

**Kvartalni monitor
ekonomskih trendova i politika u Srbiji**

Časopis Fondacije za razvoj ekonomske nauke. Bavi se sistematskim i dubinskim praćenjem makroekonomskih, finansijskih i korporativnih trendova i analizom ekonomskih politika u Srbiji. Izlazi tromesečno na srpskom i engleskom jeziku.

FREN

Fondacija za razvoj ekonomske nauke (FREN)

FREN je nezavisan istraživački centar čiji tim saradnika redovno prati ekonomske tokove u Srbiji, sprovodi dubinska ekonomska istraživanja, i podstiče i olakšava razmenu informacija i dostupnost ekonomskih podataka u okviru ekonomske discipline u Srbiji.

Osnivač FREN-a je Ekonomski fakultet u Beogradu. Fondacija je osnovana 2005. godine.



ЕКОНОМСКИ ФАКУЛТЕТ
УНИВЕРЗИТЕТ У БЕОГРАДУ

Ekonomski fakultet Univerziteta u Beogradu

Ekonomski fakultet Univerziteta u Beogradu je obrazovna i naučna ustanova sa tradicijom dugom skoro 80 godina. Danas je taj Fakultet najveća i najminentnija naučno-obrazovna ustanova u oblasti ekonomskih nauka u Srbiji sa oko 130 nastavnika od čega 55 redovnih profesora. Na Fakultetu je do sada diplomiralo preko 46000 studenata, preko 3500 je nastavilo poslediplomske studije i steklo naziv magistra nauka ili mastera, a 760 je steklo titulu doktora nauka. Fakultet ima vrlo razvijenu saradnju sa većim brojem univerziteta i institute u zemlji i inostranstvu, kao i brojnim preduzećima na zajedničkim projektima.

Ovim putem izražavamo zahvalnost Ekonomskom fakultetu Univerziteta u Beogradu na dugogodišnjoj podršci, kao i strateškim sponzorima, koji su finansijski podržali izradu Kvartalnog monitora - Raiffeisen banci i Nemačkoj organizaciji za međunarodnu saradnju GIZ.



Implemented by:



kvartalni monitor ekonomskih trendova i politika u Srbiji

april - jun 2015

41

FREN

kvartalni monitor

EKONOMSKIH TRENDOVA I POLITIKA U SRBIJI

Broj 41 • april–jun 2015

Beograd, septembar 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
Aleksandra Anić, Zaposlenost i zarade
Danko Brčerević, Privredna aktivnost
Mirjana Gligorić, Platni bilans i spoljna trgovina
Milan Pejić, Cene i devizni kurs
Saša Ranđelović, Fiskalni tokovi i politika
Svetozar Tanasković, Monetarni tokovi i politika

GRAFIČKO OBLIKOVANJE

Stefan Ignjatović

SLOG I PRELOM

Maja Tomić

OBLIKOVANJE KORICA

Nikola Drinčić

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	39
7. Monetarni tokovi i politika	50

OSVRTI

Osvrt 1

Grčka kriza – uzroci, mitovi i pouke	56
---	----

Saša Ranđelović, Miloško Arsić

Analitičke i notacijske konvencije

Vrednosti

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

Definicije agregata i indeksa

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

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

Nova privreda – Privredni subjekti nastali pod privatnom inicijativom.

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

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

Notacija

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

H – primarni novac

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

IMC – indeks maloprodajnih cena

IIP – indeks cena proizvođača industrijskih proizvoda

ITŽ – indeks troškova života

M1 – gotov novac u opticaju i depoziti po viđenju.

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

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

NDA – neto domaća aktiva

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

Skraćenice

BDP – bruto domaći proizvod

BDV – bruto dodata vrednost

ECB – Evropska centralna banka

EPS – Elektroprivreda Srbije

EU – Evropska Unija

JIE – jugoistočna Evropa

FED – Američka centralna banka (Federal Reserve System)

