3,1	0,6	1,4	-1	2,6	-1,8	2,4	1,1	3,4	3,3	-0,2	-1,3	-3,6	-1,8
Nepoljoprivredna BDV	7,2	6,2	5,1	6,9	4,4	-3,3	0,2	1,5	1,1	1,6	-2,4	2,2	-0,3	2,4	2,3	-0,2	-1,8	-4,7	-2,4
Industrijska proizvodnja	6,5	0,6	-4,2	4,1	1,4	-12,6	2,5	2,2	-2,9	5,5	-6,5	5,2	3,0	10,8	3,3	2,1	-4,8	-13,9	-9,5
Preduvačka industrija	8,3	-1,0	4,5	4,7	1,1	-16,1	3,9	-0,4	-1,8	4,8	-1,4	5,4	3,2	8,8	2,2	3,6	-2,0	-5,6	-2,8
Prosečna mesečna neto plata (u din.) ²⁾	14.108	17.478	21.745	27.785	29.174	31.758	34.159	...	...	...	...	41.419	44.248	43.939	46.185	41.825	44.971	...	...
Ukupno zaposlenih, bez poljoprivrede (mil.)	2.047	2.056	2.028	1.998	1.997	1.901	1.805	...	...	...	...	1.724	1.724	1.720	1.705	1.863	1.896	1.895	1.864
Fiskalni podaci																			
Javni prihodi	41,2	42,1	42,4	42,1	41,5	38,6	-1,5	-4,6	0,6	-3,0	...	-5,7	-3,5	-2,6	0,1	-0,8	4,3	3,5	5,4
Javni rashodi	40,0	39,7	42,7	42,8	43,7	42,7	-1,7	3,3	3,6	-5,7	...	-9,1	-9,8	2,3	-4,2	4,4	3,7	-3,0	14,8
Konsolidovani bilans (def. GFS) ³⁾	17,5	14,8	-33,5	-58,2	-68,9	-121,8	-136,4	-158,2	-217,4	-178,7	...	-46,2	-44,7	-66,1	-55,0	-68,1	-45,0	-39,8	-105,2
Platni bilans																			
Uvoz robe ⁴⁾	-8.302	-8.286	-10.093	-12.588	-15.917	-11.096	-12.176	-13.758	-14.028	-14.693	-13.393	3.341	3.623	3.712	4.017	3.384	3.759	3.731	-2.476
Izvoz robe ⁴⁾	2.991	4.006	5.111	6.444	7.416	5.978	7.402	8.440	8.394	10.540	9.732	2.151	2.578	2.979	2.832	2.510	2.769	2.656	1.794
Bilans tekućeg računa ⁵⁾	-2.197	-1.805	-3.137	-4.994	-7.054	-2.084	-2.082	-2.870	-3.639	-2.092	-1.857	-668	-387	-381	-671	-503	-495	-502	-312
u % BDP ⁶⁾	-11,6	-8,6	-12,9	-17,2	-21,6	-7,2	-7,4	-9,1	-12,3	-6,5	-6,8	-8,3	-4,4	-4,3	-7,8	-6,3	-5,8	-5,9	-6
Bilans finansijskog računa ⁵⁾	2.377	3.863	7.635	6.126	7.133	2.207	1.986	2.694	3.486	1.917	1.517	612	356	277	671	496	372	337	272
Strane direktne investicije ⁷⁾	773	1.248	4.348	1.942	1.824	1.372	860	1.827	669	1.229	1.210	171	264	446	347	316	397	334	152
NBS bruto devizne rezerve	349	1.675	4.240	941	-1.687	2.363	-929	1.801	-1.137	697	-1.332	859	-886	-164	887	-800	-370	509	-671
(+ znači povećanje)																			
Monetarni podaci																			
NBS neto sopstvene rezerve ⁸⁾	103.158	175.288	302.783	400.195	475.110	578.791	489.847	606.834	656.347	757.689	788.293	673.147	674.731	701.822	757.689	696.802	756.996	787.778	788.293
NBS neto sopstvene rezerve ⁸⁾ u mil. evra	1.291	2.050	3.833	5.051	5.362	6.030	4.609	5.895	5.781	6.605	6.486	6.025	5.917	6.122	6.605	6.015	6.513	6.641	6.486
Kreditni međuzavnom sektoru	342.666	518.298	609.171	842.512	1.126.111	1.306.224	1.660.870	1.784.237	1.958.084	1.870.916	1.927.668	1.933.868	1.929.205	1.911.059	1.870.642	1.815.004	1.842.407	1.888.471	1.927.668
Devizna štednja stanovništva	110.713	190.136	260.661	381.687	413.766	565.294	730.846	775.600	909.912	933.839	998.277	907.288	924.684	933.170	933.839	937.875	949.418	976.865	998.277
M2 (12-m realni rast, u %)	10,4	20,8	30,6	27,8	2,9	9,8	1,3	2,7	-2,2	2,3	6,7	-2,6	-4,7	1,2	2,3	1,9	3,5	4,3	6,7
Kreditni međuzavnom sektoru (12-m realni rast, u %)	27,3	28,6	10,3	24,9	25,2	5,2	13,9	0,5	-2,1	2,3	1,2	-8,2	-9,2	-8,9	-6,5	-8,3	-5,7	-3,3	1,2
Kreditni međuzavnom sektoru, u % BDP	23,9	29,6	28,6	35,0	42,0	45,8	54,0	52,4	54,7	48,3	49,5	52,9	51,7	50,3	48,3	48,5	46,8	48,6	49,5
Cene i kurs																			
Indeks potrošačkih cena ⁹⁾	10,1	16,5	6,5	11,3	8,6	6,6	10,2	7,0	12,2	2,2	1,8	11,2	9,7	4,8	2,2	2,3	1,2	2,1	1,8
Realni kurs dinar/evro (prosek 2005=100) ¹⁰⁾	100,5	100,0	92,1	83,9	78,5	83,9	80,0	80,43	85,3	80,2	81,8	79,5	79,5	80,8	81,2	80,7	80,9	81,8	83,9
Nominalni kurs dinar/evro ¹⁰⁾	72,62	82,92	84,19	79,97	81,46	93,90	102,90	101,88	113,03	113,09	117,25	111,69	112,15	114,2	114,3	115,8	115,6	117,4	120,29

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 sučicit/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 prilagodnosti kriterijumima datim u Platnom bilansu i Sistemu nacionalnih računa. Detaljnije objašnjenje je dato u QM 20, odeljak 4, Platni bilans i spoljna trgovina. Prema novoj metodologiji NBS iz Q2 2014 (u skladu sa BPM6) izuzimaju se sve transakcije vezane za izvoz i uvoz robe na doradu. Usluge dorade će se po novoj metodologiji beležiti u okviru računa usluga. Detaljnije objašnjenje je dato u QM37, odeljak 4, Platni bilans i spoljna trgovina. Podaci su preračunati i dati po novoj metodologiji (IMF BPM6) počevši od 2012. godine.

5) Narodna banka Srbije je u Q1 2008 i u Q2 2014. promenila metodologiju po kojoj izrađuje platni bilans. Promena metodologije 2008. dovela je do manjeg deficita tekućeg računa, i do manjeg salda kapitalnog računa. Detaljnije objašnjenje je dato u QM12, odeljak 6, Platni bilans i spoljna trgovina. Promena metodologije 2014 (u skladu sa šestim izdanjem IMF's Balance of Payments and International Investment Position Manual - BPM6) dovela je do većeg deficita tekućeg računa, i do većeg finansijskog računa usled višeg iznosa SDI. Detaljnije objašnjenje je dato u QM37, odeljak 4, Platni bilans i spoljna trgovina. Podaci su preračunati i dati po novoj metodologiji (IMF BPM6) počevši od 2012. godine.

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.

7) Podaci za 2004, 2005. i 2006. godinu bazirani su na Indeksu maloprodajnih cena. RZS je prešao na obračun inflacije Indksom potrošačkih cena od 2007. godine.

8) Računica zasnovana na 12-m proseccima za godišnje podatke, i na tromesečnim proseccima za kvartalne podatke.

2. Privredna aktivnost

Privredna aktivnost je u 2014. godini ostvarila osetan realni pad od 1,8%. Jedan od razloga za loše rezultate privredne aktivnosti u 2014. su majske poplave koje su uticale na dubok pad rudarstva (ugalj) i proizvodnje električne energije u poslednjih sedam meseci godine. Međutim, bitno je istaći i to da bi privredna aktivnost u 2014. bila u recesiji i da nije bilo majskih poplava, te da su pravi razlozi za pad privredne aktivnosti dublji i samim tim teže otklonjivi. U poslednjem kvartalu 2014. dolazi do desezoniranog rasta BDP-a u odnosu na Q3 za 0,4%, a razlog za to povećanje su nešto bolji rezultati industrijske proizvodnje i građevinarstva. Preliminarni podaci za januar 2015. nagoveštavaju još bolje rezultate privredne aktivnosti nego u Q4 2014. godine. Smatramo međutim da je još uvek rano, a verovatno i pogrešno, tvrditi da je započeo ekonomski oporavak i izlazak privrede iz krize. Teško je poverovati da do oporavka privrede može da dođe nakon višegodišnjeg pada investicija i upravo u vreme otpočinjanja fiskalne konsolidacije. Sumnju u održivost i tačnost nagoveštenog oporavka BDP-a pojačava činjenica da su makroekonomski trendovi koji pokazuju poboljšanja nekonzistentni, a u nekim slučajevima i bilansno skoro nemogući – na primer malo verovatan visok desezonirani rast prehrambene industrije u novembru i decembru 2014, međugodišnji realni rast prosečnih zarada u prerađivačkoj industriji od 15% u januaru, rast zaposlenosti tokom recesije i drugo. Analiza *QM*-a ukazuje da je vrlo moguće da je jedan od razloga za poboljšanje makroekonomskih trendova povećana aktivnost države na suzbijanju sive ekonomije, koja se sprovodi od druge polovine 2014. godine. Zbog toga se RZS-u prijavljuju nešto realnije vrednosti pojedinih ekonomskih indikatora – što onda izgleda kao da se oni poboljšavaju. Za 2015. godinu zadržavamo prognozu pada privredne aktivnosti iznetu u prethodnim izdanjima *QM*-a od 0,5 do 1%. Sa jedne strane podaci sa kojima se ulazi u 2015. godinu jesu nešto bolji nego što smo očekivali i to može da doprinese većem rastu (manjem padu) privredne aktivnosti, ali sa druge strane kasni se sa obnovom uobičajene proizvodnje uglja i električne energije nakon poplava, a nije uspešno privatizovana ni Železara Smederevo na šta smo računali u prethodnim analizama.

Bruto domaći proizvod

Realni pad BDP-a u 2014. od 1,8%

Prema proceni RZS-a, realni međugodišnji pad BDP-a u 2014. je iznosio 1,8%. Oko dve trećine ovog pada ili 1,2 p.p. je posledica poplava (i spore obnove), tako da bi BDP u 2014. godini, da nije bilo katastrofalnih majskih poplava ostvario pad od 0,6%. Razlog za recesiju u kojoj se privredna aktivnost nalazila tokom 2014. godine i bez poplava su neodrživa fiskalna pozicija države (zbog koje su makroekonomske riyici rasli i odvrćali privatne investitore), smanjenje investicija, niska kreditna aktivnost, usporavanje izvoza nakon dostizanja punih kapaciteta proizvodnje automobila (FAS) i drugo. Pošto su sve ovo bili trajniji i/ili očekivani trendovi, recesiju ili stagnaciju privrede u 2014. smo najavili još u decembru 2013. godine (videti *QM34*) i to se na kraju i ostvarilo. Napominjemo međutim da su Vlada i NBS u isto vreme kada i *QM* prognozirali privredni rast u 2014. od 1,5% (videti Fiskalnu strategiju za 2014. i Izveštaj o inflaciji iz novembra 2013. godine) i u skladu sa tim projektovani fiskalnu i monetarnu politiku.

Ovo je već treća recesija od kraja 2008. godine

Nakon izbijanja svetske ekonomske krize u drugoj polovini 2008. godine privreda Srbije nika-ko nije uspevala da se vrati na održiv put oporavka i rasta. Posle pada BDP-a u 2009. (koji se posle brojnih revizija RZS-a sada procenjuje na 3,1%), uz povremene epizode blagog oporavka, usledila su još dva pada privredne aktivnosti, od 1% u 2012. godini i ovaj poslednji od 1,8% u 2014. godini. Trenutni nivo BDP-a je i dalje za oko 2% niži od onog pre krize, po čemu je Srbija, uz Hrvatsku, jedna od retkih tranzicionih evropskih zemalja koja još uvek, šest godina od izbijanja krize, nije uspela da dostigne pretkrizni nivo proizvodnje.

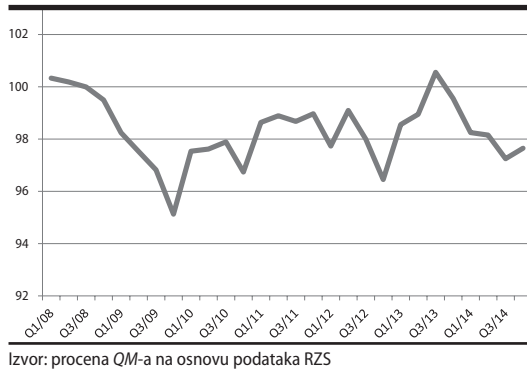
Desezonirani BDP pokazuje rast u Q4 u odnosu na Q3, ...

Desezonirani indeksi rasta BDP-a (Grafikon T2-1) potvrđuju negativne trendove u kretanju privredne aktivnosti tokom 2014. godini, a takođe se vidi i da je pad privredne aktivnosti započeo dva kvartala pre poplava. To nedvosmisleno potvrđuje našu tezu da poplave nisu jedi-

2. Privredna aktivnost

ni razlog za poslednju recesiju privrede. Međutim u Q4 dolazi do blagog rasta sezonalnog

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



Izvor: procena QM-a na osnovu podataka RZS

BDP-a u odnosu na Q3 od 0,4%. Pozitivni trendovi iz Q4 se po svemu sudeći nastavljaju i početkom 2015. godine budući da je u januaru zabeležen vrlo neuobičajen desezonirani rast industrijske proizvodnje od 6,5% u odnosu na decembar 2014, međugodišnji rast prometa u trgovini na malo u stalnim cenama od 3,6% (i pored umanjena penzija i zarada u javnom sektoru), ali i međugodišnji rast prosečne zarade u prerađivačkoj industriji u januaru od preko 15%. Odgovor na pitanje da li desezonirani rast BDP-a u Q4 i iznenađujuće dobri pokazatelji u januaru predstavljaju nagoveštaj oporavka privrede je međutim trenutno veoma teško dati.

...Ali je još rano govoriti o privrednom oporavku

Prva činjenica koja može dvosmisleno da se tumači je to što nešto bolji rezultati još uvek nisu rasprostranjeni u većem broju sektora privrede. Sektori privrede koji najviše rastu u Q4 u odnosu na Q3 su industrijska proizvodnja i građevinarstvo, dok preostali deo privrede uglavnom stagnira ili nastavlja pad iz prethodnih kvartala. U okviru industrijske proizvodnje uočili smo blagi oporavak rudarstva i proizvodnje električne energije koji je posledica isušivanja delova potopljenih kopova uglja u majskim poplavama i postepenog otpočinjanja njihove ponovne eksploatacije. Međutim, pravi razlog za povećanje industrijske proizvodnje u Q4 bio je veoma izražen rast prehrambene industrije koja je u oktobru i novembru desezonirano rasla oko 3-4% u odnosu na prethodni mesec, a u decembru i dodatnih 15% u odnosu na novembar. Uočeno povećanje građevinarstva verovatno ukazuje na to da je u Q4 povećana aktivnost u obnovi od poplava u odnosu na Q3. Da bi privredni oporavak bio održiv, smatramo da bi morao da bude šire rasprostranjen na većem broju sektora.

Poslednji pozitivni podaci su vrlo upitni

Drugi i smatramo ključni problem koji otežava tumačenje pozitivnijih podataka u proteklom mesecima je što je veliki broj njih ekonomski malo verovatan, a neki su i skoro nemogući. Na primer, već opisani desezonirani rast prehrambene industrije u poslednjem kvartalu 2014. je ekonomski teško moguć. Prehrambena industrija je ubedljivo najveća pojedinačna oblast industrijske proizvodnje, ali je po svojoj prirodi veoma heterogena, jer se sastoji od velikog broja različitih nezavisnih proizvoda (mlečnih, konditorskih, pekarskih proizvoda, ulja, mesnih prerađevina i drugo) gde nijedna pojedinačna vrsta proizvoda nema dominantan udeo. Zbog toga je nemoguće da proizvodnja u kratkom roku poraste za dvadeset i više procenata, jer bi to podrazumevalo istovremeni skok u proizvodnji velikog broja suštinski nepovezanih proizvoda, ili neku od velikih investicija koja se nije desila.¹ Dalje, rast broja zaposlenih koji se po zvaničnim podacima desio u Q4 i u formalnom i u neformalnom delu ekonomije² ekonomski je malo verovatan. Indikativno je da su neki od sektora privrede u kojima najviše raste formalna zaposlenost: poslovanje nekretninama, trgovina i druge oblasti u kojima sigurno nije došlo do povećanja obima proizvodnje (ali su naročito podložne poslovanju u sivoj zoni). Posebno su međutim upitni podaci za januar 2015. godine. Desezonirani rast industrijske proizvodnje od 6,5% i prerađivačke industrije od 6% koji se desio u januaru 2015. u odnosu na prethodni mesec je ogroman i istorijski se dešavao samo posle vanrednog pada proizvodnje (nakon bombardovanja i nakon vanrednog stanja zbog vremenskih nepogoda u februaru 2012. godine), a nikako u regularnim okolnostima. Slično, teško je moguć januarski međugodišnji rast prometa u trgovini na malo od 3,6% posebno imajući u vidu da su u januaru 2015. u odnosu na januar 2014. godine umanjene penzije i zarade u javnom sektoru, a kao malo verovatan izdvajamo međugodišnji realni rast prosečne plate u prerađivačkoj industriji u januaru od 15,5%.

¹ U javnosti se moglo čuti objašnjenje da je zbog vremenskih uslova u drugoj polovini 2014. kasnila uobičajena kampanja prerade šećerne repe i uljarica i da je to razlog za visok desezonirani rast prehrambene industrije. Međutim da je to pravi razlog onda bi opisanom visokom rastu u Q4 morao da prethodi veliki privremeni pad prehrambene industrije u Q3 koji se nije desio.

² Rast zaposlenosti u Q4 pokazuje ne samo Anketu o radnoj snazi već i nezavisna istraživanja formalne zaposlenosti.

Moguće da je pravi razlog za bolje pokazatelje suzbijanje sive ekonomije

Od sredine 2014. godine došlo je po svemu sudeći do intenziviranja aktivnosti države na suzbijanju sive ekonomije što sugerišu i fiskalni podaci i verujemo da se upravo to odražava i na realnije prikazivanje pojedinih statističkih indikatora. Dodatni argument u prilog ovoj tvrdnji je nešto detaljnija analiza pojedinačnih podataka koji pokazuju najveća poboljšanja. Na primer prosečna neto plata u sektoru računarsko programiranje i uslužne delatnosti je u januaru 2015. porasla čak preko sedam puta u odnosu na januar 2014. – sa malo verovatnih 15,5 hiljada dinara na mnogo realnijih 114 hiljada dinara. Ovaj podatak ukazuje na mogućnost da je da je u ovoj oblasti privrede napuštena praksa da se zaposleni radnici zvanično prijavljuju na mnogo manje iznose zarada od realnih. Takođe, na to upućuje i već uočena činjenica da se relativno veliko povećanje formalne zaposlenosti dešava u sektorima privrede posebno osetljive na veličinu sive ekonomije (trgovina, poslovanje nekretninama, usluge smeštaja i ishrane) što takođe može pre da ukaže na prijavljivanje već zaposlenih radnika, a ne i na stvarno poboljšanje trendova u ovim delovima privrede. Na kraju, u analizi pozitivnih trendova industrijske proizvodnje videli smo da su oni skoncentrisani na proizvodnju potrošnih dobara, a ne i na proizvodnju intermedijarnih i investicionih proizvoda koji ne završavaju u maloprodaji.

U 2014. pad privatne potrošnje i investicija i veliko usporavanje rasta izvoza

Analizirali smo strukturu kretanja BDP-a u čitavoj 2014. i posebno u Q4 po upotrebi. U Tabeli T2-2 prikazana je struktura rasta BDP-a po *rashodnom* principu. U Tabeli se uočava da je do najveće promene u 2014. u odnosu na 2013. godinu došlo u kretanju izvoza koji je nakon visokih 20% rasta iz 2013. usporio na svega 3% u 2014. godini. Preostale komponente BDP-a nisu toliko dramatično promenjene u 2014. u odnosu na 2013. godinu – u padu su privatna potrošnja, investicije (mada pad investicija jeste osetno manji nego u 2013.), državna potrošnja je realno nepromenjena, dok uvoz ima blagi realni rast (Tabela T2-2). Ovakva struktura BDP-a ukazuje da pad privredne aktivnosti u 2014. od 1,8% nakon rasta od 2,6% u 2013. godini zapravo u suštini ne predstavlja veliki preokret trenda privredne aktivnosti kako možda izgleda na prvi pogled. Naime visok rast izvoza u 2013. godini bio je posledica proizvodnje svega dve kompanije (FAS i NIS), što se moralo završiti sa dostizanjem punih proizvodnih kapaciteta ovih preduzeća. Kada se to i desilo u prvoj polovini 2014, samo su se otkrili nepovoljni trendovi najvećeg dela privrede koji su već postojali i u 2013. godini. Iz ove kratke analize izdvajaju se dva zaključka. Prvi, da privreda Srbije ima strukturne dugogodišnje probleme čije će rešavanje biti veliki izazov i zahtevati određeno vreme i drugi, da je ponovni ulazak privrede Srbije u recesiju bio predvidiv i očekivan, što smo na vreme i najavili u izdanjima *QM*-a krajem 2013. godine.

Tabela T2-2. Srbija: bruto domaći proizvod po rashodnom principu, 2009-2013

	Međugodišnji indeksi													Učešće 2013	
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2013				2014				
							Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3		Q4
BDP	96,9	100,6	101,4	99,0	102,6	98,2	102,4	101,1	103,4	103,3	99,8	98,8	96,2	98,2	100,0
Privatna potrošnja	99,4	99,4	100,9	98,2	99,4	98,7	98,1	100,1	100,0	100,1	98,4	99,1	98,7	98,6	75,3
Državna potrošnja	100,6	100,8	101,1	102,4	98,9	100,1	97,5	94,2	102,5	101,6	99,3	100,3	98,6	101,9	17,8
Investicije	77,5	93,5	104,6	113,2	88,9	97,3	94,2	81,4	89,6	90,3	97,3	99,6	92,5	100,0	17,6
Izvoz	93,1	115,0	105,0	100,8	121,3	103,9	113,8	115,6	131,7	122,4	114,8	109,5	94,3	100,9	41,2
Uvoz	80,4	104,4	107,9	101,4	105,0	103,3	99,4	102,5	109,6	108,2	103,7	106,3	101,9	101,6	51,9

Izvor: RZS

U Q4 je ostvaren nešto manji međugodišnji pad privredne aktivnosti nego u Q3. Državna potrošnja je u Q4 realno bila veća u odnosu na isti period prethodne godine za oko 2% zbog velikog povećanja rashoda za robu i usluge u decembru (čak 42% nominalni međugodišnji rast). Investicije su bile na nepromenjenom nivou u odnosu na Q4 2013. godine, što je međutim znatno bolji rezultat u odnosu na prethodna tri kvartala 2014. godine kada su bile u padu. Verujemo da je razlog za nešto bolje rezultate investicija intenziviranje aktivnosti države na obnovi od poplava od oktobra, ali i izvršenju drugih infrastrukturnih projekata jer je rast u Q4 ostvarilo samo građevinarstvo, a uvoz i proizvodnja investicione opreme i dalje imaju nepromenjen, veliki dvocifreni, pad. Neto izvoz je u Q4 bio u padu, ali su ostvarene rezultati ipak bili nešto bolji nego što smo očekivali zbog solidnog oporavka izvoza u odnosu na Q3 za koji još uvek nismo sigurni da li će biti održiv u narednim kvartalima. Privatna potrošnja je u Q4 ostvarila približno sličan pad kao i u Q3 (Tabela T2-2).

2. Privredna aktivnost

**U Q4 u porastu
građevinarstvo
i industrija, a
drugi sektori ne
nagoveštavaju
oporavak**

Posmatrano po *proizvodnom* principu (Tabela T2-3) vidimo da je u Q4 došlo do relativno snažnog međugodišnjeg rasta građevinarstva koji je RZS procenio na 8,5% nakon kvartala u kom je građevinska aktivnost imala relativno dubok međugodišnji pad od oko 6%. Uz to, industrijska proizvodnja je osetno smanjila svoj međugodišnji pad sa 13% iz Q3 na 9% u Q4. Ova dva sektora privrede su dala doprinos desezoniranom rastu BDP-a u Q4 u odnosu na Q3 od preko 0,5 p.p. Budući da je ukupni BDP u Q4 imao desezonirani rast od 0,4% to znači da su preostali sektori privrede (sem građevinarstva i industrije) u Q4 i dalje bili u blagom desezoniranom padu.

Tabela T2-3. Srbija: bruto domaći proizvod po delatnostima, 2009–2014¹⁾

	Međugodišnji indeksi														
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2013				2014				Učešće 2013
							Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	
Ukupno	96,9	100,6	101,4	99,0	102,6	98,2	102,4	101,1	103,4	103,3	99,8	98,8	96,2	98,2	100,0
Porezi minus subvencije	98,6	99,5	101,1	97,8	98,9	99,4	95,9	98,4	100,2	101,0	98,7	100,4	99,3	99,4	15,8
Bruto dodata vrednost	96,6	100,8	101,5	99,2	103,3	98,0	103,7	101,6	104,0	103,8	99,9	98,5	95,6	98,0	84,2
Bruto dodata vrednost bez poljoprivrede	96,7	100,2	101,5	101,1	101,6	97,6	101,7	99,2	102,4	102,3	99,7	98,2	95,1	97,6	90,6 ²⁾
Poljoprivreda	95,2	106,4	100,9	82,7	120,9	100,8	122,8	125,0	119,1	118,3	102,4	100,7	99,9	100,9	9,4 ²⁾
Industrija	96,8	100,8	103,2	105,6	106,0	92,9	107,3	105,8	107,0	104,0	99,7	94,5	86,8	91,0	26,6 ²⁾
Građevinarstvo	87,1	97,6	105,9	90,2	96,1	100,9	103,0	82,2	98,6	102,7	97,7	102,5	94,1	108,5	5,1 ²⁾
Trgovina, saobraćaj i turizam	92,9	100,0	99,5	99,3	102,3	98,7	101,0	99,9	102,7	105,4	99,9	98,0	98,3	98,7	17,8 ²⁾
Informisanje i komunikacije	97,0	103,2	102,6	102,8	99,9	101,8	99,9	96,6	100,9	102,3	101,5	102,6	101,8	101,2	5,2 ²⁾
Finansijske delatnosti i osiguranje	102,6	101,9	98,4	92,0	90,5	98,4	89,2	90,1	89,6	93,4	96,6	100,2	97,4	99,3	3,1 ²⁾
Ostalo	99,7	99,8	100,9	101,8	100,2	99,7	100,7	99,3	100,7	100,1	99,6	99,7	99,6	100,1	32,8 ²⁾

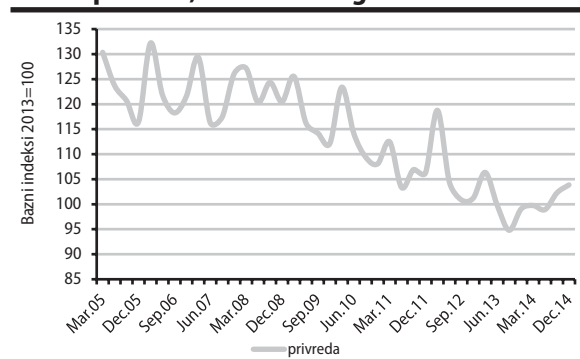
**Zadržavamo prognoze
o padu BDP-a u 2015.
od 0,5 do 1%**

Objavljeni podaci za Q4 kao i dostupni podaci za januar 2015. su bolji nego što smo očekivali u prethodnim izdanjima QM-a. Međutim još uvek je neizvesno da li će se ovakvi trendovi nastaviti i u narednim kvartalima, tim pre što postoji, smatramo opravdana, sumnja da objavljeni podaci potpuno pouzdano opisuju kretanje privredne aktivnosti u prethodnim mesecima. Sa druge strane, došlo je i do nekih nepovoljnih događaja koje takođe nismo očekivali u prethodnim analizama. Tako na primer nismo očekivali da ni do kraja 2014. godine ne budu sanirane negativne posledice poplava u rudarstvu (ugalj) i proizvodnji električne energije. Rudarstvo i proizvodnja električne energije su i u januaru 2015. godine bili za 15 do 20% niži od uobičajenih nivoa proizvodnje – što će uticati na lošije rezultate privredne aktivnosti u odnosu na naša prethodna očekivanja. Takođe, nije došlo do najavljene uspešne privatizacije Železare Smederevo po osnovu čega smo očekivali pozitivan doprinos rastu BDP-a u 2015. godini od 0,2-0,3 p.p. Uzimajući sve navedeno u obzir zadržavamo našu prognozu pada BDP-a u 2015. godini iz prethodnih izdanja QM-a od 0,5 do 1%.

**Jedinični troškovi rada
znatno rastu u Q4...**

Jedinični troškovi rada³ (JTR), mereni u dinarima, u Q4 rastu u odnosu na Q3, ali i u odnosu na isti period prethodne godine – međugodišnji porast JTR je iznosio oko 5% (Grafikon T2-4). JTR predstavljaju učešće troškova radne snage u dodatnoj vrednosti i merimo ih u ukupnoj privredi iz koje smo isključili poljoprivredu i državu kako bismo ocenili stvarne trendove u „tržišnom“ delu

Grafikon T2-4. Srbija: realni jedinični troškovi rada u privredi, 2005–2014. godine



Izvor: QM na osnovu podataka RZS i NBS

privrede koji ne zavisi bitno ni od promena meteoroloških činilaca (kao što zavisi poljoprivreda). Povećanje JTR na našem uzorku je ocenjujemo kao neadekvatno jer ukazuje da se sa istim troškovima radne snage proizvodi manje. Međutim i u ovom slučaju moguće je da je uočeni rast jediničnih troškova rada većim delom posledica suzbijanja sive ekonomije, odnosno tačnijeg iskazivanja stvarnih troškova rada, a da je samo manjim delom rezultat rasta zarada koje dobijaju zaposleni. Dosadašnji dugoročni trend kretanja JTR je bio njihovo osetno smanjivanje (Grafikon T2-4)

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

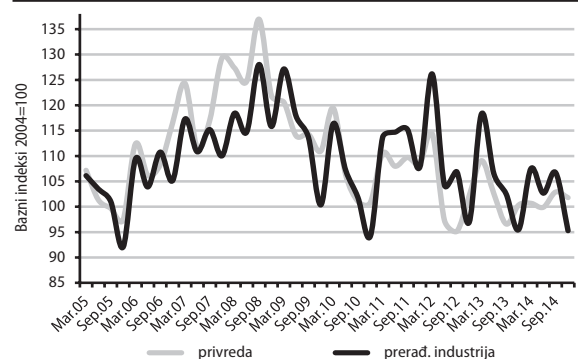
... Ali porast JTR je verovatno posledica nepouzdanosti zvaničnih podataka, a ne stvarnih trendova

Neposredan razlog za rast JTR u Q4 su zvanično objavljena kretanja na tržištu rada koja smatramo nepouzdanim – pa zbog toga ni uočeni rast JTR još uvek ne smatramo izvesnim niti zabrinjavajućim. U Q4 po zvaničnim podacima dolazi i do rasta prosečne zarade i rasta formalne zaposlenosti. Iako na prvi pogled izgleda da prosečna zarada u Srbiji u Q4 nije značajno povećana (ostvaren je međugodišnji rast ukupne prosečne zarade od 0,3%), u našem uzorku iz kog je isključena država (u kojoj su smanjene zarade od novembra 2014. za 10%), nominalni rast zarada je zapravo iznosio preko 3%. Očekujemo da problem nepouzdanog merenja zarada u privatnom sektoru tek eskalira kada budemo izračunavali JTR u Q1 2015. godine budući da je u januaru međugodišnji rast zarada u prerađivačkoj industriji iznosio neverovatnih 15,5%. U Q4 je takođe došlo do blagog rasta formalne zaposlenosti koji je takođe malo verovatan. U prethodnom delu teksta smo već nagovestili mogućnost da je pravi razlog za neke neobične makroekonomske trendove koje smo uočili u Q4, a najverovatnije i u januaru 2015. godine, aktivnost države na suzbijanju sive ekonomije. Ipak napominjemo da statistika zaposlenosti i zarada u Srbiji u dužem periodu nije dovoljno pouzdana – a kao najbolji primer loših podataka koji se u ovoj oblasti objavljuju može da posluži Anketa o radnoj snazi.

Evro-JTR ne rastu zbog depresijacije dinara

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

Grafikon T2-5. Srbija: realni evro-jedinični troškovi rada u privredi i prerađivačkoj industriji, 2005–2014



Izvor: QM na osnovu podataka RZS i NBS
Napomena: rast evro-JTR na Grafikonu predstavlja smanjenje cenovne konkurentnosti

daleko najveći deo razmenjivih proizvoda) i za ukupnu privredu,⁴ što je prikazano u Grafikonu T2-5. U Grafikonu T2-5 uočavamo da su evro-JTR na približno nepromenjenom nivou u odnosu na isti period prethodne godine i pored toga što su dinarski JTR (Grafikon T2-4) osetno porasli. Razlog za to je što je tokom 2014. došlo do osetne realne depresijacije dinara koja je kompenzovala ovo povećanje dinarskih JTR. Na osnovu vrednosti evro-JTR (Grafikon T2-5) i poređenja sa njihovim istorijskim vrednostima mogli bismo da kažemo za cenovnu konkurentnost domaće privrede da je sa kursom dinara iznad 120 dinara za evro trenutno na zadovoljavajućem nivou, ali umerena realna depresijacija bi joj još više pogodovala.

Industrijska proizvodnja

Industrijska proizvodnja je u 2014. imala pad od 6,5%

Industrijska proizvodnja je u 2014. ostvarila pad od 6,5% (Tabela T2-6) koji je bio naročito izražen u drugoj polovini godine. Glavni razlog za ovoliko dubok pad industrijske proizvodnje su majske poplave i neefikasna obnova zbog čega su rudarstvo i proizvodnja električne energije u 2014. godini ostvarili pad na godišnjem nivou od oko 20%. Međutim i da nije bilo poplava industrijska proizvodnja bi u 2014. godini bila u padu na šta ukazuje i kretanje prerađivačke industrije (nije bila pod značajnijim uticajem poplava) koja je u 2014. imala pad od 1,4%.

U Q4 usporen međugodišnji pad industrijske proizvodnje

U Q4 se nastavlja slična struktura pada industrijske proizvodnje kao i u Q3 gde u međugodišnjem padu prednjače rudarstvo i proizvodnja električne energije (pad od oko 25%), dok je prerađivačka industrija imala manji međugodišnji pad koji je iznosio 2,8% (Tabela T2-6). Premda je struktura slična ostvareni pad je u sve tri oblasti industrijske proizvodnje u Q4 bio osetno manji nego u Q3, što može da ukaže na njihov oporavak.

⁴ Bez sektora Država i sektora Poljoprivreda.

Tabela T2-6. Srbija: indeksi industrijske proizvodnje, 2009–2014

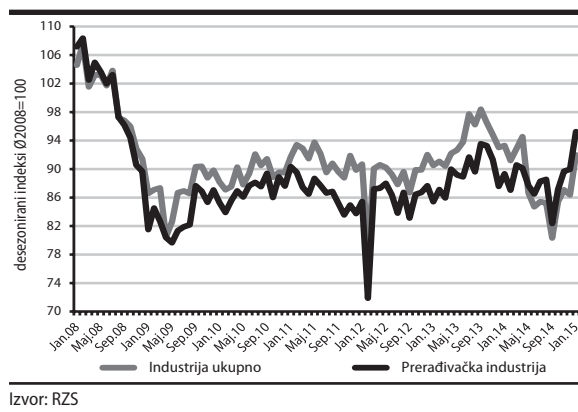
	Međugodišnji indeksi												Učesće		
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2013				2014				
							Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2		Q3	Q4
Ukupno	87,4	102,5	102,2	97,1	105,5	93,5	105,2	103,0	110,8	103,3	102,1	95,7	85,8	90,5	100,0
Rudarstvo	96,2	105,8	110,4	97,8	105,3	83,3	107,8	102,2	107,6	104,1	99,7	87,3	71,6	76,2	8,5
Prerađivačka industrija	83,9	103,9	99,6	98,2	104,8	98,6	105,4	103,2	108,8	102,2	104,2	98,7	94,0	97,2	73,9
Snabdevanje el. energijom, gasom i klimatizacija	100,8	95,6	109,7	92,9	108,1	79,9	103,7	103,7	120,5	106,8	99,3	86,2	61,3	72,6	17,6

Izvor: RZS

Desezonirani indeksi pokazuju snažan rast industrijske proizvodnje od početka četvrtog kvartala...

U Grafikonu T2-7 prikazani su desezonirani indeksi proizvodnje ukupne industrije i prerađivačke industrije zaključno sa poslednjim dostupnim podatkom za januar 2015. godine. U Grafikonu se vidi da je nakon privremenog pada iz septembra 2014. godine do kog je došlo jer je NIS skoro u potpunosti obustavio proizvodnju zbog remonta svojih postrojenja (proizvodnja NIS-a u septembru je iznosila manje od 10% uobičajene), u Q4 došlo do povećanja desezoniranih indeksa kako ukupne industrijske proizvodnje tako i prerađivačke industrije. U januaru su ovi trendovi bili gotovo ekstremni. Ostvareni desezonirani rast industrijske proizvodnje od 6,5% (i prerađivačke industrije od 6%) je nezabeležen u redovnim okolnostima i dešavao se samo nakon vanrednih događaja (nakon bombardovanja, sa završetkom vanrednog stanja zbog vremenskih nepogoda u februaru 2012, a nije dostignut na primer nakon završetka poplava iz maja 2014. godine).

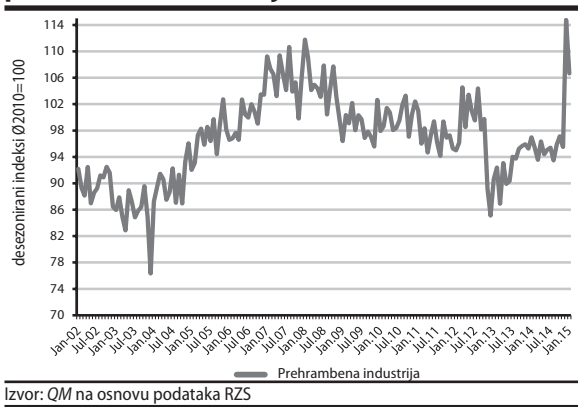
Grafikon T2-7. Srbija: desezonirani indeksi industrijske proizvodnje, 2008–2014



Izvor: RZS

Malo je verovatno da se ovako neobičan visok rast industrijske proizvodnje, a u okvirima njega prerađivačke industrije, u Q4 2014, kao i u januaru 2015. zaista i desio. Redakciji *QM*-a je bliska mogućnost da je pravi razlog za ovakve trendove bolje evidentiranje već postojećih ekonomskih trendova koji su se do sada obavljali u sivoj zoni, a da do pravog povećanja proizvodnje (bar ne u ovolikoj meri) zapravo nije došlo. Za tu tvrdnju postoje i neki drugi posredni nagoveštaji u statistici tržišta rada i kretanja zarada. Međutim, uvek postoji i mogućnost da je RZS napravio i neku grešku u obračunavanju ovih indikatora. Nešto jasniju sliku o tome šta se zaista desilo ćemo imati kada budu objavljeni podaci za nekoliko meseci u 2015. godini, odnosno u narednim izdanjima *QM*-a.

Grafikon T2-8. Srbija: desezonirani indeks prehrambene industrije, 2002–2014



Izvor: QM na osnovu podataka RZS

U Grafikonu T2-8 kao ilustraciju prikazali smo posebno desezonirane indekse prehrambene industrije (zaključno sa poslednjim dostupnim podatkom za januar 2015. godine) koji su bili ključni za rast prerađivačke industrije (i ukupnog BDP-a) u Q4 2014. godine. U Grafikonu se jasno vidi poprilično ekstreman i malo verovatan rast prehrambene industrije u poslednjih nekoliko meseci 2014. godine. Već smo objasnili da je u heterogenoj oblasti poput prehrambene industrije ovakav teško moguć. Nešto detaljnija analiza dodatno potvrđuje ovu ocenu, jer pokazuje da rastu prehrambene industrije nije prethodila ni vanredno do-

bra poljoprivredna godina,⁵ niti snažno povećanje uvoza poljoprivrednih proizvoda⁶ tako da je neobjašnjivo odakle su došli inputi za ovoliko povećanje. Interesantno je primetiti i da je izvoz prehrambenih proizvoda u poslednja dva meseca 2014. godine i pored izuzetnog rasta proizvodnje zapravo usporio svoj rast u odnosu na prvih 10 meseci 2014. godine.

U Q4 smanjen pad proizvodnje energije i ostvaren rast potrošnih dobara

Posmatrano po nameni (Tabela T2-9), uočavamo da je u Q4 došlo do smanjenja međugodišnjeg pada u proizvodnji energije za oko 10 p.p. u odnosu na Q3. Dva su razloga zbog kojih se ovo desilo. Prvi je to što je u Q3 NIS remontovao svoje proizvodne kapacitete, pa je zbog toga proizvodnja u Q3 bila vanredno niska, a drugi je to što je isušen deo potopljenih kopova uglja u majskim poplavama, pa se u skladu sa tim postepeno povećava eksploatacija uglja i proizvodnja električne energije. Sličnu promenu smo uočili u proizvodnji potrošnih dobara koja je nakon međugodišnjeg pada od 2,5% u Q3 u Q4 ostvarila međugodišnji rast od 5,6%, a najbitniji razlog za to je bilo već opisano povećanje proizvodnje prehrambene industrije, ali su i neke druge oblasti koje proizvode potrošne proizvode ostvarile bolje rezultate u Q4 u odnosu na Q3 (proizvodnja pića, tekstila i dr.). Ovakva struktura rasta u Q4 može biti dodatna indikacija da su nešto bolji rezultati industrijske proizvodnje (pa i ukupne privrede u Q4) delom posledica i suzbijanja sive ekonomije, jer raste praktično samo proizvodnja potrošnih dobara dok proizvodnja intermedijarnih i investicionih proizvoda ne pokazuje nikakve promene u Q4 u odnosu na Q3.

Tabela T2-9. Srbija: proizvodnja industrijskih proizvoda po nameni, 2009–2014

	Međugodišnji indeksi													
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2013				2014			
							Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
Ukupno	87,4	102,5	102,1	97,1	105,5	93,5	105,2	103,0	110,8	103,3	102,5	95,7	85,8	90,5
Energija	98,8	97,7	106,2	93,6	113,2	82,6	108,6	109,7	131,6	107,7	101,1	89,3	65,1	75,9
Investiciona dobra	79,3	93,6	103,2	103,8	127,6	95,9	132,3	130,2	140,5	104,2	107,4	97,5	89,5	88,6
Intermedijalna dobra	78,4	109,2	102,2	91,2	99,0	96,8	94,7	93,1	101,9	104,8	105,7	95,4	94,2	91,4
Potrošna dobra	86,8	102,1	95,4	103,2	100,7	100,7	107,0	101,5	97,4	100,0	100,2	99,6	97,5	105,6

Izvor: RZS

Građevinarstvo

U Q4 je došlo do rasta građevinarstva

Građevinarstvo je nakon tri godine uzastopnog pada 2014. godinu završilo na približno istom nivou (blagi rast od oko 1%) u odnosu na 2013. godinu. Ovim rezultatima građevinarstva znatno su doprineli nešto bolji rezultati u Q4 kada je građevinska aktivnost ostvarila rast od oko

Tabela T2-10. Srbija: proizvodnja cementa, 2001–2012

	Međugodišnji indeksi				
	I kvartal	II kvartal	III kvartal	IV kvartal	ukupno
2001	89,5	103,5	126,9	148,1	114,2
2002	83,6	107,9	115,6	81,6	99,1
2003	51,1	94,4	92,7	94,4	86,6
2004	118,8	107,4	98,5	120,1	108,0
2005	66,1	105,0	105,8	107,4	101,6
2006	136,0	102,7	112,2	120,2	112,7
2007	193,8	108,9	93,1	85,0	104,4
2008	100,1	103,7	108,1	110,1	105,9
2009	34,1	81,4	86,0	75,3	74,4
2010	160,7	96,9	96,0	97,4	101,1
2011	97,7	101,3	96,2	97,7	98,3
2012	107,9	88,3	58,2	84,9	79,6
2013	83,5	78,7	127,6	93,5	94,9
2014	136,2	90,3	96,2	104,7	101,5

Izvor: RZS

5% u odnosu na isti period prethodne godine. Dva osnovna indikatora građevinske aktivnosti koja nezavisno pratimo: 1) Vrednost izvedenih građevinskih radova iz zvanične statistike građevinarstva i 2) Indeks proizvodnje cementa koji sami generišemo na osnovu podataka RZS; nesumnjivo pokazuju nešto bolje kretanje građevinske aktivnosti u Q4 u odnosu na Q2 i Q3 2014. godine. Nominalna vrednost izvedenih građevinskih radova je u Q4 bila za 6,4% veća nego u istom periodu prethodne godine, a proizvodnja cementa je ostvarila međugodišnji rast od 4,7% (Tabela T2-10).

Najverovatniji razlog za rast građevinarstva u Q4 je intenziviranje radova na obnovi od poplava koja je uzela zamah u

⁵ Poljoprivreda je u 2014. godini ostvarila rast od svega 0,8%

⁶ Uvoz poljoprivrednih proizvoda je porastao za 1% u 2014. godini u odnosu na 2013. godinu, ili za nešto manje od 5 miliona evra.

2. Privredna aktivnost

jesen 2014. godine, kao i nešto pojačana izgradnja državnih infrastrukturnih projekata na šta ukazuje visok međugodišnji rast državnih izdvajanja za kapitalne investicije koji je u poslednjem kvartalu 2014. godine od oko 25%. Na žalost nema još uvek indikacija da je uočeni rast građevinarstva delom i posledica povećanje investicione aktivnosti privatnog sektora (koja je presudna za budući rast privrede). Naime, proizvodnja i uvoz investicione opreme ne pokazuju iste znake poboljšanja u Q4 kao građevinarstvo.

3. Zaposlenost i zarade

Prema podacima zvanične statistike koji su sadržani u Anketi o radnoj snazi (ARS) trend poboljšanja osnovnih pokazatelja na tržištu rada u Srbiji donekle je ublažen. U posljednjem kvartalu 2014. u odnosu na Q3 stopa zaposlenosti je opala za 0.4 pp, stopa nezaposlenosti smanjena za 0.8 pp, dok je stopa neaktivnosti porasla za 1pp. Međutim, u odnosu na isti period 2013., kraj 2014. Srbija je prema ARS dočekala sa 100 hiljada manje nezaposlenih. U istom periodu porasla je zaposlenost i to skoro u potpunosti u okviru neformalnog sektora privrede, a porasla je i neaktivnost. Nije realno pretpostaviti da su se svi nezaposleni slili u zaposlene u sivoj zoni ili neaktivne, odnosno, da nije došlo do novog priliva u nezaposlenost. Ovo je posebno nemoguće s obzirom na kontrakciju privredne aktivnosti u iznosu od 1,8 % BDP u 2014. S obzirom da se pad BDP odnosi i na sivu ekonomiju, izražavamo sumnje i u odnosu na rast neformalne zaposlenosti u istom periodu. Generalno, podaci o kretanjima na tržištu rada u Q4 su konsistentniji sa ostalim makroekonomskim kretanjima, nego što je to bio slučaj u prethodne dve godine, kada je statistike objavljivala značajno poboljšanje svih performansi tržišta rada, dok je privreda bila u recesiji, potrošnja građana opadala, porezi na dohotke na rad su opadali i dr. Za razliku od podataka o zaposlenosti podaci o kretanju zarada su konzistentni sa ostalim privrednim kretanjima. Na međugodišnjem nivou realne zarade su opale za 1,6%. Pad realnih zarada u Srbiji posledica je pada zarada u javnom sektoru, dok je rast zarada u privatnom sektoru verovatno većim delom posledica smanjivanja sive ekonomije.