FZR – Fond za razvoj Republike Srbije

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

MMF – Međunarodni monetarni fond

MSP – mala i srednja preduzeća

NBS – Narodna banka Srbije

NZS – Nacionalna služba za zapošljavanje

OECD – Organizacija za ekonomsku saradnju i razvoj

PDV – porez na dodatu vrednost

QM – Kvartalni monitor

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

RZS – Republički zavod za statistiku Srbije

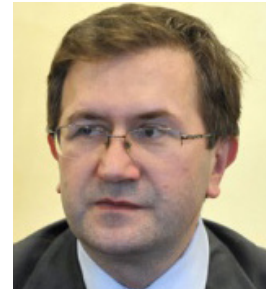
SDI – strane direktne investicije

SDŠ – stara devizna štednja

SMTK – Standardna međunarodna trgovinska klasifikacija

ZZP – Zajam za preporod Srbije

Uvodnik



Tokom prethodnog dela godine ključni indikatori privrede Srbije su poboljšani u odnosu na stanje iz prethodnih nekoliko godina. Privreda je tokom drugog kvartala ušla iz recesije, fiskalni i spoljni deficiti su značajno smanjeni, stanje na tržištu rada se poboljšava, inflacija je niska. Mada su poboljšanja nesporna, performanse privrede Srbije će u ovoj godini, a verovatno i u narednoj, biti znatno slabije nego u većini zemalja Centralne i Istočne Evrope: rast privreda će biti sporiji, dok će stopa nezaposlenosti, spoljni i fiskalni deficit biti među najvećim u navedenoj grupi zemalja. Slabije performanse privrede Srbije u odnosu na zemlje iz okruženja su posledica kašnjenja u realizaciji reformi od jedne do jedne i po decenije, kao i kašnjenja u sprovođenju fiskalne konsolidacije od najmanje tri godine. Ostvareni rezultati predstavljaju prvi korak u stvaranju uslova za dugoročno održiv rast privredne aktivnosti i zaposlenosti, pa je stoga neophodno da se nastavi sa fiskalnom konsolidacijom, kao i da se ubrzaju reforme. Još uvek nema razloga u samozadovoljstvo postignutim rezultatima niti prostora za usporavanje ili odlaganje fiskalne konsolidacije i reformi.

Privreda Srbije je u drugom kvartalu 2015. godine izašla iz recesije koja je trajala od sredine 2013. godine. Prethodna recesija je bila posledica slabosti privrednog sistema i ekonomske politike u Srbiji, a ne međunarodnih okolnosti, jer su skoro sve zemlje Evrope u navedenom periodu ostvarivale privredni rast. Prethodna recesija se ne može pripisati poplavama, jer je počela skoro godinu dana pre njih, što znači da su poplave samo produbile odranije prisutnu recesiju. Srbije je jedna od retkih zemalja u Evropi koja ni 2015 nije dostigla predkrizni nivo BDP nego će to ostvariti tek u narednoj godini.

Izlazak iz recesije u godini kada se sprovodi snažna fiskalna konsolidacija, u okviru koje je državna potrošnja smanjena za oko 2% BDP, predstavlja iznenađenje za većinu ekonomista (uključujući i autore Kvartalnog monitora), međunarodne finansijske organizacije, Vladu, NBS i dr. Krajem prethodne godine prema većini prognoza očekivan je pad BDP između 0,5 i 1%, dok su protivnici mera štednje tvrdili da će pad biti veći nego u prošloj godini, dakle da će iznositi preko 2%. Nakon isteka prve polovine godine prilično je izvesno da će privreda Srbije u ovoj godini ostvariti rast od 0,5-1% BDP,

a da nije bilo suše u poljoprivredi rast bi iznosio preko 1% BDP. Stoga se opravdano postavlja pitanje koji su faktori uticali da rezultati privrede u ovoj godini budu bolji od očekivanih?

Izlasku iz recesije doprinele su povoljne međunarodne okolnosti, reforme kojim su poboljšani uslovi poslovanja, kao i promene u ekonomskoj politici. Povoljne međunarodne okolnosti uključuju poboljšanje uslova trgovine sa svetom, oporavak evropskih zemalja i niske kamatne stope. Povoljniji uslovi trgovine sa svetom odnosi se na pad cena nafte i gasa i cena osnovnih metala na međunarodnom tržištu, što je za direktnu posledicu imalo povećanje, umesto očekivanog pada proizvodnje, u petrohemijskom kompleksu i metalopredjivačkoj industriji (MKS, prerada aluminijuma i bakra i dr). Pad uvoznih cena gasa uticao je na povećanje kupovne moći građana, usled čega je lična potrošnja imala manji pad nego što je očekivano. Rast evropskih privreda po stopi od oko 2% povoljno utiče na oporavak privrede Srbije jer olakšava rast izvoza, koji je sa stanovišta tražnje najviše doprineo ostvarenom rastu. Niske kamatne stope za sada utiču na rast kreditiranja građana čime se ublažava pad privatne potrošnje dok za sada ne utiču na rast obima kredita privredi, ali povoljno utiču na troškove poslovanja privrede.

Reforme radnog zakonodavstva, ubrzanje odobravanja građevinskih dozvola, poboljšanje makroekonomske stabilnosti pozitivno su uticali na investicije i poslovanje u Srbiji. Poboljšane uslova poslovanja najdirektnije je uticalo na rast građevinske delatnosti, koja predstavlja jedan od pokretača oporavka privrede iz recesije. Oporavku građevinarstva doprineo je rast javnih investicija u saobraćajnu infrastrukturu, kao i ponovni rast tražnje za stanovima usled pada njihovih cena i pada kamatnih stopa na stambene kredite. Takođe, bolji uslovi poslovanja, uz odranije niske troškova rada, u Srbiji direktno su uticali na premeštanje dela proizvodnje cigareta iz EU u Srbiju – proizvodnja cigareta je povećana za blizu 90%. Konačno, rast privrede u godini kada se sprovodi fiskalna konsolidacija potkrepio je ono što smo tvrdili tokom prethodnih godina, a to je da su fiskalni multiplikatori u Srbiji niski, što znači da niti povećanje državne potrošnje može znatnije da pokrenu privredu, niti smanjenje državne potrošnje znatnije utiče na pad privrede.

Neočekivani rast Srbije od 0,5 do 1% u 2015 godine predstavlja dobar rezultat u odnosu na prethodne godine, ali on je još uvek daleko ispod onoga što već sada postižu druge evropske zemlje i onoga što bi trebalo da bude srednjoročni cilj za privredu Srbije. Procenjena stopa rasta zemalja Centralne i Istočne Evrope u ovoj godini iznosi oko 2,5% i pri tome sve zemlje osim Hrvatske će imati rast veći od 1%, dok se u narednoj godini očekuje rast od blizu 3%. Takođe, stopa rasta koju će Srbija ostvariti u ovoj godini je daleko ispod srednjoročnog cilja koji bi mogao da se kreće 3-4% u narednih nekoliko godina, a u nešto dužem periodu cilj bi mogao da bude rast od oko 5%.

Stoga je suštinsko pitanje kako Srbija može da podstakne rast privrede sa skromnih 0,5 ili 1% na 3 do 4% godišnje. Rast privrede Srbije u 2015. godini, kada su državna i privatna potrošnja smanjeni, predstavlja još jednu potvrdu da pokretači rasta u našem slučaju nisu na strani domaće tražnje, nego na izvozu i investicijama. Ključni uslov za ubrzanje privrednog rasta Srbije je povećanje stope investicija sa sadašnjeg nivoa od oko 20% na preko 25% BDP. Pri tome država može direktno da doprinese povećanju ukupnih investicija povećanjem javnih investicija sa 3% BDP na 4-5% BDP. Međutim, ključna uloga države je u tome da stvori povoljne uslove za rast privatnih investicija, a to podrazumeva prvenstveno unapređenje uslova poslovanja i održanje makroekonomske stabilnosti.

Unapređenje uslova poslovanja podrazumeva reforme pravosuđa, katastra, administracije, obrazovanja, okončanja privatizacije bivših društvenih preduzeća, unapređenje rada javnih preduzeća i dr. Poboljšanje uslova poslovanja nije jednokratna aktivnost, nego kontinuirani proces u kome zemlje prilagođavaju institucije izmenjenim uslovima okruženja. Za učvršćene makroekonomske stabilnosti neophodno je da se nastavi sa odlučnom fiskalnom konsolidacijom jer će fiskalni deficit od 3,5-4% BDP koji će se ostvariti u ovoj godini i dalje jedan od najvećih u Evropi. Stoga je neophodno da se i u narednim godinama nastavi sa smanjivanjem fiskalnog deficita kako bi se on za nekoliko godina smanjio na oko 1% BDP. Kontinuirano smanjivanje fiskalnog deficita,

a kao rezultat toga i odnosa javnog duga prema BDP predstavlja pouzdan signal da je Srbija izbegla krizu javnog duga. Stoga bi za kredibilnost Vlade Srbije bilo vrlo nepovoljno da se fiskalni deficit u narednoj godini poveća u odnosu na ovu godinu ili da se u nekoliko narednih godine zadrži na nivou od preko 3% BDP.