Zaposlenost

Zaposlenost u poslednjem kvartalu 2014. u odnosu na Q3 opada za 0.4 procentna poena

Anketa o radnoj snazi za poslednji kvartal 2014. pokazuje da je stopa zaposlenosti za populaciju radnog uzrasta opala za 0,4 procentna poena (pp) u odnosu na prethodni kvartal. S obzirom da je nezaposlenost opala za 0,8 pp, očekivano je povećanje stope neaktivnosti od jednog procentnog poena.

Anketa za poslednji kvartal 2014. rađena je početkom novembra meseca. S obzirom da je prethodnih godina period posmatranja za oktobarsku anketu bio kraj oktobra, moguće je da podatke iz Q4 2014. godine poredimo sa oktobarskom anketom iz 2013. godine. Iz Tabele T3-1 poređenjem osnovnih indikatora tržišta rada u poslednjem kvartalu 2014. u odnosu na isti period 2013. uočavamo da:

- stopa zaposlenosti raste za 1,2 pp
- stopa nezaposlenosti opada za 3,4 pp
- stopa neaktivnosti raste za 1,1 pp

Da bismo bolje uvideli odakle dolaze ova poboljšanja, uočimo da je u Q4 2014. bilo 4,6 miliona pojedinaca starosti između 15 i 64 godina (za 9,9 hiljada manje u odnosu na isti period 2013.). Među ovim osobama krajem 2014. godine 2,8 miliona je bilo ekonomski aktivno (za 53 hiljade manje u odnosu na isti period 2013.), i to:

- 2,3 miliona je bilo zaposleno. To je za čak 53 hiljade više u odnosu na 2013. Rast broj zaposlenih je, stoga, mnogo više doprineo povećanju stope zaposlenosti nego što je smanjenje broja pojedinaca starosti od 15 do 64 godine
- 496,7 hiljada je bilo nezaposleno, odnosno za 106 hiljada manje u odnosu na kraj 2013. Pad stope nezaposlenosti je posledica smanjenja broja nezaposlenih, ali u skoro istoj meri i rezultat smanjenja aktivnog stanovništva u posmatranom periodu.
- 1,8 miliona je bilo neaktivno, odnosno za 43 hiljade više u odnosu na kraj 2013. Rast stope neaktivnosti za jedan procentni poen je manjim delom posledica smanjenja ukupne populacije radnog uzrasta, a u većom meri rezultat povećanja broja neaktivnih pojedinaca (Tabela T3-1)

3. Zaposlenost i zarade

U Q4 2014. u odnosu na isti period 2013. došlo do neobjašnjivo velikog pada broja nezaposlenih lica

Ono što najviše iznenađuje u posmatranim kretanjima između tri osnovna statusa na tržištu rada su promene u apsolutnom broju nezaposlenih lica tokom 2014. godine. Sa 612 hiljada koliko ih je bilo u prva dva kvartala, broj nezaposlenih je pao na 530 hiljada u Q3 i najzad na manje od 500 hiljada u poslednjem kvartalu 2014. Vrlo je teško objasniti gde je „nestalo“ 100 hiljada nezaposlenih. Na osnovu ankete čini se da je otprilike polovina nezaposlenih prešla u zaposlenost (i to uglavnom u neformalnu, kao što ćemo videti u nastavku) i sličan broj u neaktivnost. Sve ovo uz veoma nerealanu pretpostavku da nije bilo novog priliva u stanje nezaposlenosti.

Tabela T3-1. Srbija: zaposlenost i nezaposlenost po Anketi o radnoj snazi, 2008-2014

		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
	Oktoibar	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
	Oktoibar	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
	Oktoibar	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
	Oktoibar	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
	Oktoibar	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
	Oktoibar	2.268.750	349.742	49,2	56,2	42,1	602.651	21,0	20,2	22,0
2014	Q1	2.229.063		48	55,1	41	613.787	21,6	21,0	22,3
	Q2	2.277.413		49,3	56,3	42,5	612.134	21,2	20,4	22,1
	Q3	2.337.424		50,8	57,5	44,2	529.953	18,4	17,9	19,1
	Q4	2.322.200		50,4	57,2	43,7	496.177	17,6	17,3	18,0

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) U ARS za oktobar 2008. postoji i klasifikacija 15-64 za broj zaposlenih u poljoprivredi i pomažućih članova, i on iznosi 443.243. Od sledećeg broja QM-a ćemo biti umogućnosti da objavljujemo i podatke za starosni kontingent 15-64 poljoprivrednika i pomažućih članova.

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

Zaposlenost je za godinu dana najviše porasla u neformalnom sektoru

Na prvi pogled izgleda teško objasniti povećanje stope zaposlenosti u poslednjem kvartalu 2014. u odnosu na isti period 2013. godine s obzirom na uočena ukupna privredna kretanja. Kao što se vidi iz odeljka Privredna aktivnost BDP je opao 1,8% na godišnjem nivou. Međutim, na osnovu Ankete o radnoj snazi uočavamo da se najveći deo povećanja zaposlenosti u iznosu od 53 hiljade u pomenutom periodu odigrao u neformalnom sektoru. Tačnije, zaposlenost je u periodu od poslednjeg kvartala 2013. do Q4 2014. porasla u deset od ukupno dvadeset delatnosti. Najveći rast zaposlenosti je ostvaren kod pomažućih članova domaćinstva, koji spadaju u red neformalno zaposlenih, s obzirom da je skoro dupliran, sa 41 na 78 hiljada pojedinaca. Po veličini sledi rast zaposlenosti u rudarstvu i to za 26 % (ili 6 hiljada) u periodu od godinu dana. U ostalim delatnostima, rast zaposlenosti je mali i iznosi nekoliko procenata.

Najveći pad zaposlenosti, od 11%, odigrao se u preduzećima koji nude usluge smeštaja i ishrane (gde spada delatnost hotela, odmarališta, kampova). Ovo je zabrinjavajući podatak posebno imajući u vidu potencijal banjskog turizma u Srbiji koji nije u potpunosti iskorišćen zbog nerešenih imovinskih odnosa između države i PIO fonda usled izrazito dugih sudskih procesa koji onemogućuju privatizaciju objekata (videti odeljak Fiskalni tokovi i politika) (Tabela T3-2).

Tabela T3-2. Zaposleni po delatnostima, ARS

	Q4 2013	Q4 2014	Q4 2014/Q4 2013
UKUPNO	2.394.004	2459048	102,72
Poljoprivreda, šumarstvo i ribarstvo	522.084	538040	103,06
Rudarstvo	23.065	29198	126,59
Preradivačka industrija	399.654	385369	96,43
Snabdevanje električnom energijom, gasom i parom	37.206	38386	103,17
Snabdevanje vodom i upravljanje otpadnim vodama	36.866	35548	96,42
Građevinarstvo	126.620	120476	95,15
Trgovina na veliko i malo, popravka motornih vozila	288.606	305493	105,85
Saobraćaj i skladištenje	130.882	121550	92,87
Usluge smeštaja i ishrane	61.973	55442	89,46
Informisanje i komunikacije	50.140	49253	98,23
Finansijska delatnost i delatnost osiguranja	44.566	40839	91,64
Poslovanje nekretninama	2.028		0,00
Stručne, naučne i inovacione delatnosti	63.185	61701	97,65
Administrativne i pomoćne uslužne delatnosti	49.175	56725	115,35
Državna uprava i obavezno socijalno osiguranje	132.950	138827	104,42
Obrazovanje	156.867	164215	104,68
Zdravstvena i socijalna zaštita	136.455	141713	103,85
Umetnost, zabava i rekreacija	44.823	45794	102,17
Ostale uslužne delatnosti	45.177	49499	109,57
Delatnost domaćinstva kao poslodavca	41.003	78810	192,21

Izvor: ARS. *mali broj pojava tako da nije moguće imati procenu.

Neformalna zaposlenost i dalje raste i trenutno iznosi 24,2 %

Stopa neformalne zaposlenosti, izražena kao udeo broja neformalno zaposlenih u ukupnom broju zaposlenih, veća je za 0,8 procentnih poena u odnosu na Q3 2014. Anketa iz poslednjeg kvartala 2014. godine procenjuje da u Srbiji ima 594, 6 hiljada neformalno zaposlenih ili za skoro 20 hiljada više u odnosu na prethodni kvartal. Tu se ubrajaju zaposleni u neregistrovanoj firmi, kao i registrovanom preduzeću ali bez formalnog ugovora o radu, kao i neplaćeni pomažući članovi domaćinstva¹.

S obzirom da se u Anketi, od kako izlazi kvartalno, prikazuje strukturu neformalnih zaposlenih prema njihovom profesionalnom statusu, možemo uočiti da je među radnicima u neformalnom sektoru najviše porastao broj onih koji imaju status zaposlenih i pomažućih članova domaćinstva. Broj zaposlenih radnika u neformalnoj zoni skoro je udvostručen od početka 2014. godine, dok se broj pomažućih članova domaćinstva povećao za 21% (Tabela T3-3).

Tabela T3-3. Formalno i neformalno zaposleni prema profesionalnom statusu, 2014

	Q1	Q2	Q3	Q4	Q4/Q1
Zaposleni radnici	62.352	71.723	118.552	123.737	198,449128
Samostalni sa zaposlenima	*	*	4.352	*	*
Samostalni bez zaposlenih	227.955	229.427	226.723	239.872	105,227786
Pomažući članovi domaćinstva	187.056	209.509	230.068	226.875	121,287208

Izvor: ARS. *mali broj pojava tako da ocena nije publikovana

Kretanja iz Ankete o radnoj snazi u skladu su sa podacima iz ankete RAD koja pre svega pokriva formalni segment tržišta rada. Prema anketi RAD, formalna zaposlenost krajem 2014. u odnosu na isti period prethodne godine skoro da nije promenjena i iznosi 1,707,000 zaposlenih. Tokom 2014. broj zaposlenih je varirao za svega nekoliko hiljada.

Prema ARS broj formalno zaposlenih krajem 2014. je nešto veći u odnosu na RAD i iznosi 1,864, 450. Od početka 2014. (s obzirom da u ranijim Anketama nije objavljivan broj formalno i neformalno zaposlenih) broj formalno zaposlenih se praktično nije menjao. Dakle, formalna za-

¹ Pomažući članovi domaćinstva su lica koja su pomagala drugom članu porodice u vođenju porodičnog posla ili poljoprivrednog gazdinstva a da za to nisu bila plaćena.

3. Zaposlenost i zarade

poslenost beleži isti stagnirajući trend u obe ankete tokom 2014. godine. Jedini deo zaposlenosti koji raste, a koji može da izmeri jedino ARS, je neformalna zaposlenost.

Trebalo bi, međutim, imati u vidu da pad BDP od 1,8% uključuje i aktivnosti u sivoj ekonomiji tako da izražavamo sumnje u toliki rast broja zaposlenih u neformalnom sektoru u Q4 2014. u odnosu na isti period 2013. Posebno, prateći podatke o prihodima od poreza na dodatu vrednost (videti odeljak Fiskalni tokovi i politika) čini se da su napori ka suzbijanju sive ekonomije daju prve rezultate. Prihodi od PDV su snažno realno porasli (za 8,2%) u Q4 2014. odnosu na prethodni kvartal, dok je realan međugodišnji rast (Q4 2014-Q4 2013) još veći i iznosi 15,1%. Istovremeno u toku 2014. godine prihodi od poreza na dohodak su realno opali za 8,1% dok su prihodi od doprinosa snažno realno porasli (za 3,1%) u odnosu na 2013. godinu. Ovo je posledica pre svega smanjenja stope poreza na zarade i povećanje stopa doprinosa. Ali je moguće i da je rezultat borbe protiv sive ekonomije s obzirom da sprečavanje nelegalnog prometa robe i usluga onemogućava i isplatu zarada van legalnih tokova. Samim tim, dolazi do povećanja dela zarada koji se isplaćuju legalno (budući da se broj formalno zaposlenih ostao skoro nepromenjen tokom 2014.)

Dakle, loša ukupna ekonomska situacija čini izglednim da se deo nezaposlenih povlači u neaktivnost, odnosno da prestaje da aktivno traži posao. Takođe, očekivano je da raste neformalna zaposlenost. Međutim, imajući u vidu kretanje fiskalnih tokova, pre svega prihoda od PDV, kao i BDP, izražavamo rezerve u razmere povećanja neformalne zaposlenosti u toku 2014. godine.

U 2015.godini očekujemo rast nezaposlenosti usled smanjenjima broja zaposlenih u sektoru opšte države (administracije na svim nivoima, obrazovanje, zdravstvo i dr), javnim preduzećima i bivšim društvenim preduzećima. U potpisanom sporazumu sa Međunarodnim monetarnim fondom (MMF) Vlada se obavezala da će do sredine 2015. zaposlenost u sektoru opšte države biti smanjena za 5%, odnosno za oko 25 hiljada. Do kraja marta Vlada namerava da sprovede analitički pregled zaposlenih u opštoj državi kako bi se identifikovali sektori sa najvećim potencijalom za smanjenje zaposlenosti i povećanje efikasnosti. Nakon toga, tokom 2016. i 2017. doći će do dodatnog smanjenja broja zaposlenih za po 5% kroz organizaciono i funkcionalno restrukturiranje u okviru javnog sektora a u skladu sa novom Strategijom za reformu javne uprave (videti u Osvrtu 1 procenu poželjnosti i ostvarivosti planova za smanjenje broja zaposlenih u javnom sektoru). Važna komponenta strukturnih reformi u ovoj i narednim godinama je unapređenje troškovne efikasnosti javnih preduzeća, što između ostalog podrazumeva otpuštanje neproduktivno zaposlenih radnika u većini preduzeća. Procenjuje se da će se broj zaposlenih u javnim preduzećima u ovoj i u naredne dve godine smanjivati za nekoliko hiljada godišnje. Dodatno, rast nezaposlenosti u toku 2015. biće posledica gubitka zaposlenja pojedinaca zaposlenih u bivšim društvenim preduzećima (preduzeća u restrukturiranju i duga preduzeća) koji su do sada bili deo preduzeća predviđenih za stečaj. U prvom talasu pokrenut je stečaj bivših društvenih preduzeća 188 preduzeća u kojima je zaposleno oko 5000 radnika – procenjuje se da će većina zaposlenih izgubiti posao.

Zarade

**Prosečna mesečna
bruto zarada realno
niža za 1,6 % u
odnosu na isti kvartal
prethodne godine**

Prema podacima Republičkog zavoda za statistiku, na međugodišnjem nivou prosečna mesečna bruto zarada u Q4 je nominalno viša za 0,4%, a realno niža za 1,6 %. (Tabela T3-4). Prosečna mesečna neto zarada u poslednjem kvartalu 2014. iznosila je skoro 46 hiljada dinara ili 399 evra.

Međugodišnji indeks realnih neto zarada pokazuje da su zarade ostvarene u Q4 2014. u odnosu na isti period prošle godine opale u deset od devetnaest sektora. Najveći pad beleže sektori umetnosti, zabave i rekreacije (8,7%), poslovanje nekretninama (8%), zdravstvena i socijalna zaštita (6,2%), državna uprava (5,8%), obrazovanje (4,6%). Ovo je svakako posledica smanjenja zarada u javnom sektoru koje su stupile na snagu početkom novembra meseca. U ostalim sektorima pad neto realnih zarada na međugodišnjem nivou iznosi do 3%

Na međugodišnjem nivou najveći pad zarada je ostvaren u sektoru opšte država

Tabela T3-4. Srbija: prosečne mesečne zarade i međugodišnji indeksi, 2012-2014

	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
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
Q3	71.469	43.939	626	385	105,9	99,1
Q4	75.089	46.185	648	399	105,1	103,0
2014						
Q1	68.015	41.825	588	361	100,5	97,8
Q2	73.147	44.971	633	389	101,4	99,6
Q3	73.167	44.934	623	383	102,4	100,5
Q4	75.332	46.371	626	386	100,3	98,4

Izvor: RZS.

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%.

Smanjenje nominalnih zarada u javnom sektoru posledica je zamene solidarnog poreza (koji je primenjivan samo na visoke zarade u javnom sektoru) smanjenjem skoro svih zarada u javnom sektoru za 10% (smanjenje se odnosi na zarade iznad 25 hiljada dinara, što iznosi oko 50% prosečne zarade u javnom sektoru). Zarade u javnom sektoru su dodatno smanjenje po osnovu uklanjanje dodatka za radni staž ostvaren kod drugih poslodavaca (tzv. minuli rad). Osim toga prema sporazumu sa MMF predviđeno je da zarade u sektoru opšte države ostanu nominalno nepromenjene u 2015. I naredne dve godine. Zarade dela zaposlenih u javnom sektoru su dodatno smanjene U skladu sa sporazumom sa MMF nakon smanjenja plata u javnom sektoru pristupiće se reformi sistema platnih razreda u državnoj upravi. Cilj je da se sistem pojednostavi, da se učini pravičnijim u različitim državnim organima i da se njime lakše upravlja.

Administrativne i pomoćne uslužne delatnosti²⁾ beleže najveći rast zarada u iznosu od 7,5 %. Potom sledi rast zarada u oblasti informisanja i komunikacija (3%). Ovaj sektor beleži neprekidan rast zarada poslednjih godinu i po dana. U ostalim sektorima rast zarada ne prelazi 3% (Tabela T3-5).

Tabela T3-5. Međugodišnji indeks relanih neto zarada

	Admin. i pomoćne uslužne delatnosti	Informisanje i komunikacije	Umetnost, zabava, rekreacija	Obrazovanje	Zdravstvena i socijalna zaštita	Državna uprava
2013, Q1	94,6	95,8	94,6	95,5	96,1	95,8
2013, Q2	85,6	95,9	94,4	94,4	94,6	93,9
2013, Q3	88,5	114,6	99,9	97,9	97,7	100,4
2013, Q4	104,7	112,8	101,8	101,6	102,6	103,4
2014, Q1	89,1	123,3	95,6	98,6	97,3	97,1
2014, Q2	112,4	119,1	97,8	100,5	100,2	100,5
2014, Q3	109,2	112,8	97,7	99,7	99,2	97,2
2014Q4	107,5	103,1	91,3	95,4	93,8	94,2

Izvor: obračun QM

2) Ovaj sektor nije povezan sa javnom administracijom već obuhvata delatnosti iznajmljivanja i lizinga, agencija za zapošljavanje, delatnost privatnog obezbeđenja i sl.

4. Platni bilans i spoljna trgovina

U 2014. tekući deficit iznosi 5,9% BDP-a, i za 0,2 pp je niži od deficita u 2013. godini od 6,1% BDP-a. U periodu od januara do novembra 2014. godine tekući deficit iznosi 1.857 miliona evra (6,1% BDP-a) i viši je za 0,7 pp u odnosu na ostvareni deficit iz istog perioda 2013. Na ostvareni iznos robnog, i time tekućeg deficita u 2014. nepovoljno su uticale majske poplave i usporen oporavak zemalja evrozone, dok su povoljan uticaj imale mere fiskalne konsolidacije i pad svetske cene nafte. Ukupan neto priliv kapitala od januara do novembra bio je izuzetno nizak, što je rezultat priliva SDI i zaduživanja države sa jedne strane, kao i znatnog razduživanja po osnovu ostalih investicija i neto odliva na računu Gotov novac i depoziti, sa druge strane. U oktobru i novembru 2014 tekući deficit iznosi 312 miliona evra, tj. 5,7% BDP. Tokom ova dva meseca zabeležen je bitniji odliv kapitala od 399 miliona evra, po osnovu skromnog priliva SDI (152 miliona evra) koji je praćen visokim odlivom sredstava po osnovu ostalih investicija. Tako, u ovom dvomesečnom periodu zabeležen je pad deviznih rezervi za 671 miliona evra. U 2015. će se platnobilansna neravnoteža dalje smanjivati, tako da se očekuje da će učešće tekućeg deficita iznositi oko 4,5% BDP-a. Fiskalna konsolidacija, kojom se smanjuje domaća tražnja biće glavni pokretač poboljšanja, a bilo bi dobro da se postepenom deprecijacijom dinara dodatno podrži poboljšanje tekućeg bilansa. Očekujemo da će se tokom 2015. godine umereno povećati priliv stranog kapitala u Srbiju, kao i da će porasti privatne investicije u odnosu na zaduživanje države. Reforme tržišta rada, pojednostavljenje administrativnih procedura, uz smanjenje makroekonomskih rizika nakon potpisivanja sporazuma sa MMF-om, trebalo bi povoljno da utiču na strane direktne investicije. Međutim, rast regionalnih političkih rizika, zbog krize u Ukrajini, i pritisci da se Srbija opredeli između sukobljenih strana, će nepovoljno uticati na direktne strane investicije.

Deficit tekućeg računa u 2014. niži od ostvarenog u 2013. godini
U periodu od januara do novembra 2014. godine tekući deficit blago iznad prošlogodišnjeg

U periodu od januara do novembra 2014. godine, deficit tekućeg računa iznosi 1.857 miliona evra. Tekući deficit čini 6,1% BDP-a (Tabela T4-1) i na nivou je deficita ostvarenog u 2013. Prema podacima NBS (*Izveštaj o inflaciji*, februar 2015.) tekući deficit u 2014. iznosi 5,9% BDP-a i 0,2 pp je niži od deficita u 2013. godini - od 6,1%. U poređenju sa prvih 11 meseci 2013, u 2014 tekući deficit je viši za 0,7 pp. To je posledica blagog rasta deficita na računu primarnog dohotka i blagog smanjenja neto priliva sredstava po osnovu sekundarnog dohotka, pre svega usled nešto nižeg priliva doznaka, dok je zabeležen nepromenjenog nivo spoljnotrgovinskog deficita.

Na robni deficit nepovoljno uticale majske poplave i usporen oporavak zemalja evrozone....

Robni deficit ostvaren u prvih 11 meseci 2014. iznosi 3,66 milijardi evra (12,0% BDP-a, v. Tabelu T4-1). Ovaj deficit izražen kao procenat BDP-a niži je od deficita ostvarenog u prvih 11 meseci 2013. godine za 0,4 pp. Sa jedne strane na ostvarenu vrednost robnog deficita u 2014. nepovoljno su uticale majske poplave i spor oporavak zemalja evrozone, dok su povoljno uticale prve preduzete mere fiskalne konsolidacije, pad svetske cene nafte, i deprecijacija dinara od sredine 2014 (čiji efekat verovatno počinje da se odražava na vrednost deficita tek krajem godine). Izvoz drumskih vozila u 2014. bio je niži nego prethodne godine. Rast izvoza automobila u prvoj polovini godine, bio je praćen padom u drugoj polovini, posmatrano međugodišnje. Ovakav izvozni rezultat automobilske industrije u drugoj polovini 2014 posledica je se sa jedne strane duguje činjenici da se za izračunavanje međugodišnjeg rasta izvoza, on sada stavlja u odnos (poredi) sa visokom bazom. Sa druge strane lošiji rezultat u drugoj polovini 2014 posledica je limitirane svetske tražnje za FIAT automobilima, usled slabljenja njegove konkurentske pozicije u odnosu na druge proizvođače automobila, ali i dalje usporenog privrednog oporavka mnogih zemalja (što je u 2014 bio slučaj i sa zemljama evrozone). Osim toga nije ni izvesno koliki značaj FIAT pridaje razvoju proizvodnje automobila u Srbiji - zabrinjavajuće je što se ne najavljuju nove investicije kojima bi se kapaciteti podigli na nivo od 250-300 hiljada automobila, niti se najavljuje proizvodnja novih modela u postojećim kapacitetima u Kragujevcu.

....dok su fiskalna konsolidacija i pad cena nafte imale pozitivan uticaj

Odnosi spoljnotrgovinske razmene tokom 2014 su se u Q2 poboljšali u odnosu na Q1 (indeks 104,2, naspram 102,0, respektivno), zatim ponovo pogoršali u Q3 (102,1), da bi usledilo poboljšanje odnosa razmene u Q4 (indeks 103,6). Mada su odnosi svetskih cena proizvoda koje

Srbija izvozi i uvozi varirali tokom prethodne godine, oni su se na nivou cele 2014. godine poboljšali za 2,1%, te su povoljno uticali na trgovinski bilans Srbije. Odnosi razmene po delatnostima su značajno varirali, pa su tako znatno poboljšani u kod nafte i naftnih derivata (gde je Srbija neto uvoznik), ali su pogoršani kod poljoprivrednih proizvoda (gde je Srbija neto izvoznik).

Nizak priliv kapitala od januara do novembra

Ukupan neto priliv kapitala od januara do novembra bio je izuzetno nizak: 185 miliona evra¹. Ovakav priliv pretežno je neto rezultat priliva SDI (1,2 milijarde evra) i zaduživanja države (592 miliona evra, neto)² sa jedne strane, kao i znatnog razduživanja po osnovu ostalih investicija (pre svega banaka i centralne banke³) i neto odliva na računu *Gotov novac i depoziti*, sa druge strane. SDI su iznosile 1,2 milijarde evra, i time gotovo ne odstupaju od priliva ostvarenog tokom 12 meseci 2013. godine. Tokom 2014. priliv portfolio investicija bitnije je ispod priliva iz 2013. godine. Pri tome priliv portfolio investicija u 2013. godini najvećim delom je ostvaren po osnovu zaduživanja države (Tabela T4-1).

U 2015. očekuje se dalje smanjenje platnoblanske neravnoteže

U 2015. godini NBS procenjuje da će učešće tekućeg deficita biti na nivou od oko 4,5% BDP-a, tj. da će se platnobilansna neravnoteža i dalje smanjivati. Tačnije, pozitivan doprinos neto-izvozu u 2015. očekujemo pre svega po osnovu efekata sprovođenja mera fiskalne konsolidacije, niske svetske cene energije, oporavka domaćeg energetskog sektora, dok će početkom godine na platni bilans pozitivno uticati deprecijacija domaće valute ostvarena u drugoj polovini 2014.

Na priliv kapitala u 2015 povoljno će uticati: sprovedne i najavljene reforme, smanjenje makroekonomskih rizika u Srbiji i monetarna ekspanzija u EU, dok će eventualno produženje krize u Ukrajini negativno uticati na priliv kapitala

Srbija je od sredine prethodne godine sprovela određene reforme kojima se unapređuju uslovi poslovanja u Srbiji, kao što su reforme tržišta rada, smanjenje administrativnih barijera pri izdavanju građevinskih dozvola, poboljšanje stečajnog zakonodavstva i dr., ali i primenila niz mera fiskalne konsolidacije kojima se smanjuju makroekonomski rizici. Krajem februara stupio je na snagu aranžman sa MMF-om, kojim se povećava verovatnoća da će fiskalna konsolidacija biti realizovana, a najavljene reforme sprovedene. Za sada je teško proceniti kako će međunarodno okruženje uticati na priliv investicija u Srbiju. Očekuje se će program „kvantitativnog popuštanja“ ECB povećati likvidnost što će povoljno uticati na kretanje investicija, ali još uvek nije izvesno da li će doći do znatnijeg ubrzanja rasta evropskih privreda. Produženje krize u Ukrajini će negativno uticati na investicije u Srbiji, jer se u tom slučaju očekuje jačanje pritiska da se Srbija opredeli između sukobljenih strana.

U oktobru i novembru 2014 tekući deficit iznosi 312 miliona evra, tj. 5,7% BDP

Deficit tekućeg računa u oktobru i novembru 2014. godine iznosi 312 miliona evra, tj. 5,7% BDP-a (Tabela T4-1). Ostvareni deficit je za 12,5% (0,9 pp BDP-a) viši u odnosu na nivo iz istog perioda prethodne godine (oktobar–novembar 2013) i na nivou je deficita iz prva tri kvartala 2014 (6,8% u Q1, 5,8% u Q2 i 6,0% u Q3).

Robni deficit iznosi 682 miliona evra, odnosno 12,4% BDP-a, što je 0,6 procentnih poena BDP-a više od ostvarenog učešća u oktobru i novembru 2013. godine (Tabela T4-1). Tokom oktobra i novembra 2014 izvezeno je robe u vrednosti od 1.794 miliona evra, što je čak 8,9% ispod vrednosti iz istog perioda prethodne godine. Uvoz je u posmatranom dvomesečnom periodu u 2014 iznosio 2.476 miliona evra, što je za 6,6% ispod vrednosti ostvarene u istom periodu 2013. godine. Tako su dve godine zaredom (2013 i 2014) procenti koji predstavljaju izvoz u BDP-u, uvoz u BDP-u i pokrivenost uvoza izvozom relativno stabilni. U periodu oktobar–novembar 2014 oni iznose 32,6%, 45,0% i 72,4%, respektivno. Tokom oktobra i novembra 2014. učešće neto priliva na računu sekundarnog dohotka iznosi 9,1% BDP-u.

U oktobru i novembru zabeležen je neto odliv kapitala

U oktobru i novembru zabeležen je odliv kapitala od 399 miliona evra⁴. Ostvaren je skroman priliv SDI (152 miliona evra) i visok odliv sredstava po osnovu ostalih investicija (razduživanje banaka i privrede po osnovu kredita, kao i smanjenje salda na računu *Gotov novac i depoziti*, Tabela T4-1). Priliv portfolio investicija iznosi 126 miliona evra. U okviru ostalih investicija, ostvaren je skroman odliv na računu trgovinskih kredita, kao i na računu CB i države. Stoga, devizne rezerve su za ova prva dva meseca četvrtog kvartala smanjene za 671 miliona evra.

1 519 miliona evra sa računom Greške i propusti.

2 Najveći deo čini kredit odobren od UAE za potrebe bužeta Republike Srbije iz Q3.

3 NBS se razduživala pre svega po osnovu duga prema MMF-u.

4 359 sa računom Greške i propusti.

4. Platni bilans i spoljna trgovina

Pad deviznih rezervi tokom oktobra i novembra iznosi 671 miliona evra

Kumulativan pad deviznih rezervi tokom oktobra i novembra iznosi 671 miliona evra (Tabela T4-1). U ova dva meseca najveći odliv deviznih rezervi nastao je u novembru (490 miliona evra). Značajniji devizni odliv prvenstveno je posledica izmene regulative kojom je smanjena stopa devizne obavezne rezerve i istovremeno povećan deo devizne obavezne rezerve koja se izdvaja u dinarima (po ovom osnovu neto odliv iznosi 330 miliona evra). Dodatno, odliv je rezultat i isplate obaveza države po osnovu dospelih hartija od vrednosti denominovanih u evrima i prema inokreditorima⁵. Da bi sprečila prekomerne dnevne oscilacije, NBS je u Q4 intervenisala neto prodajom deviza na međubankarskom deviznom tržištu u iznosu od 765,0 miliona evra.

Tabela T4-1. Srbija: platni bilans

	2012	2013	jan-nov 2014	2013				2014			
				Q1	Q2	Q3	okt-nov	Q1	Q2	Q3	okt-nov
TEKUĆI RAČUN	-3.639	-2.091	-1.857	-661	-382	-377	-278	-540	-496	-508	-312
Roba	-5.634	-4.152	-3.661	-1.190	-1.045	-732	-682	-904	-994	-1.081	-682
Izvoz robe	8.394	10.540	9.732	2.151	2.578	2.979	1.969	2.512	2.767	2.660	1.794
Uvoz robe	14.028	14.693	13.393	3.341	3.623	3.712	2.651	3.415	3.762	3.740	2.476
Usluge	139	319	398	30	75	86	65	69	73	145	111
Prihodi	3.104	3.423	3.391	698	826	948	590	793	887	1.044	667
Rashodi	2.965	3.103	2.994	668	751	861	525	724	814	900	556
Primarni dohodak	-1.091	-1.412	-1.329	-183	-292	-528	-210	-327	-418	-340	-243
Prihodi	657	617	551	113	168	163	108	122	176	151	102
Rashodi	1.748	2.029	1.880	296	460	691	318	449	594	491	345
Sekundarni dohodak	2.947	3.153	2.735	681	879	797	549	622	843	768	502
Prihodi	3.286	3.523	3.089	768	968	895	611	707	934	875	573
Rashodi	339	369	354	87	89	98	62	85	91	108	71
Lični transferi, neto ¹⁾	2.459	2.701	2.234	581	772	684	465	511	697	618	409
od čega: Doznake radnika	1.934	2.160	1.710	457	630	554	367	378	547	469	316
KAPITALNI RAČUN- neto	-11	11	6	-2	9	4	0	2	-1	4	0
FINANSIJSKI RAČUN	-3.486	-1.917	-1.517	-612	-356	-277	-335	-533	-372	-341	-272
Direktne investicije- neto	-669	-1.229	-1.210	-171	-264	-446	-216	-320	-392	-346	-152
Portfolio investicije	-1.722	-1.916	-425	-1.403	348	122	-201	4	-150	-152	-126
Finansijski derivati	2	-1	-1	2	-2	1	-2	0	-3	1	1
Ostale investicije	41	532	1.450	101	446	210	107	583	544	-353	676
Ostali vlasnički kapital	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Gotov novac i depoziti	156	-228	892	-203	165	188	146	121	141	246	385
Krediti	574	1.185	563	375	295	67	128	370	386	-459	265
Centralna banka	219	657	506	150	148	179	122	189	186	100	31
Depozitne institucije osim centralne b	377	682	605	286	67	155	-24	214	89	183	119
Država	-467	-449	-592	-150	-43	-278	-7	29	30	-676	25
Ostali sektori	444	296	44	89	124	12	37	-61	80	-65	91
Programi osiguranja i penzija i standard	3	0	0	1	0	-2	0	0	0	0	0
Trgovinski krediti i avansi	-692	-426	-5	-72	-14	-43	-167	92	16	-140	27
Ostala potraživanja i dugovanja	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Alokacija SPV	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Devizne rezerve	-1.137	697	-1.332	859	-886	-164	-24	-800	-370	509	-671
GREŠKE I PROPUSTI- neto	164	164	334	51	17	95	-58	5	125	163	40
PRO MEMORIA											
				u % BDP-a							
Bilans tekućih transakcija	-11,5	-6,1	-6,1	-8,3	-4,4	-4,3	-4,8	-6,8	-5,8	-6,0	-5,7
Bilans robne razmene	-17,8	-12,1	-12,0	-14,9	-11,9	-8,3	-11,8	-11,4	-11,6	-12,7	-12,4
Izvoz robe	26,6	30,8	31,9	26,9	29,4	33,8	34,1	31,6	32,3	31,3	32,6
Uvoz robe	44,4	42,9	43,9	41,7	41,3	42,1	45,9	43,0	43,8	44,0	45,0
Bilans robe i usluga	-17,4	-11,2	-10,7	-14,5	-11,0	-7,3	-10,7	-10,5	-10,7	-11,0	-10,4
Lični transferi - neto	7,8	7,9	7,3	7,3	8,8	7,8	8,0	6,4	8,1	7,3	7,4

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

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

Izvoz

Međugodišnji rast izvoza u 2014. iznosi 1,2%, što je znatno usporenje u poređenju sa 25,8% u 2013...

U prvoj polovini 2014. izvoz usporava rast (međugodišnji rast od 17,7% u Q1 i 6,4% u Q2), da bi u drugoj polovini beležio nižu vrednost u poređenju sa istim periodom prethodne godine (-10,9% u Q3 i -3,4% u Q4). Ostvarena vrednost izvoza u 2014. godini iznosi 11,13 milijardi evra, što je samo za 1,2% iznad vrednosti ostvarene u 2013. godini. To je izuzetno skroman rast, imajući u vidu da je izvoz u 2013 bio za 25,8% veći u odnosu na zabeleženu vrednost u 2012. Osnovni razlog za skromne izvozne rezultate u 2014. odsustvo krupnijih novih investicija tokom 2013-2014. godine kojima bi se izgradila izvozno orijentisana industrija. Majske poplave su dodatno

...u prvoj polovini 2014. izvoz usporava rast, da bi u drugoj polovini beležio opadanje

pogoršale mogućnosti izvoza, ali je njihov efekat privremeni i biće verovatno iscrpljen tokom prve polovine 2015. godine. Trom oporavak evrozone i pogoršanje ekonomskog stanja u Rusiji uticali su na pad tražnje za proizvodima iz Srbije.

Tabela T4-2. Srbija: izvoz, međugodišnje stope rasta, 2012–2014

	Učešće u ukupnom izvozu u 2014	2012	2013	2014	2013		2014		2013		2014	
					Q3	Q4	Q3	Q4	Q3	Q4	Q3	Q4
					u milionima evra				u %			
Ukupno	100,0	8.739	10.997	11.130	3.110	2.954	2.771	2.854	37,9	22,0	-10,9	-3,4
Ukupno bez drum. vozila	86,2	8.269	9.360	9.593	2.608	2.531	2.457	2.509	21,3	17,6	-5,8	-0,9
Energija	3,7	303	519	414	145	150	102	85	124,8	67,5	-29,4	-43,2
Intermedijarni proizvodi	33,0	3.126	3.633	3.678	1.002	897	942	875	23,3	18,4	-6,0	-2,4
Kapitalni proizvodi	25,8	1.667	2.979	2.875	859	793	643	700	109,4	27,2	-25,1	-11,7
Kapitalni proizvodi bez drum. vozila	12,0	1.197	1.342	1.337	358	370	329	355	17,0	4,9	-8,1	-4,2
Trajni proizvodi za široku potrošnju	5,3	395	523	586	142	147	150	167	33,6	32,5	5,8	13,9
Netrajni proizvodi za široku potrošnju	23,5	2.224	2.410	2.614	675	674	717	717	12,8	10,3	6,2	6,3
Ostalo	8,7	1.025	932	963	287	293	217	310	9,0	28,0	-24,6	5,8

Izvor: RZS

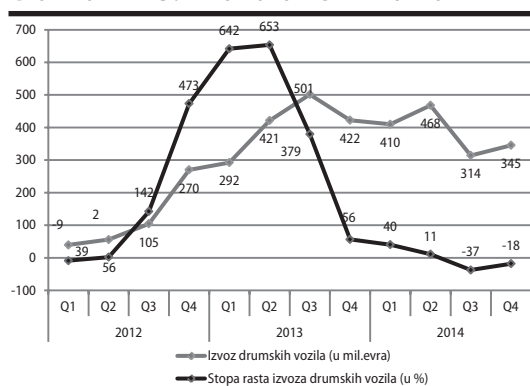
Tokom 2014. zabeležen međugodišnji pad izvoza Energije i Kapitalnih proizvoda

U 2014. međugodišnje posmatrano, izvoz *Energije* je opao za 20,2%, a kapitalnih proizvoda za 3,5%. To je velika promena trenda u odnosu na to da su obe izvozne grupe zabeležile izuzetno veliki međugodišnji rast u 2013, po stopama od 71,2% i 78,8%, respektivno. Takođe, primetno je usporio međugodišnji rast izvoza *Intermedijarnih proizvoda* – sa 16,2% u 2013 na 1,2% u 2014 – i *Trajnih proizvoda za široku potrošnju* – sa 32,6% u 2013 na 11,9% u 2014, dok je stopa rasta izvoza *Netrajnih proizvoda za široku potrošnju* u ove dve godine ostala nepromenjena. Izvoz tzv. *Ostalih proizvoda* je nakon međugodišnjeg pada u 2013 od 9%, u 2014. zabeležio rast od 3,3%. Za kretanje ukupnog izvoza, posebno je značajna dinamika rasta izvoza *Intermedijarnih proizvoda*, *Kapitalnih proizvoda* i *Netrajnih proizvoda za široku potrošnju*, koji zajedno čine 82,4% ukupnog izvoza, ili pojedinačno: 33,0%, 25,8% i 23,5%, respektivno (Tabela T4-2).

Međugodišnje smanjenje izvoza drumskih vozila

Podaci RZS-a za izvoz drumskih vozila ukazuju da je on u 2014. za 6,1% niži u odnosu na 2013. – tj. da je opao sa 1,64 miliona evra, koliko je iznosio u 2013, na 1,54 miliona evra u 2014. U prvoj polovini 2014 godine zabeležen je rast izvoza automobilske industrije, koji je bio praćen nižim izvozom u drugoj polovini godine, u poređenju sa istim periodom 2013. Izvoz drumskih vozila i tokom Q4 2014 nastavio je međugodišnji pad započet u Q3 (mada po nešto nižoj stopi od 18% u Q4, naspram 37% iz Q3, v. Grafikon T4-3). Pad izvoza automobila u drugoj polovini godine nastao je kao rezultat iscrpljivanja dosadašnjeg rasta (visoke prošlogodišnje baze) sa jedne strane, kao i limitiranog prostora za rast sa druge strane – usled pogoršanja konkurentne pozicije modela FAIT automobila koji se proizvode u Srbiji, ali i usporenog oporavka u zemljama kupcima. U narednom periodu pozitivan doprinos automobilske industrije rastu ukupnog izvoza će jedino biti moguć ukoliko dođe do značajnijih investicija kojima bi se povećali kapaciteti FIAT-a u Srbiji na 250-300 hiljada automobila, ali je to za sada malo verovatno. Štaviše, ukoliko se u proizvodnji već u ovoj godini ne uvedu i novi modeli automobila biće teško održati i postojeći nivo proizvodnje.

Grafikon T4-3. Izvoz drumskih vozila



Izvor: RSZ, QM

Međugodišnji pad izvoza u Q4...

Izvoz u Q4 2014 je za 3,4% ispod ostvarenog izvoza u Q4 2013. Iako je izvoz niži, posmatrano međugodišnje, to je ipak manji pad od onog ostvarenog u prethodnom kvartalu (pad od 10,9% međugodišnje u Q3). Ovakav rezultat i dalje je velikim delom posledica majskih poplava – što se može videti u činjenici da je međugodišnji pad izvoza energije u Q4 43,2%. Takođe, zabeležen međugodišnji pad izvoza automobila doprineo je da izvoz grupe *Kapitalni proizvodi* bude ispod prošlogodišnjeg za 11,7%. To je ipak nešto manji međugodišnji pad izvoza ove grupacije nego u Q3 2014 – kada je izvezena vrednost bila za četvrtinu niža u odnosu na Q3 2013 (Tabela T4-2).

...mada manji nego
u prethodnom
kvartalu

Polovina od ukupne
izvezeno vrednosti
u 2014 ostvorena je
izvozom u pet zemalja

Tabela T4-4. Izvozna struktura po zemljama

	2013	2014	2014/2013
	u mil. EUR		u %
Evropska Unija	6899	7204	4,4
Italija	1791	1932	7,9
Nemačka	1307	1330	1,8
BiH	904	993	9,9
Rusija	800	775	-3,2
Rumunija	591	628	6,2
Crna Gora	642	568	-11,5
Makedonija	434	454	4,6
Slovenija	360	354	-1,7
Hrvatska	313	345	10,0
Francuska	264	314	18,6
Bugarska	253	288	14,0
Mađarska	302	284	-5,9
Češka	241	268	11,3
Austrija	279	265	-5,0
SAD	369	235	-36,1
Poljska	204	222	8,7
Turska	165	173	5,2
Ostale zemlje	1780	1731	-2,8

Izvor: RSZ, QM

Pored međugodišnjeg pada vrednosti izvoza *Energije i Kapitalnih proizvoda*, nivo izvoza *Intermedijarnih proizvoda* u Q4 niži je od prošlogodišnjeg za 2,4%. Sa druge strane su *Trajni i Netrajni proizvodi za široku potrošnju* zabeležili međugodišnji rast izvezeno vrednosti od 13,9%, odnosno 6,3%. Takođe izvoz *Ostalih proizvoda* je, nakon visokog međugodišnjeg pada ostvarenog u prethodnom kvartalu, u Q4 za 5,8% iznad nivoa iz Q4 2013 (Tabela T4-2).

Tokom 2014 (januar-decembar) izvoz u EU je porastao za 4,4% međugodišnje, uprkos njenom relativno sporom oporavku (Tabela T4-4). Najveći izvoz i u 2014. bio je u Italiju, zatim Nemačku, BiH, Rusiju i Rumuniju. Tačno polovina od ukupne izvezeno vrednosti je ostvorena izvozom u ovih pet zemalja. Međutim, dok je, međugodišnje posmatrano, izvozeno vrednost u Italiju, Nemačku, BiH i Rumuniju veća u 2014, izvoz u Rusiju je niži od prošlogodišnjeg. Ovakav izvozni rezultat na rusko tržište je suprotan u odnosu na očekivanja. Naime, vrednost izvoza

za u Rusiju u 2014 je niža za 3,2% u odnosu na 2013, a čak za 4,3% u Q4 2014 u poređenju sa istim periodom 2013. godine. Naime, razlog za ovakav izvozni rezultat može biti usled smanjenja tražnje za uvoznom robom zbog slabljenja vrednosti ruske rublje u 2014, koja je znatno deprecirala u drugoj polovini godine. Prema tome efekat slabljenja kupovne moći tržišta Rusije bio je dominantan u odnosu na odsustvo konkurencije proizvođača iz EU na tržištu nekih proizvoda. Primetan je visok pad izvoza u SAD, što može biti rezultat nižeg izvoza FIAT automobila na američko tržište u 2014 u poređenju sa 2013 godinom.

U narednom periodu očekujemo pozitivan doprinos na povećanje izvoza od strane odloženog efekta deprecijacije dinara (što će se odraziti u prvoj polovini godine u odnosu na druge valute, i eventualnoj u drugoj ako se deprecijacija nastavi) i oporavka izvoza energetskog sektora (što će se odraziti u drugoj polovini 2015). Kretanja tražnje u EU još uvek je prilično neizvesno, jer nije sigurno da li će i kada program kvatnitativnog popuštanja ECB pokrenuti privrede evrozone.

Uvoz

**U 2014 uvezeno je robe
u vrednosti od 15.381
miliona evra**

Tokom 2014. godine uvezeno je robe u vrednosti od 15,4 milijarde evra (Tabela T4-5), što je samo blago ispod ostvarenog uvoza tokom 2013 (pad od 0,52% međugodišnje). Uvezeno vrednost u prvoj polovini 2014 je bila iznad prošlogodišnje (1,0% u Q1 i 2,4% u Q2), dok do međugodišnjeg pada dolazi tek u drugoj polovini godine (-0,3% u Q3 i -4,6% u Q4). Ovakva dinamika uvoza duguje se padu domaće tražnje usled efekata započelih mera fiskalne konsolidacije, znatnom padu svetskih cena energenata od sredine godine, niže proizvodnje automobilske industrije u drugoj polovini godine (što je uticalo na manji uvoz proizvodnih komponenti) i deprecijaciji dinara čiji efekti su, zbog vremenskog pomaka, verovatno mogli da se preliju na uvoz tek krajem godine. Stoga, u 2014. godini međugodišnji rast izvoza praćen blagim međugodišnjim smanjenjem uvoza, uticali su da se pokrivenost uvoza izvozom poveća za 1pp - sa 71% u 2013 na 72% u 2014, što je znatno skromnije povećanje u odnosu na ono ostvoreno tokom 2013, kada se ovaj pokazatelj povećao za 12pp - sa 59% u 2012 na 71% u 2013.

Uvoz u Q4 iznosi 4,03 milijarde evra, što je za 4,6% ispod vrednosti iz Q4 2013. Zabeleženo međugodišnje smanjenje vrednosti uvoza značajno je veće od smanjenja iz Q3 (0,3%). Najveći doprinos padu ukupnog uvoza imao je pad uvezeno vrednosti kapitalnih proizvoda i energije (Tabela T4-5).

**Pad uvoza tokom Q4
4,6% međugodišnje**

Uvezena vrednost tokom Q4 2014 svih uvoznih komponenti je niža od vrednosti iz istog perioda prethodne godine (Tabela T4-5), osim kod proizvoda svrstanih u grupu Ostalo, koji beleže znatan porast od 64,6% međugodišnje.

**Pad zabeležen kod svih
komponenti osim kod
tzv. ostalih proizvoda**

Uvoz *Kapitalnih proizvoda* u Q4 2014 niži je za 18,6% u odnosu na Q4 2013, što delom može biti posledica smanjenog uvoza komponenti za proizvodnju u automobilskoj industriji, usled nešto niže proizvodnje i izvoza u drugoj polovini godine. Takođe, i dalje nedostatak značajnijih ulaganja u povećanje proizvodnih kapaciteta se odražavaju na nizak uvoz kapitalnih proizvoda.

Međugodišnje smanjenje uvoza *Intermedijarnih dobara* u Q4 je nešto niže nego u prethodnom kvartalu, što eventualno može biti rezultat izvesnih manjih promena u privrednoj aktivnosti, pre svega u industrijskoj proizvodnji, koje su sezonski posmatrano u porastu u odnosu na prethodni kvartal. Započete mere fiskalne konsolidacije se ogledaju i u dalje niskoj domaćoj tražnji, što dovodi do međugodišnjeg smanjenja uvoza proizvoda za široku potrošnju - trajnih za 8,4% i netrajnih za 1,8% (Tabela T4-5).