Osim povećanja stope rasta BDP važno je da rast privrede bude održiv, odnosno da se ne kreiraju unutrašnje i spoljne neravnoteže. Fiskalnom konsolidacijom se otklanja rizik krize javnog duga, ali i dalje ostaju unutrašnji rizici vezani za visok iznos loših kredita u bankama. Loši krediti destimulišu rast kreditne aktivnosti bez čega je malo verovatan rast investicija, a osim toga loši krediti predstavljaju potencijalni rizik za javne finansije. Otklanjanje spoljne neravnoteže uz rast privrede podrazumeva da izvoz bude glavni pokretač rasta u narednim godinama. Uslov za to su relativno visoke investicije u delatnosti čiji proizvodi su pretežno namenjeni izvozu, a to su pre svega industrija, poljoprivreda i neke usluge. Za rast izvoza ali i za podsticanje domaćih i stranih investicija u sektore orjentisane ka izvozu važno je da kurs dinara bude konkurentan. U globalizovanom svetu u kome su uglavnom ukinute carinske i vancarinske barijere za trgovinu, kao i barijere za kretanje kapitala, politika umereno potcjenjene valute je jedan od najefikasnijih načina za održanje konkurentnosti privrede i podsticanje njenog rasta. Sporiji rast privatne i državne potrošnje od rasta BDP u nekoliko narednih godina predstavlja važan element fiskalne konsolidacije, ali se istovremeno na ovaj način domaća preduzeća usmeravaju za proizvodnju za izvoz. Nakon što se stabilizuje fiskalni deficit na niskom nivou i pokrene rast privrede bilo bi poželjno da se ponovo razmotri ideja fiskalne devalvacije, koja je u Srbiji odbačena 2010. Godine. Fiskalnom devalvacijom bi se smanjilo fiskalno opterećenje rada, dok bi se povećali porezi na potrošnju, čime bi se pozitivno uticalo na međunarodnu konkurentnost privrede Srbije, a da se pri tome ne pogorša stanje u javnim finansijama.



TRENDOVI

1. Pregled

Najvažnija makroekonomska vest iz drugog kvartala (Q2) je to da je privreda Srbije izašla iz recesije u kojoj se nalazila još od druge polovine 2013. godine. Započeti oporavak privredne aktivnosti je postignut u načelu na zdrav način, zahvaljujući rastu neto izvoza i investicija – bez porasta spoljnih i unutrašnjih neravnoteža. Tekući deficit, kao indikator spoljne neravnoteže je u Q2 zapravo i osetno umanjen, a inflacija, kao indikacija unutrašnjih neravnoteža je još uvek, za Srbiju, izuzetno niska. Uz sve to, fiskalni deficit je i u Q2 bio relativno nizak i pod kontrolom. Započeto poboljšanje makroekonomskih trendova je veoma značajno, međutim, još uvek je u povelju i samim tim veoma je ranjivo. Rast privredne aktivnosti od 0,5% koji bi se mogao ostvariti u 2015. bolji je od očekivanog (-0,5%), ali je Srbija i sa tim rastom među zemljama Evrope sa najnižim privrednim rastom i neće se nadomesti pad BDP-a iz 2014. od 1,8%; fiskalni deficit od oko 3,5% BDP-a je znatno bolji od planiranih 5,9% BDP-a, ali je Srbija i dalje u grupi evropskih zemalja sa najvećim fiskalnim problemima; tekući deficit platnog bilansa jeste osetno smanjen, delom i zbog nekih privremenih okolnosti, poput povoljnih cena energenata, ali finansijski deo platnog bilansa je poprilično loš, jer su prilivi „zdravog“ stranog kapitala kroz strane direktne investicije (SDI) u 2015. niži čak i od svog istorijski jako niskog nivoa iz 2014. godine. Bilo bi stoga jako opasno da Vlada sada preceni i nepravilno protumači prve povoljne ekonomske trendove u svom mandatu i odustane od najbitnijih mera fiskalne konsolidacije i sprovođenja neodložnih reformi.

Privredna aktivnost je u Q2 ostvarila međugodišnji rast prvi put još od 2013. godine i on je iznosio 1%. Još ubedljiviji indikator oporavka privrede u Q2 je desezonirani rast BDP-a u odnosu na prethodni kvartal koji je iznosio čak 2,2%. Ostvarenom rastu privredne aktivnosti jeste najviše doprineo porast proizvodnje električne energije i rudarstva nakon isušivanje poslednjih poplavljenih kopova uglja u maju, ali čak i kada se isključe ti jednokratni činioci, privredna kretanja u Q2 su i dalje bila povoljna – desezonirani rast ostatka privrede u odnosu na Q1 je iznosio solidnih 0,7%. Uz to, započeti oporavak privrede pokreću neto izvoz i investicije (državna i privatna potrošnja su bile u padu), što je održivi model rasta privrede u srednjem roku. Poželjnu strukturu započetog oporavka privrede u Q2 dodatno potvrđuju solidan rast prerađivačke industrije koja proizvodi razmenjiva dobra i građevinarstva koje je dobar indikator kretanja ukupnih investicija. Veličina i struktura desezoniranog rasta BDP-a u Q2 su bili ključni argumenti na osnovu kojih smo zaključili da je privreda Srbije izašla iz recesije u kojoj se nalazila još od druge polovine 2013. godine, ali i zbog kojih smo korigovali našu prognozu rasta BDP-a u 2015. godini navise na 0,5% (v. odeljak 2. „Privredna aktivnost“).

Premda blaga stopa rasta koja se može očekivati u 2015. godini nije kvantitativno mnogo različita od očekivanog pada od 0,5%, kvalitativno ova razlika je dosta velika. Skraćeno je očekivano trajanje recesije i izbegnuta je još jedna godina sa padom BDP-a, a sve se to ostvaruje u godini naj snažnijeg sprovođenja fiskalne konsolidacije. Prvi dobri rezultati privredne aktivnosti u Q2 međutim ne daju Vladi za pravo da zanemari velike strukturne problemi domaće ekonomije koji se moraju otkloniti da bi se u srednjem roku mogao ostvariti potreban znatno veći privredni rast od preko 4% (to je i centralna tema Uvodnika). U protivnom, Srbija bi mogla godinama ostati „zarobljena“ u postignutim niskim stopama privrednog rasta i sve dalje od razvijenosti ekonomija drugih zemalja Centralne i Istočne Evrope koje rastu znatno brže. Zato u ovom izdanju QM-a podsećamo i na neke otrežnjujuće podatke poput onog da će i pored rasta u 2015. godini privredna aktivnost biti još uvek niža od one iz 2013. godine, da gotovo sve zemlje regiona imaju veći rast od Srbije, ali i na to da jedan deo povećanja privredne aktivnosti u 2015. počiva na proizvodnji (problematičnih) državnih preduzeća (Železara Smederevo, petrohemijski kompleks, a najavljuje se i ponovno pokretanje proizvodnje u MSK), što se lako može pokazati neopravdanim i/

ili neodrživim. Možda najbolju ilustraciju toga da je Srbija još uvek strukturno nedovoljno dobro uređena, poslovno neatraktivna i da kod investitora još uvek postoje velike rezerve u tumačenju ostvarenog makroekonomskog napretka u prvoj polovini 2015. daje kretanje stranih direktnih investicija. One su u 2015. godini veoma niske, niže čak i od veoma loše 2014. godine – i pored toga što se u 2015. sprovodi aranžman sa MMF-om, popravljaju fikalni trendovi i oporavljaju privrede većine zemalja EU.

Platnobilansni trendovi u Q2 su u svom tekućem delu bili povoljni, jer je zabeležena veoma niska vrednost deficita tekućeg bilansa od oko 200 mln evra (v. odeljak 4. „Platni bilans i spoljna trgovina“). U istom periodu prethodne godine deficit tekućeg bilansa je bio dva i po puta veći (540 mln evra). U finansijskom delu platnog bilansa međutim trendovi nisu bili toliko dobri. Neto priliva kapitala iz inostranstva gotovo da uopšte nije bilo. Priliv SDI je iznosio svega 343 miliona evra, a od toga se 135 miliona evra odnosi na reinvestiranu dobit stranih preduzeća koja su već u Srbiji, 116 miliona evra na dužničke instrumente, a gotovo beznačajnih 92 miliona evra predstavlja pravi prirast novih investicija iz inostranstva. Banke i privreda se i dalje neto razdužuju prema inostranstvu za oko 100 miliona evra, što nije posledica dinamične razlike između uzimanja novih kredita i vraćanja starih, već vraćanja prethodno uzetih kredita bez započinjanja novih projekata u zemlji. Država se tokom Q2 neto razduživala prema inostranstvu po osnovu portfolio investicija za oko 340 miliona evra, a neto zaduživala po osnovu novih kredita za oko 200 miliona.