**U Q4 zabeležen pad
uvoza energije i po
isključenju efekta pada
svetskih cena**

Visok međugodišnji pad vrednosti uvoza *Energije* tokom Q4 dominantno je posledica pada svetske cene energenata, ali delom i manje uvezene količine u odnosu na poslednji kvartal prethodne godine. Uvezena vrednost energije u Q4 niža je za četvrtinu od vrednosti uvoza ovih proizvoda u istom kvartalu 2013. godine. Od toga veliki deo se duguje padu svetskih cena – u evrima cene energije su 19% međugodišnje u Q4⁶. Po isključenju efekta smanjenje cena, dobijamo da je i količina uvezene energije za 8% ispod prošlogodišnje. Izuzetno niske cene energije utiče na nastavak smanjenja vrednosti uvoza energije u narednom periodu. Uz to oporavak domaće proizvodnje energije će dodatno doprinosti međugodišnjem smanjenju uvoza energenata, s tim što će ovaj efekat doći do izražaja od sredine godine, zbog više prošlogodišnje baze.

**Brojni faktori u 2015
delovaće u pravcu
smanjenja rasta
domaće tražnje i uvoza**

Očekujemo da će u 2015. godini na smanjenje uvoza uticati niska domaća tražnja kao efekat fiskalne konsolidacije, obnova proizvodnje energetskog sektora, kao i eventualno zadržavanje svetske cene energenata na niskom nivou. Uz to početkom godine u pravcu smanjenja uvoza može dovesti i odloženi efekat deprecijacije dinara s kraja 2014. godine.

Tabela T4-5. Srbija: uvoz, međugodišnje stope rasta, 2012-2014

	Učešće u uvozu 2014	2012	2013	2014	2013		2014		2013		2014	
					Q3	Q4	Q3	Q4	Q3	Q4	Q3	Q4
	u %	u milionima evra										u %
Ukupno	100,0	14.717	15.462	15.381	3.904	4.228	3.893	4.032	9,9	6,0	-0,3	-4,6
Energija	13,7	2.570	2.325	2.100	563	755	558	567	5,1	11,3	-0,8	-24,9
Intermedijarni proizvodi	31,9	5.132	5.130	4.902	1.357	1.300	1.257	1.245	4,3	0,7	-7,3	-4,2
Kapitalni proizvodi	21,9	2.996	3.779	3.368	967	1.038	787	832	33,2	16,9	-18,6	-19,8
Trajni proizvodi za široku potrošnju	1,9	323	324	299	76	91	74	83	-5,6	10,8	-2,2	-8,4
Netrajni proizvodi za široku potrošnju	14,6	2.175	2.264	2.240	573	626	579	615	4,0	0,2	1,0	-1,8
Ostalo	16,1	1.520	1.640	2.472	369	419	638	689	2,4	-1,6	72,7	64,6
Uvoz bez energije	86,3	12.147	13.137	13.281	3.342	3.474	3.335	3.466	10,7	4,9	-0,2	-0,2

Izvor: RZS

Spoljni dug**Spoljni dug na kraju
decembra iznosi 26,03
milijarde evra, tj. 78,2%
BDP-a...
...kao neto rezultat
nastavka trenda
zaduživanja javnog i
razduživanja privatnog
sektora**

Na kraju decembra 2014 spoljni dug Srbije iznosi 26.030 miliona evra, tj. 78,2% BDP-a (Tabela T4-6). Tokom 2014. spoljni dug je uvećan za 3,1 pp BDP-a. Rast učešća duga u BDP-u je manjim delom (284 miliona evra, što je ispod 1% BDP) posledica dodatnog zaduživanja, dok je većim delom posledica kursnih razlika – umerene realne deprecijacije dinara prema evru i relativno visoke deprecijacije dinara prema dolaru. Konačno, pad BDP u 2014. godini je uticao na rast učešća duga u BDP. Učešće spoljnog duga u BDP-u je za 2,2 pp BDP-a više nego da nije došlo do smanjenja vrednosti BDP-a koji se koristi kao imenilac, tj. spoljni dug bi na kraju decembra 2014 iznosio 76% BDP-a). Ipak, učešće spoljnog duga u BDP-u (i njegovih komponenti) bilo bi veće da nije došlo do promene vrednosti BDP-a navise usled promene metodologije RZS-a⁷.

⁶ Pad cene energije u dolarima u Q4 je iznosio čak 26% međugodišnje. Usled visoke deprecijacije evra u odnosu na dolar, pad cene energije izražen u evrima je manji i iznosi 19%.

⁷ V. prethodni broj QM-a.

4. Platni bilans i spoljna trgovina

Neto zaduživanje tokom 2014. od 284 miliona evra posledica je, sa jedne strane, zaduživanja javnog sektora za 1,02 milijarde evra (4,2 pp BDP-a), i, sa druge strane, razduživanja privatnog sektora za 736 miliona evra (1,1 pp BDP-a).

Znatan rast spoljnog duga javnog sektora tokom 2014 ostvaren je uprkos činjenici da je NBS istovremeno bitno smanjila svoj dug prema MMF-u za 545 miliona evra u ovom periodu. Nakon razduživanja po osnovu spoljnog duga u prvoj polovini godine, država se zadužuje u drugoj polovini 2014. Prvenstveno, zaduživanje države nastalo je tokom Q3 (kada je spoljni dug javnog sektora povećan za 1,08 milijardi evra - pre svega usled uzetog kredita od UAE za potrebe obezbeđenja sredstava državnog budžeta, ali delom i usled povlačenja tranši nekoliko kredita uzetih od: Razvojne banke Saveta Evrope, EIB-a i IBRD-a⁸). Tokom Q4 javni sektor dodatno se zadužuje za 308 miliona evra⁹.

Sa druge strane u 2014 privatni sektor se razdužio, što se potpuno duguje razduživanju banaka. Po osnovu dugoročnog duga banke su se razdužile za 700 miliona evra, dok se privreda neto zadužila za 50 miliona evra. Iznos kratkoročnog duga banaka na kraju 2014 niži je za 114 miliona evra, dok je kratkoročni dug privrede povećan za 27 miliona evra. Tako je na kraju 2014 godine učešće spoljnog duga javnog sektora dostiglo 55%, dok je učešće privatnog spoljnog duga 45%.

Tabela T4-6. Srbija: struktura spoljnog duga, 2011–2014

	2011	2012	2013	2014			
				Mar.	Jun	Sep.	Dec.
stanja, u milionima evra, kraj perioda							
Ukupan spoljni dug	24.123	25.645	25.746	25.632	25.299	26.345	26.030
(U% BDP-a) ⁴⁾	72,0	81,2	75,1	74,9	74,4	78,2	78,2
Javni spoljni dug ¹⁾	10.800	12.185	13.166	12.969	12.796	13.878	14.186
(U% BDP-a) ⁴⁾	32,2	39	38,4	37,9	37,6	41,2	42,6
Dugoročni	10.800	12.185	13.166	12.969	12.796	13.878	14.181
od čega MMF	1.618	1.389	697	515	333	247	152
specijalna prava vučenja	459	452	434	436	439	455	463
Kratkoročni	0	0	0	0	0	0	5
Privatni spoljni dug ²⁾	13.323	13.460	12.580	12.663	12.502	12.467	11.844
(U% BDP-a) ⁴⁾	39,8	43	36,7	37,0	36,8	37,0	35,6
Dugoročni	12.722	13.005	12.383	12.523	12.347	12.337	11.733
od čega banke	3.869	3.722	3.228	3.035	2.932	2.776	2.528
od čega privreda	8.854	9.283	9.153	9.487	9.414	9.559	9.203
od čega ostali			1	2	2	2	2
Kratkoročni	601	455	197	140	155	130	110
od čega banke	582	428	171	115	128	89	57
od čega privreda	19	27	26	25	28	41	53
Neto spoljni dug ³⁾ , (u% BDP-a) ⁴⁾	36,0	47	42,5	44,5	44,6	45,9	-

Napomena: Spoljni dug Republike Srbije obračunava se po principu „dospelog duga“, koji obuhvata iznos duga po glavnici i iznos obračunate kamate koja nije plaćena u momentu ugovorenog dospeća.

Izvor: NBS, QM

1) Spoljni dug javnog sektora Republike Srbije obuhvata dug države (u koji je uključen dug Kosova i Metohije po kreditima koji su zaključeni pre dolaska misije KFOR-a, neregulisan dug prema Libiji i klirinški dug prema bivšoj Čehoslovačkoj), Narodne banke Srbije, lokalne samouprave, fondova i agencija koje je osnovala država i dug za koji je izdata državna garancija.

2) Spoljni dug privatnog sektora Republike Srbije obuhvata dug banaka, preduzeća i ostalih sektora, za koji nije izdata državna garancija. Spoljnim dugom privatnog sektora nisu obuhvaćeni krediti zaključeni pre 20. decembra 2000. po kojima se ne vrše plaćanja (884,2 mln evra, od čega se 393,7 mln evra odnosi na domaće banke, a 490,5 mln evra na domaća preduzeća).

3) Ukupni spoljni dug umanjen za devizne rezerve NBS.

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

8 Izveštaj o Inflaciji, NBS, 2014.

9 Država tokom Q4 povlači kredite u iznosu od 288 miliona evra, među kojima su prvenstveno krediti IBRD-a - namenjen Agenciji za osiguranje depozita, i EIB-a - za Koridor 10 i razvoj regionalne i opštinske infrastrukture (Izveštaj o inflaciji, februar 2015, str 18).

U Q4 spoljni dug je smanjen za 315 miliona evra...

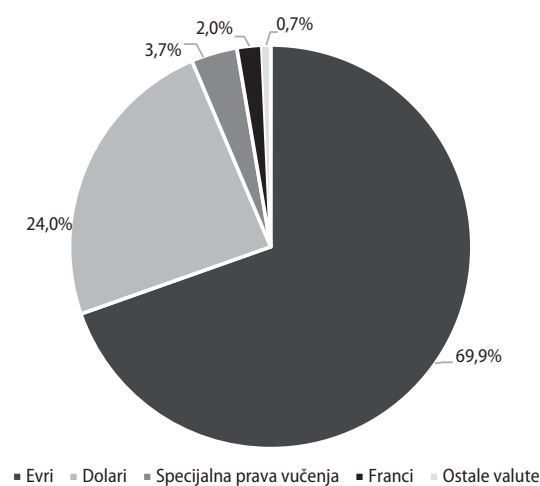
...posledica visokog razduživanja privatnog sektora...

...dok je spoljni dug javnog sektora povećan

Tokom Q4 ukupan spoljni dug je smanjen za 315 miliona evra (Tabela T4-6). Razlog ovakvog smanjivanja iznosa spoljnog duga je visoko razduživanje privatnog sektora - i privrede i banaka - od 623 miliona evra. Sa druge strane spoljni dug javnog sektora je povećan za 380 miliona evra, pre svega usled povlačenja pojedinih kredita od IBRD i EIB.

Od ukupnog razduživanja privatnog sektora tokom Q4 od 623 miliona evra, 603 miliona evra predstavlja razduživanje po osnovu dugoročnog duga. Banke su se po ovom osnovu razdužile za 247 miliona evra. Preduzeća su takođe za ova tri meseca smanjila nivo spoljnog dugoročnog duga za 357 miliona evra. Iznos kratkoročnog duga na kraju decembra je niži za 20 miliona evra nego tri meseca ranije. Banke su smanjile iznos kratkoročnog duga za 32 miliona evra, dok su istovremeno preduzeća ovaj iznos povećala za 13 miliona evra.

Grafikon T4-7. Srbija: valutna struktura spoljnog duga



Izvor: NBS, QM

U valutnoj strukturi spoljnog duga bitno dominira evro

Prema podacima NBS iz marta 2014¹⁰, u valutnoj strukturi spoljnog duga znatno dominira evro (69,6%). Oko četvrtine (24,0%) duga je nominirano u dolarima (Grafikon T4-7). Specijalna prava vučenja čine 3,7% ukupnog spoljnog duga, švajcarski franci 2,0%, dok ostale valute 0,7%. Stoga nivo spoljnog duga je povećan po osnovu povećanja vrednosti spoljnog duga izraženog u evrima prvenstveno usled depresijacije evra prema dolaru (jer oko četvrtine spoljnog duga je u dolarima).

¹⁰ Analiza duga Republike Srbije, mart 2014.

5. Cene i devizni kurs

Inflacija se u Q4 i u januaru kretala ispod donje granice ciljanog koridora Narodne banke Srbije i na kraju januara iznosi 0,1%. Noseća inflacija (merena indeksom potrošačkih cena bez cena hrane, energenata, alkohola i duvana) takođe je izrazito niska (u januaru iznosi 1,6%), i od avgusta se kreće ispod donje granice cilja NBS. Umerena deflacija je zabeležena tokom tri od četiri prethodna meseca (oktobar, decembar, januar), dok u novembru nije bilo promene cena. Niska domaća tražnja i recesione tendencije, pad svetske cene nafte, niske cene nepreporučene hrane i izostanak rasta regulisanih cena dali su najveći doprinos održavanju inflacije na izuzetno niskom nivou, uz povremenu deflaciju. U uslovima niske domaće tražnje uticaj depresijacije dinara na inflaciju je manji nego u "običnim" vremenima. Povratak inflacije u granice koridora može se očekivati samo uz aktivne mere NBS, budući da većih promena cena, izuzev najavljenog poskupljenja električne energije, neće biti, naročito kada se uzme u obzir niska domaća tražnja, stabilizacija kursa dinara i izostanak preliivanja do sada ostvarene depresijacije na cene. Tokom Q4 dinar je nominalno oslabio za oko 1,8% prema evru (2,5% na nivou proseka perioda), odnosno 6,2% prema dolaru (8,7% na nivou proseka). Depresijacija je nastavljena i u januaru, kada je dinar oslabio za dodatnih 2,1% (0,9% na nivou proseka meseca) u odnosu na evro, odnosno 9,5% (7,2% na nivou proseka) u odnosu na dolar. Promene kursa su u velikoj meri posledica globalnih faktora (neizvesnost na međunarodnom finansijskom tržištu, reakcije FED-a i ECB), dok su domaći faktori najčešće uticali na pojačavanje depresijacije ili ublažavanje depresijacije u poređenju sa zemljama u regionu sa sličnim režimom deviznog kursa (nepovoljne vesti u Q4 u vezi sa održivošću javnih finansija, tempom i jačinom fiskalne konsolidacije i strukturnih reformi). Odobrenje aranžmana sa MMF-om uticalo je na smanjenje rizika zemlje i na posledičnu stabilizaciju kursa dinara. Realna depresijacija od oko 2,7% u Q4, ublažena depresijacijom od oko 0,5% u januaru (dinar je u januaru nominalno depresirao, ali je depresijacija posledica znatno veće deflacije u evrozoni nego u Srbiji) doprinosi poboljšanju konkurentnosti privrede, koja bi se mogla održati uz mere NBS usmerene ka sprečavanju dalje depresijacije kursa i vraćanju inflacije u okvir ciljanog koridora.

Cene

Inflacija je u Q4 nastavila da se kreće ispod donje granice cilja NBS, u januaru je blizu nule

U decembru je međugodišnja inflacija iznosila 1,8%, što je ispod donje granice dozvoljenog odstupanja od cilja, gde se nalazi od marta 2014. godine (Tabela T5-1). U januaru 2015. godine cene se nalaze na gotovo istom nivou kao u januaru prethodne godine – ostvarena je međugodišnja inflacija od samo 0,1%. Noseća inflacija (merena indeksom potrošačkih cena bez cena hrane, alkohola, duvana i energenata) od avgusta se takođe nalazi ispod donje granice cilja Narodne banke Srbije (NBS) i u decembru je iznosila 2,2%, a u januaru 1,6%, što ukazuje da su niski inflatorni pritisci u velikoj meri posledica niske agregatne tražnje (između ostalog i zato što nije došlo do znatnijeg efekta preliivanja depresijacije kursa na cene), čiji se oporavak ne očekuje u bliskoj budućnosti. Izrazito niska inflacija posledica je nekoliko domaćih i globalnih (eksternih) faktora. Ulazak u recesiju u 2014. godini i očekivani pad BDP-a u 2015. godini, niska agregatna tražnja, dodatno umanjena merama fiskalne konsolidacije (smanjenjem penzija i plata u javnom sektoru), izostanak rasta regulisanih cena i slab efekat preliivanja depresijacije kursa na cene (umesto da trošak delimično snose i potrošači, on se u potpunosti prelio, kroz smanjenje marži, na proizvođače i trgovce), predstavljaju najvažnije domaće faktore koji doprinose održavanju inflacije na niskom nivou. Snažan pad cena primarnih poljoprivrednih proizvoda na svetskom tržištu, koji je prouzrokovao pad ovih cena i na domaćem tržištu i doprineo niskim troškovni pritiscima u proizvodnji hrane, kao i pad svetske cene nafte, koja je u znatnoj meri uticala na pad cena naftnih derivata¹ i smanjenje troškovnih pritisaka u granama industrije koje koriste ove energente, predstavljaju najvažnije eksterne činioce kretanja domaćih cena. Smanjenju deflatornih

¹ Dok je smanjenje cene nafte na svetskom tržištu delovalo deflatorno, depresijacija dinara u odnosu na dolar vršila je pritisak u suprotnom smeru.

pritisaka nije doprineo ni pasivan odnos NBS prema deflaciji u proteklih više meseci (sporo i nedovoljno ublažavanje restriktivnosti monetarne politike), koja je svoje mere usmerila isključivo prema stabilizaciji kursa dinara. Kretanje cena u Q4 bilo je na nivou očekivanog, uzimajući u obzir odsustvo korekcije regulisanih cena i smanjenja referentne kamatne stope (RKS) od strane NBS, i ostvarena je deflacija od 0,6%. Januar je obeležila dodatna deflacija od oko 0,2%, tako da se trenutno i ukupna i noseća inflacija nalaze na rekordno niskom nivou – najnižem od kada se inflacija meri indeksom potrošačkih cena (Grafikon T5-2). Deflaciji su pored faktora sa dugotrajnim uticajem (niska agregatna tražnja) doprineli i jednokratni faktori – nizak međugodišnji rast regulisanih cena (pad ovih cena je zabeležen u Q4) i nizak rast cena primarnih proizvoda u zemlji i na svetskom tržištu. Kao što je ranije procenjeno,² agregatna tražnja će i u narednom periodu imati dodatno pojačano dezinflatorno dejstvo usled efekta sprovođenja mera fiskalne konsolidacije – smanjenja penzija i plata u javnom sektoru, kao i zbog mogućeg sprovođenja mera strukturnih reformi.

Obaranje i stabilna inflacija povoljno utiču na uslove poslovanja, ali je nivo inflacije preterano nizak

Tabela T5-1. Srbija: indeks potrošačkih cena, 2009–2015

	Indeks potrošačkih cena				
	Bazni indeks (prosek 2006 =100)	međugodišnji rast	kumulativ (od početka godine)	mesečni rast	3m pokretne sredine, anualizovano
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					
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					
mar	175,1	11,2	1,2	0,0	4,7
jun	178,2	9,7	2,9	1,0	7,3
sep	177,3	4,8	2,4	0,0	-2,0
dec	176,9	2,2	2,2	0,2	-0,9
2014					
jan	179,5	3,1	1,5	1,5	4,4
feb	179,7	2,6	1,6	0,1	7,5
mar	179,1	2,3	1,2	-0,3	5,1
apr	180,1	2,0	1,8	0,6	1,4
maj	180,2	2,1	1,9	0,1	1,1
jun	180,4	1,2	2,0	0,1	2,9
jul	180,2	2,0	1,9	-0,1	0,2
avg	179,9	1,5	1,7	-0,2	-0,7
sep	181,2	2,1	2,4	0,7	1,6
okt	180,8	1,8	2,2	-0,2	1,3
nov	180,8	2,4	2,2	0,0	2,0
dec	180,0	1,8	1,8	-0,4	-2,4
2015					
jan	179,6	0,1	-0,2	-0,2	-2,6

* Pokretne sredine mesečnog porasta cena za tri meseca, dignuto na godišnji nivo. (Na primer, vrednost za mart je dobijena tako što je prosek mesečnog porasta cena u januaru, februaru i martu podignut na godišnji nivo).
Izvor: RZS.

U protekla tri meseca, NBS je zadržala referentnu kamatnu stopu na nepromenjenom nivou

(Grafikon T5-3). Stav Izvršnog odbora NBS je da su razlozi za sporo i oprezno smanjenje RKS – postizanje trajne stabilizacije inflacije na niskom nivou, kao i postojanje rizika u uslovi-

Niska i stabilna inflacija predstavlja jedan od važnih elemenata dobrog poslovnog okruženja, jer se na taj način povećava predvidivost uslova poslovanja i smanjuju poslovni rizici.³ Srbija od kraja 2013. godine ostvaruje nisku inflaciju, dok je njena varijabilnost umerena. Međutim, nulta inflacija i povremena deflacija, sa kojom se Srbija često suočava od kraja prvog kvartala 2014. godine nepovoljno utiče na privrednu aktivnost. Ostvarenje inflacije od oko 4% godišnje je važno i sa stanovišta fiskalne konsolidacije, jer se u okviru nje računa na dodatne uštede po osnovu realnog obezvređivanja plata i penzija. Stoga je neophodno da NBS odlučnije smanjuje restriktivnost monetarne politike, kako bi se inflacija vratila u ciljni koridor i u okviru njega stabilizovala.

Iako se tokom Q3 i Q4 inflacija kretala ispod donje granice dozvoljenog odstupanja od cilja, referentna kamatna stopa NBS je u ovom periodu smanjena samo u novembru, za 50 baznih poena – sa 8,5% na 8,0%, koliko i trenutno iznosi

² Kvartalni monitor br. 38.

³ Obaranje inflacije i smanjene njene varijabilnosti doprinosi poboljšanju rangiranja Srbije na međunarodnim listama uslova poslovanja, a time i poboljšanju atraktivnosti Srbije za strane investitore.

ma neizvesnosti kretanja u međunarodnom okruženju: dinamike ekonomskog oporavka svetske privrede, efekti divergentnih monetarnih politika FED-a i ECB, kretanje cene nafte na svetskom tržištu i prisustvo geopolitičkih tenzija. Međutim, nestabilnost na deviznom tržištu je u najvećoj meri uticala na odluke NBS o smanjenju RKS, i to je bio glavni razlog izuzetno spore relaksacije monetarne politike. Ocenjujemo da prostor za depresijaciju postoji sve dok ona ne ugrozi kretanje inflacije, za šta ni trenutno, a ni tokom poslednja dva kvartala nije bilo naznaka. Iako domaći rizici (relativno visok fiskalni i spoljnotrgovinski deficit, visok nivo javnog duga i visok procenat loših kredita koji bi se povećao u slučaju snažnije deprecijacije) ograničavaju prostor za znatnije povećanje ekspanzivnosti monetarne politike, ipak ocenjujemo da NBS treba da postepeno povećava ekspanzivnost monetarne politike po cenu prihvatanja umerenih rizika. Moguće je da ni veće popuštanje monetarne politike ne bi imalo znatniji efekat na kretanje inflacije u uslovima niske agregatne tražnje, ali bi ipak predstavljalo adekvatan odgovor pri ulasku privrede u recesiju, budući da se rast BDP-a očekuje tek od 2016. godine. Nešto veća inflacija naročito bi doprinela ublažavanju rasta stope nezaposlenosti⁴ do koje neizbežno dolazi prilikom ulaska privrede u recesiju, a takođe bi pojačala efekte mera fiskalnog prilagođavanja. Referentna stopa NBS je visoka i u poređenju s drugim državama u okruženju koje takođe primenjuju režim fleksibilnog kursa, a čije su stope inflacije i promene kursa bile uporedive u prethodnom periodu (s izuzetkom Turske, v. Grafikon T5-7). Ekvivalentni referentne kamatne stope NBS u ovim državama na kraju februara (i njihove međugodišnje stope inflacije u januaru) iznose: za Češku 0,05% (inflacija -0,1%), Hrvatsku 5% (inflacija -0,6%), Poljsku 2% (inflacija -1,0%), Rumuniju 2,25% (inflacija 0,5%), Mađarsku 2,1% (inflacija -1,4%) i za Tursku 7,5% (inflacija 7,2%).⁵ Približna vrednost RKS u Srbiji je samo u Turskoj, čija centralna banka ipak primenjuje nižu stopu od NBS iako je, za razliku od Srbije, u Turskoj inflacija relativno visoka.

Smanjenje stope obavezne devizne rezerve i promena njene strukture stabilizuju kurs i jačaju deflatorne pritiske

Primenom nekonvencionalne mere monetarne politike – smanjenjem stope obavezne devizne rezerve i povećanjem stope izdvajanja njenog dinarskog dela za dvostruko veći procenat, NBS indirektno povećava ponudu deviza i smanjuje ponudu dinara. Okončanje programa subvencionisanih kredita, zahvaljujući kojima je kreditna aktivnost nastavila da raste u Q4 (ali sporije nego u Q3) prouzrokuje usporavanje kreditne aktivnosti u 2015. godini, zbog čega je NBS u više navrata smanjila stopu obavezne devizne rezerve, ali istovremeno i povećala stopu izdvajanja obavezne rezerve u dinarima, što predstavlja meru NBS usmerenu i ka ublažavanju depresijacije i posledičnom slabljenju inflatornih pritisaka. Tokom Q4 je stopa obavezne devizne rezerve smanjena za 2 p.p. (smanjenje sa 29% na 27% na deo devizne osnovice sa ugovorenim ročnošću do dve godine i smanjenje sa 22% na 20% na deo osnovice sa ročnošću preko dve godine). Istovremeno je promenjena i struktura devizne obavezne rezerve – povećana je stopa devizne obavezne rezerve koja se izdvaja u dinarima za 4 p.p. (sa 32% i 24% na 36% i 28% u zavisnosti od ročnosti). U januaru su ove stope dodatno smanjene za 1 p.p. (stopa obavezne devizne rezerve), odnosno povećane za 2 p.p. (stopa obavezne rezerve u dinarima).

Divergentne monetarne politike: kontrakcija monetarne politike FED-a i ekspanzija ECB

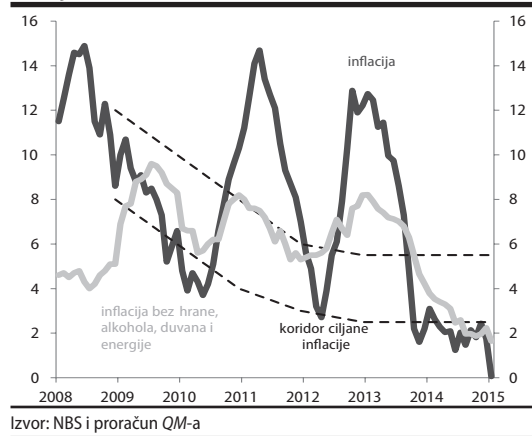
Najavljeno sprovođenje restriktivnije monetarne politike FED-a (Sistema federalnih rezervi SAD-a) i sprovođenje mera monetarne ekspanzije Evropske centralne banke (ECB), kao i odluka Centralne banke Švajcarske o ukidanju minimalnog kursa franka prema evru, doprinose povećanju neizvesnosti na međunarodnom finansijskom tržištu. Pozitivna kretanja u realnom sektoru SAD-a (snažan rast ekonomske aktivnosti i oporavak tržišta rada) uslovlila su okončanje programa kvantitativnih olakšica FED-a i najavljen je početak povećanja referentne stope u 2015. godini, mada nije poznato u kom obimu i kada će otpočeti sa njenim povećanjem. S druge strane, ECB se usled pojačanih deflatornih pritisaka u EU i usporene ekonomske aktivnosti (oporavak zone evra je znatno umereniji i ne preliva se na tržište rada, dok se u regionu centralne i istočne Evrope ekonomska aktivnost usporava) odlučila na sprovođenje nekonvencionalnih mera ekspanzivne monetarne politike. Nakon kupovine privatnih hartija od vrednosti (HOV), ECB je donela odluku o otkupu državnih HOV zemalja zone evra (mere slične kvantitativnom popuštanju FED-a). Počevši od marta ove godine pa do septembra 2016. ubrizgaće se preko 1100

⁴ Na osnovu ekonomske teorije, inflacija, koja je, kao što je trenutno u Srbiji slučaj, niža od očekivanja privrede i finansijskog sektora – uzrokuje rast nezaposlenosti.

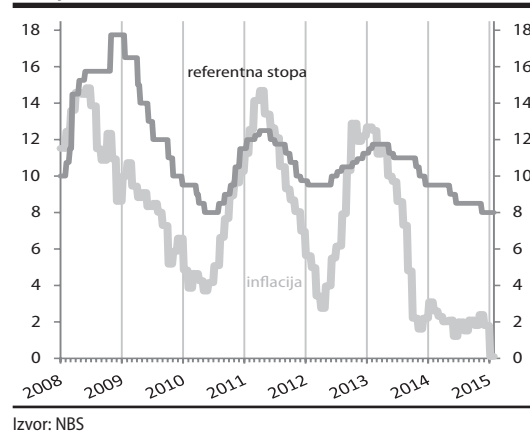
⁵ Izvor: Eurostat, centralne banke navedenih zemalja.

mlrd evra, na šta su finansijska tržišta reagovala smanjenjem prinosa na državne hartije u svim članicama zone evra izuzev Grčke.⁶ Različiti karakter monetarne politike ECB i FED-a verovatno će doprineti daljem slabljenju evra, što je opredelilo Centralnu banku Švajcarske da, nakon više od tri godine primene, ukine minimalni kurs franka u odnosu na evro od 1,2 franka za jedan evro, što se posebno negativno odrazilo na kreditna tržišta pojedinih zemalja centralne i istočne Evrope u kojima je deo kreditnog portfolija denominovan u švajcarskim francima. To se odrazilo i na Srbiju, gde krediti u CHF predstavljaju oko 3% BDP-a, što je međutim znatno niže nego u nekim drugim zemljama (npr. u Poljskoj i Hrvatskoj gde iznose oko 8%, odnosno 7% BDP-a).

Grafikon T5-2. Srbija: međugodišnja stopa inflacije i noseće inflacije i ciljani koridor NBS, 2008–2015



Grafikon T5-3. Srbija: referentna kamatna stopa NBS i međugodišnja stopa inflacije, u %, 2008–2015



Deflacija u Q4 i u januaru 2015. godine

Deflacija je ostvarena u Q4 i iznosila je 0,6% (Tabela T5-4), odnosno po mesecima: u oktobru 0,2%, u novembru 0,0% i u decembru 0,4%, dok je u januaru deflacija iznosila 0,2%. Najveći negativan doprinos inflaciji dale su niže cene neprerađene hrane, naftnih derivata i cigareta, dok je najveći pozitivan doprinos usledio od rasta cena farmaceutskih proizvoda i cena automobila, kao i od skromnog rasta cena prerađene hrane. Cene hrane i bezalkoholnih pića zabeležile su u Q4 pad od 1,4%, gde su najveći doprinos imale cene neprerađene hrane (pad od 4% je u velikoj meri sezonskog karaktera – opale su cene voća i svežeg mesa, a porasle cene povrća i jaja). Cene prerađene hrane su neznatno porasle (rast od 0,2% – rast cena mleka i mlečnih proizvoda neutralisan je padom cena jestivog ulja i šećera). Poskupljenje farmaceutskih proizvoda (rast od 1,1%) doprineo je inflaciji sa 0,05 p.p., dok je rast cena automobila od 2,8% (koji je direktna posledica depresijacije kursa dinara, budući da se ove cene po pravilu iskazuju u evrima) doprineo sa 0,06 p.p. Cene cigareta opale su za oko 8% (doprinos od -0,36 p.p.) usled pada prometa na tržištu i veće konkurencije među proizvođačima, koji se trude da zadrže poziciju na opadajućem tržištu, kao i zbog mogućeg dampinga od strane nekih proizvođača. Cene naftnih derivata opale su za 8,2% (doprinos od -0,4 p.p.) usled znatnog pada svetske cene nafte (efekat pada cene nafte na svetskom tržištu delimično je neutralisan depresijacijom dinara u odnosu na dolar). Cena nafte tipa Ural, koju Naftna industrija Srbije prerađuje u svojim rafinerijama, je tokom Q4 opala sa 93 dolara za barel na oko 56 \$/barel, dok je u tom periodu kurs dinara prema dolaru porastao sa 93,6 na 99,5 dinara za dolar. Cena nafte je nastavila da pada i u januaru, kada je (na kraju meseca) iznosila oko 45 dolara za barel, dok je u istom mesecu dinar snažno oslabio prema dolaru, na oko 109 dinara za dolar. Krajem februara je cena nafte porasla na 59 \$/barel, dok je dinar neznatno ojačao prema dolaru (na 107,3 dinara za dolar). Budući da se cena nafte krajem februara i početkom marta stabilizovala, dok je kurs dinara prema dolaru neznatno depresirao, efekat rasta cene nafte na cene naftnih derivata se može očekivati u februaru i martu ove godine. Cene usluga porasle su za 1,6%, što je rezultat pre svega poskupljenja turističkih aranžmana i usluga mobilne telefonije. Uvozne cene iskazane u dinarima opale su za 4,2%, što je gotovo u potpunosti bilo posledica niže cene nafte. Dezinflatorno su delovale i svetske cene hrane, koje su u Q4 nastavile

⁶ Izveštaj o inflaciji NBS, februar 2015.

5. Cene i devizni kurs

pad, dok su uvozne cene repromaterijala stagnirale. Deflacija je zabeležena i u januaru, kada je pad cena iznosio 0,2% (u proteklih 12 meseci, tokom šest meseci je ostvarena deflacija). Pozitivan doprinos januarskoj inflaciji dale su rast cena hrane (rast od 0,64%, doprinos od 0,2 p.p.) i rast cena centralnog grejanja (rast od 2,4%, doprinos od 0,03 p.p.), dok su negativno doprineli pad cena naftnih derivata (pad od 4,9%, doprinos od -0,24 p.p) i pad cena farmaceutskih proizvoda (pad od 2,6%, doprinos od -0,1 p.p.).

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

	učešće u IPC (u%)	porast cena u Q4 2014.	doprinos ukupnom porastu (procentni poeni)	učešće u IPC (u%)	porast cena u januaru 2015.	doprinos ukupnom porastu (procentni poeni)
Ukupno	100,0	-0,6	-0,6	100,0	-0,22	-0,22
Hrana i bezalkoholna pića	35,0	-1,4	-0,5	32,8	0,54	0,19
Hrana	31,3	-1,5	-0,5	29,2	0,64	0,20
Alkoholna pića i duvan	7,7	-5,0	-0,4	7,4	0,13	0,01
Duvan	4,5	-8,0	-0,4	4,7	0,00	0,00
Odeća i obuća	4,6	0,7	0,0	4,5	-0,75	-0,03
Stanovanje, voda struja	12,9	1,5	0,2	13,6	0,36	0,05
Električna energija	5,0	0,0	0,0	4,8	0,00	0,00
Nameštaj i opremanje domaćinstva	3,9	0,0	0,0	4,6	0,52	0,02
Zdravstvo	6,2	0,9	0,1	5,0	-1,59	-0,10
Transport	12,4	-2,4	-0,3	12,9	-1,99	-0,25
Goriva i maziva	4,9	-8,2	-0,4	5,8	-4,89	-0,24
Komunikacije	5,1	2,1	0,1	5,0	-0,23	-0,01
Ostalo	12,2		0,2	14,3		-0,1

Izvor: RZS i proračun QM-a

Ukupna i noseća inflacija su na niskom nivou

Noseća inflacija (inflacija bez hrane, alkoholnih pića, duvana i energenata) se tokom Q4 i u januaru 2015. nalazi na stabilno niskom nivou, kao i tokom cele 2014. godine. Neznatni rast zabeležen u julu i decembru (Grafikon T5-5) bio je izazvan promenama cena jednokratnog karaktera, odnosno slabljenjem dinara. U junu je došlo do rasta cena osiguranja i cena grupe „rekreacija i kultura“, čiji je efekat iščezao i noseća inflacija se brzo vratila u stabilno niske okvire. Međutim, u decembru je glavni razlog skoka noseće inflacije (pored izlaska septembarske negativne noseće inflacije iz obračuna anualizovanog 3m proseka koji je prikazan na grafikonu) bio rast cena automobila i telefonske opreme, koje u velikoj meri zavise od kursa dinara, budući da se radi o robi iz uvoza. Sa rastom ovih cena je nastavljeno i u januaru, kada je dinar nastavio dalje da slabi, pa će buduća dinamika noseće inflacije zavisiti u velikoj meri od kretanja kursa dinara. Ali, kako je do stabilizacije kursa došlo u februaru, u narednim mesecima se ne očekuje veća i trajnija promena noseće inflacije, naročito ako se ima u vidu trend daljeg slabljenja agregatne tražnje. Ukupna inflacija je tokom prva dva meseca Q4 bila na umereno niskom nivou, zbog obračuna visoke septembarske inflacije u anualizovanom 3m proseku, međutim, kada je septembarska inflacija izašla iz obračuna, u decembru i januaru se beleži relativno visoka deflacija (2,4% i 2,6% anualizovano). Regulisane cene u Q4 su nastavile da padaju (pad od 1,4%) prvenstveno po osnovu nižih cena cigareta, što je delimično kompenzovano rastom cena prirodnog gasa i komunalnih usluga. Međugodišnji rast regulisanih cena je u decembru iznosio 1,1%, što je neuobičajeno nisko, budući da je u prethodnim godinama u proseku iznosio oko 10%.⁷ Ono što u narednom periodu predstoji je povećanje cena električne energije od 15%, od aprila 2015., koje će direktno uticati na rast inflacije sa oko 0,7 p.p.

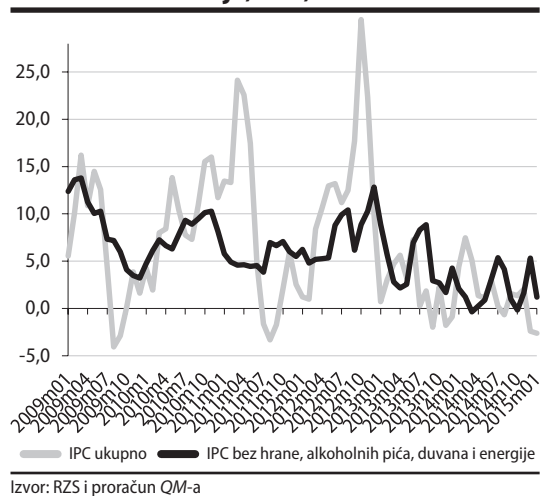
Povratak inflacije u granice koridora će zavisiti od povećanja cena struje, ali i od mera NBS

Kako je od druge polovine 2014. godine NBS svoje odluke o vođenju monetarne politike usmeravala ka stabilizaciji kursa, do povratka inflacije u granice koridora doći će samo ako u narednom periodu preuzme aktivnu ulogu u njenom kretanju. Centralna projekcija NBS kretanja

⁷ Izveštaj o inflaciji NBS, februar 2015.

inflacije je takva da bi sredinom godine inflacija trebalo da se vrati u granice dozvoljenog odstupanja od cilja i da se do kraja godine kreće unutar tog opsega. Međutim, jedino će najavljeni rast cena električne energije od 15%⁸ (doprinos inflaciji od oko 0,7 p.p.) dati značajan doprinos njenom rastu, dok će efekat preliivanja cene električne energije na druge cene, u velikoj meri izostati i neće dati bitan doprinos inflaciji. Relativno skroman rast svetske cene nafte tokom februara i stabilizacija tokom marta neće u velikoj meri uticati na inflaciju, ali je neizvesno kako će se cena nafte kretati u budućnosti. U prvoj polovini godine inflatorno će delovati još samo sezonski rast primarnih poljoprivrednih proizvoda, ali takođe ne u velikoj meri. Slabljenje dinara je zaustavljeno početkom februara, od kada dinar neznatno jača, pa se ne može očekivati ni efekat preliivanja depresijacije kursa na cene (do kog nije došlo ni u januaru, kada je dinar, posmatrano na kraju meseca, oslabio za oko 2,1% u odnosu na evro), budući da se kurs do početka marta vratio na decembarski nivo. Niska agregatna tražnja (pojačana merama fiskalnog prilagođavanja) i niska inflacija u međunarodnom okruženju, uprkos ekspanzivnim monetarnim politikama centralnih banaka, ostaće glavni dezinflatorni faktori u dužem periodu. Na kretanje inflacije u budućem periodu, ključnu ulogu imaće odluke NBS o daljem popuštanju monetarne politike, koja je, kako je

Grafikon T5-5. Srbija: IPC i noseća inflacija, anualizovane serije, u %, 2009-2015



Izvor: RZS i proračun QM-a

već navedeno, restriktivnija nego što bi trebalo da bude pod trenutnim uslovima u Srbiji, kao i u poređenju sa zemljama u regionu. Kako je nakon odobrenja aranžmana Srbije sa MMF-om došlo do smanjenja rizika zemlje, pa je stoga verovatnija stabilizacija kursa dinara u budućem periodu, veliki su izgledi da će se otvoriti dodatni prostor za popuštanje monetarne politike NBS i doslednu primenu politike targetiranja inflacije. Takođe, ni dug period kretanja inflacije ispod cilja ne predstavlja nešto na šta bi NBS mogla pasivno da gleda, budući da je glavni zadatak većine centralnih banaka, pa i NBS – postizanje i održavanje cenovne stabilnosti; centralna banka sama određuje granice kretanja inflacije, ali takođe mora i sprovesti mere kako bi se inflacija kretala unutar tih granica.

Devizni kurs

Depresijacija u Q4 i u januaru 2015.

Dinar je tokom Q4 oslabio prema evru za 1,8%, odnosno 2,5% na nivou proseka perioda. U odnosu na dolar, dinar je krajem Q4 oslabio za 6,2%, odnosno 8,7% na nivou proseka kvartala (veliki deo ove depresijacije je rezultat slabljenja evra u odnosu na dolar). Sa znatno jačom depresijacijom je nastavljeno u januaru (Grafikon T5-6), kada je dinar oslabio za dodatnih 2,1% u odnosu na evro, odnosno 9,5% u odnosu na dolar (podaci za kraj januara u odnosu na kraj decembra), odnosno, za 0,9% u odnosu na evro i 7,2% u odnosu na dolar (posmatrano na nivou proseka meseca). Do okončanja depresijacijskih pritisaka, koji su otpočeli početkom Q3 (kada je kurs dinara iznosio 115,7 dinara za evro), došlo je početkom februara (kada je kurs dinara dostigao preko 123 dinara za evro), i od tada je otpočela nominalna apresijacija kursa, koji se trenutno (početkom marta) nalazi na vrednosti od oko 121 dinara za evro. Narodna banka Srbije je intervenisala neto prodajom 765 mln evra tokom Q4, prodajom 90 mln evra u januaru, dok je u februaru intervenisala neto kupovinom 140 mln evra. Ocenjujemo da je dobro što NBS nije podlegla iskušenju da dopusti jačanje dinara, pod uticajem faktora na deviznom tržištu. Jačanje dinara nije u skladu sa konkurentnošću privrede Srbije, pa bi ono bilo samo privremeno, što znači da bi nakon jačanja dinara usledio njegov nagli pad. U visoko evroiziranoj srpskoj privredi sprečavanje naglih fluktuacija dinara je jedan od najvažnijih uslova za stabilizaciju inflacije. Stoga

⁸ Važno je imati u vidu da će se cena struje povećati za 15% samo za potrošače na niskom naponu (domaćinstva, i uslužne delatnosti – trgovina, ugostiteljstvo i dr.) dok će se cena za potrošače na visokom i srednjem naponu (industrija i dr.) povećati za oko 8% tj. za iznos akcize.

se ocenjuje da je umerena depresijacija prihvatljiv kompromis između potreba da se preko kursa poboljša cenovna konkurentnost Srbije i potreba da se spreče visoke fluktuacije kursa.

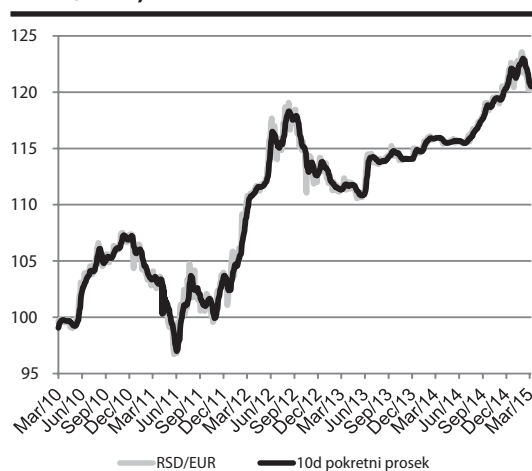
Okvir 1. Rešenje problema građana zaduženih u švajcarskim francima

Nakon odluke Centralne banke Švajcarske o ukidanju minimalnog kursa franka prema evru, u januaru je došlo do snažne depresijacije kursa dinara prema švajcarskom franku (oko 12% na nivou proseka meseca), što je ugrozilo otplatu stambenih kredita denominovanih u ovoj valuti. Tom prilikom NBS nije ishitreno reagovala, uprkos pritiscima dužnika, tako što bi se teret prevalio na poreske obveznike, već je krajem februara doneta odluka o mogućnostima konverzije kredita iz švajcarskih franaka u evro, smanjenju kamatnih stopa i mogućnostima produženja roka otplate kredita.

Mada rešenje NBS generalno ocenjujemo kao dobro ipak smatramo da je ono moglo da bude fleksibilnije u pogledu visine kamatnih stopa. Fleksibilnost je naročito opravdana zbog toga što se stambeni krediti odnose na period od 20 i više godina, a u tom periodu kamatne stope na međunarodnom tržištu mogu znatno da fluktuiraju na nepredvidiv način. Stoga ocenjujemo da bi bilo bolje da je umesto zahteva da se kamatne stope na švajcarske franke ograniče na 3% godišnje, što su trenutno visoke kamatne stope ali u budućnosti mogu da budu niske, adekvatnije rešenje da se kamatne stope odrede kao zbir LIBOR-a (čime bi se uvažile buduće promene tržišnih kamatnih stopa) i fiksne marže od npr. 2%.

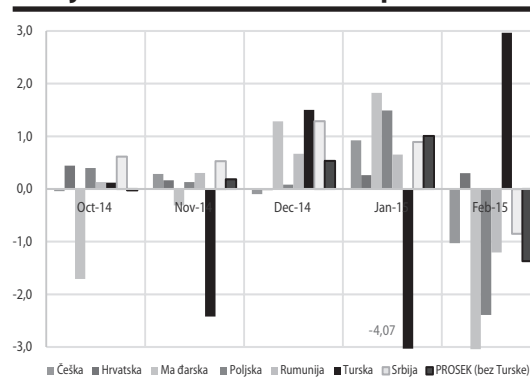
Globalni faktori su ponovo imali najjači uticaj na kretanje kursa dinara, dok su domaći faktori tokom Q4 pojačavali depresijacijske pritiske (nepovoljne vesti u vezi sa održivošću javnih finansija, tempom i jačinom fiskalne konsolidacije i strukturnih reformi), da bi početkom 2015. godine, a naročito nakon odobrenja aranžmana sa MMF-om uticali na smanjenje rizika zemlje, stabilizaciju kursa i jačanje dinara. Globalni faktori koji su uticali na kretanje kursa dinara, slično su delovali i na valute zemalja u regionu sa sličnim režimom deviznog kursa (Grafikon T5-7), mada je u Srbiji zabeležena nešto veća depresijacija (odnosno manja apresijacija) od proseka.

Grafikon T5-6. Srbija: dnevni kurs dinar/evro, 2010–2015



Izvor: NBS

Grafikon T5-7. Nominalna depresijacija deviznog kursa (u %) u periodu oktobar 2014. – januar 2015. godine, za izabrane zemlje centralne i istočne Evrope

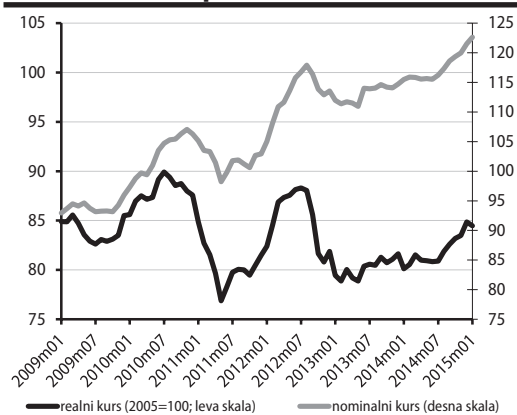


Izvor: NBS, RZS, Eurostat i proračun QM-a

Realna depresijacija u Q4 i realne apresijacija u januaru

Tokom Q4 došlo je do realne depresijacije dinara od oko 2,7% i do apresijacije od oko 0,5% u januaru. Ukupna realna depresijacija dinara tokom 2014. godine iznosila je oko 4,0% i rezultat je nominalne depresijacije kursa dinara, manjim delom kompenzovane razlikom inflacije u Srbiji i evro zoni (iako je inflacija u Srbiji tokom 2014. godine iznosila relativno skromnih 1,8%, u evro zoni je ostvarena deflacija od oko 0,2%). Iako je u januaru dinar depresirao za oko 0,9% (na nivou proseka meseca) i ostvarena deflacija od 0,2%, deflacija u evrozoni bila je dovoljno visoka

Grafikon T5-8. Srbija: nominalni i realni kurs dinar/evro, prosek meseca, 2009-2015



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

(ostvaren je pad indeksa potrošačkih cena od oko 1,5%) da nominalnu depresijaciju dinara „pretvori“ u realnu apresijaciju. Realni kurs je od 2013. godine sve do druge polovine 2014. bio relativno stabilan (Grafikon T5-8), ali je početkom Q3 otpočeo period umerene realne depresijacije, koja je dostigla svoj vrh krajem godine. Bilo bi poželjno da se ova umerena realna depresijacija ne poništi, jer bi se njome izgubilo do sada ostvareno poboljšanje konkurentnosti privrede (npr. umesto kupovine evra na međubankarskom deviznom tržištu, trebalo bi spustiti referentnu kamatnu stopu, čime bi se delovalo i na povratak inflacije u okvir ciljanog koridora i na sprečavanje apresijacije kursa).

6. Fiskalni tokovi i politika

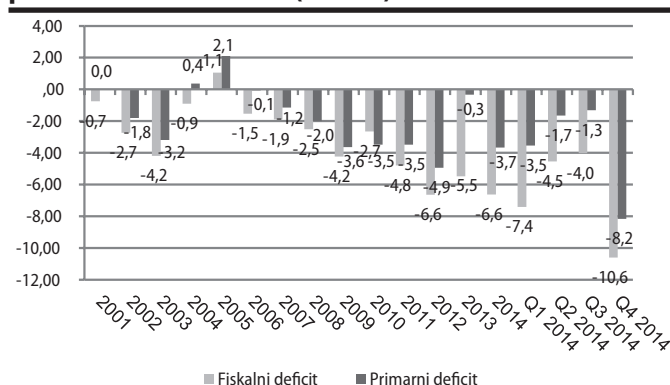
Fiskalni deficit u Q4 2014. je bio vrlo visok, usled velikog jednokratnog skoka rashoda na budžetske pozajmice (preuzimanje duga preduzeća Air Serbia, izdaci za sanaciju banaka i dr.). Kada se taj efekat izuzme, rast fiskalnog deficita u Q4 u odnosu na prethodne kvartale je manji od sezonski očekivanog, usled osetnog rasta prihoda i sporije realizacije kapitalnih rashoda. Rast prihoda predstavlja posledicu intenziviranja borbe protiv sive ekonomije i depresijacije kursa. Održivost pozitivnih trendova u kretanju prihoda zavisice od toga da li će intenziviranje aktivnosti na suzbijanju sive ekonomije biti praćeno i sistemskom reformom inspekcijских službi, a ocenu trajnosti oporavka prihoda će biti moguće dati tek nakon što budu raspoloživi podaci za prvu polovinu 2015. godine. Konsolidovani fiskalni deficit (sa rashodima „ispod crte“) u celoj 2014. godini se procenjuje na oko 6,6% BDP-a, što je znatno (za 1,3% BDP) manje od plana iz oktobra, ali i dalje znatno više od održivog nivoa. Odstupanje deficita od plana posledica je osetnog rasta prihoda u Q4 i neadekvatnog planiranja rashoda i njihove neefikasne realizacije (npr. kapitalnih rashoda). Zaključivanje aranžmana sa MMF-om povećava šanse za osetnije smanjenje fiskalnog deficita u naredne tri godine, ali ne predstavlja garanciju uspeha u tom pogledu, budući da je implementacija nekih dogovorenih mera (npr. smanjenje broja zaposlenih u javnom sektoru, rešavanje pitanja javnih i državnih preduzeća) i tehnički i politički zahtevna. Javni dug je na kraju 2014. godine iznosio 22,8 mlrd. evra (70,7% BDP), a sa dugom lokalnih zajednica – 72,8% BDP-a. Javni dug je u 2014. porastao za 2,7 mlrd. evra, usled visokog fiskalnog deficita i depresijacije kursa dinara prema evru i dolaru. Ako fiskalni deficit i druga makroekonomska kretanja u 2015. godini budu u skladu sa planom, procenjuje se da će javni dug, sa dugom lokalnih zajednica, krajem godine dostići 79% BDP-a.

Opšte tendencije i makroekonomske implikacije

Fiskalni deficit u Q4 iznosi 105,2 mlrd. dinara (oko 10,6% kvartalnog BDP-a)

U Q4 2014. ostvaren je konsolidovani fiskalni deficit od 105,2 mlrd. dinara, što je približno 10,6% kvartalnog BDP.¹ Na visok fiskalni deficit u Q4 uticao je pre svega veliki skok rashoda po osnovu budžetskih pozajmica (po osnovu preuzimanja obaveza preduzeća Air Serbia po ugovoru o strateškom partnerstvu i po osnovu isplata za sanaciju bankarskog sistema). Kada se izuzme

Grafikon T6-1. Srbija: Konsolidovani fiskalni bilans i primarni fiskalni bilans (% BDP)¹



Konsolidovani fiskalni deficit u 2014. godini iznosi 6,6% BDP-a

efekat skoka budžetskih pozajmica, rast deficita u Q4 u odnosu na prethodne kvartale je manji od sezonski očekivanog, usled rasta naplate javnih prihoda i neefikasne realizacije (kapitalnih) rashoda.

Ukupan konsolidovani fiskalni deficit (uključujući i rashode „ispod crte“) u 2014. godini iznosio je 258,1 mlrd. dinara, tj. oko 6,6% BDP-a. To je za preko 50 mlrd. dinara manje u odnosu na deficit planiran prilikom usvajanja rebalansa budžeta u oktobru 2014. Ovo odstupanje se zvanično objašnjava

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.

¹ S obzirom da je od januara 2015. godine Ministarstvo finansija počelo sa objavljivanjem mesečnih podataka o konsolidovanim javnim rashodima koji uključuju i rashode za aktivirane garancije, kao i rashode za sanaciju banaka i dr. (koji su do 2014. bili iskazivani vanbilansno, kao tzv. rashodi „ispod crte“), od ovog broja QM analiza fiskalnih trendova će se vršiti samo na osnovu podataka o ukupnom konsolidovanom fiskalnom deficitu, koji sadrži i pomenute rashode. Stoga će se pod pojmom fiskalni deficit podrazumevati deficit koji sadrži i tzv. rashode „ispod crte“. Ministarstvo finansija je objavilo i unazad rekonstruisanu seriju mesečnih podataka o fiskalnom deficitu koji sadrži i tzv. rashode „ispod crte“, što omogućava međugodišnju uporedivost podataka o konsolidovanim javnim rashodima i fiskalnom deficitu. Iskazivanje svih rashoda u konsolidovanom bilansu sektora države i sistematsko mesečno izveštavanje o tim rashodima predstavlja znatno unapređenje transparentnosti budžeta.

boljom naplatom prihoda krajem godine i sporijom realizacijom rashoda na robu i usluge i kapitalnih rashoda (zbog složenosti procedura propisanih Zakonom o javnim nabavkama). Ipak, s obzirom da je rebalans usvojen u oktobru, odstupanje ostvarenog u odnosu na planirani deficit za gotovo 20% (u periodu od dva meseca) se ocenjuje kao neprihvatljivo veliko i ukazuje na neadekvatnost postupka izrade makrofiskalnih projekcija, planiranja, izvršenja i kontrole realizacije budžeta.

Primarni fiskalni deficit u 2014. godini iznosio je oko 3,7% BDP

Primarni fiskalni deficit (deficit bez rashoda kamata) je u 2014. godini iznosio je oko 3,7% BDP, što znači da rashodi kamata čine preko 55% konsolidovanog fiskalnog deficita. To ukazuje da rashodi kamata predstavljaju bitan generator fiskalnog deficita, što može dovesti do toga da fiskalni deficit u narednom periodu postane u znatnoj meri samogenerišući.

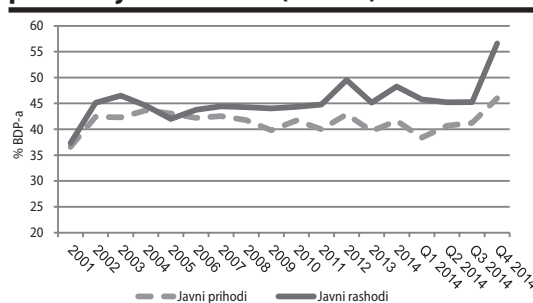
Deficit je manji od planiranog za 1,3% BDP, usled lošeg planiranja rashoda, intenziviranja borbe protiv sive ekonomije i delovanja drugih faktora

Konsolidovani fiskalni deficit ostvaren u 2014. godini manji je od planiranog za oko 1,3% BDP (tj. za oko 50 mlrd. dinara), usled delovanja više faktora, od kojih su najznačajniji: *i*) neadekvatno planiranje rashoda, kod izrade budžeta, te odsustvo sistemske kontrole države nad dinamikom realizacije nabavki robe i usluga, kao i realizacije javnih investicija, *ii*) bolje naplate poreza u Q4, u odnosu na plan, usled intenziviranja borbe protiv sive ekonomije² (vidi: Osvrt 2: Randelović), *iii*) depresijacije kursa dinara u odnosu na evro, a naročito u odnosu na dolar, koja je s jedne strane uticala na rast prihoda od PDV i akciza na uvoz, kao i carina, a s druge strane na rast rashoda kamata na javni dug nominiran u stranim valutama, *iv*) pad svetske cene nafte, *v*) izražene nefikasnosti u realizaciji javnih investicija, *vi*) moguće i zbog odlaganja realizacije nekih nabavki (robe i usluga i/ili kapitalnih rashoda), usporavanja povraćaja PDV i sl.

U januaru je ostvaren konsolidovani suficit od 16,5 mlrd. dinara

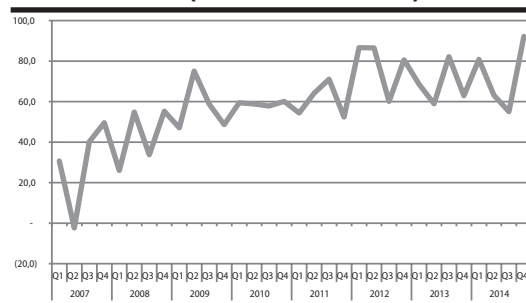
Podaci za januar pokazuju da je u tom mesecu ostvaren konsolidovani fiskalni suficit, od 16,5 mlrd. dinara. što je uobičajeno u januaru, usled delovanja sezonskih faktora. Naime, u pet, od prethodnih sedam godina, u januaru je ostvarivan suficit konsolidovanog budžeta. Ipak, suficit ostvaren u januaru je nešto veći od sezonski očekivanog, pre svega usled uplate dividende od strane Telekomu u iznosu od 7,6 mlrd. dinara. Iako su prihodi od PDV u januaru bili relativno visoki (usled plaćanja od strane malih obveznika), nakon što se isključi efekat inflacije i delovanja sezonskih faktora, ne uočava se osetniji rast u odnosu na prethodne mesece. To ukazuje da nešto bolja fiskalna kretanja u prethodnim mesecima ne otvaraju prostor za odstupanje od nekih od najavljenih mera fiskalne konsolidacije.

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 2013.)



Izvor: Obračun QM-a

Fiskalna konsolidacija će dovesti do usporavanja rasta javnog duga prema BDP do 2017...

U budžet za 2015. godinu ugrađene su mere fiskalne konsolidacije, koje su deo trogodišnjeg programa sa MMF-om, usvojenog u februaru 2014. godine, a koji bi trebalo da dovedu do smanjenja deficita za oko 1,4 mlrd. evra do 2017. godine. Aranžman sa MMF-om predviđa implementaciju mera koje će u zbiru smanjiti deficit za 4,75% BDP-a, što se ocenjuje kao korak kao obezbeđenju održivosti javnih finansija. S obzirom da Aranžmanom nije definisan ciljani deficit u 2017. godini, već zbirni iznos smanjenja deficita koje je neophodno ostvariti, dinamika javnog duga u srednjem roku zavisice od osnove od koje se kreće u fiskalno prilagođavanje. Ukoliko kao osnov od kojeg se kreće u konsolidaciju bude uzet deficit ostvaren u 2014. godini (6,6% BDP-a), a aranžman u potpunosti bude sproveden, fiskalni deficit će 2017. godine iznositi oko 2% BDP i u tom slučaju će već 2017. godine doći do stabilizacije odnosa javnog duga i BDP. Ukoliko se

² U Article IV MMF ocenjuje se da je rast prihoda od PDV posledica rast uvoza struje u drugoj polovini 2014. godine. Ovo objašnjenje je neodrživo jer prihodi od PDV zavise od potrošnje struje u Srbiji, a ne od toga da li struje potiče iz domaće proizvodnje ili iz uvoza.

**...ali će za
zaustavljanje rasta
duga verovatno
biti neophodno
nastaviti sa
konsolidacijom
i u 2018.**

pak kao osnov uzme deficit koji je planiran za 2014. godinu u trenutku zaključivanja pregovora o aranžmanu (7,9% BDP-a), onda bi potpuna primena aranžmana dovela do obaranja deficita na oko 3% BDP do 2017. godine. U tom slučaju bi 2017. godine rast odnosa javnog duga i BDP bio usporen, ali ne i zaustavljen, te bi za zaustavljanje rasta duga bilo neophodno nastaviti za merama fiskalne konsolidacije i u 2018. godini.

S obzirom da je deficit u 2014. ostvaren uz znatno slabiju realizaciju rashoda na robu i usluge i kapitalnih rashoda od planiranih, što dugoročno nije održivo, a imajući u vidu i da postoje rizici da neke od mera predviđenih aranžmanom ne budu u celosti sprovedene, procenjuje se da je drugi scenario (deficit u 2017. godini od oko 3-3,5% BDP-a) realističniji. U tom slučaju će biti potrebno da se u 2018. godini nastavi sa merama fiskalne konsolidacije, kako bi se deficit spustio na nivo od oko 2% BDP, što bi obezbedilo stabilizaciju, a zatim i opadanje javnog duga (prema BDP-u). Ovo će biti neophodno i u cilju uspešnog dovršetka pregovora o pristupanju EU krajem tekuće ili početkom naredne decenije. Dogovoreni program fiskalne konsolidacije sadrži tzv. „tvrde“ (kontrolabilne) mere, od kojih su neke već realizovane (smanjenje plata i penzija), a neke bi tek trebalo realizovati (smanjenje broja zaposlenih u javnom sektoru, obezbeđenje samoodrživosti velikih javnih preduzeća i dr.), i tzv. „meke“ (ne potpuno kontrolabilne) mere (borba protiv sive ekonomije i dr.). Smanjenje plata i penzija je jedna od politički težih, a administrativno lakše sprovodivih mera. S druge strane, smanjenje broja zaposlenih u javnom sektoru za 10%, temeljna reforma javnih preduzeća i brzo rešavanje statusa državnih i društvenih preduzeća, će biti i politički i tehnički zahtevno, i od istrajnosti Vlade u njihovom sprovođenju zavisice kredibilnost i uspeh ukupnog programa fiskalne konsolidacije. Zaključivanje aranžmana sa MMF-om povećava šanse za uspeh programa fiskalne konsolidacije, ali ne predstavlja garant tog uspeha.

**Dosledno sprovođenje
fiskalne konsolidacije
može uticati pozitivno
na privredni rast u
narednim godinama**

U slučaju da se konsolidacija uspešno sprovede, nakon negativnih efekata na privrednu aktivnost u 2015. godini (usled pada potrošnje), njeni efekti na rast u narednim godinama bi mogli biti pozitivni, kroz vraćanje poverenja investitora (te rasta investicija i neto izvoza, za šta je potreban nastavak rada na reformi poslovnog okruženja). Ukoliko se pak fiskalna konsolidacija sprovede samo delimično, negativni efekti na BDP kroz pad potrošnje će i dalje ostati, dok će pozitivni efekti na rast investicija i izvoza u narednim godinama izostati.

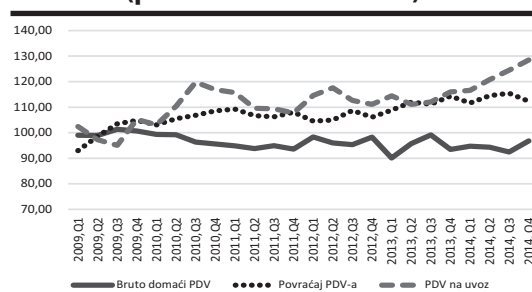
Analiza dinamike i strukture javnih prihoda i javnih rashoda

**U Q4 se beleži osetan
rast prihoda –
pre svega od PDV**

U Q4 2014. desezonirani konsolidovani javni prihodi su umereno realno porasli (za 2,1%) u odnosu na prethodni kvartal, a osetan realan rast (za 5,4%) je zabeležen u odnosu na isti period prethodne godine. Rastu ukupnih javnih prihoda u Q4 najviše je doprineo snažan rast prihoda od PDV, kao i rast neporeskih prihoda. Na nivou cele 2014. godine javni prihodi su umereno realno porasli (za 3,2%), po osnovu rasta prihoda od PDV (usled suzbijanja sive ekonomije i povećanja poreske stope), poreza na dobit (usled povećanja poreske stope u 2013.) i doprinosa (po osnovu povećanja stope doprinosa i suzbijanja sive ekonomije).

**Prihod od PDV
snažno raste...**

Grafikon T 6-4. Srbija: Dinamika realnih desezoniranih prihoda od PDV po komponentama (prethodni kvartal=100)



Izvor: Obračun QM-a

Desezonirani prihodi od PDV su u Q4 snažno realno porasli (za 8,2%) u odnosu na prethodni kvartal, dok je realan međugodišnji rast (Q4 2014-Q4 2013) veći (15,1%). Ovakvo kretanje PDV predstavlja dobar rezultat, imajući u vidu pad potrošnje i BDP. Kao posledica rasta u Q3 i Q4, prihodi od PDV su na nivou cele 2014. godine bili znatno realno veći (za 5,4%) u odnosu na prethodnu godinu. Posmatrano po komponentama, uočava se da je rast prihoda od PDV u Q4 posledica osetnog rasta (realnih desezoniranih) prihoda od bruto domaćeg PDV (za 4,8%), umerenog pada povraćaja PDV-a (za 2,7%) i umerenog rasta PDV na uvoz (za 3,2%), u odnosu na Q3.

...usled suzbijanja sive ekonomije, depresijacije kursa i restriktivnije politike povraćaja PDV

Shodno tome, zaključuje se da je u uslovima pada privredne aktivnosti, rast prihoda od PDV posledica: *i*) intenziviranja aktivnosti na suzbijanju sive ekonomije (pre svega u domenu prometa dobara i usluga na malo – u trgovinskim i ugostiteljskim objektima), koja je dovela do rasta bruto domaćeg PDV i PDV na uvoz *ii*) umerene realne depresijacije kursa dinara u odnosu na evro i snažne realne depresijacije u odnosu na dolar, koja je uticala na rast prihoda od PDV na uvoz, i *iii*) restriktivnije politike povraćaja PDV (uslovljavanjem povraćaja PDV prethodnim izmirenjem poreskih dugovanja po svim drugim poreskim oblicima) i usporavanja izvoza, koji su uticali na blagi pad povraćaja PDV. Povezivanje prava na povraćaj PDV sa prethodnim izmirenjem drugih poreskih dugovanja je ekonomski opravdano. Istovremeno, neophodno je da u drugim situacijama povraćaj PDV bude i dalje vršen nesmetano i efikasno, u zakonskom roku, kako ne bi došlo do pogoršanja problema likvidnosti, naročito kod izvozno orijentisanog dela privrede.

U Q4 padaju prihodi od akciza – na duvanske prerađevine i alkoholna pića

Desezonirani prihodi od akciza su u Q4 realno opali (za 2,7%) u odnosu na prethodni kvartal, a realan pad je zabeležen i u odnosu na isti period prethodne godine (za 2,4%). Pad ukupnih prihoda od akciza na duvanske prerađevine i alkoholna pića. Na nivou 2014. godine prihodi od akciza su realno porasli (za 1,6%) u odnosu na 2013. godinu. Dok je u Q2 napravljen iskorak u suzbijanju nelegalnog prometa naftnih derivata (kroz markiranje goriva), aktivnosti na suzbijanju nelegalnog prometa duvana i duvanskih proizvoda su intenzivirane tek u Q4, tako da fiskalni efekti u tom periodu još uvek nisu bili vidljivi.

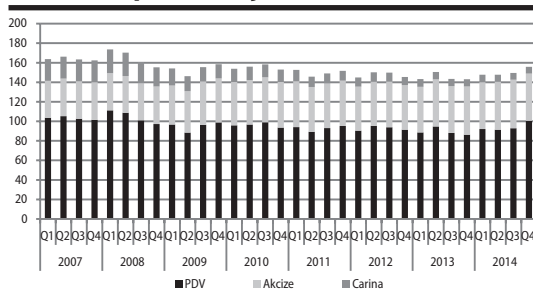
Pad prihoda od carina se usporava

Prihodi od carina su u Q4 (realno, desezonirano) blago opali (za 1,3%) u odnosu na Q3, dok je međugodišnji pad bio nešto veći (7,3%). U uslovima gotovo završene liberalizacije spoljne trgovine (sa EU) i stagnacije uvoza, pad prihoda od carina može predstavljati posledicu usporavanja uvoza, te promena strukture uvoza robe, prema vrsti i zemlji porekla, ka većem učešću robe na koju se plaća niža carina i na robe poreklom iz zemalja sa kojima postoji zaključen sporazum o slobodnoj trgovini. Istovremeno, da se u Q4 nije dogodila depresijacija dinara, pad prihoda od carina bi u tom periodu bio nešto veći. S druge strane, realna depresijacija kursa utiče destimulativno na uvoz, tako da su njeni dugoročni efekti na prihode od carina negativni.

Prihodi od oporezivanja dohodaka blago rastu – verovatno usled suzbijanja sive ekonomije

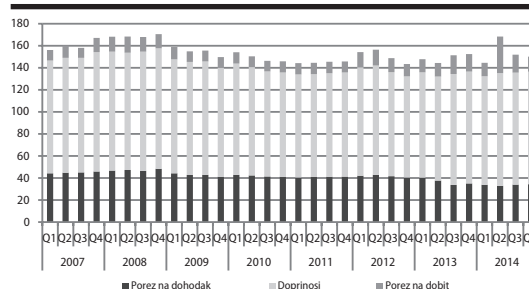
Desezonirani prihodi od poreza na dohodak građana i doprinosa za socijalno osiguranje su u Q4 umereno porasli (za 1% i 0,5%, respektivno) u odnosu na prethodni kvartal. Na nivou cele 2014. godine prihodi od poreza na dohodak su osetno realno opali (za 8,1%) dok su prihodi od doprinosa snažno realno porasli (za 3,1%) u odnosu na 2013. godinu, pre svega usled smanjenja stope poreza na zarade i povećanje stopa doprinosa. S obzirom da prihod od doprinosa rastu i kada se eliminiše efekat promene stopa, procenjuje se da je na taj rast uticala i borba protiv sive ekonomije koja dovodi do povećanja dela zarada koje se isplaćuju legalno, kao i broja formalno zaposlenih (sprečavanje nelegalnog prometa robe i usluga onemogućava i isplatu zarada van legalnih tokova).

Grafikon T6-5. Srbija: Kretanje realnih konsolidovanih desezoniranih prihoda od poreza na faktore proizvodnje (u cenama iz 2013.)



Izvor: Obračun QM-a

Grafikon T6-6. Srbija: Kretanje realnih konsolidovanih desezoniranih prihoda od poreza na faktore proizvodnje (mlrd. RSD, u cenama iz 2013.)



Izvor: Obračun QM-a

Prihodi od poreza na dobit u 2014. rastu, ali sporije od povećanja poreske stope

Prihodi od poreza na dobit su u 2014. godini zabeležili osetan realan rast (17,1%) u odnosu na 2013. godinu, pre svega usled činjenice da je u 2014. dospelo za plaćanje porez na dobit ostvarenu u 2013. godinu, kada je stopa povećana sa 10% na 15%. Ipak, rast prihoda je manji od relativnog rasta poreske stope, što može predstavljati posledicu pada profitabilnosti i likvidnosti privrede.

Ostali poreski prihodi blago rastu, usled povećanja poreza na imovinu...

Realni desezonirani prihodi od poreza na dobit su u Q4 (realno, desezonirano) bili manji (za 2,7%) u odnosu na Q3, dok je u odnosu na Q4 2013. godine zabeležen osetniji realan pad (za 18,1%). Pad prihoda od poreza na dobit u Q4 može takođe predstavljati posledicu smanjenja profitabilnosti privrede, usled čega preduzeća revidiraju iznose akontacija, kao i posledicu ne likvidnosti privrede (što dovodi do povećanja poreskih dugova).

Neporeski prihodi rastu, usled isplata dividende NIS-a i naplate solidarnog poreza

Ostali poreski prihodi su u Q4 znatno realno porasli (za 9,3%), a blagi realan rast je zabeležen (za 0,5%) je zabeležen i u odnosu na Q4 2013. godine. U celoj 2014. godini ostali poreski prihodi su bili umereno realno veći (za 3,1%) nego u 2013. godini. Rast ostalih poreskih prihoda posledica uglavnom je povećanja poreza na imovinu, nakon ukidanja naknade za korišćenje građevinskog zemljišta.

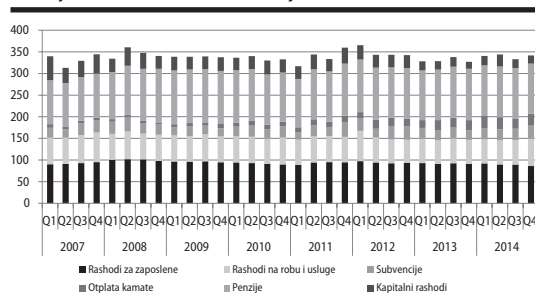
Neporeski prihodi su u Q4 (realno, desezonirano) znatno porasli (za 20%) u odnosu na Q3, usled naplate solidarnog poreza po rešenju Poreske uprave, kao i po osnovu isplata dividende od strane NIS-a, krajem novembra.³ U 2014. godini neporeski prihodi su bili blago realno veći (za 1,5%) u odnosu na prethodnu godinu, pre svega usled uvođenja solidarnog poreza. Iako se u 2015. i narednim godinama računa na znatne prilive po osnovu dividendi javnih preduzeća, ocenjuje se da ovi prilivi ne mogu biti dugoročno održivi, jer će isplata većeg dela dobiti kroz dividendu onemogućiti znatnije investicije u obnavljanje osnovnih sredstava ovih preduzeća, što će srednjoročno dovesti do osetnog narušavanja kapitalne osnove njihove poslovne aktivnosti.

Javni rashodi u Q4 rastu

Realni desezonirani javni rashodi su u Q4 2014. znatno porasli (za 2,9%) u odnosu na Q3, a realno su znatno veći (za 36%) i u odnosu na Q4 2013. godine. Veliki rast javnih rashoda u Q4 posledica je jednokratnog skoka rashoda na budžetske pozajmice, po osnovu preuzimanja obaveza od preduzeća Air Serbia, kao i po osnovu isplata za sanaciju finansijskog sektora (banaka i osiguranja). Kada se izuzme efekat rasta budžetskih pozajmica, realni desezonirani javni rashodi u Q4 umereno rastu (za 2,9%) u odnosu na Q3, dok je rast u odnosu na Q4 2013. godine nešto veći (7,6), i posledica je pre svega povećanja izdataka za robu i usluge, kamate i subvencije. Na nivou cele godine, ukupni rashodi su realno znatno porasli (za 5,2%), pre svega po osnovu povećanja rashoda za aktivirane garancije, kamate i subvencije.

Rashodi na robu i usluge rastu

Grafikon T 6-7. Srbija: Kretanje konsolidovanih desezoniranih javnih rashoda (mlrd. RSD, u cenama iz 2013.)



Izvor: Obračun QM-a

U Q3 desezonirani rashodi na robu i usluge su realno snažno porasli (za 12,9%) u odnosu na prethodno tromesečje, dok je u odnosu na isti period 2013. takođe zabeležen snažan realan rast (za 19,1%). Na nivou cele godine rashodi na robu i usluge su znatno realno porasli ((za 6,2%) u odnosu na 2013. godinu. Rast rashoda na robu i usluge u Q4 je ostvaren pre svega na nivou budžeta Republike, i predstavlja posledicu činjenice da je krajem godine uočeno da će ostvareni deficit biti manji od planiranog rebalansom, što je otvorilo prostor za realizaciju nekih nabavki koje su bile odložene i isplatu dugovanja po prethodnim nabavkama. S obzirom da je pad rashoda na ove namene u prethodnim kvartalima zvanično obrazložen problemima sa primenom Zakona o javnim nabavkama, rast rashoda po ovom osnovu u Q4 može ukazivati i na prevazilaženje proceduralnih problema sa primenom ovog zakona.

Desezonirani rashodi na subvencije su u Q4 znatno realno porasli (za 13,9%) u odnosu na prethodni kvartal, a još snažniji realan rast (za 41,9%) je ostvaren u odnosu na Q4 2013. Ovakvo kretanje rashoda na subvencije u Q4 objašnjava se dinamikom isplata subvencija poljoprivredi i realizacijom novih programa odobrenih rebalansom budžeta za 2014. godinu. Na nivou cele godine rashodi na subvencije su znatno realno porasli (za 13,2%) u odnosu na prethodnu godinu,

Rashodi na subvencije beleže rast, iako su ovi rashodi u Srbiji višestruko veći nego u EU

Desezonirani rashodi na subvencije su u Q4 znatno realno porasli (za 13,9%) u odnosu na prethodni kvartal, a još snažniji realan rast (za 41,9%) je ostvaren u odnosu na Q4 2013. Ovakvo kretanje rashoda na subvencije u Q4 objašnjava se dinamikom isplata subvencija poljoprivredi i realizacijom novih programa odobrenih rebalansom budžeta za 2014. godinu. Na nivou cele godine rashodi na subvencije su znatno realno porasli (za 13,2%) u odnosu na prethodnu godinu,

³ Solidarni porez je ukinut od novembra, ali je Poreska uprava krajem godine počela sa izdavanjem rešenja za doplatu solidarnog poreza, za one zaposlene u javnom sektoru kojima isplatilac prihoda nije obustavio i uplatio solidarni porez.

pre svega usled prebacivanja finansiranja RTS sa sistema pretplate na sistem subvencija iz budžeta, kao i odobravanja direktne budžetske podrške Srbijagasu (umesto kroz garantovane kredite). S obzirom da rashodi na direktne i indirektne subvencije u Srbiji prelaze 3% BDP-a, te da su kao takvi za dva do tri puta veći nego u drugim evropskim državama, rast rashoda na subvencije (čak i ako je uzrokovan privremenim faktorima) se ocenjuje kao ekonomski neopravdan.

Rashodi kamata u Q4 rastu, usled dospeća kupona po evro-obveznicama, rasta zaduženosti i depresijacije kursa

Rashodi kamata su u Q4 (realno desezonirano) bili znatno viši (za 19,3%) nego u Q3, što je posledica dospeća velikih iznosa obaveza po osnovu emitovanih evro-obveznica, rasta zaduženosti zemlje i umerene depresijacije dinara prema evru, te snažne depresijacije dinara prema dolaru. Na nivou cele godine rashodi kamata su realno porasli za 19,3% u odnosu na 2013. godinu, usled rasta zaduženosti zemlje (što utiče na rast osnovice, ali i na rast kamatnih stopa) i depresijacije kursa. S obzirom da će i u slučaju doslednog sprovođenja programa fiskalne konsolidacije, relativna visina javnog duga verovatno nastaviti da raste i posle 2017. godine, u narednom periodu se može očekivati dalji rast rashoda po ovom osnovu, iako uvođenje programa kvantitativnog labavljenja ECB otvara mogućnost za nešto povoljnije zaduživanje u evrima u narednom periodu.

Rashodi na plate umereno opadaju... usled smanjenja plata i pojačanog prirodnog odliva zaposlenih

Rashodi na plate zaposlenih u javnom sektoru su u Q4 (realno desezonirani) znatno opali (za 4%) u odnosu na Q3, dok je u odnosu na Q4 2013. zabeležen snažniji pad (za 6,5%). U celoj 2014. godini rashodi na zaposlene su realno opali (za 3,1%), što se ocenjuje kao ekonomski opravdano. Pad rashoda na zaposlene u Q4 posledica je smanjenja zarada većih od minimalne za 10%, počev od novembra, te pojačanog odlaska zaposlenih u penziju krajem godine, pre početka stupanja na snagu novog režima penzionisanja, koji podrazumeva strožije uslove za penzionisanje i plaćanje penala za prevremeno penzionisanje. Ocenjuje se da bi pomenuto jednokratno smanjenje zarada, uz pojačani prirodni odliv, i najavljenju sistematsku racionalizaciju broja zaposlenih u javnom sektoru za 10% u naredne tri godine, trebalo da obezbedi da rashodi na zaposlene budu dovedeni na ekonomski opravdan i dugoročno održiv nivo. Ipak, može se očekivati da ovaj proces bude suočen sa snažnim otporima. Razvodnjavanje ili odustajanje od neke od navedenih mera, ozbiljno bi dovelo u pitanje kredibilitnost celokupnog programa fiskalne konsolidacije.

Rashodi na penzije blago opadaju...usled smanjenja penzija

Rashodi na penzije su u Q4 (realno desezonirano) blago opali (za 1,4%) u odnosu na Q3, a blagi realan pad (za 2%) je ostvaren i u odnosu na Q4 2013. Pad rashoda na penzije posledica je smanjenja penzija (iznad prosečnih) za 22%, od novembra. Može se očekivati da po ovom osnovu pad rashoda na penzije bude nastavljen i u Q1 2015, pri čemu će taj pad biti nešto manji, zbog pomenutog pojačanog priliva novih penzionera krajem 2014. godine. Na nivou cele 2014. godine rashodi na penzije su gotovo stagnerali (realan međugodišnji pad je iznosio 0,1%), što je posledica rasta broja penzionera, negativne realne indeksacije penzija i jednokratnog smanjenja iznad prosečnih penzija krajem 2014. godine. Nakon uspešnog sprovođenja parametarske penzijske reforme sredinom 2014. godine, i jednokratnog smanjenja penzija u novembru iste godine, u narednim godinama se može očekivati postepeni pad relativne visine rashoda na penzije, pri čemu će za dostizanje održivog nivoa rashoda od oko 10% BDP biti potrebno znatno više vremena, zbog izuzimanja znatnog broja penzionera od jednokratnog smanjenja.

Kapitalni rashodi rastu, ali su i dalje relativno niski – svega 2,5% BDP

Kapitalni rashodi su u Q4 2014. (desezonirano, realno) snažno opali (za 8,5%) u odnosu na prethodni kvartal, dok je u odnosu na Q4 2013. zabeležen realan rast (za 25,2%) – i to pre svega iz budžeta Republike. Na nivou cele 2014. godine kapitalni rashodi su realno porasli za 12,7% u odnosu na prethodnu godinu. I pored osetnog realnog rasta, kapitalni rashodi su u 2014. godini iznosili svega 2,5% BDP, što je gotovo dvostruko manje od nivoa kapitalnih rashoda neophodnog za osetnije unapređenje stanja javne infrastrukture. To istovremeno ukazuje da je oko 60% konsolidovanog fiskalnog deficita nastalo za finansiranje tekuće potrošnje, što znači da će teret zaduživanja za njegovo finansiranje velikim delom snositi buduće generacije. Usporavanje kapitalnih rashoda u prethodnim kvartalima se zvanično objašnjavalo složenošću propisa o javnim nabavkama, što se ocenjuje kao neopravdano, budući da su postojeći propisi na snazi gotovo dve godine, što je dovoljno vremena za uhodavanje sa njihovom primenom ili eventualno otklanjanje nedostataka kroz izmenu tih propisa.

Analiza fiskalnih kretanja po nivoima države

U Q4 ostvaren je deficit u budžetu Republike, RFZO i AP Vojvodine, dok su ostali nivoi države ostvarili suficit

U 2014. godini budžet Republike ostvario je deficit, dok su subcentralni nivoi države ostvarili suficit

U Q4 2014. ostvaren je deficit u budžetu Republike (od 45,9 mlrd. dinara), kao i u budžetu AP Vojvodine (0,4 mlrd. dinara), i u budžetima lokalnih samouprava (2,5 mlrd. dinara). Zbog smanjenja stope doprinosa za zdravstvo, Republički zavod za zdravstveno osiguranje (RFZO) od Q2 ostvaruje deficit, koji je u Q4 povećan na 6,7 mlrd. dinara. Međutim, nakon smanjenja zarada zaposlenih, očekuje se da deficit RFZO u narednom periodu bude manji.

U 2014. godini budžet Republike je ostvario deficit od 204,1 mlrd. dinara, što za 20 mlrd. dinara manje nego što je planirano rebalansom usvojenim u oktobru. Istovremeno, subcentralni nivoi države (lokalne samouprave i AP Vojvodina) ostvarili su suficit od oko 9,5 mlrd. dinara. S obzirom da je suficit subcentralnih nivoa države u 2014. godini još veći od suficita ostvarenog u 2013. godini (7,6 mlrd. dinara), zaključuje se da u Srbiji postoji sistemska nesrazmera između raspodele nadležnosti i prihoda između različitih nivoa države, na način koji subcentralnim nivoima države na raspolaganje stavlja veći iznos prihoda nego nadležnosti. Shodno tome, novim sistemom finansiranja lokalne samouprave i AP Vojvodine neophodno je otkloniti ovu neravnotežu i sistemski urediti način finansiranja, koji će obezbediti predvidivost subcentralnim nivoima države i podsticati ih na ekonomski efikasno ponašanje.

Tabela T 6-8. Srbija: Fiskalni suficit (deficit) različitih nivoa države (mlrd. RSD)

Godina	Budžet Republike		Nacionalna služba za zapošljavanje		Budžet AP Vojvodine		Lokalne samouprave
	Budžet Republike	Fond PIO	zapošljavanje	RFZO	AP Vojvodine		
2010	-108,0	-1,0	-0,1	1,9	-9,6	-11,5	
2011	-144,3	0,2	1,3	2,1	-0,7	-15,6	
2012	-213,0	-0,4	0,8	4,0	1,1	-0,3	
2013	-194,4	-1,2	-0,5	8,7	1,3	6,3	
2014	-204,1	3,6	2,0	0,2	1,0	8,5	
Q1 2014	-77,5	0,3	0,0	6,1	1,8	4,5	
Q2 2014	-51,5	0,9	0,8	3,0	2,1	3,5	
Q3 2014	-30,4	0,0	0,8	-2,1	-0,4	-0,4	
Q4 2014	-44,7	2,4	0,4	-6,7	-2,5	1,0	

Izvor: Obračun QM

Okvir 1. Privatizacija banja i imovinsko-pravni sporovi između Republike i Fonda PIO

Krajem 2014. godine najavljeno je da se privremeno obustavljaju postupci privatizacije hotelsko-turističkih preduzeća u banjama, zbog nerešenih imovinsko pravnih odnosa. Reč je o tome da Fond PIO tuži Republiku za vlasništvo nad tim preduzećima, po osnovu ulaganja koja je Fond PIO vršio sedamdesetih godina XX veka. Ovi sporovi u najvećem broju slučajeva traju gotovo deset (u nekim slučajevima i više godina), a blokada pomenute imovine je dovela do njenog urušavanja i gašenja nekih od banja sa velikim potencijalom. Procenjuje se da imovina tih preduzeća, koja je predmet spora između Fonda PIO i Republike, vredi nekoliko desetina miliona evra, dok budžet Republike svake godine Fondu PIO daje transfere za isplatu penzija, u iznosu od oko 2 milijarde evra. Shodno tome, postavlja se pitanje opravdanosti postojanja ovih tužbi od strane Fonda PIO, s obzirom da tužena strana u ovom sporu svake godine daje bespovratne transfere Fondu PIO, u iznosu koji više desetina puta prevazilaze vrednost imovine koja je predmet spora.

Ovaj spor bi se u relativno kratkom roku mogao rešiti pretvaranjem jednomesečnog transfera iz budžeta Republike Fondu PIO u otkup (od strane Republike) vlasničkih prava nad imovinom koja je predmet sudskih sporova. Na taj način bi se imovinsko pravni odnosi mogli rešiti u kratkom roku, što bi omogućilo ekonomsku aktivaciju ove imovine, kroz privatizaciju i investiranje u razvoj turističkih kapaciteta. Ovakvo rešenje bi bilo poželjno i iz perspektive smanjenja regionalnih nejednakosti, jer su ove banje najčešće u nerazvijenim delovima Srbije (Niška banja, Kuršumlijska banja, Soko banja, Vrnjačka banja i dr.).

Prihodi budžeta Republike rastu i lokalnih samouprava rastu

Prihodi budžeta Republike su u Q4 2014. zabeležili realan rast (za 9,2%) u odnosu na isti period prethodne godine, pre svega usled povećanja prihoda od PDV, poreza na dohodak građana, neporeskih prihoda i donacija (za pomoć poplavljenim područjima). U Q4 su realan međugodišnji rast (za 7%) zabeležili i prihodi lokalnih samouprava, i to pre svega po osnovu snažnog rasta prihoda od poreza na imovinu (za gotovo 77%), donacija za sanaciju štete od poplava i transfera iz budžeta Republike. Kao pozitivno se ocenjuje to što integracija naknade za korišćenje građevinskog zemljišta i poreza na imovinu nije dovela do pada ukupnih prihoda lokalnih samouprava po ovom osnovu. Prihodi RFZO su u Q4 nastavili znatan realan međugodišnji pad (za 14,1%), usled smanjenja stope doprinosa za zdravstvo, počev od jula, sa 12,3% na 10,3%, dok su istovremeno transferi iz budžeta Republike znatno realno porasli.

Rashodi centralnog nivoa države rastu, dok rashodi lokalnih samouprava opadaju

U Q4 2014. ostvaren je realan međugodišnji rast rashoda budžeta Republike (za 11,5%), pre svega usled znatnog rasta rashoda na robu i usluge, subvencije, kapitalnih i ostalih tekućih rashoda. Rast rashoda na robu i usluge i kapitalnih rashoda može predstavljati posledicu odlaganja njihove realizacije u prethodnim kvartalima (nakon promene ministra finansija), i ubrzane realizacije krajem godine, kada je bilo jasno da će deficit budžeta Republike biti manji od planiranog. Rast ovih rashoda je posledica i izmirenja nekih od docnji iz prethodnih godina, što je ekonomski opravdano. Rashodi RFZO u Q4 beleže blagi realan rast (za 2,5%) u odnosu na Q4 2013. godine, usled snažnog rasta ostalih tekućih rashoda i rashoda na robu i usluge, što može predstavljati posledicu odlaganja nekih nabavki u prethodnim periodima i izmirenja docnji po prethodnim nabavkama. Istovremeno kapitalni rashodi RFZO nastavljaju znatan realan pad, usled smanjenih priliva zbog smanjenja stope doprinosa. Lokalne samouprave u Q4 su ostvarile realan pad rashoda (za 18,1%) u odnosu na isti period prethodne godine, što se ocenjuje kao ekonomski opravdano. Pad je zabeležen u svim kategorijama rashoda, pri čemu je negativno to što je najveći pad ostvaren kod kapitalnih rashoda. Uštede na lokalnom nivou države delimično su i posledica odredbi Zakona o javnim nabavkama, prema kojima su lokalne samouprave dužne da obezbede celokupan budžet za određeni investicioni projekat pre otpočinjanja njegove realizacije.

Analiza kretanja javnog duga

Javni dug Srbije je na kraju 2014. iznosio 22,8 mlrd. evra (70,7% BDP-a)...

Na kraju 2014. godine javni dug Srbije iznosio je 22,8 mlrd. evra (70,7% BDP), što je za 640 miliona evra više nego na kraju Q3, a za 2,7 mlrd. evra više nego na kraju 2013. godine.

...a sa dugom lokalnih zajednica – 72,8% BDP-a

Uključujući i dug lokalnih zajednica, javni dug je na kraju 2014. godine iznosio oko 72,8% BDP-a, što je u skladu sa projekcijama u prethodnim izdanjima QM-a. Rast javnog duga u 2014. godini je veći od godišnjeg fiskalnog deficita za oko 500 miliona evra, usled formiranja dodatnih depozita države za finansiranje deficita u 2015. godini (kredit od UAE i dr.), kao i usled depresijacije kursa dinara prema evru i dolaru. U istom periodu javni dug je u relativnom iznosu porastao za 11,3% BDP, što je znatno više od apsolutnog rasta javnog duga, usled realnog pada BDP, umerene realne depresijacije dinara prema evru (za 3,4%), i snažne realne depresijacije dinara prema dolaru (za 17,3%), izazvane depresijacijom evra prema dolaru. Relativni rast javnog duga u 2014. godini bi bio i veći da u međuvremenu nije izvršena revizija podataka o BDP-u.

Tabela T6-9. Srbija: Javni dug¹ 2000-2014.

	Kretanje javnog duga Republike Srbije u milijardama evra													
	2000	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Q1 2014	Q2 2014	Q3 2014	Q4 2014
I. Ukupne direktne obaveze	14,17	9,62	8,58	8,03	7,85	8,46	10,46	12,36	15,07	17,3	17,7	18,0	19,5	20,2
Unutrašnji dug	4,11	4,26	3,84	3,41	3,16	4,05	4,57	5,12	6,5	7,0	7,5	7,7	8,0	8,2
Spoljni dug	10,06	5,36	4,75	4,62	4,69	4,41	5,89	7,24	8,6	10,2	10,3	10,3	11,5	12,0
II. Indirektne obaveze	-	0,66	0,80	0,85	0,93	1,39	1,71	2,11	2,60	2,81	2,8	2,7	2,6	2,5
III. Ukupan javni dug (I+II)	14,2	10,3	9,4	8,9	8,8	9,8	12,2	14,5	17,7	20,1	20,5	20,7	22,1	22,8
Javni dug / BDP ² (MF)	169,3%	50,2%	36,2%	29,4%	25,6%	31,3%	41,5%	45,1%	59,3%	63,8%	62,3%	63,0%	66,8%	70,9%
Javni dug / BDP (QM) ³	169,3%	52,1%	36,1%	29,9%	28,3%	32,8%	41,9%	44,4%	56,1%	59,4%	60,6%	61,2%	67,6%	70,7%

1) Prema Zakonu o javnom dugu, javni dug obuhvata dug Republike koji nastaje po osnovu ugovora koji zaključuje Republika, po osnovu hartija od vrednosti, po osnovu ugovora, odnosno sporazuma kojim su reprogramirane obaveze koje je Republika preuzela po ranije zaključenim ugovorima, kao i emitovanim hartijama od vrednosti po posebnim zakonima, dug Republike koji nastaje po osnovu date garancije Republike ili po osnovu neposrednog preuzimanja obaveze u svojstvu dužnika za isplatu duga po osnovu date garancije, odnosno po osnovu kontragarancije koju daje Republika, dug lokalne vlasti za koje je Republika dala garanciju.