Inflacija je i dalje za Srbiju veoma niska. Na kraju avgusta iznosila je 2,1% na međugodišnjem nivou, a isti procenat povećanja cena zabeležen je i od početka godine. Inflacija je i tokom Q2 i u julu i avgustu (za koje su dostupni podaci) bila ispod ciljanog koridora NBS (v. odeljak 5. „Cene i devizni kurs“). Avgust je zapravo već osamnaesti uzastopni mesec u kom NBS ne ostvaruje svoj primarni cilj – a to je držanje inflacije u okviru ciljanog koridora od $4\pm 1,5\%$. Budući da se inflacija još uvek nije vratila u ciljani koridor i pored avgustovskog povećanja cene struje od oko 12%, a da do kraja godine nema najava drugih većih poskupljenja, malo je verovatno da će se inflacija vratiti i zadržati u granice ciljanog koridora i u narednim mesecima. Prognoza QM-a je da će prosečan rast cena u 2015. godini iznositi oko 1,5% umesto planiranih 2,7%. Mada niska inflacija ima pozitivnu konotaciju, niža prosečna inflacija od planirane će uticati na korekciju nominalnog BDP-a naniže i na manji rast poreskih prihoda, što će umanjiti i očekivane rezultate sprovođenja fiskalne konsolidacije.

Monetarna politika je nastavila sa postepenim popuštanjem (v. odeljak 7. „Monetarni tokovi i politika“). NBS je tokom Q2 i u narednim mesecima u više navrata smanjivala referentnu kamatnu stopu za po 0,5 p.p, da bi poslednjom redukcijom početkom septembra ona bila smanjena na 5%. To je ujedno i najniža vrednost ove stope od kada je Srbija uvela režim ciljanja inflacije. Međutim i inflacija je tokom 2015. rekordno niska, pa kada se uporedi sa trenutnom vrednošću referentne kamatne stope još uvek je 3 p.p. niža, zbog čega smatramo opravdanim dalje spuštanje referentne kamatne stope u narednom periodu. Smanjenje restriktivnosti monetarne politike predstavlja i adekvatan odgovor NBS na ekspanzivnu politiku ECB, budući da NBS na taj način sprečava ekonomski štetno jačanje dinara u odnosu na evro. Plasmani poslovnih banaka su u Q2 povećani najviše po osnovu kupovine REPO zapisa ali i rasta neto plasmana stanovništvu od 75 miliona evra. Međutim, ovaj rast gotovo je poništen razduživanjem privrede od 121 milion evra prema domaćim bankama uz dodatnih 31 milion evra po osnovu vraćanja prekograničnih kredita. Nepovoljni trendovi se nastavljaju u kretanju loših kredita, koji se u Q2 po podacima Krednog biroa povećavaju na 23% od ukupno plasiranih. Nastavak razduživanja privrede i veliki iznos nenaplativih kredita predstavljaju ozbiljnu prepreku za budući privredni rast.

Nepouzđani i neuverljivi podaci iz statistike zaposlenosti i zarada su i dalje najveća prepreka za ozbiljniju analizu kretanja na tržištu rada. Zato QM po ko zna koji put ukazuje da bi RZS morao da obrati više pažnje na podatke iz statistike rada i da ih revidira. Po Anketi o radnoj snazi (ARS), u Q2 je povećan broj zaposlenih u odnosu na isti period prethodne godine za preko 150.000 radnika što nije u skladu sa kretanjem BDP-a, potrošnje građana, poreza i doprinosa na zarade i drugih povezanih indikatora (v. odeljak 3. „Zaposlenost i zarade“). Posebno je in-

teresantno to što su među sektorima koji beleže veliki rast zaposlenosti u prethodnih godinu dana bili i oni u kojima je država poslodavac. Tako je potpuno državni sektor „Državna uprava i odbrana, obavezno socijalno osiguranje” povećao broj zaposlenih međugodišnje za oko 13.000, a dominantno državni sektori, obrazovanje i zdravstvo, za 24.000 i 15.000 respektivno. Po ovim, zvaničnim statističkim podacima, dakle, broj zaposlenih u javnom sektoru se povećao za oko 50.000. Sa druge strane, iz druge državne institucije, Ministarstva državne uprave i lokalne samouprave, dolaze podaci da se broj zaposlenih u javnoj upravi (praktično na istom uzorku) znatno smanjio u odnosu na prethodnu godinu (i to za preko 20.000). Nezavisan uvid u javne rashode za zaposlene tokom 2015. godine pokazuje da se broj zaposlenih u javnom sektoru zaista smanjio u odnosu na prethodnu godinu – jer su rashodi za zaposlene umanjani za oko 1,5% više od umanjenja prosečnih plata javnog sektora. To odgovara smanjenju broja zaposlenih koji platu primaju iz državnog budžeta za oko 10.000 ljudi.