2) Procena Ministarstva finansija Republike Srbije

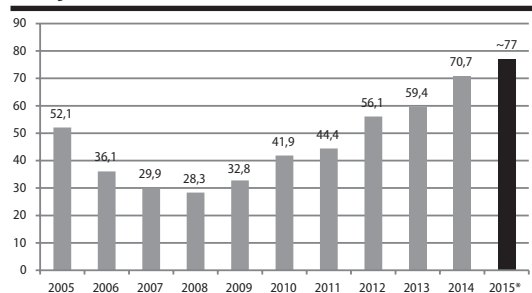
3) Procena QM (Kao osnov za poređenje koristi se suma nominalnog BDP u tekućem i u prethodna tri kvartala)

Izvor: Podaci Ministarstva finansija Republike Srbije i procena QM-a1,023874708

Indirektne obaveze nastavljaju da opadaju, ali je taj trend kratkoročan

Indirektan javni dug je u Q4 nastavio trend opadanja, kao u prethodna tri kvartala, pri čemu je taj pad usporen (80 miliona evra u Q4). Na nivou cele 2014. godine indirektni javni dug je opao za 270 miliona evra, što se ocenjuje kao pozitivno, ali ne i održivo, budući da nisu otklonjeni glavni uzroci njegovog rasta u prethodnim godinama (izdavanje garancija za zaduživanje Srbije i drugih javnih/državnih preduzeća, sanacija banaka i dr.). S obzirom da je prelazak na finansiranje preduzeća putem garancija, umesto direktnim subvencijama iz budžeta, bilo uzroko-

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



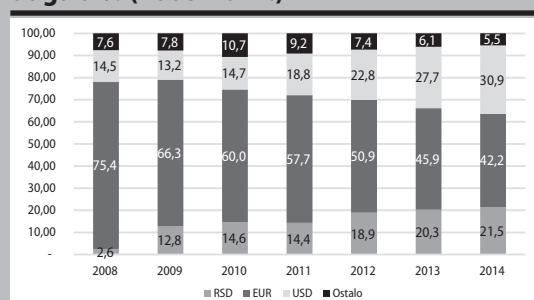
Izvor: Obračun QM-a

vano Sve veća transparentnost budžeta i njegova jača kontrola od strane nezavisnih institucija i skupštine, dovela je u prethodnim godinama do toga da se sve veći deo subvencija dodeljuje izvan budžeta, kroz izdavanje garancija za zaduživanje preduzeća. Uključivanje i ovih izdataka u ukupan fiskalni deficit za 2014. i njihovo detaljno uključivanje u budžet za 2015. godinu učinilo je i ove subvencije transparentnim, zbog čega je u 2014. godini došlo do obrnutog procesa – delimičnog vraćanja na praksu davanja direktnih budžetskih subvencija umesto garancija.

Okvir 2. Valutna struktura javnog duga i upravljanje kursnim rizikom

Javni dug nominiran u dinarima krajem 2014. godine¹ činio je oko 1/5 (21,5%) ukupnog javnog duga, dok je ostatak nominiran u stranim valutama, i to pre svega u evrima (42,2%) i dolarima (30,9%), dok je učešće duga u ostalim valutama znatno manje. U periodu od 2008. do 2014. učešće javnog duga nominiranog u dinarima je povećano za gotovo osam puta, pri čemu je taj rast bio najbrži u periodu od 2008. do 2011. godine, budući da je država u tom periodu znatan deo svog deficita finansirala emisijom trezorskih zapisa nominiranih u dinarima. Ipak, i dalje nisko učešće dinarskog duga čini održivost javnog duga Srbije znatno izloženom kursnom riziku. Od 2011. godine, beleži se znatan rast duga nominiranog u dolarima, pri čemu je taj rast bio najbrži u 2012. i 2013. godini, kada je država u više navrata emitovala evroobveznice nominirane u dolarima. Istovremeno, učešće duga nominiranog u evrima kontinuirano opada od 2008. godine. Znatan

Grafikon T 6-11: Srbija: Valutna struktura duga u % (2008-2014.)



Izvor: Obračun QM-a

rast udela dolarskog i smanjenje udela evro-nominiranog duga u ukupnom javnom dugu Srbije u znatnoj meri je posledica činjenice da je u prethodnim godinama raspoloživost kapitala u dolarima bila znatno veća, a kamatne stope znatno niže, u odnosu na pozajmice u evrima, usled veoma ekspanzivne monetarne politike Fed-a i višegodišnje primene programa kvantitativnog labavljenja od strane ove institucije, te višegodišnje krize Evrozone i manje raspoloživosti kapitala u evrima. Na pad učešća evro-nominiranog duga uticala je i otplata znatnog dela starih dugova nominiranih u evrima (po osnovu stare štednje i sl.).

Potpuna zaštita od kursnog rizika bi bila moguća jedino kroz isključivo zaduživanje u domaćoj valuti (u kojoj se ostvaruje dohodak), što nije moguće zbog nedovoljne raspoloživosti kapitala na domaćem tržištu. Kretanje deviznih kursa nije moguće sa zadovoljavajućom dozom izvesnosti prevideti, te stoga potpuna zaštita od kursnog rizika nije moguća, ali je zato neophodno da postoji efektivna strategija upravljanja ovim rizicima. Takva strategija bi trebalo da se zasniva na usklađivanju valutne strukture javnog duga sa valutnom strukturom izvoza (efektivno smanjenje dolarskog duga za 10 pp) i razmatranju mogućnosti kupovine osiguranja od kursnog rizika (hedžing), u zavisnosti od visine cene tih poslova i procene kretanja kursa u narednom periodu.

¹ Podaci za 2014. godinu se odnose na kraj novembra, pošto su to poslednji raspoloživi podaci u trenutku analize.

Javni dug će na kraju 2015. iznositi oko 79% BDP

Odnos duga prema BDP tokom 2015. godine će i dalje rasti, zbog stanja u javnim finansijama, pada realnog BDP-a, usled depresijacije dinara u odnosu na evro i dolar, kao i po osnovu eventualnog izdavanja garancija javnim preduzećima, jer se sa reformom velikih korisnika ovih garancija još nije počelo. Polazeći od stanja javnog duga na kraju 2014. godine, te očekivanog kretanja privredne aktivnosti i deficita do kraja 2015. godine, uz pretpostavljeni nastavak blage depresijacije dinara u odnosu na evro, i bez znatnijeg dodatnog zaduživanja unapred (za potrebe finansiranja u narednoj godini), procenjuje se da će javni dug na kraju 2015. godine iznositi oko 77% BDP-a, a uključujući i dug lokalnih zajednica – oko 79% BDP-a.

Prilozi

Prilog 1. Srbija: konsolidovani bilans sektora države¹⁾, 2008-2014.

	2008	2009	2010	2011	2012	2013					2014				
						Q1	Q2	Q3	Q4	Q1-Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1-Q4
I UKUPNI PRIHODI	1.193,5	1.200,8	1.278,4	1.362,6	1.472,1	346,4	380,1	386,7	424,9	1.538,1	352,9	403,3	407,6	457,0	1.620,8
1. Tekući prihodi	1.143,1	1.139,2	1.215,7	1.297,9	1.393,8	327,3	361,3	367,6	405,0	1.461,3	334,9	383,7	385,4	436,8	1.540,8
Poreski prihodi	1.000,4	1.000,3	1.056,5	1.131,0	1.225,9	296,4	321,8	325,8	352,5	1.296,4	301,3	348,7	344,8	375,1	1.369,9
Porez na dohodak	136,5	133,5	139,1	150,8	35,3	38,2	39,8	35,9	42,1	156,1	32,2	35,1	36,9	42,2	146,5
Porez na dobit	39,0	31,2	32,6	37,8	54,8	18,4	11,0	15,4	15,8	60,7	15,5	29,8	14,2	13,2	72,7
PDV	301,7	296,9	319,4	342,4	367,5	87,3	98,7	94,6	99,9	380,6	93,6	97,0	101,7	117,3	409,6
Akize	110,1	134,8	152,4	170,9	181,1	42,5	53,7	52,3	56,3	204,8	42,9	55,2	58,4	56,0	212,5
Carine	25,8	48,0	44,3	38,8	35,8	7,3	7,9	8,2	9,1	32,5	7,3	7,5	7,8	8,6	31,2
Doprinosi	312,7	318,8	323,0	346,6	378,9	93,4	99,7	107,7	117,6	418,3	99,3	109,8	110,7	120,6	440,3
Ostali poreski prihodi	35,6	37,1	46,0	43,5	42,6	9,3	10,9	11,6	11,7	43,5	10,7	14,3	15,1	17,2	57,3
Neporeski prihodi	0,0	138,8	159,2	36,9	37,9	30,9	39,6	41,9	52,5	34,9	33,7	35,0	40,5	61,7	0,0
2. Kapitalni prihodi	1,4	0,9	0,3	2,0	8,7	1,9	0,5	0,6	0,5	3,5	0,4	0,6	0,4	0,6	2,0
II UKUPNI RASHODI	-1.265,5	-1.328	-1.419,5	-1.526,1	-1.717,3	-392,6	-424,8	-452,8	-479,9	-1.750,2	-421,0	-448,3	-447,4	-562,2	-1.878,9
1. Tekući rashodi	-1.089,6	-1.155	-1.224,8	-1.324,8	-1.479,9	-350,9	-385,0	-395,4	-418,6	-1.549,8	-381,7	-393,6	-398,0	-454,7	-1.628,0
Rashodi za zaposlene	-293,2	-302,0	-308,1	-342,5	-374,7	-93,8	-98,1	-97,5	-103,4	-392,7	-95,7	-97,9	-98,6	-98,6	-388,6
Kupovina roba i usluga	-181,4	-187,4	-202,5	-23,3	-235,7	-49,7	-55,3	-60,0	-71,9	-236,9	-50,9	-58,3	-60,2	-87,4	-256,8
Otplata kamata	-17,2	-187,4	-34,2	-44,8	-68,2	-18,9	-27,5	-27,2	-20,9	-94,5	-35,5	-28,6	-26,8	-24,2	-115,2
Subvencije	-77,8	-22,4	-77,9	-80,5	-111,5	-19,0	-22,0	-28,4	-31,8	-101,2	-19,4	-23,7	-27,9	-46,1	-117,0
Socijalni transferi	-496,8	-63,1	-579,2	-609,0	-652,5	-32,4	-173,0	-172,6	-179,5	-687,6	-170,7	-172,4	-172,8	-181,0	-696,8
od čega: penzije ⁵⁾	-331,0	-556,4	-394,0	-422,8	-473,7	-120,0	-124,6	-125,3	-128,2	-498,0	-125,0	-126,9	-128,0	-128,1	-508,1
Ostali tekući rashodi	-23,5	-387,3	-22,9	-31,7	-37,4	-7,1	-9,1	-9,6	-11,1	-36,9	-9,6	-12,6	-14,0	-17,5	-57,3
2. Kapitalni rashodi ⁶⁾	-106,0	-24,0	-105,1	-111,1	-126,3	-13,4	-17,6	-26,7	-26,4	-84,0	-13,9	-25,3	-23,7	-33,7	-96,7
3. Aktivirane garancije	-1,6	-2,2	-2,7	-3,3	-3,7	-2,4	-1,1	-1,6	-2,9	-7,9	-3,4	-5,9	-8,2	-12,1	-29,7
4. Budžetske pozajmice	-19,3	-24,0	-30,0	-25,0	-38,2	-8,0	-3,9	-11,0	-12,8	-35,6	-5,2	-5,8	-0,3	-44,1	-55,4
III KONSOLIDOVANI BILANS	-72,0	-127,1	-141,0	-163,5	-245,2	-46,2	-44,7	-66,1	-55,0	-212,1	-68,1	-45,0	-39,8	-105,2	-258,1

Izvor: QM

Prilog 2. Srbija: međugodišnje realno kretanje konsolidovanog bilansa sektora države¹⁾, 2008-2014.

	2008	2009	2010	2011	2012	2013					2014				
						Q1	Q2	Q3	Q4	Q1-Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1-Q4
I UKUPNI PRIHODI	3,3	-8,9	-1,5	-4,6	0,6	-5,7	-3,5	-2,6	0,1	-2,2	-0,8	4,3	3,5	5,4	3,2
1. Tekući prihodi	3,5	-9,1	-1,5	-4,4	0,1	-6,2	-2,9	-2,8	1,7	-2,6	-0,3	4,3	2,8	5,7	3,3
Poreski prihodi	3,7	-8,8	-2,5	-4,1	1,0	-4,2	-2,1	-3,4	2,9	-1,7	-1,0	6,4	3,8	4,3	3,5
Porez na dohodak	6,3	-10,8	-3,9	-2,9	2,1	-4,9	-12,3	-18,9	-11,6	-12,2	-17,8	-13,5	0,8	-1,7	-8,1
Porez na dobit	18,5	-27,0	-3,6	3,9	35,1	-28,2	-7,9	39,6	44,9	2,9	-18,0	165,3	-9,5	-18,1	17,4
PDV	2,5	-10,2	-0,7	-4,0	0,0	-2,1	-0,6	-6,2	-5,2	-3,8	4,3	-3,6	5,4	15,1	5,4
Akize	0,7	11,6	4,2	0,6	-1,2	9,5	20,1	-10,9	8,2	5,1	-1,7	0,8	9,5	-2,4	1,6
Carine	1,8	-32,4	-14,9	-21,5	-14,0	-15,3	-20,5	-16,9	-9,3	-15,6	-4,4	-7,0	-6,9	-7,3	-6,5
Doprinosi	4,3	-7,0	-6,5	-3,9	1,9	-3,0	-4,4	6,7	10,9	2,6	3,6	29,1	28,1	0,5	3,1
Ostali poreski prihodi	-2,3	-4,9	14,5	-15,2	-8,8	-14,2	-15,6	0,2	10,2	-5,2	12,1	8,2	0,8	44,1	29,2
Neporeski prihodi	2,6	-11,3	5,8	-6,1	-6,2	-22,0	-9,4	2,1	-5,4	-8,7	6,0	-13,1	-5,1	15,1	1,5
2. Kapitalni prihodi	-76,8	-41,4	-66,8	468,2	304,5	159,4	-63,6	-31,7	-91,3	-63,0	-79,6	17,6	-27,7	6,0	-33,3
II UKUPNI RASHODI	5,0	-4,8	-1,7	3,3	4,3	-9,1	-9,8	2,3	-4,2	-0,3	4,4	3,7	-3,0	14,8	5,2
1. Tekući rashodi	6,9	-3,3	-2,2	3,1	4,1	-7,2	-5,2	3,0	-1,0	-2,7	6,0	0,4	-1,2	6,5	2,9
Rashodi za zaposlene	10,9	-6,0	-5,9	0,4	2,0	-2,1	-5,7	0,0	-2,1	-2,6	-0,6	-2,0	-3,0	-6,5	-3,1
Kupovina roba i usluga		-5,7	-0,3	4,3	1,5	-13,4	-20,3	4,5	4,0	-6,6	-0,1	3,4	-1,6	19,1	6,2
Otplata kamata	-2,8	-5,7	-0,3	17,4	41,9	9,8	86,3	9,5	26,7	28,8	82,9	2,2	-3,4	13,6	19,3
Subvencije	-13,3	19,0	40,6	7,4	29,1	-24,7	-20,7	35,9	-29,5	-15,6	-0,8	6,0	-3,8	41,9	13,2
Socijalni transferi	10,1	-26,0	13,9	5,8	-0,1	-6,4	-2,5	-1,2	1,7	-2,1	2,4	-2,2	-1,8	-1,2	-0,7
od čega: penzije ⁵⁾	9,5	2,2	-3,9	3,9	4,4	-4,8	-4,1	-1,6	1,2	-2,3	1,5	0,0	0,2	2,0	-0,1
Ostali tekući rashodi	14,9	6,7	-6,1	23,9	9,9	-19,6	-29,5	12,4	10,6	-8,4	31,1	36,2	43,1	55,0	42,6
2. Kapitalni rashodi ⁶⁾	-4,3	-6,7	-11,8	5,3	6,0	-52,9	-29,0	-16,6	-46,7	-38,2	1,4	41,5	-12,8	25,2	12,7
3. Aktivirane garancije	283,5	-2,2	-2,7	-3,3	-3,7	13,6	82,2	324,3	184,6	248,7	40,7	439,8	417,0	310,5	267,8
4. Budžetske pozajmice	13,3	-24,0	-30,0	-25,0	-38,2	53,0	-79,8	34,7	49,3	44,2	-36,1	45,5	-97,4	237,4	52,2

Izvor: QM

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

	Q4 2014/Q4 2013			
	Konsolidovani budžet	Budžet Republike	RFZO	Lokalne samouprave
A Ukupni prihodi (I)+(II)+(III)+(IV)	6,0	9,2	-2,4	6,1
I Tekući prihodi (1)+(2)	5,7	8,8	-14,1	3,2
1. Poreski prihodi	4,3	6,3	-16,9	7,0
1.1. Carine	-7,3	-7,3	-	-
1.2. Porez na dohodak građana	-1,7	13,7	-	-8,3
1.3. Porez na dobit pravnih lica	-18,1	-19,5	-	-
1.4. PDV	15,1	15,1	-	-
1.5. Akcize	-2,4	-2,4	-	-
1.6. Porezi na imovinu	-	-	-	76,8
1.9. Ostali poreski prihodi	0,5	5,3	-	5,9
1.10. Doprinosi za socijalno osiguranje	-	-	-16,9	-
2. Neporeski prihodi	15,1	24,3	103,6	-8,0
II Kapitalni prihodi	5,96	-	-71,0	5,6
III Transferi sa ostalih nivoa države	-	-	28,7	16,5
IV Donacije	241,4	312,9	-	50,2
		0,0		
B Ukupni javni rashodi (I)+(II)+(III)+(IV)	7,6	14,5	2,4	-18,1
I Tekući rashodi	6,5	11,5	2,5	-13,7
1.1. Zarade	-6,5	-5,2	-8,3	-9,8
1.2. Kupovina roba i usluga	19,1	41,8	10,8	-13,0
1.3. Otplata kamate	13,6	16,4	-100,0	-13,7
1.4. Subvencije	41,9	64,9	0,0	-13,6
1.5. Socijalno osiguranje i socijalna pomoć	-1,2	-1,3	16,0	-19,4
1.6. Transferi ostalim nivoima vlasti	-	1,3	-	-
1.7. Ostali tekući rashodi	55,0	103,9	2411,3	-18,3
II Kapitalni rashodi	25,2	56,2	-45,0	-37,5
III Strateške rezerve	-	1852,5	-	-49,9
IV Neto pozajmice	192,4	95,2	-	-90,9

Izvor: Obračun QM-a
Indeks potrošačkih cena (Q3/Q3)

7. Monetarni tokovi i politika

Nastavak pada međugodišnje stope inflacije u Q4 oslobodilo je prostor za dalju relaksaciju monetarne politike. Ipak, NBS je vrlo oprezno smanjivala referentnu kamatnu stopu dok je većinu svojih aktivnosti usmerila na stabilizaciju kursa dinara. U poslednjem kvartalu prethodne godine intervencije na deviznom tržištu su bile usmerene na sprečavanje nagle deprecijacije dinara, dok su prva dva meseca tekuće godine intervencije bile usmerene na sprečavanje naglih promena kursa u oba smera. Stanje u privredi Srbije (recesija, niska inflacija, pad kreditne aktivnosti), usvojene mere fiskalne konsolidacije i kretanja u međunarodnom okruženju stvaraju prostor za znatnije i brže smanjivanje restriktivnosti monetarne politike. Kreditna aktivnost domaćih banaka neznatno je povećana u segmentu privrede dok su svi ostali plasmani zabeležili smanjenje. Banke u stranom vlasništvu i dalje povlače plasmane iz Srbije, što ukazuje na ozbiljne probleme u preduzećima, ali i u bankarskom sektoru. Imajući u vidu ove negativne trendove i prestanak programa subvencionisanih kredita neophodno je naći novi mehanizam za pokretanje kreditne aktivnosti u Srbiji. Tokom 2014 godine primetno je stabilizovanje i blago smanjenje učešća loših kredita, pri čemu su poboljšanja zabeležena u segmentu pravnih lica i domaćinstava.

Centralna banka: bilans i monetarna politika

NBS umereno i oprezno smanjuje restriktivnost monetarne politike

Monetarna politika NBS i pored daljeg pada međugodišnje stope inflacije ispod planiranog okvira u Q4 je bila više usmerena ka stabilizaciji deviznog tržišta. Ovaj stav potvrđuje činjenica da i pored deflacije koja je zabeležena na mesečnom nivou, NBS je samo jednom korigovala referentnu stopu za 0,5 pp. da bi je ostavila na nivou od 8% sve do polovine marta meseca kada je dodatno smanjena na 7,5%. Sa strane intervencija prvenstveno usmerenih ka stabilizaciji deviznog tržišta, NBS je dva puta u Q4 a zatim još jednom u januaru menjala odluku o deviznoj obaveznoj rezervi kako bi deo dinarske likvidnosti povukla i smanjila pritisak na međubankarskom deviznom tržištu (MDT). Slabiji tempo smanjivanja referentne kamatne stope posledica je i delom i velikog povlačenja banaka iz REPO plasmana koje je otpočelo u Q3. U drugoj polovini godine REPO stok je smanjen za oko 755 miliona evra, delimično kao posledica smanjenja dinarske likvidnosti do koje je došlo zbog obaveze banaka da veći deo devizne obavezne rezerve pokrivaju dinarima. Oslobođene devizne obavezne rezerve banke su uglavnom vratile centralama u inostranstvu. Međugodišnja stopa inflacije se u januaru nalazila na 0,1% usled visoke baze iz prethodne godine ali i pored toga može se očekivati da će inflacija uprkos najavljenom poskupljenju struje usled niske agregatne tražnje ostati i u prvoj polovini 2015. godine ispod ciljanog okvira. U februaru je usvojena Izmena zakona o bankama, koji pokazuju da NBS sve veću pažnju posvećuje problemima u bankarskom sektoru sa akcentom na visok nivo nenaplativih kredita (videti detaljnije u Lupi 1). Ipak smatramo da i pored ovih napora centar budućih aktivnosti treba da bude kreiranje pozitivnih podsticaja za nove kreditne plasmane a ne samo stabilizacija deviznog tržišta.

Tabela T7-1. Srbija: NBS intervencije i devizne rezerve 2012-2014

	2012				2013				2014			
	Mar	Jun	Sep	Dec	Mar	Jun	Sep	Dec	Mar	Jun	Sep	Dec
Repo stok (u milionima evra)	1.055,98	111,98	2,29	354,16	678,86	663,82	832,03	966,40	783,96	824,19	387,39	69,48
Repo stopa NBS	9,50	10,00	10,50	11,25	11,75	11,00	11,00	9,50	9,50	8,50	8,50	8,00
repo stopa korigovana za inflaciju	1,11	-2,77	-5,74	1,11	6,95	3,31	13,24	10,38	4,38	5,09	6,78	10,63
repo stopa korigovana za promene kursa	-18,43	-7,27	-6,50	-3,99	19,25	12,85	12,83	9,25	5,28	7,08	0,03	-1,94
Intervencije NBS na međubankarskom dev. tržištu (u milionima evra, kumulativno)	-498,50	-1.288,80	-1.348,30	-1.343,30	10,00	-215,00	-140,00	375,00	-800,00	-630,00	-855,00	-1620,00
	kumulativi, u % od stanja početnog M2¹⁾											
Neto sopstvene rezerve ²⁾	-17,6	-45,4	-35,6	-6,0	12,5	7,1	17,9	43,2	-31,2	-4,9	2,0	-6,6
Neto Domaća aktiva (NDA)	2,4	61,3	65,8	41,3	-15,3	-3,9	-16,2	-31,3	12,2	-11,4	-7,6	15,6
Dinarski depoziti države ³⁾	-5,1	6,1	4,3	-4,3	1,0	-1,2	-4,7	-19,9	3,3	-14,6	-24,3	-9,5
Repo operacije i trajna prodaja hartija NBS ⁴⁾	2,2	53,7	59,3	40,2	-16,0	-14,7	-23,8	-30,7	9,2	6,5	28,9	46,0
Ostala (domaća) aktiva, neto ⁵⁾	5,3	1,5	2,3	5,4	-0,3	12,0	12,4	19,3	-0,3	-3,4	-12,2	-20,9
Primarni novac	-15,2	15,9	30,2	35,3	-2,8	3,3	1,7	12,0	-19,0	-16,3	-5,6	9,0
od čega: gotovina u opticaju	-3,3	-4,0	-1,4	-1,6	-3,9	-0,7	1,0	5,4	-5,2	-3,5	0,5	3,7
od čega: slobodne rezerve	-13,6	-1,6	-1,1	5,4	0,6	2,1	-1,4	4,4	-12,1	-11,6	-7,3	-0,6
	u milionima evra, kumulativno od početka godine											
Narodna banka Srbije, neto	-1.070,60	-2.087,45	-2.383,97	-1.050,95	30,01	-992,01	-1.041,50	943,97	-608,63	-725,22	169,79	-778,03
Bruto rezerve	-1.138,11	-2.090,09	-2.536,57	-1.324,15	-385,77	-1.576,91	-1.822,60	240,33	-793,11	-1.090,74	-276,23	-1.309,69
Obaveze	67,51	2,64	152,60	273,20	415,78	584,90	781,10	703,63	184,49	365,52	446,02	531,66
MMF	58,24	-6,44	138,99	258,95	401,14	568,40	759,83	695,60	182,35	364,90	446,72	539,97
Ostale obaveze	9,27	9,07	13,61	14,25	14,65	16,50	21,27	8,03	2,14	0,61	-0,70	-8,31
STRUKTURA NETO REZERV NBS												
1. Narodna banka Srbije, neto	-1.070,60	-2.087,45	-2.383,97	-1.050,95	30,01	-992,01	-1.041,50	943,97	-608,63	-725,22	169,79	-778,03
1.1 Depoziti poslovnih banaka	459,45	740,45	1.030,19	907,59	911,80	967,01	1.058,25	240,42	-125,77	91,72	28,90	610,69
1.2 Depoziti države	263,40	488,43	683,75	28,63	-811,79	47,05	209,55	-359,83	144,17	541,44	-162,64	48,59
1.3 NBS sopstvene rezerve	-347,74	-858,58	-670,03	-114,73	130,02	22,06	226,30	824,56	-590,22	-92,05	36,05	-118,75
(1.3 = 1 - 1.1 - 1.2)												

Izvor: NBS.

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

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

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

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

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

Postoji prostor za snažnije smanjenja restriktivnosti monetarne politike

Stanje u privredi Srbije, usvojene mere fiskalne konsolidacije i kretanja u međunarodnom okruženju stvaraju prostor za znatnije i brže smanjivanje restriktivnosti monetarne politike. Privreda se još uvek nalazi u recesiji, inflacija je ispod ciljnog nivoa (uz česte periode deflacije) a kreditna aktivnost banaka već nekoliko godina ima trend opadanja. Vlada je tokom druge polovine godine preduzela niz mera za znatnije smanjivanje fiskalnog deficita, koje su već počele da daju efekte koji su približno u skladu sa očekivanjima. Evropska centralna banka je počela sa programom snažne monetarne ekspanzije, što će uticati na slabljenje evra u odnosu na druge svetske valute. U takvim okolnostima ocenjujemo da postoji prostor za dodatno smanjivanje restriktivnosti monetarne politike, kako preko smanjenja referentne kamatne stope, tako i kroz postepeno smanjivanje stope obaveznih rezervi. NBS bi trebala da smanjuje restriktivnost monetarne politike sve dok se inflacija ne stabilizuje oko sredine ciljnog koridora (4% godišnje). Naravno NBS bi kao i do sada sprečavala naglu deprecijaciju dinara, jer bi ona u visoko evroizovanoj privredi kao što je srpska imale negativan uticaj na devizne dužnike

Ekspanzivnija monetarna politika bi delovala antirecesiono i doprinela bi poboljšanju konkurentnosti privrede Srbije

Ekspanzivnija monetarna politika bi u umereno delovala antirecesiono jer bi manje kamatne stope uticale na rast privatnih investicija i privatne potrošnje. Ukoliko privatne investicije, privatna potrošnja i izvoz brže porastu to će recesioni uticaj fiskalne konsolidacije biti manji i kratkotrajniji. Rast privatnih investicija i privatne potrošnje zavisi od velikog broja faktora, među kojima monetarna politika nije najvažniji, ali bi i taj relativno skroman uticaj trebalo iskoristiti. Ekspanzivna monetarna politika NBS bi trebala da obezbedi da uprkos snažnoj monetarnoj ekspanziji u Evrozoni, dinar u narednim godinama umereno slabi u odnosu na evro. Slabljem dinara podsticao bi se izvoz, a destimulisao uvoz, što bi u kombinaciji sa planiranim strukturnim reformama, povoljno uticalo na privrednu aktivnost i zaposlenost.

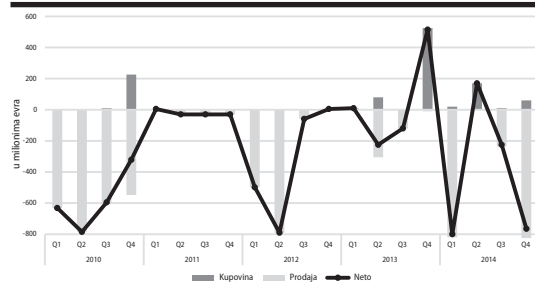
Primarni novac ponovo beleži rast u Q4...

Kraj godine obeležio je nastavak deprecijacijskih pritisaka na međubankarskom deviznom tržištu (MDT). Usled toga je u Q4 u intervencijama NBS je preovladavala prodaja deviza sa iznosom od 825 milion evra, naspram kupovine od samo 60 milion evra (Grafikon T7-2). Tokom 2014 godine NBS je za potrebe usporavanja slabljenja dinara prodala 1,62 milijarde evra (u 2013. godini NBS bila neto kupac deviza za 375 miliona evra, Tabela T7-1). U Q4 NBS je nastavila da dodatno oslobađa deviznu likvidnost u bankarskom sektoru novim izmenama Odluke o obaveznoj rezervi banaka. Prvi put sredinom oktobra a zatim još jednom u decembru i januaru,

... usled značajnog povlačenja banka iz REPO plasmana

NBS je smanjila stopu devizne obavezne rezerve na sadašnjih 26% za obaveze sa ugovorenom ročnošću do dve godine i na 19% za obaveze sa ročnošću preko dve godine. Ukupan efekat je dodatno pojačan promenom strukture devizne obavezne rezerve, pošto je povećan deo koji se izdvaja u dinarima na 38% i 30% za obaveze do i preko dve godine ročnosti. Usled relativno

Grafikon T7-2. Srbija: NBS intervencije na međubankarskom deviznom tržištu 2010-2014



Izvor: NBS

većeg povećanja dinarskog dela devizne obavezne rezerve u odnosu na smanjenje opšte stope, poslovnim bankama se na ovaj način izvlači jedan deo dinarske likvidnosti dok se devizna likvidnost oslobađa. U januaru 2015. ECB je usvojila programa kvantitetskih olakšica kojima se počevši od marta planira kupovina državnih obveznica na mesečnom nivou za 60 milijardi evra. Program je planirano da traje najmanje do septembra 2016. godine sa mogućnošću produženja usled čega se očekuje upumpavanje preko 1,2 hiljade milijardi evra u tržište evrozone.

Povećane intervencije na MDT uticale na pad neto sopstvenih rezervi

U prva dva meseca 2015. godine primetan je i manji nivo intervencija na MDT u Srbiji gde je NBS zaključno sa februarom bila u poziciji neto kupca sa 50 miliona evra (u januaru prodato 90 miliona dok je u februaru kupljeno 140 miliona evra). Ocenjujemo kao vrlo pozitivno to što je NBS od početka godine intervencijama na deviznom tržištu sprečila jačanje dinara. Jačanje dinara u uslovima još uvek visokog spoljnog deficita i visoke nezaposlenosti bi građanima donelo kratkoročne koristi (manje troškove vraćanje kredita, jeftinije uvozne proizvode) ali bi dugoročno bilo štetno jer bi uticalo na gašenje radnih mesta. Većim obim intervencija na MDT uticao je da se u Q4 neto sopstvene rezerve¹ NBS smanje za 155 miliona evra dok su na nivou cele 2014. godine neto sopstvene rezerve smanjene su za 118 miliona evra (u Q3 su neto sopstvene rezerve NBS povećane za 128 miliona evra, Tabela T7-1). Primarni novac je i pored toga u Q4 zabeležio rast od 14,67% od vrednosti sa početka godine (u Q3 primarni novac povećan za 10,69% od vrednosti zabeležene na početku godine). Negativan efekat pada neto sopstvenih rezervi na kreiranje primarnog novca neutralisan je novim rastom neto domaće aktive (NDA) koji je u Q4 iznosio 23,21% vrednosti sa početka godine. Kao i u prethodnom kvartalu rast NDA je posledica smanjenja REPO plasmana za 317,5 miliona evra odnosno 17,1% od vrednosti sa početka godine. Na rast primarnog novca pozitivno je delovalo i povećanje ostale neto aktive u Q4 za 8,69%, dok je veći rast ublažen povećanje dinarskog depozita države za 14,8% od vrednosti sa početka godine.

Monetarni sistem: struktura i tokovi novčane mase

Novčana masa beleži međugodišnji rast u Q4 ...

... po osnovu blagog povećanja kreditne aktivnosti nedržavnog sektora

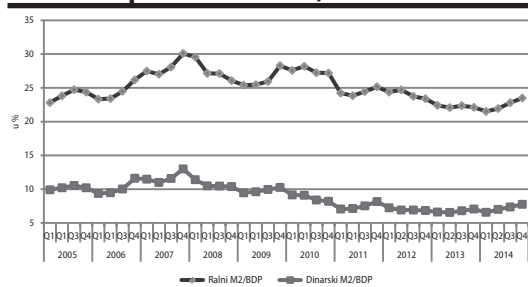
U odnosu na vrednost sa početka godine, novčana masa M2² je u Q4 zabeležila nominalno povećanje od 8,6%. Ovo je ujedno i prvi kvartal nakon više od 18 meseci da su i krediti nedržavnom sektoru povećani i to za 3% (u Q3 krediti nedržavnom sektoru zabeležili su pad od -1,2% međugodišnje a u Q2 -4,5% međugodišnje, Tabela T7-4). Nakon korekcije za inflaciju u toku godine koja je bila izrazito niska realni rast M2 na nivou godine iznosi 6,7% od čega krediti nedržavnom sektoru na godišnjem nivou beleže povećanje od 1,2%. Ipak kada se uzme u obzir deprecijacija dinara u celokupnoj 2014. godini, krediti nedržavnom sektoru beleže pad od -2,5% pri čemu se od početka godine uočava jasan trend usporavanja ovog pada (nakon korekcije za promenu kursa u Q1 pad -10,3%, u Q2 pad -6,75 dok je u Q3 pad iznosio -5,85).

Na nivou kvartala novčana masa beleži porast od 2,7% vrednosti zabeležene na početku godine (u Q3 takođe zabeležen kvartalni rast od 4,5%, Tabela T7-4), u kojem se najveći doprinos duguje promenama u stanju NDA. Za razliku od prethodnog kvartala, sada je NDA imala pozitivan

¹ Vraćanje kredita NBS prema MMF je takođe uticalo na smanjenje deviznih rezervi (videti poglavlje o Platnom bilansu)

² 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.

7. Monetarni tokovi i politika

Grafikon T7-3. Srbija: kretanje novčane mase kao procenat BDP-a, 2005-2014

Izvor: Proračun QM-a

doprinos rasti novčane mase usled povećanja od 3,4% vrednosti M2 sa početka godine. Drugi ključni element NSA nakon velikog povećanja u Q3 na nivou Q4 zabeležila je minimalno smanjenje od 0,6% od vrednosti M2 sa početka godine (u Q3 rast NSA iznosi 11,8%).

Tabela T7-4. Srbija: rast novca i agregata koji mu doprinose, 2012-2014

	2012				2013				2014			
	Mar	Jun	Sep	Dec	Mar	Jun	Sep	Dec	Mar	Jun	Sep	Dec
	12-m, u %											
M2 ¹⁾	14,0	18,1	13,8	9,6	8,2	4,5	6,1	4,6	4,2	6,6	8,6	8,6
Kreditni nedržavnom sektoru ²⁾ (promena stanja u dinarima)	14,4	14,0	16,6	9,8	1,9	-0,5	-4,4	-4,5	-6,1	-4,5	-1,2	3,0
Kreditni nedržavnom sektoru ³⁾ (korigovani tokovi za promenu kursa)	8,6	4,6	7,0	3,8	1,6	0,6	-4,1	-5,0	-8,2	-5,4	-3,7	-0,7
Domaćinstva	5,7	3,3	3,0	2,5	3,0	2,9	2,9	2,6	2,0	2,5	3,0	3,6
Privreda	10,1	5,3	9,1	4,4	0,9	-0,6	-7,6	-8,8	-13,4	-9,7	-7,3	-3,2
	12-m realni, u %											
M2 ¹⁾	10,1	12,0	3,4	-2,2	-2,6	-4,7	1,2	2,3	1,9	3,5	4,3	6,7
Kreditni nedržavnom sektoru ²⁾ (promena stanja u dinarima)	10,5	8,1	5,9	-2,0	-8,2	-9,2	-8,9	-6,5	-8,3	-5,7	-3,3	1,2
Kreditni nedržavnom sektoru ³⁾ (korigovani tokovi za promenu kursa)	4,9	-1,2	-3,6	-8,1	-8,7	-8,2	-8,5	-7,0	-10,3	-6,7	-5,8	-2,5
Domaćinstva	2,0	-2,4	-7,2	-9,2	-7,5	-6,1	-1,9	0,4	-0,3	1,2	0,7	1,8
Privreda	6,3	-0,5	-1,7	-0,5	-9,3	-9,3	-11,8	-10,7	-15,4	-10,8	-9,3	-4,9
	u milijardama dinara na kraju perioda											
Novčana masa: M2 ¹⁾	1.499,7	1.588,6	1.607,6	1.641,7	1.622,7	1.659,8	1.705,8	1.719,3	1.691,4	1.740,2	1.818,4	1.864,7
Novčana masa: dinarski M2 ¹⁾	445,0	444,6	467,4	480,6	478,8	492,5	519,5	547,6	516,4	555,3	587,1	614,5
Devizni depoziti (privreda i domaćinstva)	1.054,7	1.144,0	1.140,2	1.161,1	1.143,8	1.167,3	1.186,3	1.169,3	1.175,0	1.185,0	1.231,3	1.250,2
	kumulativni, u % od početog M2⁴⁾											
M2 ¹⁾	0,1	6,1	7,3	9,6	-1,2	1,1	3,9	4,6	-1,5	1,4	5,9	8,6
Neto strana aktiva (NSA), dinarski prirast	-5,6	-4,5	-7,9	0,2	7,2	2,7	5,2	10,6	0,2	-0,1	11,7	11,1
Neto domaća aktiva (NDA)	5,7	10,5	15,2	9,4	-8,4	-1,6	-1,3	-6,0	-1,6	1,4	-5,8	-2,4

Izvor: NBS

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

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

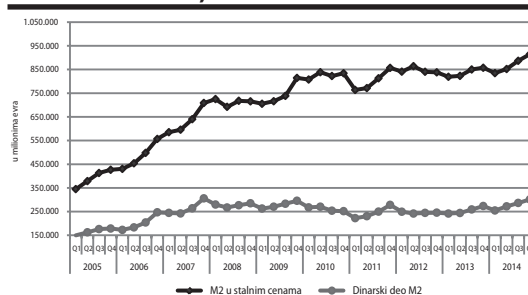
3) Tokovi su korigovani za promenu kursa. Korekcije su sprovedene pod pretpostavkom da je 70% kredita nedržavnom sektoru (i domaćinstvima i privredi) indeksirano prema evru.

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

U okviru rasta M2 svi elementi zabeležili pozitivan doprinos...

... pri čemu prednjače devizni depoziti

Na kraju Q4 struktura rasta novčane mase M2 od 8,6% međugodišnje pokazuje pozitivan doprinos svih pojedinačnih elemenata ovog monetarnog agregata. Iako je rast u prethodnim kvartalima bio nošen povećanjem najužeg agregata M1, u Q4 je njegov doprinos ostao na 2,5 procentnih poena (pp.) od ukupnog rasta M2. Devizni depoziti u Q4 ponovo preuzimaju ulogu vodećeg elementa rasta i na njih odlazi 4,7 pp. od ukupnog povećanja M2 na međugodišnjem nivou (u Q3 doprinos deviznih depozita je bio 2,6 pp. dok je M1 objašnjavao 3,3 pp. međugodišnjeg rasta M2). Iako sa najmanjim pojedinačnim doprinosom, štedni i oročeni depoziti su u međugodišnjem rastu M2 učestvovali sa 1,4 pp. što ocenjujemo kao pozitivan trend ako se ima u vidu da je ovaj element pre Q32014. više od dve godine beležio negativne vrednosti.

Grafikon T7-5. Stanje novčane mase u stalnim cenama, 2005-2014

Izvor: Proračun QM-a

Bankarski sektor: plasmani i izvori finansiranja

Kreditni privredi u Q4 beleže povećanje...

Pad plasmana poslovnih banaka koji je uočen u prethodnom kvartalu, pojačan je u Q4 u kojem je zabeleženo smanjenje od 432 miliona evra (u Q3 je pad ukupnih plasmana banaka iznosio 85 miliona, Tabela T7-6). Pad plasmana ponovo je rezultat povlačenja banaka iz REPO zapisa koje je u Q4 iznosilo 313 miliona evra (u Q3 povlačenje iz REPO plasmana iznosilo je 423 miliona evra). Dodatni efekat na pad ukupnih plasmana u Q4 imalo je i smanjenje neto kredita državi od

... ali se stanovništvo ponovo razdužuje

124 miliona evra usled povećanja depozita države u ovom periodu. Delimično bolja situacija je u slučaju kreditne aktivnosti kod nedržavnog sektora. U Q4 se beleži povećanje kreditnih plasmana u sektoru privrede za 61 milion evra što je najvećim delom posledica korišćenja sredstava iz programa subvencionisanih kredita za održanje likvidnosti i finansiranje trajnih obrtnih sredstava. Pozitivan efekat ovog rasta plasmana privredi gotovo je u potpunosti neutralisan razduživanjem stanovništva od 57 miliona evra u Q4. Usled toga ukupan rast plasmana nedržavnom sektoru iznosio je tek 4 miliona evra. Ukoliko posmatramo i inostrane izvore kreditiranja situacija je pogoršana činjenicom da su se preduzeća u Q4 po osnovu prekograničnih kredita razdužila za 91 milion evra. Posmatrano zbirno iz domaćih i inostranih izvora u Q4 se kod privrede i stanovništva ponovo beleži razduživanje za 87 miliona evra (Grafikon T7-7)

Tabela T7-6. Srbija: poslovanje banaka – izvori i struktura plasmana, korigovani¹⁾ tokovi, 2012-2014

	2012				2013				2014			
	Mar	Jun	Sep	Dec	Mar	Jun	Sep	Dec	Mar	Jun	Sep	Dec
u milionima evra, kumulativni od početka godine												
Izvori sredstava (-, povlačenje)	672	692	472	-384	109	341	213	420	578	540	678	678
Domaći depoziti	589	146	15	-459	4	-56	-325	-394	240	-32	-382	-460
Depoziti stanovništva	-49	-189	-296	-578	-87	-132	-252	-423	45	-105	-149	-250
dinarski depoziti	30	69	36	11	16	-34	-110	-279	27	-51	-75	-143
devizni depoziti	-79	-258	-332	-589	-102	-98	-141	-144	17	-54	-74	-107
Depoziti privrede	638	336	311	120	91	76	-73	29	195	72	-233	-210
dinarski depoziti	362	304	230	99	-11	-11	-109	-162	210	45	-159	-273
devizni depoziti	275	31	81	21	102	87	36	191	-15	27	-75	63
Obaveze prema inostr. (zaduživanje i rač. nerezid.)	3	345	335	127	357	406	588	806	358	396	610	907
Kapital i rezerve	80	200	123	-52	-252	-9	-50	8	-20	176	276	232
Devizne rezerve (-, povlačenje)	-199	371	164	284	-278	-104	84	-304	193	215	673	1.019
Plasmani¹⁾	409	-424	201	521	123	-169	-67	42	-343	66	-19	-451
Ukupno privreda i stanovništvo	309	136	784	589	-23	-348	-551	-875	-577	-382	-300	-296
Privreda	375	161	741	552	-71	-463	-728	-1.018	-570	-488	-471	-410
Stanovništvo	-67	-25	42	37	48	115	177	143	-7	105	171	114
Plasmani u hartije NBS ²⁾	-28	-944	-1.052	-701	321	319	492	628	-176	-133	-556	-869
Neto kreditiranje države ³⁾	128	385	470	632	-175	-140	-8	290	411	581	837	713
PRO MEMORIA												
Obavezne rezerve i depoziti	-552	-418	-451	-265	248	178	-178	-134	-2	-215	-223	-730
Ostala potraživanja od NBS (neto) ⁴⁾	-199	-20	-42	58	-212	-143	60	44	-136	-135	-4	110
od čega: slobodne rezerve posl. banaka	-187	45	54	10	-161	-107	49	38	-156	-162	-9	112
Ostale stavke ⁵⁾	150	222	56	146	-46	-96	-92	-22	-289	-454	-822	-592
Efektivna obavezna rezerva (u %) ⁶⁾	22	23	23	23	25	24	22	23	23	22	22	19

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.

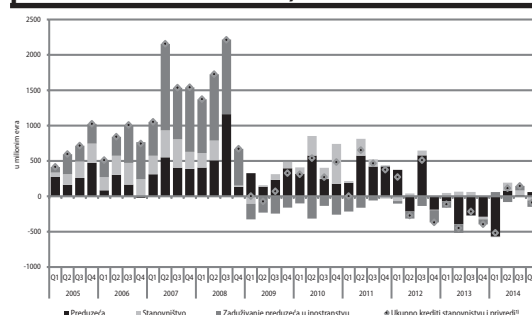
3) Neto kreditiranje države: krediti odobreni državi umanjeni za depozite države u poslovnim bankama; negativni predznak označava veći porast depozita nego kredita. Država obuhvata sve nivoe vlasti: republički nivo i nivo lokalne samouprave.

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

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

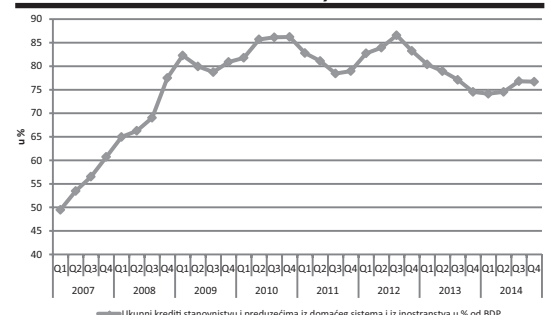
6) Efektivna obavezna rezerva predstavlja učešće obavezne rezerve i depozita u zbiru ukupnih depozita (stanovništva i privrede) i zaduženja banaka u inostranstvu. U osnovicu za obračun obavezne rezerve nije uključen subordinirani dug, usled nedostupnosti

Grafikon T7-7. Srbija: prirast novih kredita privrede i stanovništva, 2005-2014



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

Grafikon T7-8. Srbija: ukupna kreditna zaduženost u % od BDP-a, 2007-2014



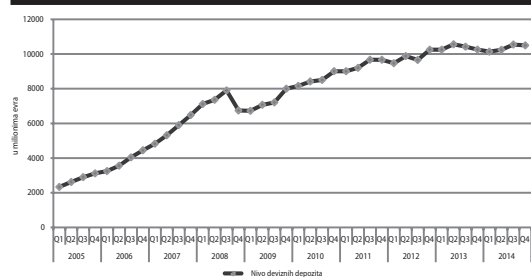
Izvor: Proračun QM-a

Izvori za nove plasmane se smanjuju ...

... usled razduživanja banaka prema inostranstvu

Na strani izvora za nove plasmane takođe su prisutni negativni trendovi u domaćem bankarskom sektoru. Posle blagog rasta u prethodnom kvartalu u Q4 se beleži smanjenje izvora od 174 miliona evra (u Q3 povećani izvori za 36 miliona evra, Tabela T7-6). U okviru svih izvora za plasmane, domaći depoziti su imali pozitivan uticaj usled povećanja od 78 miliona evra. Unutar njih, sektor stanovništva je povećao svoje depozite kod poslovnih banaka u Q4 za 101 milion evra od čega je 2/3 u dinarskom znaku a ostatak u devizama. Na računu depozita privrede se beleži smanjenje koje je tipično za kraj godine i u Q4 iznosi 23 miliona evra. Na rast izvora za nove plasmane u Q4 pozitivno je delovalo i povećanje kapitala i rezervi poslovnih banaka od

Grafikon T7-9. Srbija: nivo deviznih depozita, 2005-2014



Izvor: NBS

44 miliona evra čime je povećan kreditni potencijal u ovom kvartalu. Uprkos pozitivnim doprinosima ova dva izvora, razduživanje domaćih banaka prema inostranstvu od 297 miliona evra uticalo je da se na nivou kvartala ipak zabeleži pad ukupnih izvora za nove plasmane (u Q3 se banke razdužile prema inostranstvu za 214 miliona evra). Domaće banke su po osnovu ranije pozajmljenih sredstava svojim centralama u inostranstvu na nivou cele godine vratile 907 miliona evra, što prevazilazi iznos razduživanja iz 2013. godine kada je po istom osnovu vraćeno 806 miliona evra.

Tabela T7-10. Srbija: učešće loših kredita prema tipu dužnika, 2009-2014

	2009		2010		2011		2012			2013			2014			
	Dec	Dec	Dec	Dec	Mar	Jun	Sep	Dec	Mar	Jun	Sep	Dec	Mar	Jun	Sep	Dec
	stanje na kraju perioda															
Pravna lica	12,14	14,02	17,07	17,72	19,26	19,04	19,06	22,62	27,77	31,13	27,76	28,67	28,12	26,76	25,5	
Preduzetnici	11,21	15,8	17,07	16,05	18,47	17,56	15,92	16,79	18,19	20,86	20,82	21,11	29,77	43,61	43,29	
Fizička lica	6,69	6,71	7,24	7,57	7,69	8,05	8,32	8,44	8,37	8,14	8,59	8,7	9,22	11,41	9,97	
Iznos ostataka duga po kreditima u docnji (u milijardama evra)	1,58	1,94	2,63	2,67	2,71	2,97	3,19	3,87	4,47	4,82	4,09	4,05	4,07	3,81	3,70	

Izvor: Proračun QM-a

Podsticanje kreditne aktivnosti banaka trebalo bi da postane jedan od važnijih ciljeva NBS

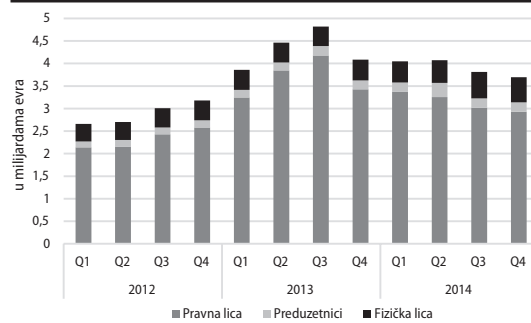
Kreditna aktivnost banaka već nekoliko godina sa povremenim prekidima ima tendenciju opadanja. Posebno je zabrinjavajuće što se smanjuju krediti privredi, jer je bez rasta kreditne aktivnosti teško ostvariv njen oporavak. Od početka krize država je u nekoliko navrata primenivala program subvencionisanih kredita, kojim je uspevala da relativno značajno, ali privremeno podstakne rast kreditne aktivnosti. S obzirom da u okviru programa fiskalne konsolidacije nisu predviđena sredstva (a to verovatno nije ni moguće) za nove programe subvencionisanih kredita, postavlja se pitanje na koji je način moguće podstaći rast bankarskih kredita usmerenih privredi? U srednjem roku ključne mere su rešavanje problema loših kredita i unapređenje privrednog ambijenta kojima bi se poboljšale performanse preduzeća tako da postanu podobna za odobravanje bankarskih kredita. Međutim, s obzirom na recesiju u privredi bilo bi dobro da se već u toku ove godine primene dodatne mere za rast kredita. Smanjenje restriktivnosti monetarne politike, preko smanjenja referentne kamatne stope i stope i obaveznih rezervi bi dodatno povećalo likvidnost banaka, koje bi se bar jednim delom prelila u nove kredite privredi. Osim toga NBS bi u saradnji sa bankama koje posluju u Srbiji trebalo da razmotri mogućnost kako da se povećana likvidnost u EU jednim delom iskoristi za finansiranje preduzeća u Srbiji.

U segmentu nenaplativih kredita prisutna stabilizacija

Usled blagog povećanja kreditne aktivnosti i nepromenjenog stoka loših kredita, njihovo učešće u ukupnim kreditnim plasmanima u Q4 beleži pad na 21,06% (u Q2 učešće loših kredita iznosilo 22,02%, Grafikon T7-11). Stabilizacija i blago smanjenje u neto iznosu prisutno je od kraja 2013. godine ali je usled većeg pada kreditne aktivnosti njihovo relativno učešće nastavilo da raste do prethodnog kvartala. Iznos duga po lošim kreditima je sa 3,7 milijarde evra nepromenjen u odnosu na prethodni kvartal pri čemu se u strukturi loših kredita beleže neznatne promene. Segment pravnih lica koji ujedno predstavlja i najveći deo blago smanjuje učešće loših kredita na 25,5% što predstavlja poboljšanje od 1,26 pp. Nakon zabrinjavajućeg rasta u segmentu preduzetnika na preko 43%, u Q4 se beleži gotovo nepromenjena vrednost pri čemu treba imati u

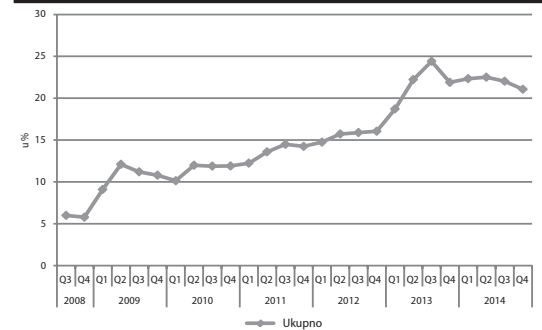
vidu da ipak ovaj segment iman najmanje učešće od oko 6% u ukupnim lošim kreditima. Ono što predstavlja pozitivnu promenu je poboljšanje od 1,44 pp. koje se beleži u segmentu stanovništva i pored njihovog razduživanja u ovom kvartalu prema poslovnim bankama. U februaru je usvojena Izmena i dopuna zakona o bankama, na osnovu koje bi u budućnosti mogao da bude smanjen prostor za ponovni rast nenaplativih kredita. Izmenama se ustanovljava veći nivo nadzora, kontrole i intervencije od strane NBS u slučajevima kada se utvrdi opasnost po stabilnost finansijskog sistema. Ipak, za smanjenje trenutnog učešća nenaplativih kredita potrebno je stvoriti uslove za brži oporavak privredne aktivnosti pošto je ona ipak glavni činilac rasta (pogledati Lupu o nenaplativim kreditima).

Grafikon T7-11. Srbija: iznos ostatka duga po kreditima u docnji, 2012-2014



Izvor: Proračun QM-a

Grafikon T7-12. Srbija: učešće loših kredita u ukupno plasiranim, 2008-2014



Izvor: Proračun QM-a

8. Međunarodno okruženje

Globalni rast se nastavlja ali sporijim tempom. Od velikih razvijenih ekonomija samo se SAD nalazi u zreloj fazi oporavka i zbog toga se očekuje divergencija u monetarnoj politici. FED planira da podigne referentnu stopu u junu ili u septembru. S druge strane Kina, Japan i evrozona nastavljaju sa ekspanzivnom monetarnom politikom. ECB je pokrenula program „kvantitativnog popuštanja“ u vrednosti od preko trilion evra. Zbog niske ukupne inflacije spuštaju se referentna stopa u mnogim zemljama u razvoju. Zbog divergencije u monetarnoj politici, dolar jača u odnosu na ostale valute. Inflacija opada na globalnom nivou zbog pada cene nafte i usporavanja rasta. Povećana likvidnost usled mera ECB će skoro sigurno imati za posledicu niže troškove zaduživanja Srbije.

Globalni oporavak usporava, MMF je smanjio prognozirano stopu rasta za svet za 0,3 procentna poena za 2015. i 2016. godinu. Usporavanje je prisutno i u razvijenim i u zemljama u razvoju, i od važnijih ekonomija, samo je SAD imala pozitivnu korekciju prognoze za 2015, sa 3,1% na 3,6%. Za evrozonu umesto ranijih 1,4% sada se prognozira 1,2%, za Italiju je smanjena stopa sa 0,5 procentnih poena na 0,4% a za Nemačku smanjena sa 1,5% na 1,3%. Stope rasta u 2015. korigovane su nadole i za sve zemlje BRIK-a, za Kinu sa 7,1% na 6,8%, za Rusiju sa 0,5% na -3%, za Brazil sa 1,4% na 0,3% i za Indiju sa 6,4% na 6,3%. Interesantno je i da su Vlasti u Kini smanjile ciljnu stopu rasta BDP-a sa 7,5% na 7%, što predstavlja najniži cilj u poslednjih 15 godina.

Osim usporavanja svetskog rasta prisutan je i pad cene nafte i rast dolara. Pad cene nafte od preko 50% od septembra uticaće pozitivno na svetsku potrošnju. Na pad cene nafte pre svega je uticala povećana ponuda nafte, jer članice OPEC-a ovaj put ne smanjuju proizvodnju iako je cena nafte niska. Povećanoj ponudi pomogla je i proizvodnja iz škrljaca u SAD i Kanadi. Negativni uticaj pada cene nafte vidljiv je pre svega u Rusiji, Venecueli i Nigeriji, gde slabe valute i otežano je finansiranje javnog duga. Najveću korist od niske cene nafte imaće evrozona koja je veliki uvoznik, što će pomoći relativno nisku ličnu potrošnju. Zbog usporavanja svetske ekonomije i pada cene nafte, opada svetska inflacija, pa je čak 21 centralna banka od početka godine snizila referentnu kamatnu stopu. U periodima niske inflacije mnoge centralne banke koriste situaciju da stimulišu privredu nižim stopama.

Mnoge zemlje u razvoju već osećaju negativan uticaj zbog očekivanja podizanja referentne stope u SAD. Zbog toga mnoge valute gube vrednost, tako da je kompozitni indeks dolara porastao u roku od 12 meseci preko 20%, što se poslednji put desilo pre 30 godina. Jačanje dolara dovodi do “bega vrućeg kapitala” iz zemalja u razvoju, pogotovu u onim koje imaju visok deficit tekućeg računa i zavisne su od stranih izvora za finansiranje javnog duga.

Evrozona

Rast BDP-a u odnosu na prethodni kvartal se blago ubrzava sa 0,2% tokom Q3 na 0,3% u Q4, dok je međugodišnji rast iznosio 0,9%. Nemačka je imala solidan rast (1,5% na godišnjem nivou) ali je Italija imala pad od 0,5%, i dok je nivo BDP-a Nemačke značajno iznad nivoa pre početka krize, nivo italijanskog BDP-a je i dalje 10% niži. Španija je ostvarila rast od 2% i prednjači među zemljama periferije, dok je Poljska unatoč padu razmene sa Rusijom ostvarila rast od 3,2%. Ankete pokazuju da će se rast evrozone nastaviti i u prvom kvartalu 2015. godine.

Lična potrošnja se oporavlja u evrozoni, jer je aktivnost u maloprodaji u Q4 porasla na 0,8% u odnosu na prethodni kvartal. Ulaganje u fiksne investicije se sporo povećava, izvoz je podstaknut slabijim evrom, dok se javna potrošnja blago povećava. Rastu je doprineo i pad cene nafte, čiji je evrozona veliki uvoznik.

Ukupna inflacija u evrozoni je opadala tokom Q4, pa je od oktobra sa 0,4% pala na -0,3% u februaru, i u prethodna tri meseca je bila negativna. Glavni razlog pada je niska cena nafte, ali je i bazna inflacija blago opala sa 0,7% u oktobru na 0,6% u februaru, pre svega zbog pada cena industrijskih proizvoda (intermedijarnih dobara i robe široke potrošnje).

ECB je počela „kvantitativno popuštanje“. Najavljena je kupovina 1,1 triliona evra, i neće se kupovati obveznice čiji je prinos ispod stope na depozite ECB-a (-0,2%) kako bi uticaj na smanjenje kamatnih stopa bio što veći. Takođe, količina obveznica koje će biti kupljene neće prelaziti nivo od 33% ukupno raspoloživih jedne zemlje, što je elegantan način da se izbegne kupovina grčkih obveznica koje već prelaze taj limit, pa će se nastaviti kupovina tek u julu kada neke obveznice dođu na dospeće, čime će se nastaviti pritisak na grčku vladu. Kupovina će trajati sve dok se ne ostvari inflacija blizu ciljane od oko 2% (srednjoročna). Korporativne obveznice neće biti uključene, ročnost kupljenih HOV će biti između 2 i 30 godina, a zajednički rizik neće prelaziti 20%, dok će ostalih 80% rizika snositi nacionalne centralne banke.

Usled niske inflacije i slabe tražnje zbog visoke nezaposlenosti, prognoza je da će ECB podići kamatnu stopu nakon 2018. ili čak možda tek 2020. Zbog političkih otpora, „kvantitativno popuštanje“ je započeto kasno i zbog toga će evrozona u sledećim godinama verovatno podsecati na Japan. Kao i Japan, evrozona ima lošu demografiju, spor rast i nisku inflaciju, a prinosi na državne obveznice ostaće niski još nekoliko godina. Već sada preko četvrtine obveznica evrozona ima negativan prinos.

„Kvantitativno popuštanje“ neće biti efikasno ukoliko izostanu strukturne reforme u evrozoni. Mehanizam delovanja nije isti kao u SAD jer se u Evropi većina finansiranja preduzeća obavlja preko banaka a ne preko finansijskih tržišta. Takođe, manje građana evrozona drži akcije, pa će efekat na ličnu potrošnju zbog rasta cena akcija biti manji nego u SAD.

Stopa nezaposlenosti je opala sa 11,5% u oktobru na 11,2% u januaru. I pored napretka, relativno visoka stopa nezaposlenosti, zajedno sa merama štednje sprečava značajniji skok domaće tražnje u evrozoni, pa će oporavak trajati dugo.

Povećana likvidnost će verovatno uticati na niže troškove zaduživanja Srbije. Hrvatska je imala veoma uspešnu aukciju obveznica u evrima, koja se može objasniti samo kao posledica „kvantitativnog popuštanja“ ECB-a, jer Hrvatska i dalje ima nizak rast, probleme sa budžetskim deficitom i visok nivo javnog duga, odugovlače se reforme....Zbog toga je realno očekivati da će investitori koji traže veće prinose povećati tražnju i za srpskim obveznicama.

SAD

Rast BDP je u SAD tokom Q4 iznosio 2,2%¹, što je dosta niže nego tokom Q3 (5%) i Q2 (4,6%). Američka privreda i dalje nije ušla u fazu stabilnog oporavka jer je rast tokom 2014. iznosio 2,4%, što je malo više nego 2,2% u 2013. Iako je usporavanje značajno, i rast bio nešto ispod očekivanja, ipak je lična potrošnja nastavila da ubrzava (2,8%), kao i izgradnja stambenih objekata. Suprotno tome poslovne investicije su se usporile, što znači da kompanije još nisu potpuno sigurne u oporavak i odlažu ulaganja iako imaju dovoljno raspoloživih sredstava. Pre svega zbog jačeg dolara, izvoz se usporio a uvoz ubrzao tako da je neto izvoz opet imao negativan uticaj na rast BDP-a. Ulaganje u zalihe je bilo niže od očekivanja, tako da će se u Q1 kompanije verovatno povećati njihov nivo što će pozitivno uticati na rast u sledećem kvartalu. Na nizak rast dosta je uticalo usporavanje automobilske industrije, kao i niža javna potrošnja zbog smanjenje vojnih rashoda. Ipak, SAD i dalje ima višu stopu rasta nego ostale velike razvijene zemlje.

Indeks potrošačkih cena se tokom Q4 smanjivao, sa 1,7% u oktobru na -0,1% u januaru na godišnjem nivou, što je prva deflacija posle pet godina. Pošto je pad cena prouzrokovan pre svega padom cene energenata, ovo se može smatrati «dobrom» deflacijom, jer će to uticati na povećanje kupovne moći stanovništva. Za sada građani još nisu počeli da značajnije povećavaju potrošnju, već štede, najverovatnije jer nisu sigurni da li je pad cene nafte privremen. Uobičajeno je da se pad cene nafte odrazi pozitivno na potrošnju ali ne odmah već sa zakašnjenjem. Bazna inflacija je opala sa 1,8% u oktobru na 1,6% u januaru i nalazi se nešto ispod ciljanog nivoa od 2%. FED će verovatno u drugom polugođu povećati referentnu kamatnu stopu jer se stopa nezaposlenosti približava nivou koji se smatra punom zaposlenošću (5,5%). Pre krize je referentna stopa pri

¹ kvartalna desezonirana anualizovana stopa rasta

nivou pune zaposlenosti iznosila 3-4% a sada je i dalje blizu nule. Ukoliko se odloži povećanje referentne stope povećava se rizik od nekontrolisanog rasta inflacije kada se rast ubrza kao i pojave balona na finansijskim tržištima. Od povećanja referentne stope će se odustati ukoliko bazna inflacija nastavi da opada. Zbog očekivanja povećanja referentne stope dolar je ojačao u prethodnom periodu, podstaknut masovnim snižavanjem referentnih stopa od strane ostalih centralnih banaka širom sveta, kao i najavljenim «kvantitativnim popuštanjem» ECB-a. Jak dolar uticaće na smanjenje cena uvoznih roba, što će uticati na pad bazne inflacije. Međutim, podaci pokazuju znakove povećanja inflacije zarada (u januaru), a domaća tražnja jača, tako da scenario daljeg opadanja bazne inflacije i dublje deflacije nema visoku verovatnoću. Obično se u periodima deflacije sve komponente indeksa zajedno smanjuju, dok se sada troškovi stanovanja povećavaju.

Osim inflacije i nivo zaposlenosti je veoma važan za politiku FED-a. I pored ekstremno niskih temperatura, otpuštanja u sektoru energetike usled pada cene nafte i štrajkova lučkih radnika, tempo novog zapošljavanja se ubrzao, tako da je stopa nezaposlenosti opala sa 5,8% u oktobru na 5,5% u januaru što je okvirni nivo pune zaposlenosti. Već godinu dana se mesečno otvori preko 200 hiljada novih radnih mesta, što je blizu istorijskog rekorda i u tom periodu je povećan broj zaposlenih za preko 3 miliona radnika. Međutim, od kada je kriza počela nema značajnijeg rasta nadnica iako je stopa nezaposlenosti na niskom nivou. U januaru je mesečni rast nadnica iznosio 0,5% ali je u februaru iznosio samo 0,1% što je u skladu sa trendom niskog rasta od početka krize. Ekonomisti uglavnom misle da se pritisak na nadnice nije pojavio pri ovako niskoj stopi nezaposlenosti jer je stopa participacije na tržištu rada i dalje niska, pa očekuju da će ukoliko se zapošljavanje nastavi istim nivoom pojaviti manjak radne snage i nadnice početi da rastu, što će dalje povećati tražnju i ubrzati oporavak. Za sada je rast nadnica ograničen još nižim rastom produktivnosti (ispod 1% u prethodne 4 godine), zbog čega jedinični troškovi rada rastu, odnosno javlja se inflacija zarada. Za rast produktivnosti je potrebno da preduzeća ulože u novu opremu, a kao što smo ranije spomenuli usled nedovoljnog poverenja u oporavak takva odlaganja se odlažu. Pritisak na nadnice usled nedostatka radne snage bi verovatno podstakao preduzeća da ulažu jer je onda rast izvesniji što bi dalje pokrenulo spiralu oporavka.

Istorija govori da kada FED podigne referentnu stopu, zemlje u razvoju mogu imati probleme sa odlivom kapitala koji uzrokuje pad valute, što može izazvati ekonomsku nestabilnost u tim zemljama. Na primer, turska lira je značajno izgubila na vrednosti zbog najavljene normalizacije monetarne politike FED-a (samo u januaru preko 10%). U javnosti se često može čuti da će podizanje stope FED-a možda pokrenuti valutnu krizu u Srbiji. Takvi strahovi su nerealni iz nekoliko razloga. Prvo, „vruć kapital“ nije dolazio u Srbiju u većoj količini od početka krize. Drugo, „kvantitativno popuštanje“ će značajno povećati tražnju za srpskim obveznicama. Treće, potpisan sporazum sa MMF-om je značajan podsticaj investitorima, pogotovu u zemljama Balkana. Jedini scenario koji može destabilizovati srpsku ekonomiju usled odluke FED-a, je bankrot neke od zemalja u istočnoj Evropi (verovatno Ukrajina), i da zbog toga investitori počnu da se povlače iz celog regiona neselektivno. Ovakav scenario ima jako malu verovatnoću, a i ukoliko se dogodi Srbija bi prebrodila takvu krizu.

Istočna Evropa

Hrvatska

Rast BDP u Q4 je iznosio 0,3% na godišnjem nivou, pre svega zbog niske domaće tražnje. Lična potrošnja je imala pad od 0,6% na godišnjem nivou a investicije pad od čak 3,7%. Rast izvoza od 4,5% je doprineo da rezultat ne bude negativan na kvartalnom nivou. U 2014. je ostvaren pad BDP od -0,4% a ove godine će pad biti na sličnom nivou, tako da je verovatna sedma godina recesije. Industrijska proizvodnja je u januaru imala pad od 5% na godišnjem nivou, nijedan sektor nije imao rast. Nezaposlenost je u januaru iznosila 20,3%. Pojavljuje se opasnost od trajnije deflacije jer su cene u decembru i januaru opadale. Hrvatska je imala veoma uspešnu aukciju evroobveznica. Prodato je obveznica za 1,5 milijardi evra i ostvarena kamatna stopa od 3,25%

što je rekordno niska stopa. Ovako uspešna aukcija se ne može objasniti hrvatskim ekonomskim parametrima – visok javni dug i budžetski deficit, veoma nizak rast, centralna banka je morala da brani valutu od depresijacije... Jedino objašnjenje je uticaj „kvantitativnog popuštanja“ ECB-a koje ima za posledicu visoku likvidnost. Investitori umesto obveznica evrozone koje imaju negativne kamate traže alternative i spremni su da prihvate veći rizik. To je prvi znak da će i Srbija imati koristi po troškove finansiranja zbog ekspanzivne politike ECB-a.

Rumunija

Rumunija je ostvarila BDP rast tokom Q4 od 2,5% na godišnjem nivou i 0,5% u odnosu na prethodni kvartal. Glavni nosioci rasta su bili industrijska proizvodnja i telekomunikacije. Centralna banka je smanjila referentnu stopu za 0,25 p.p. na 2,25% da bi povećala domaću tražnju u periodu niske inflacije koja je daleko od targeta. Ukupna inflacija u Rumuniji opada. Sa 1,8% na godišnjem nivou u oktobru, opala je na 0,4% u februaru. Očekuje se još jedno smanjivanje referentne stope u martu ili aprilu. Nakon uspešne aukcije Hrvatske i Rumunija je najavila aukciju, u vrednosti od 2 milijarde evra, kako bi iskoristila visoku likvidnost i obezbedila povoljne uslove finansiranja. Ministar finansija je nagovestio u ovoj godini smanjenje stope PDV-a sa trenutnih 24% na 20%. Takođe za 2017. je najavljeno smanjenje stope na doprinose koje plaćaju poslodavac i zaposleni a u 2019. smanjenje stope poreza na lični dohodak na 14%. Smanjivanje stope PDV-a već ove godine će biti rizičan potez, i MMF se protivi takvoj meri. Mada je Rumunija u prošloj godini ostvarila deficit od -2,1% BDP, verovatno je da bi smanjenjem stope PPDV povećalo deficit - malo verovatno da bi izgubljeni prihodi po osnovu smanjenjem stope PDV bili nadoknađeni suzbijanjem sive ekonomije .

Mađarska

Tokom Q4 mađarski BDP je porastao 3,4% na godišnjem nivou, pre svega zbog građevinarstva, poljoprivrede i prerađivačke industrije. Trgovinski suficit je iznosio 6,4 milijarde evra u 2014. a izvoz mašina i opreme je u decembru rastao čak 8,9% na godišnjem nivou. U 2014 je ostvaren rast BDP od 3,6% , a u 2015 godini se očekuje rast iznad 2,5%. Ukupna inflacija na godišnjem nivou, opala je sa -0,3% u oktobru na -1,4% u januaru. Vlada podržava slabu forintu kako bi se podstakao izvoz, a pošto je inflacija ispod targetiranih 3% verovatno će centralna banka opet početi sa smanjivanjem referentne stope. Budžetski prihodi rastu zbog bolje naplate PDV-a, a budžetski deficit se planira na 2,4% ove godine. Poverenje u kontrolu budžeta će imati pozitivan uticaj na investitore pa se očekuje pad troškova zaduživanja Mađarske. Stopa nezaposlenosti iznosi 7,4%.

OSVRTI

Osvrt 1. Dometi, ograničenja i moguće korekcije sporazuma Srbije sa MMF

Milojko Arsić¹

Trogodišnji sporazum Srbije i MMF koji je stupio na snagu krajem februara tekuće godine sadrži tri ključne komponente: fiskalnu konsolidaciju, restrukturiranje javnih i privatizaciju bivših društvenih preduzeća i unapređenje stabilnosti finansijskog sektora. Potpisivanjem sporazuma povećane su šanse da se ambiciozni planovi Vlade u ekonomskoj politici i reformama ostvare, a makroekonomski rizici, kao što su kriza javnog duga i platnobilansna kriza su bitno umanjeni. Očekujemo da će finansijska tržišta povoljno reagovati na potpisivanje sporazuma, i da će se poboljšati uslovi zaduživanje države i preduzeća iz Srbije na međunarodnom finansijskom tržištu. Dosledna realizacija sporazuma bi povoljno uticala na uslove poslovanja i perspektive rasta, kao i na postepen rast direktnih stranih investicija u Srbiji.

Sporazum osim mera fiskalne i monetarne politike sadrži i brojne strukturne reforme u sektoru preduzeća i banaka. Reforme preduzeća i banaka imaju dvojak cilj - na jednoj strani one treba da doprinesu uspostavljanju makroekonomske stabilnosti time što će zaustaviti prelivanje njihovih gubitaka na državni budžet, dok na drugoj strani treba da obezbede povoljne uslove za privredni rast. Sporazum sa MMF je relativno detaljan², sadrži konkretne mere na nivou pojedinačnih preduzeća, kao i vrlo detaljne planove štednje. Mada unošenje detalja u sporazum ukazuje na određeno nepoverenje MMF-a u Vladu, ocenjujemo da je detaljnost poželjna jer se na ovaj način smanjuje prostor za fingiranje reformi. Sporazum sadrži relativno preciznu dinamiku sprovođenja mera ekonomske politike, a dogovorene su i redovne tromesečne revizije realizacije sporazuma, čime se bitno umanjuju rizici od odlaganja primene mera, njihovog ublažavanja ili odustajanja.

Mada aranžman sa MMF obuhvata veći broj oblasti on ipak ne obuhvata sve reforme i politike koje Srbija treba da sprovede u narednim godinama, niti mu je to cilj. Stoga ekonomska politika Vlade ne treba da se svodi na ispunjavanje uslova MMF. Osim mera sadržanih u aranžmanu Vlada treba da realizuje dodatne reforme kojima će se unaprediti kvalitet rada državne administracije, pravosuđa, katastra, obrazovanja, zdravstva i dr.

¹ Ekonomski fakultet Univerziteta u Beogradu

² Po detaljnosti dogovorenih mera ovaj sporazum podseća na sporazum Srbije i Crne Gore i MMF-a u periodu 2004-2006. godina. Tom sporazumu prethodili su teški pregovori, a poverenje MMF u tadašnju Vladu je bilo vrlo nisko, ali je sam sporazum uspešno realizovan.

Takođe, opravdano je da Vlada pripremi posebne sektorske planove za razvoj delatnosti poput poljoprivrede, građevinarstva, IT sektora, podsticanje inovacija, ekologije i dr. U sporazumu sa MMF ne postoje ograničenja za realizaciju navedenih politika, osim ograničenja da se zbog navedenih reformi ne može povećati fiskalni deficit i zaduživanje države. Osim reformi uporedo sa fiskalnom konsolidacijom trebalo bi da se sprovede i anti recesione mere, poput značajnog povećanja javnih investicija, dok bi NBS trebalo da stimuliše kreditnu aktivnost banaka.

Iako aranžman sadrži veliki broj mera koje su posvećene unapređenju privrednog ambijenta, restrukturiranju preduzeća i finansijskog sektora, ocenjujemo da neke mere fiskalne konsolidacije nisu u funkciju dugoročnog rasta privrede i društvenog razvoja, kao i da u sporazumu nije dovoljno pažnje posvećeno antirecesionim merama. Sa stanovišta privrednog rasta i opšteg društvenog napretka ocenjujemo da su planirane uštede na subvencijama nedovoljne, uštede na troškovima plata zaposlenih u javnom sektoru preterane i verovatno neostvarive, dok je rast javnih investicija skroman zbog čega one u celom periodu ostaju na niskom nivou. Stoga bi bilo opravdano da se tokom sprovođenja aranžmana, uz zadržavanje približno istih ciljeva u pogledu smanjenja fiskalnog deficita, izmeni struktura fiskalne konsolidacije. U odnosu na aktuelni aranžman subvencije bi se smanjile dok bi se rashodi za zaposlene i javne investicije povećale.

Subvencije su u Srbiji već nekoliko godina znatno veće nego u drugim zemljama. Tokom prethodnih godina subvencije u širem smislu³ u Srbiji su iznosile između 3 i 4% BDP, što je dva do tri puta više nego u evropskim zemljama. Prema sporazumu sa MMF subvencije se relativno naglo smanjuju u 2015. godini na 2,6% BDP, da bi se potom u naredne dve godine ostvarilo skromno smanjenje na 2,4% BDP. Dogovor da subvencije ostanu na ovako visokom nivou verovatno je rezultat toga da Vlada nije bila spremna da se obaveže na ukidanje raznih vrsta subvencija za investicije i zapošljavanje, a moguće je da su visoke subvencije delimično posledica do sada preuzetih obaveza. Ocenjujemo da bi primernije bilo da je smanjivanjem subvencije nastavljeno i u narednim godinama tako da se one svedu na oko 1,5% BDP već u 2017. godini. Ukidanje subvencija ne bi negativno uticalo na nivo investicija i zapošljavanja ukoliko bi se realizovali planovi za unapređenje privrednog

³ Subvencije u širem smislu obuhvataju sve vrste državne pomoći privredi: direktne budžetske subvencije, poreske olakšice, rashode po osnovu plaćanja garancija i dr.

Tabela 1. Učešće troškova zaposlenih u sektoru opšte države u BDP, u %

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Prosek (2005-2009) -2014	Max-2014
Bugarska	9,3	8,6	8,5	8,9	9,6	9,3	8,8	8,8	9,6	9,9	-0,9	0,0
Češka	7,3	7,2	7,0	7,0	7,5	7,2	7,0	7,1	7,2	7,1	0,1	0,4
Estonija	:	:	:	:	:	11,6	10,8	10,4	10,7	10,9		0,7
Hrvatska	11,2	10,9	11,3	11,2	12,3	12,2	12,4	12,2	12,0	12	-0,6	0,4
Letonija	9,5	9,4	9,9	11,4	11,9	10,2	9,5	9,1	9,2	9,4	1,0	2,5
Litvanija	10,3	10,4	9,8	10,6	12,7	10,9	10,2	9,7	9,5	9,6	1,2	3,1
Mađarska	12,4	12,0	11,5	11,4	11,3	10,9	10,2	10,0	10,1	10,5	1,2	1,9
Poljska	:	:	:	:	:	11,0	10,6	10,4	10,3	10,3		0,7
Rumunija	8,7	9,2	9,7	10,3	10,7	9,5	7,8	7,7	8,0	8	1,7	2,7
Slovenija	11,3	11,0	10,4	10,8	12,2	12,4	12,5	12,5	12,5	11,5	-0,4	1,0
Slovačka	7,8	7,7	7,2	7,4	8,5	8,4	8,2	8,1	8,5	8,5	-0,8	0,0
Prosek	9,8	9,6	9,5	9,9	10,7	10,3	9,8	9,6	9,8	9,8	0,1	1,0
Srbija	11,5	11,7	11,9	12,5	12,4	11,8	11,8	12,3	11,9	11,8	0,2	0,8

Izvori: Baza podataka Eurostata i sajt Ministarstva finansija Srbije

ambijenta (smanjile administrativne barijere, unapredio rad sudova, katastra, državne administracije, izgradila infrastruktura i dr.).

U sporazumu je dogovoreno smanjenje rashoda za zaposlene u javnom sektoru sa 11,8 % BDP u 2014. godini na 8,3% BDP u 2017. godini (odnosno sa 10 na 7% BDP po metodologiji MMF¹), što iznosi preko 3,5 procentnih poena BDP. Planirano smanjenje troškova rada ostvarilo bi se, smanjenjem plata većih od 25 hiljada za 10% (urađeno prošle godine), zadržavanjem nominalnih plata na fiksnom nivou u naredne tri godine (uz planiranu inflaciju od oko 4% godišnje), kao i smanjenjem broja zaposlenih u javnom sektoru za 15%. Realno smanjenje plata u javnom sektoru, kao rezultat prošlogodišnjeg smanjenja nominalnih plata i očekivanog inflacionog obezvređivanja iznosilo bi između 12 - 20%. Minimalno realno smanjenje od 12 % odnosilo bi se na zarade do 25 hiljada dinara, dok bi maksimalno² realno smanjenje od oko 20% ostvarilo kod zaposlenih čije plate su prošle godine smanjene za 10%. Realne plate relativno velikog broja zaposlenih u javnom sektoru (nastavnici i profesori u osnovnim i srednjim školama, medicinske sestre i lekari, policajci i dr.), bile bi na nivou ili ispod egzistencijalnog minimuma, što bi smanjilo motivacije za rad, podstaklo razne oblike “snalaženja”, dok bi naj-sposobniji napustili javni sektor ili čak i zemlju.

Rashodi na zaposlene u sektoru države, bez javnih preduzeća (tzv. opšta država), u zemljama Centralne i Istočne Evrope u proseku iznose 9,8% BDP, pri čemu

najniže rashode ima Češka (7,1% BDP), a najveće Slovenija (12,5%BDP). Dok je učešće izdataka za zaposlene u javnom sektoru u Srbiji u 2014 godini bilo znatno veće od proseka zemalja Centralne i Istočne Evrope (11,8% BDP prema 9,8% BDP), postavljen je cilj da ono kroz tri godine bude znatno niže od proseka ove grupe zemalja (8,3% BDP prema 9,8% BDP). Ako bi se ostvario postavljeni cilj kroz tri godine učešće izdataka za zaposlene u javnom sektoru u Srbiji bilo bi među najnižim u zemljama Centralne i Istočne Evrope - niže učešće imaju Češka (7,2% BDP) i Rumunija (8% BDP).

Broj zaposlenih u javnom sektoru u Srbiji iznosi 520-530 hiljada, odnosno 7,3 zaposlena na 100 stanovnika, po čemu se Srbija već sada nalazi ispod proseka zemalja Centralne i Istočne Evrope. U zemljama Centralne i Istočne na 100 stanovnika zaposleno je 7,5-8³ radnika u javnom sektoru, bez zaposlenih u javnim preduzećima, pri čemu se broj zaposlenih i kreće se u intervalu od 6,2 u Češkoj do 10,3 u Litvaniji. Ukoliko bi se broj zaposlenih u javnom sektoru smanjio za 15% tada bi broj zaposlenih na 100 stanovnika u Srbiji iznosio 6,2 što bi uz Češku bilo najniže u Centralnoj i Istočnoj Evropi⁴.

Postavlja se pitanja da li je planirano smanjenje troškova i broja zaposlenih u javnom sektoru moguća i da li je poželjno? Od početka krize ni jedna zemlja Centralne i Istočne Evrope nije uspela da smanji učešće rashoda za zaposlene u javnom sektoru za 3,5 procentnih poena

1 Metodologija EU u troškove rada u sektoru države uključuje doprinose na teret zaposlenog i na teret poslodavca, dok metodologija MMF uključuje samo doprinose na teret zaposlenog. U radu koristimo metodologiju EU, zbog uporedivosti sa drugim zemljama, a osim toga i i Srbija je od početka godine prešla na ovu metodologiju.

2 Deo zaposlenih u javnom sektoru imao je veće smanjenje plata jer su plate u drugoj polovni godine smanjene po osnovu minulog rada.

3 Prema podacima Eurostata u zemljama Centralne i istočne Evrope u javnom sektoru, bez preduzeća, zaposleno je 8 radnika na 100 stanovnika – mada ne postoje podaci za sve zemlje. Prema nekim drugim izvorima broj zaposlenih u javnom sektoru u zemljama Centralne i Istočne Evrope iznosi 7,6 u odnosu na 100 stanovnika.

4 Ukoliko se ispostavi da je broj zaposlenih u sektoru opšte države u Srbiji oko 510 hiljada tada bi nakon smanjenja od 15% broj zaposlenih u javnom sektoru u Srbiji, u odnosu na broj stanovnika, bio manji nego u Češkoj.

Okvir 1. Broj i struktura zaposlenih u javnom sektoru u Srbiji

U posljednje dve godine napravljena je prilična zbrka u pogledu broja zaposlenih u sektoru opšte države u Srbiji (svi nivoi administracije, obrazovanje, zdravstvo pravosuđe, bezbednost i dr.) i javnom sektoru (sektor opšte države plus državna preduzeća i banke). Javnosti je kao "otkriće" predstavljan broj od 780 hiljada zaposlenih u javnom sektoru time što je od ranije približno poznatom broju od oko 520-530 hiljada zaposlenih u sektoru opšte države dodato oko 250 hiljade zaposlenih u javnim preduzećima, državnim bankama i bivšim društvenim preduzećima koja su sada u vlasništvu države. Prethodni podaci uključuju stalno zaposlene ali i zaposlene na privremenim i povremenim poslovima, po osnovu ugovora o delu i dr.. Dodatna zabuna je napravljena time što su svi zaposleni u javnom sektoru proglašeni za "čate", dakle za državnu administraciju. Međutim, u republičkoj i lokalnoj administraciji ukupno je zaposleno oko 60 hiljada ljudi, dok ostali rade u obrazovanju (oko 150 hiljada), zdravstvu (oko 125 hiljada), službama bezbednosti (policije, vojske i dr. oko 80 hiljada), pravosuđu (oko 18 hiljada) i dr. Teško da bi termin "čata" mogao pripisati većini zaposlenih u javnom sektoru (nastavnici, lekari, oficiri, sudije, vatrogasci, naučnici, programeri i dr.).

Uporedo sa pogrešnim podacima u javnosti su političari, pa i neki ekonomisti izlazili sa tvrdnjama da u Srbiji postoji ogroman, parazitski javni sektor u kome radi neuporedivo veći broj zaposlenih nego u drugim zemljama. U najvećem broju slučajeva tvrdnje o enormnom broju zaposlenih nisu potkrepljivane nikakvim statističkim podacima nego su se zasnivale na stvarnim ili izmišljenim anegdotskim primerima. Međutim čak i kada su tvrdnje potkrepljivane poređenjima sa drugim državama ona su sadržale grube metodološke greške, kao što su:

a) broj zaposlenih u javnom sektoru u Srbiji uključivao je zaposlene u državnim preduzećima (uključujući i bivša društvena), dok to nije bio slučaj sa drugim zemljama,

b) broj zaposlenih u sektoru opšte države za Srbiju uključivao je sve nivoa države (Republiku, fondove socijalnog osiguranja, pokrajine i lokalne zajednice dok su za druge zemlje korišćeni samo podaci koji odgovaraju centralnoj državi, bez zaposlenih u lokalnim zajednicama, pokrajinama, a ponekad i bez zaposlenih u javnom zdravstvu.

Uporedivi podaci koji su prikazani u prethodnom delu teksta ubedljivo pokazuju da je broj zaposlenih u javnom sektoru u Srbije u odnosu na 100 stanovnika već sada niži od proseka u zemljama Centralne i Istočne Evrope. Teško stanje u javnim finansijama, ali i u privredi nameće potrebu da se broj zaposlenih u javnom sektoru dodatno smanji, ali to smanjenje ne bi trebalo da

pogorša, kvalitet i dostupnost javnih usluga, koji je već sada nizak.

Osnovni problem u slučaju javnog sektoru u Srbije njegove neefikasnost, koja je samo jednim delom posledica prekomerne zaposlenosti, dok je većim delom posledica nekvalitetnih usluga koje ovaj sektor pruža. Stoga uporedo sa smanjenjem broja zaposlenih za oko 10%, glavni napor bi trebalo usmeriti na unapređenje kvaliteta rada svih delova javnog sektora. Smanjenje broja zaposlenih ne bi trebalo da bude linearno, jer dok u nekim institucijama postoji višak zaposlenih u drugima postoji manjak zaposlenih. Stoga bi uporedo sa otpuštanjem trebalo povećati mobilnost zaposlenih u okviru javnog sektora.

BDP u odnosu na višegodišnji prosek⁵. Najveće smanjenje učešća troškova za zaposlene u javnom sektoru ostvarili su Rumunija, Mađarska, Letonija i Letonije, ali to smanjenje u 2014 godini u odnosu na prosek iz perioda 2004-2009 ne prelazi 1,7 % BDP. Štaviše, i nakon tog smanjenja sve posmatrane zemlje, imaju učešće troškova rada u javnom sektoru preko 8%.

Planirano smanjenje broja zaposlenih u sektoru opšte države od 15 % (odnosno za 75 hiljada) značajno se zasniva na prirodnom odlivu (penzionisanje, prelazak u privatni sektor ili dr.) koji godišnje iznosi oko 3% odnosno oko 15 hiljada. Vlada planira da primeni pravilo prema kome, bi se na pet zaposlenih koji napuste sektor opšte države zaposlio jedan novi radnik, što znači da bi se prirodnim odlivom svake godine broj zaposlenih smanjivao za oko 12 hiljada. Primenom ovog pravila u delatnostima koje zapošljavaju ljude sa heterogenim obrazovanjem kao što su zdravstvo i obrazovanje dovelo bi do velikih problema u funkcionisanju tih delatnosti, čak i ako se poveća mobilnost zaposlenih u okviru ovih delatnosti, jer nije moguće da profesora istorije zameni profesor hemije ili da hirurg da zameni internistu. Stoga se prilično izvesno može zaključiti da se primenom ovog pravila ne može ostvariti planirano smanjivanje zaposlenosti, a da se pri tome ne dovede u pitanje kvalitet i dostupnost njihovih usluga. Stoga će se Vlada morati da se više oslanja na ciljno opuštanje nego na prirodni odliv.

Iz prethodnog se može proceniti da je planirano smanjenje učešće troškove rada u BDP teško izvodljivo jer

⁵ Letonija, Litvanija i Rumunija su smanjili učešće troškova rada u BDP za oko 3 p.p. u 2014 u odnosu na maksimalno učešće u 2008-2009. godini. Međutim, maksimalno učešće nije relevantno kao reper, jer je ono posledica velikog neočekivnog pada BDP u navedenim zemljama, zbog čega je učešće svih rašoda, pa o rahoda za zaposlene u odnosu na BDP povećano. To u Srbiji nije slučaj, jer je učešće troškova rada u BDP u 2014. godini blizu višegodišnjeg proseka.

to nije uspjela ni jedne druga zemlje iz okruženja⁶. Realizacijom dogovorene politike Srbija bi prešla iz jedne krajnosti u kojoj su izdaci za zaposlene u sektoru opšte države u odnosu na BDP bili među najvišim u odnosu na slične zemlje, u drugu krajnost gde bi izdaci za zaposlene u sektoru države bili među najnižim. Ocenjujemo da bi smanjenje rashoda na zaposlene u sektoru opšte države (zdravstvo, obrazovanje, administracija, pravosuđe, vojska, policija i dr.) za više od 2,5 procentnih poena BDP (odnosno 2 procenta poena prema metodologiji MFM) pogoršalo funkcionisanje državnih institucija. Visoko smanjenje realnih zarada dodatno bi podstaklo odliv sposobnih kadrova (lekara, nastavnika), smanjilo posvećenost poslu, podstakla bi se korupcija. U takvim okolnostima nije realno očekivati da bi bilo kakve reforme dovele do unapređene obrazovnih, zdravstvenih, pravosudnih, bezbednosnih, administrativnih i drugih usluga koje pružaju zaposleni u javnom sektoru, a koje su važne za ekonomski i društveni razvoj. Ako bi se realizovali planovi o smanjenju broja zaposlenih u javnom sektoru i smanjenjem njihovih plata pogoršala bi se dostupnost i kvalitet javnih usluga, što bi negativno uticalo na ekonomsku jednakost. Bogati građani bi se okrenuli privatnom obrazovanju, lečenju, dok bi siromašni bili upućeni na manje kvalitetne i slabije dostupne javne usluge.

Stoga bi u toku aranžmanu sa MMF bilo poželjno da se promene ciljevi koji se odnose na troškove rada, smanjenje broja zaposlenih i indeksaciju plata u javnom sektoru. Ocenjujemo da bi adekvatniji ciljevi bili: da se učešće plata u javnom sektoru u BDP smanje na oko 9% (oko 8% prema MMF definiciji). To bi se postiglo smanjenjem broja zaposlenih u javnom sektoru za 10% u trogodišnjem periodu, kao i zamrzavanjem plata tokom 2015–2016, a ne i tokom 2017. godine. Troškovi rada i broj zaposlenih u javnom sektoru bili nešto ispod proseka, dok bi broj zaposlenih bio znatno ispod proseka među zemljama Centralne i Istočne Evrope. Smanjene uštede na troškovima zaposlenih u javnom sektoru bi se nadoknadila većim smanjenjem subvencija ili poboljšanom naplatom poreza. Ukoliko o ve mere na bi dale dovoljne efekte, na primer zbog toga što subvencije ne mogu da se smanje zbog ranije preuzetih obaveza, tada je opravdano da se razmotri aktiviranje neke od rezervnih mera kao što je povećanje PDV. Ocenjujemo da je sa stanovišta društva bolje da se kroz godinu–dve poveća PDV, nego da se se pogoršaju javne usluge zbog neposvećenosti nastavnika i profesora, policajaca, ili smanji dostupnost i kvalitet zdravstvenih usluga zbog odlaska najboljih lekara u privatni sektor ili u inostranstvo.

6 Primer Rumunije koja je smanjila učešće troškova u BDP za 1,7% BDP, dakle duplo manje od Srbije, je vrlo poučan jer je doveo do pogoršanja usluga javnog sektora.

Aranžmanom sa MMF je predviđen relativno skroman rast javnih investicija, što nije dobro ni sa stanovišta antirecesione politike, ni sa stanovišta dugoročnog ekonomskog rasta. Javne investicije koje su u 2014. godine iznosile 2,6% BDP prema Sporazumu bi se povećala na 3% BDP. Investicije od 3% BDP su niske za zemlju koja gradi saobraćajnu i drugu infrastrukturu, što je upravo slučaj sa Srbijom. Osim toga, investicije od 3% BDP nisu u skladu sa konkretnim planovima Vlade koji su u naredne tri godine vezani za realizaciju infrastrukturnih projekata (drumski koridori 10 i 11, modernizacija železničkih pruga, izgradnja pruge Beograd-Budimpešta, izgradnja komunalne infrastrukture i dr). Uz investicije od 3% BDP brzina gradnje puteva i komunalne infrastrukture, rekonstrukcija pruga bi i u narednim godinama bila slična kao i prethodnim godinama, što je nedovoljno.

Stoga ocenjujemo da bi bilo poželjno da se sa MMF dogovori povećanja javnih investicija na oko 4% BDP. Povećanje javnih investicija, koje imaju veći fiskalni multiplikator u odnosu na tekuću potrošnju, bi moglo da ublaži i skрати period trajanja recesije do koje dolazi usled sprovođenja **fiskalne konsolidacije**. Naravno anti-recesioni efekti javnih investicija će biti veći ukoliko se u njihovoj realizaciju angažuju domaći resursi (radnici, materijali i dr.). Povećanje javnih investicija kojima se gradi moderna infrastrukture povoljno bi uticalo na dugoročni rast privrede Srbije. Izgradnja modernih autoputeva i pruga kojima bi Srbija povezala sa susednim zemljama, modernizacije komunalne infrastrukture i dr. smanjilo bi troškove poslovanja u Srbiji, što bi povoljno uticalo na rast domaćih i stranih investicija⁷.

Međutim, opravdano se postavlja pitanje kako bi dodatno povećanje javnih investicija za 1 procentni poen BDP uticalo na fiskalni deficit i dinamiku zaduživanja države? Jedan deo dodatnih investicija (oko 0,5% BDP) mogao bi se finansirati dodatnim prihodima od suzbijanja sive ekonomije. Preostali deo dodatnih investicija od oko 0,5% BDP (oko 500 miliona evra u trogodišnjem periodu) bi predstavljalo dodatno povećanje deficita u odnosu na aktuelni sporazum sa MMF, koji bi se mogao finansirati delom prihoda od prodaje Telekom – dakle bez dodatnog zaduživanja. Korišćenje prihoda od prodaje Telekom za javne investicije je opravdano sa ekonomskog stanovišta jer bi na taj način neto državna imovina ostala nepromenjena, dok bi se društveno bogatstvo povećalo.

7 Pozitivan uticaj javnih investicija na suzbijanje recesije i na dugoročni rast privrede potkrepljen je brojnim empirijskim istraživanjima.