Fiskalni deficit je u Q2 i u julu bio relativno nizak i naše je očekivanje da bi u 2015. mogao iznositi između 3,5 i 4% BDP-a. To je znatno niže od deficita države koji je ostvaren u 2014. godini od 6,6% BDP-a, ali i od plana za 2015. koji je iznosio 5,9% BDP-a. Tokom Q2 uglavnom se stabilizuju, ali i iscrpljuju ostvarena poboljšanja fiskalnih trendova sa kraja 2014. i početkom 2015. godine. Naplata akciza i PDV-a je i dalje nešto iznad plana, ali nema više daljeg snažnog poboljšanja njihove naplate koje je obeležilo dva kvartala koja su prethodila Q2 (v. odeljak 6. „Fiskalni tokovi i politika“). Uz to, postepeno se nadoknađuju i zaostajanja u plaćanju otpremnina radnicima koji ostaju bez posla u preduzećima u privatizaciji i izvršavanju javnih investicija (i pored nešto ubrzanog izvršavanja javnih investicija u poslednjih nekoliko meseci, neće se dostići plan za čitavu 2015. godinu). Ubrzanje izvršenja ovih rashoda povećava deficit, ali je ekonomski opravdano i poželjno. Trendovi iz prethodnih nekoliko meseci ukazuju da fiskalna konsolidacija polako prelazi u svoju drugu fazu kada će sve manje počivati na brzim pojedinačnim merama poput smanjenja penzija i plata, uvođenja akciza na struju, policijskim akcijama usmerenih na šverc duvanskih proizvoda i drugo, a sve više na sistemskim reformama (reforma Poreske uprave, racionalizacija broja zaposlenih u javnom sektoru, reforma javnih preduzeća, rešavanje sudbine preduzeća u privatizaciji i drugo). Ta druga faza će verovatno biti i najizazovnija i profesionalno najteža za sprovođenje.

Deficit od 3,5 do 4% BDP-a koji će se ostvariti u 2015. predstavlja uspeh u odnosu na stanje javnih finansija sa kojim se ušlo u fiskalnu konsolidaciju i u odnosu na prvobitni plan za 2015. godinu. Međutim ovaj deficit je i dalje veoma visok i mali je broj zemalja u Evropi koje imaju veći deficit od Srbije. U evropskim razmerama deficit od 3% BDP-a smatra se gornjom granicom njegove održivosti, a Srbija je i dalje iznad tog nivoa – pa bi morala u srednjem roku da ga znatno smanji, na nivo ispod 1% BDP-a. Zato je početni uspeh u sprovođenju fiskalne konsolidacije dobar osnov za brže i snažnije smanjenje deficita u narednim godinama, a nikako i razlog za popuštanje fiskalne politike. Eventualni vanredni fiskalni prostor bi bilo ekonomski opravdano iskoristiti jedino za osetnije povećanje javnih investicija koje su trenutno veoma niske, jer one su jedini segment javne potrošnje koji može da da značajan podsticaj rastu privredne aktivnosti. Najavljeno povećanje plata u javnom sektoru i penzija ne bi bitno uticalo na povećanje privredne aktivnosti (rezultati privrede u 2015. to i definitivno pokazuju), a, budući da su ova izdvajanja ubedljivo najveći deo javnih rashoda, moglo bi povećati fiskalni deficit u 2016. godini sa (i visokog) nivoa od oko 3,5% BDP-a iz 2015. godine. Povećanje fiskalnog deficita u drugoj godini sprovođenja fiskalne konsolidacije umesto njegovog daljeg smanjenja bi, smatramo, urušilo kredibilitet uspešno započetog procesa ozdravljenja javnih finansija Srbije.

Javni dug (uključujući i dug lokalne samouprave) je na kraju jula iznosio oko 24,4 milijarde evra (oko 75% BDP-a) i neznatno je smanjen u odnosu na kraj Q1 kada je iznosio oko 24,6 milijardi evra (75,5% BDP-a). Razlog za ovo smanjivanje javnog duga su kursne razlike, jer su dinar (i evro) od kraja marta do kraja jula nešto ojačali u odnosu na dolar, valutu u kojoj je denominiran značajan deo javnog duga Srbije. Sa druge strane fiskalni deficit je u istom periodu bio relativno nizak, tako da nije bilo potrebe za velikim novim zaduživanjem države i osetnijeg rasta javnog duga po ovom osnovu. Do kraja godine (ukoliko ne bude većih pomeranja kurseva) očekujemo da bi javni dug mogao da iznosi oko 78% BDP-a. To je izuzetno visok (i još uvek rastući) nivo

javnog duga za ekonomiju razvijenosti Srbije i dodatni ekonomski argument u prilog tome da se bolji fiskalni rezultati od plana ostvareni u 2015. iskoriste za još brže smanjenje deficita i zaustavljanje rasta javnog duga, a ne za povećanje penzija i plata u javnom sektoru.