Osvrt 2. Borba protiv sive ekonomije – prvi rezultati i dalji koraci

Saša Randelović¹

1. Siva ekonomija u Srbiji – razmere, determinante i preduzete mere

Prema novijim empirijskim istraživanjima, siva ekonomija u Srbiji iznosi 30,1% BDP-a, što je za oko 1/6 više u odnosu na zemlje Centralne i Istočne Evrope (CIE), od kojih veći nivo sive ekonomije ima Bugarska, dok je većina drugih zemalja ona na nižem nivou nego u Srbiji (Krstić, et. al. (2013)). Istovremeno, na nivou cele Evropske unije prosečan nivo sive ekonomije iznosio oko 19% BDP-a. S obzirom da je prema bitnim faktorima koji utiču na nivo sive ekonomije (nivo privrednog razvoja, efikasnost institucija, kvalitet javnih dobara i sl.) Srbija sličnija zemljama CIE nego proseku EU, smanjenje nivoa sive ekonomije na nivo proseka zemalja CIE u srednjem roku (dve do tri godine) bi se moglo smatrati realističnim ciljem. U tom slučaju nivo poreskih prihoda bi porastao za oko 1% BDP-a. Nakon toga, nastavak borbe protiv sive ekonomije u cilju njenog spuštanja na nivo proseka zemalja EU bi doveo do rasta poreskih prihoda za još 1% BDP-a, što bi bilo moguće ostvariti u vremenskom roku od sedam do 10 godina. To znači da borba protiv sive ekonomije može doprineti fiskalnoj konsolidaciji (do 2017. godine) u iznosu od oko 1% BDP, dok je za ostatak neophodnog smanjenja deficita (za ukupno 5% BDP) neophodno primeniti druge mere (pre svega na smanjenju tekuće javne potrošnje).

Siva ekonomija obuhvata sve one legalne ekonomske aktivnosti (promet dobara i usluga, isplata dohodaka, posedovanje imovine i sl.) koje se obavljaju neformalnim putem, tj. izvan zvaničnih evidencija. Osnovni motiv za bavljenje sivom ekonomijom je utaja poreza, ali pored toga mogu postojati i drugi motivi (izbegavanje troškova usklađivanja sa drugom, neporeskom regulativom i sl.). Odluka o bavljenju sivom ekonomijom/utajom poreza zavisi od koristi od te aktivnosti (iznos uštede po osnovu poreza) i troškova povezanih sa tom aktivnošću (visina kazne ponderisane verovatnoćom otkrivanja od strane države). Osim toga, na nivo sive ekonomije utiču i drugi društveno-ekonomski faktori, kao što su nivo poreskog morala, kvalitet javnih usluga i dr. Shodno tome, bavljenje sivom ekonomijom se može destimulisati smanjenjem poreza, povećanjem kazni i povećanjem verovatnoće otkrivanja. Empirijska istraživanja pokazuju da je povećanje efikasnosti kontrole od strane države najefikasniji mehanizam za suzbijanje utaje poreza, te da

je uticaj povećanja kazni takođe znan, ali nešto manji, dok je uticaj smanjenje poreza na utaju poreza (izolovano osmatrano) ograničen. S obzirom da su porezi u Srbiji na nivou evropskog proseka i približni proseku regiona, te da je fiskalni deficit u 2014. godini bio jedan od najviših u Evropi, prostor za smanjenje poreskih stopa je vrlo ograničen. Stoga bi efektivna strategija države za suzbijanje sive ekonomije u Srbiji trebalo da bude zasnovana na povećanju kazni i povećanju efikasnosti kontrole od strane inspekcijских službi (pre svega Poreske uprave). U tom smislu, u prvoj polovini 2014. godine su izvršene bitne institucionalne promene, koje su omogućile efikasniju borbu protiv sive ekonomije, od kojih su najznačajnije:

i) Povećanje broja ljudi u Poreskoj upravi angažovanih na poslovima kontrole – U Poreskoj upravi Srbije zaposleno je oko 6.000 ljudi, od čega se svega 10% njih bavi poslovima kontrole, dok su ostali angažovani na administrativno-tehničkim poslovima. Imajući u vidu da je u Srbiji postoji više stotina hiljada obveznika (različitih poreza), zaključuje se da je verovatnoća otkrivanja poreskih prekršaja mala. Nakon uvođenja objedinjene naplate poreza i doprinosa i elektronskog podnošenja poreskih prijava za neke od najbitnijih poreskih oblika (PDV, porezi i doprinosi na plate i dr.) početkom 2014. godine, više stotina zaposlenih u Poreskoj upravi, koji su se bavili tehničkim prijemom i evidentiranjem papirnih poreskih prijava je efektivno ostalo bez znatnog dela radnih obaveza. S obzirom da je uglavnom reč o licima sa srednjom stručnom spremom, oni se nisu mogli angažovati na poslovima složenih poreskih kontrola, ali je bilo moguće angažovati ih na jednostavnijim vidovima kontrole (izdavanje fiskalnih računa i dr.), što je i učinjeno. U prvoj polovini 2014. godine izvršena je njihova obuka, kao i odgovarajuće izmene propisa koje su omogućile njihov terenski rad, tako da je oko 300 lica od sredine godine angažovano na poslovima kontrole izdavanja fiskalnih računa. To se ocenjuje kao neophodno i ispravno, jer je stopa neizdavanja fiskalnih računa, naročito u ugostiteljskim objektima, gde je dodata vrednost velika, bila izrazito visoka.

ii) Promena kaznene politike – Izmenama Zakona o poreskom postupku i poreskoj administraciji u junu 2014. godine, kazne za sve poreske prekršaje su definisane jednim zakonom (do tada su kazne bile definisane većim brojem materijalnih poreskih zakona, kao i pomenutim krovnim zakonom, tako da je postojala pravna nesigurnost u pogledu toga koje odredbe se primenjuju), promenjen je način iskazivanja kazni (tako da se gde god je to moguće iskazuju kao procenat neplaćenog poreza, što je empirijski dokazano kao najefikasniji mehanizam kažnjavanja), a visina kazni je efektivno znatno povećana. Na taj način je sistem kazni za poreske prekršaje

¹ Ekonomski fakultet u Univerzitetu u Beogradu i QM

učinjen transparentnijim, jednostavnijim, rigoroznijim i efikasnijim.

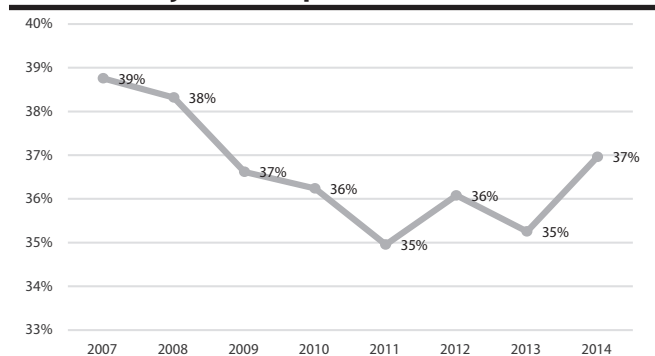
iii) *Izmena Zakona o radu koje su legalno zapošljavanje učinile manje rizičnim i skupim za poslodavce* – Izmenama Zakona o radu, usvojenim julu 2014. godine, usvojen je veći broj odredbi (isplata otpremnina samo za period proveden kod trenutnog poslodavca, pojašnjavanje uslova i pojednostavljenje procedure za otkaz ugovora o radu, produženje rada na određeno i dr.), koje tržište rada čine fleksibilnijim, a potencijalne troškove za poslodavca po osnovu formalnog angažovanja radnika čine nižim. Time je otklonjen jedan od bitnih motiva za poslodavce da angažuju radnike „na crno“. Osim toga, aktiviran je sistem elektronske provere upisa zaposlenih u evidenciju Centralnog registra obveznika socijalnog osiguranja, što olakšava terensku proveru prijavljivanja radnika u realnom vremenu. Da bi to dovelo do smanjenja rada „na crno“, neophodno je da bude pojačana kontrola od strane Inspekcije rada.

Osim navedenih institucionalnih promena, pored toga što su poreske kontrole znatno učestale od sredine godine, usled povećanja broja ljudi angažovanih na poslovima poreske kontrole i smanjenja tolerancije države prema sivoj ekonomiji, povećana je i medijska pokrivenost akcija Poreske uprave i Inspekcije rada u tom domenu, što je takođe uticalo na jačanje utiska među obveznicima o tome da je verovatnoća kontrole povećana.

2. Dosadašnji rezultati u borbi protiv sive ekonomije

Kao posledica navedenih institucionalnih promena i jačanja kontrole od strane Poreske uprave, u drugoj polovini 2014. godine došlo je do smanjenja sive ekonomije i rasta poreskih prihoda (pre svega od PDV i doprinosa za socijalno osiguranje).

Tabela 1. Srbija: Poreski prihodi (% BDP)



Izvor: QM na osnovu podataka iz Biltena javnih finansija i drugih podataka Ministarstva finansija

Tako su poreski prihodi u 2014. godini porasli za 1,7% BDP u odnosu na 2013. godinu, od čega je veći deo

posledica: i) povećanja niže stope PDV sa 8% na 10%², ii) povećanje stope poreza na dobit preduzeća sa 10% na 15% od 2013. godine – taj porez se efektivno plaćao u 2014. godini, iii) rasta ostalih poreskih prihoda, po osnovu povećanja poreza na imovinu, nakon ukidanja naknade za korišćenje građevinskog zemljišta, koja je bila neporeski prihod, iv) suzbijanja sive ekonomije. Naime, kao posledica intenziviranja aktivnosti na suzbijanju sive ekonomije, u drugoj polovini 2014. godine, učešće javnih prihoda u BDP u Q4 je bilo veće za 15% u odnosu na prosečno učešće u prethodna tri kvartala, dok je prosečno sezonsko odstupanje javnih prihoda (kao % BDP) u Q4 u odnosu na prosek prethodnih kvartala, u prethodnim godinama iznosilo oko 11%. Ako se razlika pripise efektima borbe protiv sive ekonomije, procenjuje da je po tom osnovu u Q4 ostvaren dodatni poreskih prihod od 4-5 mlrd. dinara, te da bi nastavak takvog trenda doveo do godišnjeg rasta poreskih prihoda za oko 18-20 mlrd. dinara (oko 0,5% BDP-a), što bi predstavljalo značajan rezultat.

3. Preporuke za dalje unapređenje efikasnosti i održivosti borbe protiv sive ekonomije

Procenjuje se da bi sistemskim unapređenjem borbe protiv sive ekonomije u periodu do 2017. godine, poreski prihodi mogli biti povećani za dodatnih 20 milijardi dinara (0,5% BDP), tako da ukupni efekti borbe protiv sive ekonomije dostignu 1% BDP. To bi podrazumevalo neselektivnu primenu većeg broja mera, od kojih su najbitnije:

- *Sistemska reforma Poreske uprave i drugi inspeksijskih službi* – Da bi početni rezultati u suzbijanju sive ekonomije bili dugoročno održivi neophodno je sprovesti temeljnu transformaciju Poreske uprave, koja bi podrazumevala promenu njene organizacije rada, brzi završetak prelaska na elektronske poreske prijave za sve poreske oblike (do kraja 2015. godine, a ne do 2017. kao što je predviđeno) i temeljnu promenu načina upravljanja ljudskim resursima. Promena organizacije rada bi pored promene organizacione strukture trebalo da obuhvati i uspostavljanje snažnog odeljenja za analizu i procenu rizika, kao i za sistemski nadzor rezultata postojećih poreskih inspektora. Unapređenje upravljanja ljudskim resursima bi trebalo da obuhvati temeljnu promenu sistema selekcije, napredovanja i nagrađivanja zaposlenih. To bi podrazumevalo uspostavljanje prakse zapošljavanja, unapređenja i nagrađivanja kadrova koji suštinski (a ne samo formalno) ispunjavaju kvalifikacione uslove i daju dobre rezultate. Za to bi

² Povećanje stope PDV je dalo pun efekat na rast prihoda tek nakon što je, od sredine godine, intenzivirana borba protiv sive ekonomije.

bilo neophodno i uspostavljanje trajne sistemske saradnje sa obrazovnim institucijama, koje bi trebalo da obezbeđuju bolju specijalizaciju studenata za ovu problematiku kroz osnovne, master i specijalističke studije.

- *Zabrana prodaje novih industrijskih proizvoda na zelenim i buvljim pijacama* – Reč je o politički nepopularnoj, ali ekonomski opravdanoj meri, koja bi u kratkom roku mogla da obezbedi znatne rezultate. U tom smislu bi bilo opravdano nekoliko meseci unapred najaviti tu zabranu, kako bi se ostavilo vremena građanima i preduzetnicima, koji to žele, da izvrše prelazak na formalne mehanizme poslovanja.
- *Intenziviranje aktivnosti na suzbijanju šverca akciznih proizvoda* – U 2014. godini je smanjen šverc naftnih derivata, uvođenjem markiranja goriva, a krajem godine su otpočele i intenzivnije aktivnosti na suzbijanju nelegalnog prometa duvanskih prerađevina. S tim u vezi, neophodno je te aktivnosti intenzivirati i učiniti sistemskim u 2015. godini.
- *Unapređenje koordinacije rada inspeksijskih službi* – Neophodno je uvesti sistematsku razmenu informacija i koordinaciju u planiranju i vršenju terenskih kontrola od strane različitih inspeksijskih službi. U tom smislu, predlog novog Zakona o inspeksijskom nadzoru, koji je usvojen na Vladi u februaru bi trebalo da stvori dobre institucionalne pretpostavke za ovaj proces.
- *Sprovođenje unakrsne procene imovine i dohotaka u cilju otkrivanja neprijavljenog dohotka* – Ukrštanjem informacija iz različitih baza podataka u vlasništvu države i podataka iz podnetih poreskih prijava moguće je izvršiti utvrđivanje neprijavlivanja dohotka, naročito kod lica sa velikom imovinom, i njihovo kažnjavanje, što bi u budućnosti delovalo destimulativno na bavljenje utajom poreza.
- *Uvođenje sistemskih podsticaja lokalnim samoupravama za uvođenje nekretnina u poreske evidencije i bolju naplatu poreza na imovinu* – Uvođenjem nagrada za lokalne samouprave koje izvrše dodatni napor u pravcu evidentiranja nekretnina za poreske svrhe i kazni za one koje to ne čine (u formi većih ili manjih transfera), stvorio bi se podsticaj za sistemsko unapređenje evidencija za oporezivanje imovine i smanjenje sive ekonomije u ovom domenu.
- *Sprovođenje medijske kampanje u cilju upoznavanja građana sa značajem suzbijanja sive ekonomije* – Na taj način bi se spremnost za plaćanje poreza (i za prijavljivanje onih koji porez ne plaćaju) povećala. Takva kampanja bi trebalo posebno da ukaže na značaj javnih dobara koja se finansiraju iz poreza,

a čija dostupnost se često uzima kao neupitna i besplatna (javna bezbednost, obrazovanje i dr.)

- *Sistemsko unapređenje kvaliteta javnih dobara* – Spremnost obveznika da porez plaćaju pozitivno je korelisana sa kvalitetom javnih dobara koja time „kupuju“, te je stoga unapređenje efikasnosti administracije i podizanje kvaliteta usluga obrazovanja i zdravstvene zaštite, kao i drugih usluga javnog sektora, ključno za stvaranje podsticaja za plaćanje poreza.

Iako je reč o merama koje daju efekte u nešto dužem roku, sa njihovom primenom je potrebno krenuti odmah. Jedino na taj način je moguće do sada ostvarene pozitivne rezultate učiniti održivim, i eventualno ih povećati u narednom periodu. Na taj način bi se obezbedili dodatni prihodi u budžetu i unapredili uslovi za investiranje i poslovanje u Srbiji, jer dozvoljavanje sive ekonomije dovodi u neravnopravan položaj preduzeća koja posluju legalno.

Literatura:

Krstić, G., Schneider, F., Arsić, M., Arandarenko, M., Radulović, B. Randelović, S. i J. Janković, (2013), *Siva ekonomija u Srbiji - novi nalazi i preporuke za reforme*, FREN i USAID, Beograd

Bilten javnih finansija – Novembar 2014, Ministarstvo finansija Republike Srbije, Beograd, 2014.

Zakon o poreskom postupku i poreskoj administraciji ("Službeni glasnik RS", br. 80/02, 84/02, 23/03, 70/03, 55/04, 61/05, 85/05, 62/06, 61/07, 20/09, 72/09, 53/10, 101/11, 2/12, 93/12, 47/13, 108/13, 68/14, 105/14)

Osvrt 3. Povezanost socio-ekonomskih faktora s rezultatima učenika na PISA testovima u Srbiji^{1,2}

Mladen Stamenković³

Apstrakt: U ovom radu prikazan je pregled učeničkih postignuća u Srbiji na PISA istraživanjima. Ispitane su determinante učeničkog uspeha, sa posebnim osvrtom na uticaj socio-ekonomskog faktora. Ukazuje se na jasne razlike u uspehu učenika u zavisnosti od različitog socio-ekonomskog statusa. Potvrđuje se kvalitet gimnazija kao najboljeg obrazovnog profila. U skladu sa ukazanim razlikama u mogućnosti napretka učenika u zavisnosti od socio-ekonomskog statusa i obrazovnog profila koji učenik pohađa dati su predlozi institucionalnih reformi ka kreiranju pravednijeg obrazovnog sistema.

1. Ciljevi, značaj i koncept PISA testova

Značaj obrazovanja i njegov efekat na ekonomski razvoj prepoznati su u mnogim teorijskim i empirijskim radovima. U modelima rasta ljudski kapital predstavlja jedan od najvažnijih faktora privrede. Takođe, značajno mesto u istraživanju zauzelo je pitanje uticaja obrazovanja na jednakost i raspodelu dohotka, kao i pokušaji da se odredi sadašnja vrednost budućih primanja u zavisnosti od obrazovanja. Kada govori o ljudskom kapitalu Madžar (2011) ističe: „Kod radne snage nije odlučujući goli broj, kvantitativno opredeljena množina živih glava, nego pre svega nivo i kvalitet znanja i veština koje su u radnoj snazi inkorporirane. Za radnu snagu se uveliko koristi i termin *ljudski kapital*, a time se upravo želi podvući da nije reč o mehaničkom zbiru ljudi nego o masi znanja i veština kojima su ti ljudi ovladavali i koje su u njima sadržane. A znanja i veštine nisu bogomdane niti su produkt pukih demografskih procesa; ti proizvodno relevantni atributi ljudskog kapitala su stečeni i sistematski akumulirani kroz brojne, začuđujuće raznovrsne i, u dobrom broju slučajeva silno kompleksne obrazovne procese. Znanja i veštine su rezultat *ulaganja* u obrazovni sistem i aktivnosti koje se odvijaju unutar njega. Rezultati su utoliko obimniji i proizvodno delotvorniji ukoliko se više ulaže. Stoga se u ekonomskoj nauci opskrbljenost ljudskim resursima ne određuje kao svojstvo koje se meri brojem živih glava, nego kao posedovanje dovoljne mase onog ljudskog činioca koji inkorporira

jednako obimnu masu proizvodno relevantnih znanja sa odgovarajućom diferencijacijom i za efikasno privredivanje neophodnim kvalitetom. *Tout court*, radna snaga nije demografski opredeljen i prirodno dat, nego je proizveden prirodni činilac.“

Druga polovina XX veka označila je početak razvoja međunarodnih istraživanja obrazovnih dostignuća i učeničkih kompetencija. I zaista, ekspanzija naučnih radova, posebno empirijskih, nastala je upravo zahvaljujući ovim istraživanjima (Hanushek & Woessmann, 2010). Razvoj prvog internacionalnog testiranja započeo je 1958. godine kada se grupa eminentnih profesora iz raznih oblasti obrazovanja sastala na UNESCO institutu za obrazovanje u Hamburgu gde se govorilo o evaluaciji učenika. Osnovano je nakon toga Internacionalno udruženje za procenu obrazovnih dostignuća, IEA (*International Association for the Evaluation of Educational Achievement*) koje danas sprovodi jedno od najpoznatijih međunarodnih istraživanja TIMSS (*Trends in Mathematics and Science Survey*) kao i PIRLS istraživanje (*Progress in International Reading Literacy Study*). Pored ovog udruženja, i OECD sprovodi značajna međunarodna istraživanja, kao što je Međunarodno istraživanje testiranja i nastave, ali i PISA testiranja.

Međunarodni program procene učeničkih postignuća, PISA (*Programme for International Student Assessment*) svakako je najznačajnije istraživanje u oblasti obrazovanja koje se trenutno sprovodi, kako u metodološkom smislu, tako i u pogledu uticaja na kreiranje obrazovne politike. Obavlja se na svake tri godine počev od 1997. godine i na poslednjem istraživanju, sprovedenom 2012. godine, učestvovalo je 64 zemalja koje stvaraju gotovo 90% svetskog bruto domaćeg proizvoda. PISA istraživanje testira petnaestogodišnju populaciju, i pokušava da odgovori na pitanje da li su učenici spremni da se suoče sa izazovima u budućnosti. Fokus nije na samom procesu učenja već na proveru učeničkih sposobnosti da rezonuju, analiziraju i kreiraju ideje. Sa tim se slažu i Baucal & Pavlović-Babić (2009) koji ističu: „Specifičnost PISA studije je da ona ne ispituje u kojoj meri učenici mogu da reprodukuju ono što su učili u školama, već koliko su mladi osposobljeni da razumeju i koriste informacije (koje su im date) prilikom rešavanja relevantnih problema iz svakodnevnog života.“

Testiranje se izvodi u tri oblasti: matematika, čitalačka pismenost i prirodne nauke. Pored testova, učenici, škole, čak i roditelji popunjavaju detaljne ankete koje predstavljaju osnov za dalja istraživanja i dublje ekonomske analize i implementacije. U svakom trogodišnjem ciklusu jedna od tri testirane oblasti predstavlja fokus istraživanja. Primera radi, centralna oblast PISA 2009 studije je bila čitalačka pismenost, dok se 2012. godine radilo

1 Ovo je drugi u nizu tekstova koji su posvećeni problemima i merama za unapređenje obrazovanja u Srbiji. Prethodni tekst profesora Branka Uroševića, koji je bio posvećen merama za unapređenje doktorskih studija objavljan je u Kvartalnom monitoru broj 35.

2 Autor bi želeo da se zahvali Milojku Arsiću i Dragici Pavlović-Babić na komentarima i sugestijama.

3 Ekonomski fakultet Univerziteta u Beogradu.

o matematici. Upitnik koji učenici popunjavaju sadrži veliki broj pitanja vezanih za stavove o učenju centralne oblasti istraživanja, kao i informacije o socijalnom i ekonomskom statusu svakog učenika. Pored toga, sprovode se detaljne analize uspešnosti u centralnoj oblasti po svim nivoima učeničkih kompetencija koje se testiraju, tako da je moguće daleko bolje sagledati kvalitet nastavnog programa i napraviti odgovarajuće izmene u skladu sa rezultatima.

PISA 2012 studija integrisala je novu oblast u osnovno testiranje - rešavanje problemskih situacija. Test za ovu oblast rađen je na kompjuterima. Učenici su suočeni sa realnim problemima koji nemaju direktne veze ni sa kakvim gradivom koje se izučava u školi. Ipak, rešavajući ove probleme pokazuju sposobnost rezonovanja i zaključivanja, kompetencija koje danas sve više preuzimaju primat u odnosu na stepen obrazovanja pri konkurisanju za mnoga mesta na tržištu rada, a svakako su ključna razlika među kandidatima sa jednakim stepenom obrazovanja i predstavljaju jasnu komparativnu prednost u procesu nalaženja budućeg radnog mesta.

2. Rezultati učenika iz Srbije na dosadašnjim PISA testovima

Rezultati PISA studije saopštavaju se na skali koja je u svim oblastima postignuća standardizovana na isti način, aritmetička sredina na nivou celokupnog testiranog uzorka iznosi 500, dok je standardna devijacija 100. Pozicija Srbije se minimalno menjala tokom prethodna četiri ciklusa u kojima smo učestvovali. Nezainteresovanost države za pitanje obrazovanja jasno se može prikazati upravo na primeru PISA testiranja. Srbija neće učestovati ove godine na PISA testiranju. Ovaj diskontinuitet ni na koji način se ne može opravdati ni sa ekonomskog niti bilo kog drugog stanovišta. Odsustvo testova sličnog tipa u našoj zemlji direktno povlače da relevantne informacije o kvalitetu srpskog obrazovnog sistema nećemo imati najranije do decembra 2019. godine kada bi se pojavili rezultati PISA 2018 testiranja. Pored toga, međunarodna istraživanja posebno su važna za obrazovni sistem u Srbiji koji nema nacionalne izvore informacija o kvalitetu obrazovanja. Izuzetak jedino predstavlja završni ispit na kraju osnovnog obrazovanja, ali se i tu radi o ograničenom broju zadataka na osnovu koji se teško može doći do zaključka o kvalitetu obrazovnih ishoda.

Kada je o našim postignućima reč, uz blagi rast pri svakom testiranju, nalazimo se i dalje u donjoj polovini evropskih zemalja, sa boljim postignućima jedino od Crne Gore, Albanije, Bugarske i Rumunije, a negde u nivou Turske, Kipra i Grčke. Preostale evropske zemlje

su u manjoj ili većoj meri ispred nas. Poređenja radi, na poslednjem testiranju 2012. godine naši đaci imali su 449 poena iz matematike na PISA skali, dok su hrvatski ostvarili 471 poen. Kolika je ovo razlika? Stručnjaci procenjuju da je nešto manje od 40 poena na PISA skali jednako jednoj godini učenja u školi. To znači da su đaci iz Hrvatske u dobu od 15 godina, stekli obrazovanje koje će vršnjaci iz Srbije imati tek nakon dodatnih šest meseci školovanja. Još je veći jaz sa Slovenijom, još jednom bivšom jugoslovenskom republikom čiji su đaci negde na nivou OECD proseka sa ostvarenih 501 poena.

Pored samih rezultata, učenici se rangiraju po nivoima postignuća za sve testirane oblasti. Skala postignuća podeljena je na šest nivoa i svaki nivo opisan je pomoću kompetencija koje su učeniku neophodne ne bi li rešio zadatke na tom nivou. Jedan nivo postignuća pokriva oko 70 poena na PISA skali, što je relativno visok raspon, tako da učenici koji se nalaze na različitim nivoima pokazuju kvalitativno različite veštine i znanja (Pavlović-Babić & Baucal, 2013). Učenici koji se nalaze ispod drugog nivoa postignuća smatraju se funkcionalno nepismenim. Funkcionalno nepismena osoba je ona osoba koja nije u stanju da svoje znanje upotrebi radi unapređenja svoje zajednice ili grupe, kao i za dalje lično unapređenje čitalačkih, matematičkih i ostalih kompetencija⁴. Ove osobe najčešće ne nastavljaju svoje školovanje, ranije ulaze na tržište rada i imaju probleme pri nalaženju posla. Sa druge strane, peti i šesti nivo postignuća sadrže u sebi najkompleksnije zadatke, gde se od učenika traži hipotetičko i kritičko mišljenje, izvođenje i argumentovanje zadataka i rešenja. Učenici sa petog i šestog nivoa predstavljaju najtalentovaniju decu, i buduće nosioce ekonomskog razvoja, osobe koje će gotovo sigurno steći fakultetsko obrazovanje i čiji ostanak u zemlji, ili povratak nakon studija u inostranstvu, treba da predstavlja jedan od najvažnijih zadataka naše države.

Značaj PISA istraživanja vidi se i po tome što je Evropska unija pri razvoju strategije obrazovanja do 2020. godine uvrstila rezultate PISA istraživanja kao benčmark uspešnosti obrazovnih sistema. Tako je jedan od ciljeva Lisabonske agende da se broj funkcionalno nepismene dece u zemljama EU smanji do 2020. godine ispod 15%. Značaj PISA testiranja priznat je i u Srbiji pa se pri oceni uspešnosti obrazovnog sistema koriste i rezultati ovog istraživanja. Nacionalni prosvetni savet je u svom izveštaju kao referentnu vrednost koju bi Srbija trebala da dostigne do 2020. godine navela prag od 25%.

Prema poslednjim rezultatima, na PISA 2012 istraživanju, 38,9% naše dece spada u grupu funkcionalno nepi-

⁴ Handbook of Household Surveys, Revised Edition, Studies in Methods, Series F, No. 31, United Nations, New York, 1984, para. 15.63.

sмениh iz oblasti matematike, 33,1% je čitalački nepismeno i 35% je nepismeno iz oblasti prirodnih nauka. U 2012 ostvaren je blagi pomak u odnosu na 2009. godinu iz matematike, i blagi pad u druge dve testirane oblasti, ali u sva tri slučaja statistički neznačajan. To jasno govori o inertnosti obrazovnog sistema i odsustvu suštinskih poteza na uklanjanju funkcionalne nepismenosti u Srbiji. Takođe, najveći broj naše dece nalazi se na prvom i drugom nivou postignuća što govori da je naš sistem i dalje baziran na nivou čiste reprodukcije. U dobu kada nije poenta dobiti informaciju i znati je napamet, već biti u stanju da veliki broj informacija, lako dostupnih, upotrebimo na odgovarajući način. Naš obrazovni sistem se i dalje bazira na pamćenju i prepričavanju činjenica, odnosno pukoj reprodukciji, i ovakvi rezultati koji se ponavljaju iz testiranja u testiranje ukazuju na pogrešan koncept učenja tokom našeg obrazovanja. Gde su ostale zemlje? Ako pogledamo samo rezultate iz matematike, naši đaci su bolji od crnogorskih (56,1% funkcionalno nepismenih) ili bugarskih (43,8%). Ipak, Hrvatska ima samo 29,9% đaka koji spadaju u ovu grupu, a daleko ispred nas u recimo Finska sa 12,3% i Estonija sa 10,5%.

Ono što iz godine u godinu izostaje na državnom nivou jeste dublja analiza mikro podataka PISA istraživanja i njihova upotreba pri daljem razvoju obrazovnih strategija, a ne samo poređenje finalnih PISA rezultata kao jedino značajno merilo. Da mikro podaci PISA istraživanja govore mnogo dovoljno je samo navesti da je, za skoro 5000 testiranih đaka, dostupno još gotovo 200 podataka koji u detalje mogu opisati determinante uspeha i ukazati na nedostatke našeg obrazovnog sistema.

3. Uticaj socio-ekonomskog statusa na učenička postignuća

Prema svim istraživanjima, što je i PISA studija potvrdila (OECD, 2013), socio-ekonomski status predstavlja faktor koji najviše utiče na obrazovni rezultat učenika. Socio-ekonomski status, takođe, predstavlja najveći izvor nejednakosti u obrazovanju u pogledu mogućnosti učenika i davanju jednake šanse za obrazovanje svim kategorijama. Na nivou OECD-a, učenici sa većim socio-ekonomskim statusom imaju 39 poena više iz matematike od učenika sa nižim statusom, što odgovara jednoj godini učenja.

Želimo da ispitamo socio-ekonomski efekat na učenička postignuća u Srbiji. Kako bi to postigli, učenike ćemo podeliti u četiri grupe (kvartila) prema indeksu socio-ekonomskog statusa (SES), od kojih svaka sadrži po 25% učenika. U prvom kvartilu nalaze se učenici koji imaju najnepovoljniji socijalno-ekonomski status, a u četvrtom učenici sa najpovoljnijim statusom. So-

cio-ekonomski status ocenjujemo pomoću indeksa, u PISA studiji označenog sa ESCS (*Economics, Social and Cultural Status index*). Ovaj indeks, meren od strane OECD-a kao sastavni deo PISA istraživanja predstavlja kompozitni indeks koji sadrži detaljne informacije o ekonomskom, kulturnom i obrazovnom statusu učenika i njegove porodice. Preciznije, indeks se sastoji od tri komponente - najviše roditeljsko zanimanje (HISEI⁵), najvećeg nivoa roditeljskog obrazovanja merenog godinama školovanja i indeksa kućne imovine koji obuhvata veliki broj podataka i pitanja iz ankete koju su učenici popunjavali poput broja knjiga u kući i drugog. Procenat dece koja se nalaze u kategoriji nepismenih (ispod drugog nivoa postignuća) i dece sa viših nivoa postignuća (četvrti, peti i šesti nivo postignuća) prikazani su u tabeli 1 za sva četiri kvartila SES-a.

Uticaj socio-ekonomskog statusa na postignuća učenika u Srbiji nedvosmislen je i nakon letimičnog pogleda na tabelu 1. Ovaj efekat vidljiv je kako u broju funkcionalno nepismenih đaka, tako i u broju đaka sa viših nivoa postignuća. Gotovo četiri puta veći udeo sposobnijih đaka koji se nalaze u grupi 25% najbogatije dece u odnosu na najsiromašniju četvrtinu pokazuje značajne razlike u mogućnostima daljeg napretka dece iz različitih socio-ekonomskih grupa. Umanjenje ove razlike treba da bude još jedan od ciljeva državne politike u sferi obrazovanja. Na koji način, pitanje je za kreatora javne politike u Srbiji. Kolike su ove razlike vidi se iz drugog dela tabele 1. Razlika od 77 poena između najsiromašnije i najbogatije grupe učenika je zabrinjavajuća, ona predstavlja dve godine učenja u školi. Takođe, vidimo da razlike u testiranoj oblasti gotovo da ne postoje, tako da je jaz između ove dve grupe učenika očigledan kada je reč o svim postignućima. Ovoliko velika razlika nije neuobičajena ni za druge zemlje, pa je tako u Hrvatskoj slična razlika, dok je u Finskoj 60 poena. Ovo ne umanjuje značaj problema i buduće reforme obrazovnih sistema u svetu će morati da se bave pitanjem jednakosti obrazovnih mogućnosti.

Tabela 1: Nivoi postignuća učenika po kvartilima SES-a.

	1. kvartil	2. kvartil	3. kvartil	4. kvartil
Funkcionalno nepismenih	54,5%	44,3%	36,3%	23,5%
Viši nivoi postignuća	6,8%	9,5%	12,0%	23,7%
Uspeh – matematika	408	433	445	485
Uspeh – čitalačka pismenost	413	434	444	478
Uspeh – prirodne nauke	414	435	443	481

Tabela 2 pokazuje, za svaki obrazovni profil, kako su učenici raspodeljeni po socio-ekonomskim grupama.

⁵ Za više detalja oko metodologije formiranja ESCS kompozitnog indeksa i njegovih determinanti kao i ostalih indeksa koje OECD kreira videti OECD (2014).

Osvrti

Vidimo da gotovo 50% svih đaka koji pohađaju gimnazije spada u grupu dece sa najvećim socio-ekonomskim statusom. Zanatsko-tehničke škole u najvećoj meri upisuju učenici sa najnižim socio-ekonomskim statusom (42,9%), dok samo 8,4% svih đaka ovog obrazovnog profila pripada grupi sa najvećim socio-ekonomskim statusom. Slično se vidi i iz tabele 3 gde je za svaki kvartil prikazano u koje škole se đaci upisuju. Tako vidimo da samo 7,9% đaka iz grupe sa najmanjim socio-ekonomskim statusom upisuje gimnazije. Sa druge strane, ako pogledamo đake sa najvećim socio-ekonomskim statusom, 40,6% upisuje gimnazije. Možemo reći, ovi đaci se jasno kreću ka putu dobijanja visokog obrazovanja jer je realno očekivati da gotovo svi đaci koji pohađaju gimnazije nastave dalje školovanje.

Tabela 2: Raspodela učenika po SES-u unutar svakog obrazovnog profila, u %

Obrazovni profil	Najniži SES	Nizak SES	Visok SES	Najviši SES	Ukupno
Gimnazija	9,4	15,4	26,3	48,9	100,0
Tehnička	28,8	30,4	25,1	15,7	100,0
Zanatsko-tehnička	42,9	28,1	20,6	8,4	100,0
Medicinska	21,9	29,6	27,8	20,7	100,0
Ekonomska	26,2	26,5	25,6	21,7	100,0
Poljoprivredna	41,2	24,9	22,5	11,4	100,0
Umetnička	10,1	18,5	26,6	44,8	100,0

Upravo zbog toga razloga je Vlada Republike Srbije i Ministarstvo prosvete, nauke i tehnološkog razvoja (dođuše u prethodnom sazivu) unutar Strategije razvoja obrazovanja u Srbiji predvidelo povećanje broja učenika u gimnazijama, kao prirodan put ka uvećanju broja visokoobrazovanih u Srbiji. Ostvarenje tog cilja moguće je jedino integracijom dece sa nižim socio-ekonomskim statusom u gimnazije i njihovim motivisanjem da se odluče na ovaj korak. Tako nešto moguće je jedino uz jasnu stimulaciju uspešnih đaka, čiji socio-ekonomski status ne sme da utiče na dalje školovanje. Ovo znači stipendije koje će biti fokusirane upravo na ovu populaciju na odgovarajući način. Takođe, stipendije koje su kreirane sa ciljem motivisanja naših najboljih đaka da studiraju u inostranstvu moraju biti definisane na način da studenti imaju podsticaj da se vrate u zemlju a ne da dalje podstiču odliv mozgova, možda jedan od najalarmantnijih problema srpskog obrazovnog sistema

Tabela 3: Raspodela učenika po obrazovnim profilima za svaki kvartil SES-a u %.

Obrazovni profil	Najniži SES	Nizak SES	Visok SES	Najviši SES
Gimnazija	7,8	12,9	21,8	40,6
Tehnička	27,2	28,6	23,4	14,6
Zanatsko-tehnička	16,3	10,7	7,7	3,2
Medicinska	9,3	12,5	11,7	8,7
Ekonomska	20,0	20,3	19,3	16,4
Poljoprivredna	16,6	10,0	8,9	4,4
Umetnička	2,8	5,0	7,2	12,1
Ukupno	100,0	100,0	100,0	100,0

PISA podaci takođe nam mogu odgovoriti na pitanje da li su đaci koji pohađaju gimnazije zaista toliko bolji od vršnjaka u ostalim obrazovnim profilima. Taj rezultat bio bi opravdanje ovakve strategije i pokušaja integracije većeg broja đaka u ovaj obrazovni profil usled očekivanog pozitivnog vršnjačkog efekta koji bi ovakva sredina stvorila. Naravno, kvalitetniji i sveobuhvatniji nastavni plan i program ne treba zanemariti. Stamenković et al. (2015) sprovedli su ovakvu analizu oslanjajući se na rezultate iz tabele 4 i 5, kao i ekvivalentnim rezultatima iz ostalih testiranih oblasti PISA 2009 studije. Tabele pokazuju procenat đaka ispod drugog nivoa postignuća iz matematičke pismenosti za svaki obrazovni profil i svaki socio-ekonomski kvartil (tabela 4) kao i procenat đaka sa viših nivoa postignuća (tabela 5), takođe za matematiku.

Tabela 4: Funkcionalno nepismeni učenici po obrazovnim profilima i SES-u iz matematike u %

	Najniži SES	Nizak SES	Visok SES	Najviši SES
Gimnazija	24,5	16,7	14,8	9,8
Tehnička	54,4	47,7	47,0	40,7
Zanatsko-tehnička	76,3	71,3	59,0	62,8
Medicinska	27,2	27,2	23,3	22,9
Ekonomska	49,8	40,7	39,9	28,7
Poljoprivredna	70,9	74,8	56,6	54,8
Umetnička	40,5	35,3	28,6	20,0

Uočavamo drastičnu razliku među obrazovnim profilima, što i jeste očekivan rezultat. Gimnazije su svakako najkvalitetniji obrazovni profil vidimo to u svakom kvartilu SES-a. Takođe, samo 9,8% učenika koji pohađaju gimnaziju i pripadaju najvišem socio-ekonomskom kvartilu spada u matematički nepismene. Najniži procenat funkcionalno nepismene dece, po svim kvartilima, je u gimnazijama, što dalje potvrđuje kvalitet ovog profila. Važno je uočiti kvalitet medicinskih škola. Naime, postignuća đaka medicinskih škola su gotovo neosetljiva

na promenu socio-ekonomskog statusa, što se može videti iz obe tabele. Ovo nam sugerise da se jednakost i pravednost u obrazovnim ishodima ostvaruje najbolje za ovaj obrazovni profil i dublja analiza može da ukaže na razloge ovakvog rezultata. Kvalitet gimnazija se vidi i iz tabele 5, gde gotovo četvrtina učenika sa najnižim SES-om spada u kvalitetnije. Ovakav rezultat u potpunosti opravdava integraciju učenika sa ovog nivoa u većem broju u gimnazije. Sa druge strane, procenat đaka koji pohađaju zanatsko-tehničke i poljoprivredne škole i spadaju u grupu kvalitetnijih se može smatrati statističkom greškom.

Tabela 5: Učenici sa viših nivoa postignuća po obrazovnim profilima i SES-u iz matematike u %

	Najniži SES	Nizak SES	Visok SES	Najviši SES
Gimnazija	22,6	27,6	24,2	38,7
Tehnička	6,3	6,2	7,5	10,1
Zanatsko-tehnička	1,4	0,7	1,9	0,0
Medicinska	18,4	13	13,2	21,2
Ekonomska	5,2	10,6	10,3	13,9
Poljoprivredna	0,4	0,0	2,5	1,6
Umetnička	10,8	5,9	14,3	19,4

Zaključak

Obrazovanje predstavlja jedan od osnovnih mehanizama formiranja ljudskog kapitala i ono je jedna od glavnih determinanti privrednog rasta. Stoga, unapređenje obrazovanja na svim nivoima predstavlja nužan uslov za dugoročno održiv privredni i društveni napredak Srbije. Reforme kojima bi se unapredio kvalitet i dostupnost obrazovanja svim socijalnim slojevima predstavljaju dugoročan proces čije trajanje znatno prevazilazi dužinu mandata jedne vlade. Zbog toga reforme obrazovanja mogu da sprovedu samo vlade koje vode računa o dugoročnim interesima društva, a ne samo o kratkoročnim političkim interesima. Nekvalitetno obrazovanje, sa stanovništa ekonomije predstavlja jedan od oblika neproaktivnog rasipanja resursa. Poboljšanje kvaliteta obrazovanja, kojim se podstiče argumentovano kritičko mišljenje, nije važno samo sa stanovništa produktivnosti, nego i sa stanovništa uspešnog funkcionisanje demokratskog društva.

Kada je reč o osnovnom i srednjem obrazovanju, pravedniji obrazovni sistem, u kome svi đaci imaju podjednake šanse za dalji napredak predstavljaće jedan od najvećih izazova obrazovnih reformi u 21. veku. Srbija ima jasno izražene razlike u uspehu učenika u zavisnosti od njihovog ekonomsko-socijalnog statusa. Razlika između 25% najbogatije i 25% najsiromašnije dece iznosi 77

poena na PISA skali. Ova razlika predstavlja razliku u znanju koje se postiže za dve godine školovanja. Ako uzmemo u obzir da su testirani đaci tokom svoje devete godine obrazovanja možemo konstatovati da je ova razlika veoma značajna.

Instrumenti koji mogu uticati na smanjenje ovakve razlike moraju biti usmereni na kreiranje jednakih šansi u smislu daljeg školovanja. Gimnazije predstavljaju najbolji obrazovni profil u Srbiji, što smo pokazali i u ovom radu. Strategija razvoja obrazovanja predviđa povećanje broja učenika koji upisuju ovaj profil, kao najbolji način za uvećanje broja visokoobrazovanih. Pored toga neophodno je omogućiti đacima iz nižih socio-ekonomskih grupa pristup ovom obrazovnom profilu, verovatno stimulacijama u vidu stipendija i smanjenjem potreba za privatnim časovima, koji siromašnim učenicima nisu dostupni kako slabiji socio-ekonomski položaj ne bi uticao na dalje školovanje⁶. Pravilno kreirana državna intervencija, uz očekivani pozitivni vršnjački efekat mogu da dovedu, kako do većih postignuća naših đaka tako i do daleko kvalitetnijeg i pravednijeg obrazovnog sistema, cilja koji će u bliskoj budućnosti zauzimati sve veći primat pri kreiranju obrazovne politike.

Odnos države prema obrazovanju ogleda se i u činjenici da Srbija ne učestvuje ove godine na PISA 2015 testiranju. Na taj način, posle dobijenih rezultata testiranja iz 2012. godine, prve rezultate o stanju u srpskom obrazovnom sistemu možemo dobiti tek decembra 2019. godine kada budu izašli rezultati PISA 2018 testiranja. Do septembra ove godine je prijavljivanje za ciklus PISA 2018 i ovo će biti dobar test za aktuelnu Vladu da gde joj se na listi prioriteta nalazi obrazovanje i reforma ovog značajnog sektora.

Reference:

Aleksandar Baucal, Dragica Pavlović-Babić. *Kvalitet i pravednost obrazovanja u Srbiji: obrazovne šanse siromašnih*. Ministarstvo prosvete Republike Srbije i Institut za psihologiju, Beograd, 2009.

Eric Hanushek, Ludger Woessmann. *The economics of international differences in educational achievement*. Technical report, National Bureau of Economics Research, 2010.

Ljubomir Madžar. *Iskušenja ekonomske politike u Srbiji*. Službeni glasnik, Beograd, 2011.

OECD. *PISA 2012 Technical Report*. OECD Publishing, 2014.

OECD. *PISA 2012 Results: What students know and can*

⁶ O tržištu privatnih časova biće više reči u nekom od narednih brojeva Kvartalnog monitora.

do. Student performance in mathematics, reading and science (Volume I). OECD Publishing, 2013.

Dragica Pavlović-Babić, Aleksandar Baucal. *Podrži me, inspiriši me - PISA 2012 u Srbiji: prvi rezultati*. Centar za primenjenu psihologiju, 2013.

Mladen Stamenković, Ivan Anić, Marijana Petrović, Nataša Bojković. *An ELECTRE approach for evaluating secondary education profiles: evidence from PISA survey in Serbia*. *Annals of Operations Research*, Springer. in print.

POD LUPOM

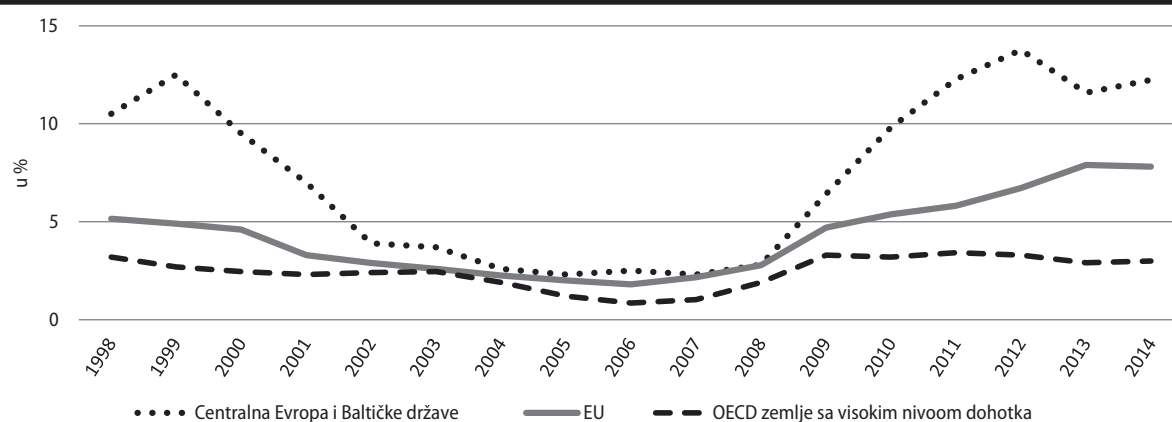
Problematicni krediti: determinante rasta i moguća rešenja¹

Tanasković Svetozar², Jandrić Maja³

1. Regionalni trendovi²³

Rast problematičnih kredita je poslednjih godina jedan od ključnih problema s kojim sa suočavaju zemlje Centralne i Istočne Evrope. Nakon otpočinjanja svetske finansijske krize 2007-2008. rast problematičnih kredita zabeležen je u većini svetskih privreda. Ipak, kada je u pitanju porast učešća problematičnih u ukupnim kreditima postoje značajne razlike između pojedinih grupa zemalja (Grafikon T-1).

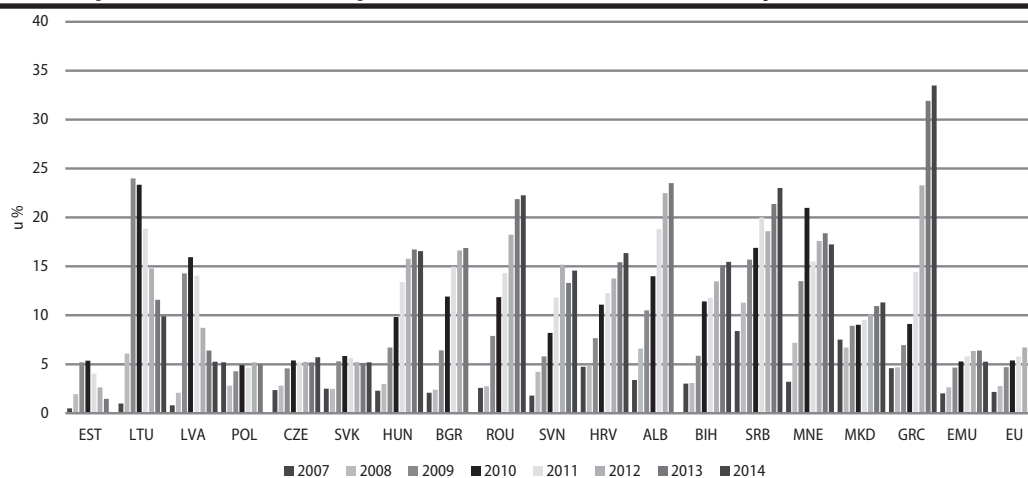
Grafikon T-1. Učešće problematičnih u ukupnim kreditima, 1998-2014.



Izvor: World Development Indicators (grupe zemalja su zasnovane na klasifikaciji Svetske banke)

Među zemljama Centralne, Istočne i Jugoistočne Evrope takođe postoje velike razlike (Grafikon T-2). U posmatranoj grupi zemalja prosečno učešće problematičnih kredita u ukupnim kreditima poraslo je sa 3,3% u 2007. godini na 14,1% u 2013. godini (ukoliko iz analize izuzmemo Grčku, učešće problematičnih kredita je u posmatranom periodu poraslo sa 3,2% na 13,01%). Poređenja radi, u Evrozoni je u istom periodu ovaj pokazatelj 2007. godine iznosio 2%, da bi u 2013. dostigao vrednost od 6,4%.

Grafikon T-2. Učešće problematičnih u ukupnim kreditima za odabrane zemlje, 2007-2014.



Izvor: World Development Indicators

¹ Autori zahvaljuju Milojku Arsiću na drgocnim komentarima i sugestijama

² Ekonomski fakultet i FREN

³ Ekonomski fakultet i FREN

Problematicni krediti: determinante rasta i moguća rešenja

Na osnovu evidentne razlike u dinamici rasta problematičnih kredita, posmatrane zemlje možemo podeliti u nekoliko grupa prema veličini rasta i nivou učešća problematičnih kredita (Tabela T-3). U najboljoj poziciji su zemlje sa malim rastom i srednjim nivoom učešća: Estonija, Poljska, Češka i Slovačka. Zemlje Jugoistočne Evrope su po pravilu u kategorijama sa lošijim performansama – rast učešća problematičnih kredita je veći, dok je nivo bio umereno visok ili visok. Prema učešću loših kredita Srbija se 2013. godine, uz Grčku, Albaniju i Rumuniju, nalazi u samom vrhu među zemljama Centralne i Istočne Evrope. Specifičnost Srbije u odnosu na druge zemlje je u tome što je ona pred krizu (2007-2008. godine) imala najveće učešće loših kredita u ukupnim kreditima u okviru posmatrane grupe zemalja. Iz ovog se može zaključiti da je problem loših kredita u Srbiji postojao i pre krize, a da je tokom krize značajno produbljen. Iz prethodnog sledi važan zaključak da se uzroci loših kredita u Srbiji znatnim delom nalaze u problemima koji su postojali u predkriznom periodu, a koji se veovatno odnose na institucionalne faktore i snažnu kreditnu ekspanziju⁴ koje je postojala u tom periodu.

Tabela T-3. Kategorizacija zemalja prema visini i stopi rasta učešća NPL u ukupnim kreditima⁵ u periodu 2007-2013.

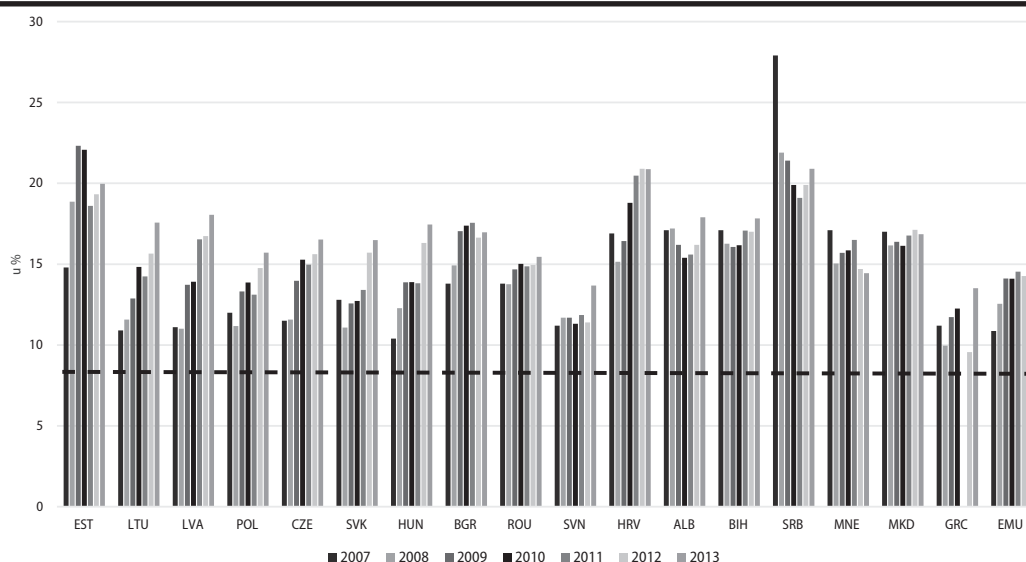
Nivo/ Rast	Srednji nivo	Umereno visok nivo	Visok nivo
Mali rast	Estonija Poljska Češka Slovačka	BJRM	
Srednji rast		Bosna i Hercegovina Hrvatska Mađarska Slovenija	Litvanija Srbija
Veliki rast		Letonija	Rumunija Albanija Crna Gora Grčka Bugarska

Kao jedan od bitnih elemenata finansijske stabilnosti često se uzima stepen adekvatnosti kapitala koji stavlja u odnos kapital banke i rizičnu aktivu. Ovaj pokazatelj predstavlja praktično “amortizer” u slučaju većih negativnih efekata koji bi se mogu javiti i u vidu otpisa velikog broja problematičnih kredita. Evropska nadzorno telo za bankarstvo (EBA), određuje donji nivo ovog pokazatelja na nivou od 8%⁶, dok neki ekonomisti zagovaraju njegovo povećanje na preko 15% u uslovima finansijskih kriza. Adekvatnost kapitala za zemlje EMU beleži porast nakon izbijanja finansijske krize (Grafikon T-4), ali se kod većine privreda on nalazi u nivou 10-15% osim u slučaju Estonije, Hrvatske i Srbije gde je on konstantno iznad ovog nivoa. Prosečan nivo adekvatnosti kapitala u bankarskom sektoru Srbije je od početka krize na nivou od oko 20%. Imajući u vidu regulatorne standarde kao i iznose u ostalim zemljama, ovako visok iznos adekvatnosti kapitala pozitivno utiče na ocenu stabilnosti bankarskog sektora kada su problematični krediti u pitanju. Ipak, visoka vrednost ovog pokazatelja osim funkcije signaliziranja stabilnosti nema uticaja na proces smanjivanja učešća nenplativih kredita.

4 O rizicima snažne kreditne ekspanzije je detaljnije pisano u QM 2 i QM 4, tokom 2005 i 2006. Godine, dakle u periodu trejanja kreditne ekspanzije.

5 Srednji nivo: prosečno učešće NPL na nivou sličnom EU i EMU (razlika manja od 50%); Umereno visok nivo: prosečno učešće NPL 50-100% veće nego u EU i EMU; Visok nivo: prosečno učešće NPL više od 100% veće nego u EU i EMU; Malo povećanje: rast učešća NPL u periodu 2007-2013. sličan i veći za 100% rasta u EU i EMU; Srednje povećanje: rast učešća NPL veći za preko 100% rasta nego u EU i EMU; Veliko povećanje: rast učešća NPL veći za preko 300% rasta nego u EU i EMU.

6 Izнос se odnosi na kriterijum koji podrazumeva međunarodni regulatorni standard Bazel III, koji pored ovog „bruto” racija podrazumeva i iznos 6% u slučaju Tier 1 kapitala i 4,5% u slučaju CET 1 kapitala.

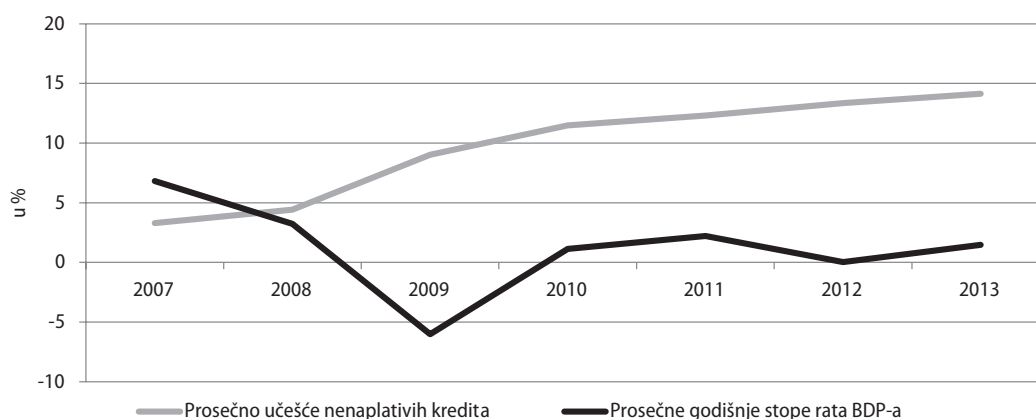
Grafikon T-4. Stepen adekvatnosti kapitala za odabrane zemlje 2007-2013. godina

Izvor: IMF-FSI (oktobar 2014)

2. Determinante problematičnih kredita

Iako su se ekonomisti i ranije bavili utvrđivanjem determinanti nivoa i dinamike učešća problematičnih kredita, interesovanje za ovu temu dobija na značaju u proteklih nekoliko godina. Problemi koje se mogu javiti u privredama sa visokim učešćem problematičnih kredita zahtevaju bolje razumevanje ovog problema kako bi se jasno definisale mere za njihovo smanjenje u što kraćem periodu. U dosadašnjim analizama, istraživači su kao faktore učešća problematičnih kredita najčešće vezivali za dve grupe faktora: makroekonomske determinante i specifične determinante vezane za poslovanje banaka. Pored ove dve grupe, u novijim radovima može se primetiti i pokušaj da se problem problematičnih kredita jednim delom objasni i kroz delovanje institucionalnih faktora koji određuju pravila ponašanja u bankarskom sektoru date zemlje.

Empirijske analize rađene na grupi zemlja potvrđuje jaku zavisnost problematičnih kredita od kretanja *BDP-a* (Espinoza i Prasad, 2010; Nkusu, 2011, Bock i Demyantes, 2012, Beck, Jakubik i Pilou, 2013). Novija istraživanja ukazuju na to da uticaj privrednih kretanja na nenaplative kredite nije linearan – tokom perioda krize uticaj makroekonomskih uslova na kreditni rizik se pojačava (Buncic i Melecky, 2012). Ipak, i u posmatranom uzorku od 17 zemalja Centralne, Istočne i Jugoistočne Evrope⁷ uočavamo da je učešće problematičnih kredita nastavilo da raste i nakon početka oporavka privrede, što ukazuje da, pored kretanja *BDP-a*, i drugi faktori imaju značajan doprinos u objašnjavanju razlika među pojedinim zemljama (Grafikon T-5).

Grafikon T-5. Prosečne stope rasta BDP-a i učešće NPL u izabranoj grupi zemalja

Izvor: World Development Indicators

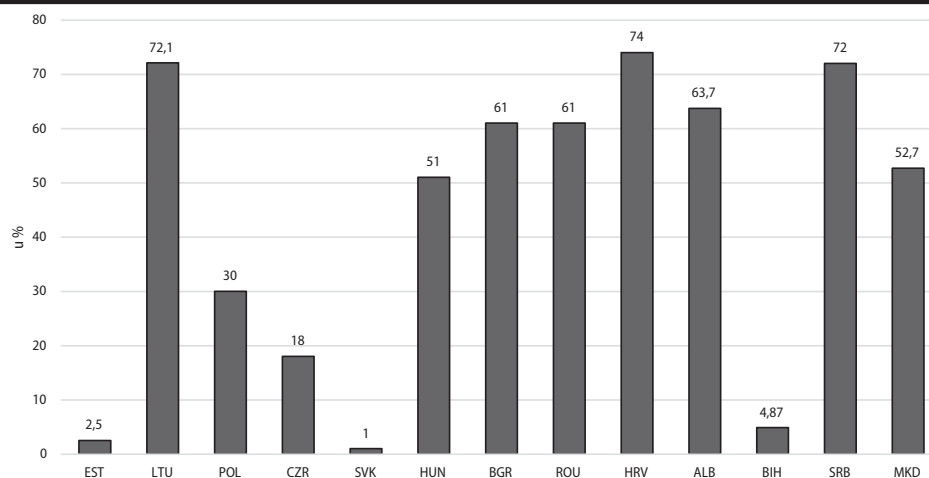
7 Albanija, BJR, Bosna i Hercegovina, Bugarska, Crna Gora, Češka, Estonija, Grčka, Hrvatska, Letonija, Litvanija, Mađarska, Poljska, Rumunija, Slovačka, Slovenija i Srbija.

Pored privrednog rasta, utvrđen je doprinos i drugih makroekonomski faktora kao što su: kamatne stope, stopa nezaposlenosti, inflacija, devizni kurs i stepen učešća kredita indeksiranih u stranoj valuti.

Rast kamatne stope dodatno povećava učešće problematičnih kredita putem povećanog opterećenja dužnika koji usled povećanih obaveza za servisiranje kamate više nisu u mogućnosti da odgovore na svoje obaveze po osnovu povučenih kredita. Ovo je posebno primećeno u slučajevima kada su u pitanju krediti sa varijabilnom kamatnom stopom. Veći broj empirijskih istraživanja potvrđuje ovu vezu pri čemu je ona ipak na dosta manjem nivou od uticaja privredne konjunktore (Berg i Boye, 2007 ; Espinoza i Prasad, 2010, Buncic i Melecky, 2012 ; Nkusu, 2011 ; Beck et al, 2013, Louzis et al, 2011, Messai i Jouini, 2013). Uticaj *inflacije* na kretanje problematičnih kredita je manje jasan. Jedan od mogućih kanala uticaja je da usled nastojanja monetarne politike da smanji stopu inflacije, dođe do povećanja kamatnih stopa (Nkusu, 2011). Teorijski gledano, viša inflacija može smanjiti realnu vrednost duga i tako uticati na smanjenje problematičnih kredita, dok s druge strane može da smanji realne dohotke ukoliko zarade ne prate rast cena i na taj način deluje u suprotnom pravcu. Rezultati istraživanja makroekonomskih determinanti problematičnih kredita u Srbiji (Otašević, 2013) ukazuju da je u Srbiji u periodu Q3 2008 to Q2 2012 dominantan bio prvi efekat: viša inflacija je uticala na smanjenje problematičnih kredita.⁸ Ipak, druge analize determinanti problematičnih kredita u zemljama Centralne i Istočne Evrope nalaze da viša inflacija vodi ka rastu problematičnih kredita (Klein, 2013, Škarica, 2014).

Uticaj *deprecijacije domaće valute* prilično je direktan kod gotovo svih istraživanja koja su vršena na ovu temu. Slabljenje kursa može izazvati veoma nepovoljne efekte u privredama koje imaju visoko učešće kredita indeksiranih u stranoj valuti. Istraživanje determinanti problematičnih kredita u zemljama Centralne i Istočne Evrope (Jakubik i Reiniger, 2013) pokazuje da deprecijacija domaće valute može da ima izrazito negativan uticaj na učešće problematičnih kredita, pri čemu jačina ovog uticaja zavisi od učešća kredita indeksiranih u stranoj valuti u ukupnim kreditima. S druge strane, ukoliko je reč o otvorenim privredama koje nemaju ovaj problem, deprecijacija bi kroz pozitivan uticaj na izvoz mogla da utiče na poboljšanje finansijske pozicije preduzeća i na taj način izazove smanjenje problematičnih kredita (Beck et al, 2013.). Ipak, efekat deprecijacije trenutno deluje na povećanje iznosa duga u domaćoj valuti dok pozitivan efekat na izvoz deluje sa kašnjenjem koje nekada može biti i duže od godinu dana. Usled toga, privrede sa visokim učešćem indeksiranih ili kredita u stranoj valuti su dosta izložnije ovom riziku. Srbija se prema ovom pokazatelju (Grafikon T-5) zajedno sa Litvanijom i Hrvatskom nalazi u grupi sa izuzetno visokim učešćem. U režimu rukovođeno fluktuirajućem kursa kakav je u Srbiji⁹ ovo predstavlja dodatnu opasnost u periodima deprecijacije kursa dinara. Za proteklih pet godina dinar je u odnosu na evro nominalno deprecirao za preko 30% što je pogodilo sve one dužnike koji su uzimali kredite indeksirane u evrima a koji svoje prihode ostvaruju u dinarima. Skoriji primer uticaja kolebanja deviznog kursa preko indeksiranih kredita osetili smo nedavno nakon odluke Centralne banke Švajcarske da ukine donju granicu deviznog kursa prema evru. Devizna tržišta su momentalno reagovala a ishod je jačanje švajcarske valute za 13% u odnosu na evro (a pritom i na dinar) što se u Srbiji automatski odrazilo i na oko 20 hiljada korisnika stambnenih kredita u Srbiji koji su indeksirani u švajcarskim francima kroz rast mesečne dinarske rate.

Grafikon T-6. Učešće indeksiranih i kredita u stranoj valuti u odabranim zemljama u 2013. godini



Izvor: IMF, ECB, centralne banke odabranih zemalja.

⁸ Ekonometrijska analiza u ovom istraživanju je pokazala da su ključne determinante problematičnih kredita u Srbiji u posmatranom periodu bile deprecijacija dinara i pogoršanje poslovnog ciklusa.

⁹ Litvanija je članica ERM II sporazuma usled čega je na snazi režim valutnog veća dok se u Hrvatskoj de facto duži niz godina primenjuje režim puzajućeg pariteta

Dodatni problem koji se javlja kod problematičnih kredita je prisustvo tzv. *povratnog* efekta (problematični krediti → privreda) koji se ogleda kroz dalje pogoršanje privredne aktivnosti: povećanje problematičnih kredita slabi makroekonomske performanse privrede, čime se aktivira “začarani krug” u kojem problemi bankarskog sektora i pad privredne aktivnosti međusobno pojačavaju jedni druge. Nekoliko empirijskih istraživanja je potvrdilo delovanje ovog efekta (Nkusu, 2011; Bock i Demyantes, 2012; Espinoza i Prasad, 2010). Empirijska analiza posvećena isključivo zemljama Centralne i Istočne Evrope (Klein, 2013) takođe potvrđuje prisustvo povratnog efekta u ovoj grupi zemalja, što ukazuje na činjenicu da visoki nivoi problematičnih kredita u velikom broju posmatranih zemalja otežavaju oporavak privrede.

Istraživanja potvrđuju da pored makroekonomskih faktora, institucionalno okruženje u kojem su banke poslovale takođe utiče na učešće problematičnih kredita. Ekonomska logika uključivanja institucionalnih faktora u analizu zasniva se na pretpostavci da neefikasan sudski sistem, problemi u reviziji i kontroli poslovanja banaka, mešanje politike u donošenje poslovnih odluka, kao i nedovoljno razvijene ostale institucije na kojima se sistem zasniva, mogu negativno uticati na poslovanje banaka. Godlewski (2005) u istraživanju koje je uključilo 30 zemalja iz Centralne i Istočne Evrope, Južne Amerike i Azije nalazi da efikasniji sudski sistem i viši nivoi vladavine prava obuzdavaju podsticaje za preuzimanje višeg kreditnog rizika. Boudriga et al (2010) takođe navode da bolja kontrola korupcije, bolje sprovođenje vladavine prava i drugi institucionalni elementi imaju važnu ulogu u smanjenju učešća loših kredita u zemljama MENA. Empirijski rezultati koje navodi Breuer (2006) potvrđuju uticaj velikog broja institucionalnih činilaca na loše kredite, među kojima se između ostalih kao veoma značajan faktor izdvaja i korupcija.

3. Uticaj makroekonomskih i institucionalnih faktora na problematične kredite u Srbiji

U analizi faktora koji utiču na nivo problematičnih kredita u periodu 2006–2013 na grupi zemalja među kojima se nalazi i Srbija (Tanasković i Jandrić, 2015) potvrđen je značajan uticaj makroekonomskih varijabli ali i pojedinih institucionalnih varijabli. Kao varijabla sa najznačajnijim marginalnim efektom od nekih 2,4% ističe se BDP zemlje što potvrđuje izuzetno javku vezu privrednih ciklusa i nivoa problematičnih kredita. Takođe potvrđuje se i uticaj varijacije kursa i učešća indeksiranih kredita na zavisnu varijablu dok uticaj inflacije nije statistički značajan. U modelu u kojem su uključene i insitucionalne varijable za posmatrane zemlje dobija se statistički značajan uticaj kvaliteta finansijskog nadzora i kontrole, kao i razvijenosti finansijskog tržišta¹⁰. Ovaj nalaz upućuje da je rast problematičnih kredita delimično bio posledica i regulatornog okvira koji nije odredio dovoljno striktno smernice za uslove kreditiranja i određivanje kreditne sposobnosti klijenata u periodu kreditne ekspanzije. U slučaju Srbije, kreditna ekspanzija u periodu od 2003–2008. nošena je ne samo dobrim performansama i kredibilnim planovima klijenata i indicijama pozitivnog privrednog rasta, već i jakom borbom novoformiranih banaka za što većim tržišnim učešćem. Specifičan razlog za snažnu kreditnu ekspanziju u Srbiji u pretkriznom periodu je nivo zaduženosti privrede i građana koji je na početku tranzicije bio vrlo nizak – prethodne hiperinflacije i inflacije su obezvedile stare kredite. U borbi za što veće tržišno učešće banke su se pri odobravanju kredita pretežno oslanjale ne kolaterale u nekretninama, dok je poslovanje klijenata bilo u drugom planu. Problem je nastao kada je vrednost kolaterala u periodu krize značajno opala, a likvidnost tržišta nekretnina smanjena. Na problem tadašnje ubrzane kreditne ekspanzije u zemljama regiona ukazivalo se i pre krize. Osim potencijalnih problema vezanih za rast inflacije i spoljnotrgovinskog i deficita tekućeg dela platnog bilansa, još 2006. su se javljala upozorenja da se rizik od bankarskih problema povećava sa povećanjem brzine rasta ukupnih kredita, pri čemu rizici u pojedinim zemljama variraju u zavisnosti od početnog kvaliteta bankarskog sistema, kapitalizacije, pravila nadzora i nadležnosti, i slično¹¹. Pored toga, indeksacija kredita koja je u to vreme uspešno neutralisala valutni rizik, pretila je da postane jedan od mogućih izvora problema kad je o reč naplativosti kredita u budućnosti. Upozorenja vezana za potencijalne makroekonomske šokove ukazivala su da će poremećaji u bankarskom sistemu u slučaju većih šokova kao što su rast kamatnih stopa, usporavanje privrednog rasta i pritisak na devizni kurs zavisiti direktno od izloženosti bankarskog sektora ovim rizicima i od visine njegovih kapitalnih rezervi¹².

U slučaju Srbije, u periodu 2009–2014. sve makroekonomske varijable doprinosile su porastu učešća problematičnih kredita (Grafikon T-7). Kao jedan od načina rešavanja ovog ali i problema opšteg pada kreditne aktivnosti, Vlada Srbije je krajem 2009. godine uvela program subvencionisanih kredita¹³. U tu svrhu iz budžeta je izdvajano u zavisnosti od godine od 55 do 94 miliona evra sa izuzetkom 2013. godine kada je su subvencije kamatnih stopa na kredite

10 Vrlo slični nalazi se mogu pronaći i u istraživanju (Boudriga et al., 2010) koje je rađeno na zemljama Bliskog istoka i Severne Afrike.

11 Grupa autora (2006), Kreditna ekspanzija u zemljama regiona, Kvartalni monitor br. 4, str. 65.

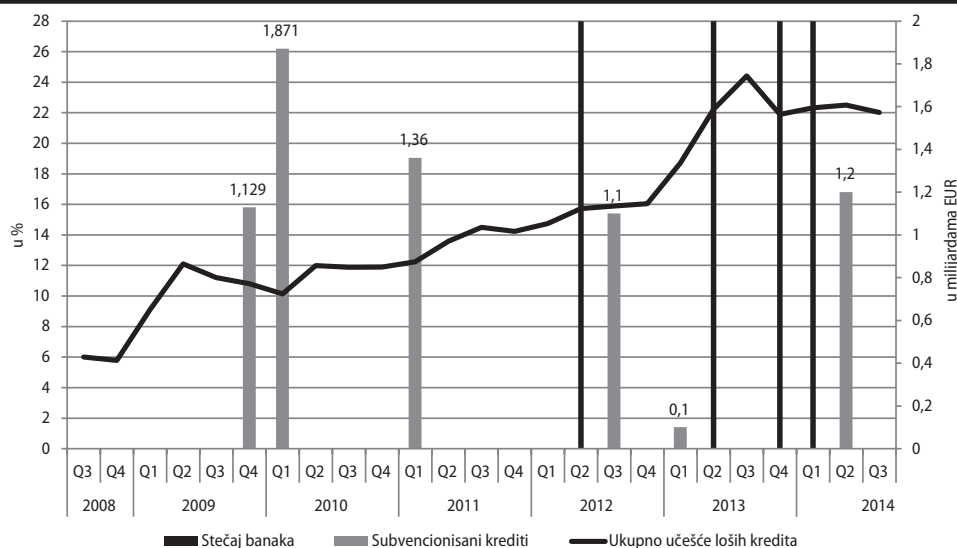
12 Živković B., Motika, S. (2005) Rizici rasta kredita, Kvartalni monitor 2., str. 61.

13 Na početku programa subvencionisane su kamate na potrošačke kredite, kredite za likvidnost i trajna obrtna sredstva, investicije i novogradnju.

Problematicni krediti: determinante rasta i moguća rešenja

iznosile samo 5 miliona evra. Kao što se vidi na grafikonu T-5, efekat ovih subvencija je kreiranje novih kredita u vrednosti od 1,1-1,8 milijardi evra, osim u pomenutoj 2013. godini kada je na taj način kreirano oko 100 miliona evra novih kredita. I pored ove mere primećujemo da se rast učešća problematičnih kredita nije zaustavio do 2014. godine o čemu svedoče još i problemi poslovnih banaka u državnom vlasništvu koji izbijaju na površinu sredinom 2012. godine. U periodu 2012-2014. četiri banke¹⁴ u većinskom državnom vlasništvu su izgubile dozvolu za rad usled konstantnih gubitaka koji su oborili količinu kapitala ispod regulatornog minimuma, nakon čega su njihova potraživanja i obaveze prenete na Banku Poštansku štedionicu. Očigledno je da je učešće problematičnih kredita u ovim bankama bilo znatno više u poređenju sa prosekom bankarskog sektora što sugerise da su kod ovih banaka osim makroekonomskih delovali i neki drugi faktori, prvenstveno institucionalne prirode. Ukupan iznos sredstava koja je država iskoristila za garantovanje depozita i dokapitalizaciju Banke Poštanske štedionice zbog stečaja četiri banke dostigao je iznos od 1,75% BDP-a što svedoči o ozbiljnosti problema i neophodnosti znatno ozbiljnijeg pristupa problemu problematičnih kredita.

Grafikon T-7. Učešće loših kredita u ukupno plasiranim u Srbiji 2008Q3-2014Q3

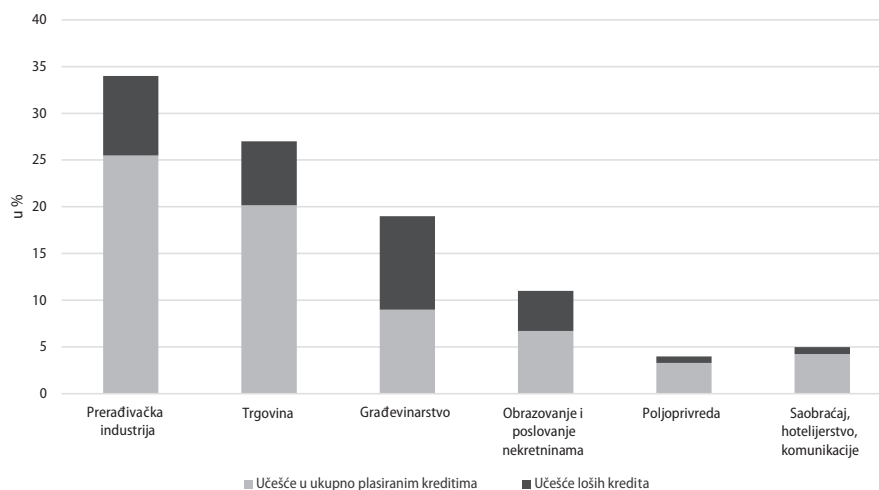


Izvor: QM

Trenutni pregled strukture problematičnih kredita pokazuje najveću zastupljenost unutar segmenta preduzetnika oko 45% (pogledati sekciju Monetarni tokovi i politika). Ipak kako krediti preduzetnicima predstavljaju samo nekih 3% ukupno plasiranih kredita na našem tržištu, mnogo veći problem se uočava kod pravnih lica kojima je plasirano oko 65% svih kredita. U okviru ovih kredita na kraju 2013. godine kod 27,7% dužnici su kasnili sa plaćanjem rate preko 90 dana što ih svrstava u kategoriju problematičnih. Ovaj broj se na kraju 2014. godine smanjio na nekih 26,5% ali i dalje predstavlja veliku opasnost po stabilnost ne samo bankarskog sistema već i celokupne privrede ukoliko se sistemski ne pristupi rešavanju problema. U okviru privrede najveća zastupljenost problematičnih kredita posmatrano nominalno je kod građevinarstva, prerađivačke industrije i trgovine (Grafikon T-8). Pri tome, građevinarstvo je izrazito pogođeno ovim problemom pošto se više od polovine uzetih kredita nalazi u kategoriji problematičnih, a slično se može primetiti u sektoru poslova sa nekretninama.

¹⁴ Agrobanka kasnije Nova Agrobanka, Razvojna banka Vojvodine, Privredna banka Beograd, Univerzal banka Beograd.

Grafikon T-8. Učešće problematičnih kredita privredi u odnosu na ukupno plasirane po privrednim granama u 2013. godini



Izvor: NBS

4. Primeri rešenja iz međunarodne prakse

Rešavanje problema visokog učešća problematičnih kredita predstavlja veliki izazov za nosioce ekonomske politike što potvrđuju i primeri zemalja koje su se nalazile u ovom problemu i pre izbijanja finansijske krize. Iskustva drugih zemalja govore da ne postoji jednostavan lek, ali da će svako ignorisanje problema na kraju biti skupo plaćeno novcem poreskih obveznika. Jedan od takvih slučajeva je bankarska kriza u Turskoj koje je začeta političko ekonomskim problemima još u 1996. godini¹⁵. Svoj vrhunac dostigla je 2001. godine naglim padom vrednosti lire što je uticalo da se učešće problematičnih kredita u vrlo kratkom periodu popne na gotovo trećinu ukupnih plasmana (podsetimo u Srbiji je učešće trenutno 21,06%). Turski Fond za osiguranje depozita pod patronatom Agencije za regulaciju i superviziju banaka u periodu od dve godine je preuzelo rukovođenje nad 20 banaka koje su bile u opasnosti da odu u stečaj usled nedostatka kapitala i velikog učešća problematičnih kredita u njihovom portfoliju. Ceo program nazvan je „Istanbulski pristup“ koji je formulisan po ugledu na model primenjen u slučaju azijske finansijske krize 1997. godine. Ideja je bila da se usvoji zajednički okvir unutar kojeg će komercijalne banke, finansijski posrednici, državne banke i banke nad kojima je uvedena prinudna uprava, rešavati problem problematičnih kredita. Unutar okvira definisani su jasni načini finansijskog restrukturiranja, otpisa problematičnih kredita, odobravanja novih kreditnih linija i lakšeg rešavanja sudskih sporova kako bi se što pre privatne banke dovele u priliku da koriste sredstva koja su izdvajala za osiguranje problematičnih kredita. Uspeh „Istanbulskog pristupa“ bio je delimičan. Jedan deo banaka koje su bile u državnom vlasništvu je dokapitalizovan ili je u potpunosti prodat dok je očekivana finansijska pomoć kada su u pitanju privatne bankarske izostala. Trošak restrukturiranja državnih i najugroženijih privatnih banaka koji je pokriven sredstvima poreskih obveznika dostigao je iznos od 30% BDP-a Turske u 2002. godini, čime se ova bankarska kriza uvrstila među najskuplje u novijoj istoriji¹⁶. Usled toga umesto restrukturiranja došlo je samo do odlaganja duga na duži period usled čega je izostao i efekat većeg smanjenja problematičnih kredita. Turska je ponovo 2002. godine pokušala da oživi ceo proces donošenjem zakona o osnivanju kompanija koje bi otkupljivale nenaplative kredite od banaka (*asset management companies*), ali uprkos tome nije došlo bitnijih promena u učešću problematičnih kredita sve dok se privredni rast u Turskoj nije vratio na pred krizni nivo.

U savremenim finansijskim krizama koje su se odrazile i na bankarski sektor najčešće su prisutna dva metoda rešavanja problema problematičnih kredita. Prvi model se oslanja na finansijsku pomoć države koja osnivanjem posebne banke ili agencije vrši otkup problematičnih kredita i na taj način uklanja „toksičnu“ aktivu iz bilansa bankarskog sektora. Država izdavanjem obveznica ili garancija finansira funkcionisanje ove banke ili kao u slučaju krize 1997. godine u Kini, centralna banka otpisuje dug poslovne banke za preuzeta sredstva koji je u nivou nenaplativog kredita koji je poslovna banka otpisala. Ovaj pristup iako efikasan, teret rešavanja problema stavlja na račun poreskih obveznika usled čega često nije opcija za zemlje sa problemima i u javnim finansijama. Irska je takođe na osnovu ovog

15 Masood, O. & Stewart, C. (2009) Determinants of Non-Performing Loans and Banking Costs During the 1999 – 2001 Turkish Banking Crisis. *International Journal of Risk Assessment and Management* 01/2009; 11.

16 Steinherr, A., Tukel, A. & Murat, U. (2004) The Turkish Banking Sector – Challenges and Outlook in Transition to EU Membership. BEEP briefing n° 9

ovog modela formirala državnu kompaniju za upravljanje problematičnim kapitalom "NAMA" koja je 2009. godine počela sa otkupom nenaplativih kredita u iznosu na osnovu izdatih državnih obveznica. Pored izuzetnog troška po državu¹⁷ još jedna negativna karakteristika ovog pristupa je moralni hazard koji se javlja u bankarskom sektoru koji je jednim delom odgovoran za pojavu problematičnih kredita a ipak ne snosi trošak njihovog smanjenja.

Drugi model rešavanja problematičnih kredita zasniva se na kreiranju uslova da banke samostalno ili u saradnji sa drugim finansijskim institucijama reše problem putem restrukturiranja dugova, otpisa u slučaju stečaja preduzeća ili prodajom problematičnih kredita trećim licima. Za uspešnost ovog programa neophodno je povećati efikasnost sudova u rešavanju stečajnih postupaka koji su npr. u Srbiji u bliskoj prošlosti trajali i više od pet godina. Takođe, potrebno je uvesti sistem poreskih podsticaja za banke da u većim iznosima vrše otpis problematičnih kredita, čime bi se delimično neutralisali gubici banke. Iako je ovaj metod u duhu tržišne ekonomije, pošto zahteva koordinisane napore države na više frontova, manje je uspešan po pitanju smanjivanja učešća problematičnih kredita.

5. Dosadašnje mere i planovi u Srbiji

Rešenja koja je NBS u jednom trenutku počela da primenjuje u borbi sa problematičnim kreditima delom se oslanjaju na prethodno opisani „Istanbulski pristup“ uz ocenu da je bilo nedopustivo čekati 2012. godinu da bi se po prvi put ovom problemu posvetilo više pažnje. Jedan od pokušaja da se poslovnim bankama obezbedi više prostora za restrukturiranje problematičnih kredita kada su u pitanju fizička lica, odnosi se na promenu Odluke od klasifikaciji bilansne aktive i vanbilansnih stavki iz decembra 2012. godine kada je procena kreditne sposobnosti klijenta i nivoa kreditne zaduženosti u potpunosti preneti na svaku pojedinačnu banku. Kada su u pitanju pravna lica u okviru iste Odluke omogućeno je da se problematična potraživanja ustupaju i pravnim licima koja ne moraju imati sedište poslovanja u Srbiji niti se moraju baviti pretežno finansijskom delatnošću. Nakon ovih promena, većina napora NBS je bila usmerena ka stabilizaciji inflacije i volatilnosti kursa dinara dok su dalji naponi ka rešavanju problema problematičnih kredita izostali.

Usled toga propuštena je prilika da se učešće problematičnih kredita zaustavi na nivou koji bi bio manje rizičan po stabilnost celokupnog bankarskog sistema. Za period 2012-2014. četiri banke su i pored prethodne dokapitalizacije otišle u stečaj koji je pošto su u pitanju banke sa većinskim vlasništvom države pao na teret poreskih obveznika. Odsustvo aktivnijeg pristupa u rešavanju problema problematičnih kredita negativno se odrazilo i na kreditnu aktivnost koja ne pokazuje znake oporavka čime se smanjuje i mogućnost bržeg privrednog oporavka. Čini se ipak da je konačno uočena ozbiljnost ovog problema kome je posvećeno dosta prostora u sporazumu sa MMF-om koji je nedavno potpisan. U poslednjem izveštaju¹⁸ misije MMF-a, istaknuto je da se problem visokog učešća problematičnih kredita mora rešiti borbom na više frontova. Da bi se sprečile stečajne epizode u bankarskom sektoru, neophodno je uvesti nove regulatorne mehanizme i povećati postojeći nivo kontrole. Kao jedan od rezultata pregovora sa MMF-om, početkom februara usvojena je Izmena i dopuna Zakona o bankama¹⁹ koje će se primenjivati od 1. aprila tekuće godine. Nove izmene se prvenstveno tiču definisanja nadležnosti i regulisanja odnosa u slučajevima potencijalne opasnosti po stabilnost finansijskog sistema usled lošeg poslovanja neke od banaka. Po osnovu ovih promena, nadležnost za sprovođenje kontrole i preduzimanje konkretnih mera u cilju očuvanja finansijske stabilnosti u potpunosti je u ingerenciji NBS. Za razliku od prethodnog zakona koji se odnosio samo na banke u vlasništvu Republike Srbije, nove odredbe zakona će se odnositi na sve banke koje posluju u Srbiji. Ovim se postiže veći stepen obuhvata a time i nadzora koja za cilj ima rano uočavanje potencijalnih rizika po finansijski sistem.

Po pitanju kontrolnih mera, definisan je jasan sskup postupaka nadzora i intervencije (kada se za to utvrdi potreba) koji se moraju sprovođiti bez mogućnosti korišćenja diskrecionih prava pojedinaca ili institucija. Prva faza definiše instrumente za uočavanje ranih signala a nakon toga ukoliko se uoče neki negativni elementi poslovna banka sprovodi mere iz unapred pripremljenog plana oporavka koji na godišnjem nivou revidira i šalje NBS na prihvatanje. Dodatna obaveza NBS prema ovim izmenama je sprovođenje analize svih rešenja i njihovog uticaja na ceo finansijski sistem kako bi se utvrdio način regulisanja problema koji ima najmanji trošak. U slučajevima kada banka postupuje suprotno odredbama zakona koji definiše kriterijume stabilnosti poslovanja ili se na osnovu uočenih izveštaja utvrdi

17 U slučaju Irske trošak programa za poreske obveznike kumulativno iznosi 64 milijarde evra, za period od četiri godine. Samo u 2008. godini garancije koje je izdala Irska iznosile su dvostruko više od BDP-a u toj godini.

Healy, T. (2013) Private bank debt and public finances: some options for Ireland, NERI Working Paper 2013/01 strane 7 i 8.

18 IMF (2015). 2014 article IV consultation and request for stand-by arrangement—staff report; press releases; and statement by the executive director for the republic of Serbia, IMF Country Report No. 15/50

19 Republika Srbija (2015). Zakon o izmenama i dopunama Zakona o bankama, "Službeni glasnik RS" br. 14/2015

naglo pogoršanje likvidnosti i sl. NBS je u mogućnosti da primeni mere rane intervencije koje u ekstremnim slučajevima mogu ići i do razrešenja člana organa upravljanja ili do uvođenja prinudne uprave u banku. U slučaju sprovođenja procesa restrukturiranja kada su sve druge opcije iscrpljene, NBS preuzima sve aktivnosti u cilju rešavanja problema uz minimalni trošak po uključene strane i ceo finansijski sistem. Još jedna novina koja je predviđena ovim izmenama je definisanje zakonskog okvira za osnivanje banke za posebne namene koju može osnovati samo Republika Srbija. Ukoliko bi se osnovala, nadležnost nad radom ove banke po pitanju praćenja kriterijuma za osnivanje i ispunjenja ciljeva tj. restrukturiranja osnovne banke bi bili u ingerenciji NBS. Ovo rešenje je slično primerima iz međunarodne prakse i pomenutog rešenja u Irskoj ali usled činjenice da kreira veliki trošak po javne finansije u našem slučaju ovo je gotovo neupotrebljiva opcija. Ako imamo u vidu problem u javnim finansijama i obavezu da se zaustavi rast javnog duga do 2017. godine što je već sada pod znakom pitanja, realnije rešenje za Srbiju je kreiranje mehanizma kojim bi najveći trošak trebale da snose akteri same kreditne transakcije uključujući i matičnu banku.

Problem visokog učešća problematičnih kredita u bankarskom sektoru Srbije dominantno je bio prisutan u bankama koje su u vlasništvu domaćih lica, bilo da su u pitanju državne ili privatne banke ali se vremenom preneo i na ostatak sistema. Samim tim povećanje supervizije neće imati previše efekata ukoliko se u praksi nastavi zaobilaznje regulatornog okvira koje i ranije postojao i predviđao određene mere nadzora i kontrole. Do god odluke menadžera banke nisu potpuno nezavisne od interesa struktura vlasti (kao što je slučaj u javnom sektoru), ne može se očekivati napredak u tom segmentu. Kao moguće rešenje primenjeno i u slučaju Turske jeste privatizacija u slučaju državnih ili koncentracija i dokapitalizacija privatnih banaka koje već neko vreme beleže loše rezultate (Srpska banka, JUBMES, NLB, OTP i sl.).

Mera, koja je sadržana u sporazuma sa MMF, a koja bi mogla imati više efekata na smanjenje učešća problematičnih kredita je uvođenje novog mehanizma za restrukturiranje duga van suda kao i ubrzanje i pojednostavljenje sudskih postupaka kada dužnik objavi stečaj. Uklanjanje uskih grla u zakonu o stečaju koji otežavaju brzo razrešenje odnosa između dužnika i banke, moglo bi da oslobodi značajna finansijska sredstva koja su trenutno zarobljena za pokriće problematičnih kredita. Pored toga i bolji poreski tretman banaka koje otpisuju deo problematičnih kredita, pokretanje već postojećeg okvira za vansudsko restrukturiranje dugova ali i podsticaj razvoja tržišta za kupovinu problematičnih dugova mogli bi ubrzati rešavanje postojećeg problema. Ipak, iskustva zemalja koja su primenjivala sličan recept nam govori da u slučaju kada država nije u stanju da sprovede planirane reforme dolazi samo do odlaganja problema umesto njegovog rešavanja. Takođe, potpuno rešavanje problema visokog učešća problematičnih kredita možemo očekivati samo ukoliko se uz predložena rešenja ostvari i oporavak proizvodnje koja prema svim dosadašnjim analizama ipak dominantno utiče na njihov rast.

Literatura:

- Beck, R., Jakubik, P. & Piloiu, A. (2013). Non-performing loans: what matters in addition to the economic cycle? European Central Bank, Working Paper Series 1515
- Berge, T.O. & Boye, K.G. (2007). An analysis of bank's problem loans. *Norges Bank Economic Bulletin*, 78, 65–76.
- Berger, A. N. and DeYoung R. (1997) Problem Loans and Cost Efficiency in Commercial Banks. *Journal of Banking and Finance* 21, 849-870
- Boudriga, A., Boulila Taktak, A. & Jellouli S. (2010). Bank specific, business and institutional environment determinants of banks nonperforming loans: evidence from mena countries, Economic Research Forum, Working Paper No. 547
- Breuer, J.B. (2006). Problem Bank Loans, Conflicts of Interest and Institutions. *Journal of financial stability*, Vol. 2, pp. 266–285
- Buncic, D. & Melecky, M. (2012). Macroprudential Stress Testing of Credit Risk – A Practical Approach for Policy Makers. World Bank Policy Research Working Paper No. 5936
- Bock, R. & Demyanets A. (2012). Bank Asset Quality in Emerging Markets: Determinants and Spillovers, IMF Working Paper 12/71
- Espinoza, R. & Prasad, A. (2010). Nonperforming Loans in the GCC Banking System and their Macroeconomic Effects. IMF Working Paper 10/224

Problematični krediti: determinante rasta i moguća rešenja

- Godlewski, C. (2005). Bank capital and credit risk taking in emerging market economies. *Journal of Banking Regulation*, Volume 6, No 2.
- Grupa autora (2006), Kreditna ekspanzija u zemljama regiona, Kvartalni monitor br. 4, str. 65.
- Healy, T.(2013) Private bank debt and public finances: some options for Ireland, NERI Working Paper 2013/01
- IMF (2015). 2014 article IV consultation and request for stand-by arrangement—staff report; press releases; and statement by the executive director for the republic of Serbia, IMF Country Report No. 15/50
- Jakubík, P. & Reininger, T. (2013). Determinants of Nonperforming Loans in Central, Eastern and Southeastern Europe, *Focus on European Economic Integration*, Oesterreichische Nationalbank , issue 3, pages 48-66.
- Klein, N. 2013. Non-Performing Loans in CESEE; Determinants and Impact on Macroeconomic Performance. IMF Working Papers 13/72
- Louzis, D.P., Vouldis, A.T. & Metaxas, V.L. (2010). Macroeconomic and bank-specific determinants of non-performing loans in Greece: a comparative study of mortgage, business and consumer loan portfolio. Bank of Greece Working Papers 118
- Masood, O. & Stewart, C. (2009) Determinants of Non-Performing Loans and Banking Costs During the 1999 – 2001 Turkish Banking Crisis. *International Journal of Risk Assessment and Management* 01/2009; 11.
- Messai, A.S. & Jouini, F. (2013). Micro and Macro Determinants of Non-performing Loan. *International Journal of Economics and Financial Issues, Econjournals*, vol. 3(4), pages 852 - 860.
- Nkusu, M. (2011). Nonperforming Loans and Macrofinancial Vulnerabilities in Advanced Economies. IMF Working Paper 11/161
- Otašević, D. (2013). Macroeconomic determinants of the quality of banks' loan portfolio in Serbia. Working paper, NBS, 2013. Available at: http://www.nbs.rs/export/sites/default/internet/english/90/90_0/2013_27_DO.pdf
- Podpiera, J., Weill, L. (2008) Bad luck or bad management? Emerging banking market experience, *Journal of Financial Stability*, Volume 4, Issue 2, p.135-148
- Republika Srbija (2015). Zakon o izmenama i dopunama Zakona o bankama, "Službeni glasnik RS" br. 14/2015
- Rossi, S., Schwaiger, M., Winkler, G. (2005) Managerial behaviour and cost/profit efficiency in the Banking Sectors of Central and Eastern European Countries. Working Paper no. 96, Austrian National Bank
- Salas, V. and Saurina, J. (2002) Credit Risk in Two Institutional Regimes: Spanish Commercial and Savings Banks. *Journal of Financial Services Research* 22 (3), 203-224.
- Skarica, B. (2014). Determinants of non-performing loans in Central and Eastern European countries. *Financial Theory and Practice*, Institute of Public Finance, vol. 38(1), p. 37-59.
- Steinherr, A., Tukul, A. & Murat, U. (2004) The Turkish Banking Sector – Challenges and Outlook in Transition to EU Membership. BEEP briefing n° 9
- Tanasković, S. & Jandrić, M. (2015). Macroeconomic and institutional determinants of non-performing loans. *Journal of Central Banking Theory and Practice*, Central bank of Montenegro, vol. 4(1), p. 47-60.
- Živković B., Motika, S. (2005) Rizici rasta kredita, Kvartalni monitor br. 2, FREN.

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