Srbija: izabrani makroekonomski pokazatelji, 2005–2015

	Godišnji podaci										2014				2015	
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2
Privredna aktivnost											međugodišnji realni rast¹⁾					
BDP (u mlrd. dinara)	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	5,5	4,9	5,9	5,4	-3,1	0,6	1,4	-1	2,6	-1,8	-0,2	-1,3	-3,6	-1,8	-2,0	1,0
Nepoljoprivredna BDV	6,2	5,1	6,9	4,4	-3,3	0,2	1,5	1,1	1,6	-2,4	-0,2	-1,8	-4,7	-2,4	-1,8	2,6
Industrijska proizvodnja	0,6	4,2	4,1	1,4	-12,6	2,5	2,2	-2,9	5,5	-6,5	2,1	-4,8	-13,9	-9,5	-2,0	11,1
Prerađivačka industrija	-1,0	4,5	4,7	1,1	-16,1	3,9	-0,4	-1,8	4,8	-1,4	3,6	-2,0	-5,6	-2,8	4,2	7,3
Prosečna mesečna neto plata (u din.) ²⁾	17.478	21.745	27.785	29.174	31.758	34.159	37.976	41.377	43.932	44.530	41.825	44.971	44.934	46.371	41.718	44.717
Ukupno zaposlenih, bez poljoprivrede (mil.)	2.056	2.028	1.998	1.997	1.901	1.805	1.750	1.728	1.715	1.702	1.696	1.701	1.706	1.706	1.716	1.715
Fiskalni podaci											u % BDP					
Javni prihodi	42,1	42,4	42,1	41,5	38,6	-1,5	-4,6	0,6	-3,0		-0,8	4,3	3,5	5,4	7,6	4,2
Javni rashodi	39,7	42,7	42,8	43,7	42,7	-1,7	3,3	3,6	-5,7		4,4	3,7	-3,0	14,8	-5,1	-2,9
Konsolidovani bilans (def. GFS) ³⁾	14,8	-33,5	-58,2	-68,9	-121,8	-136,4	-158,2	-217,4	-178,7		-68,1	-45,0	-39,8	-105,2	-21,1	-14,2
Platni bilans											u milionima evra, tokovi⁴⁾					
Uvoz robe ⁵⁾	-8.286	-10.093	-12.858	-15.917	-11.096	-12.176	-13.758	-14.028	-14.693	-13.393	-3.415	-3.762	-3.740	-3.834	-3.643	-3.860
Izvoz robe ⁶⁾	4.006	5.111	6.444	7.416	5.978	7.402	8.440	8.394	10.540	9.732	2.512	2.767	2.664	2.698	2.602	2.986
Bilans tekućeg računa ⁷⁾	-1.805	-3.137	-4.994	-7.054	-2.084	-2.082	-2.870	-3.639	-2.092	-1.857	-496	-541	-384	-563	-520	-208
u % BDP ⁸⁾	-8,6	-12,9	-17,2	-21,6	-7,2	-7,4	-9,1	-12,3	-6,5	-6,1	-6,3	-6,3	-4,5	-6,9	-7,0	-2,5
Bilans finansijskog računa ⁹⁾	3.863	7.635	6.126	7.133	2.207	1.986	2.694	3.486	1.917	1.517	478	414	217	596	377	30
Strane direktno investicije ¹⁰⁾	1.248	4.348	1.942	1.824	1.372	860	1.827	669	1.229	1.210	271	435	244	286	332	343
NBS bruto devizne rezerve ((+)= znači priliv kapitala, (-)= rast obaveza)	1.675	4.240	941	-1.687	2.363	-929	1.801	-1.137	697	-1.332	-800	-370	509	-1.136	110	-32
Monetarni podaci											u milionima dinara, stanja na kraju perioda¹¹⁾					
NBS neto sopstvene rezerve ¹²⁾	175.288	302.783	400.195	475.110	578.791	489.847	606.834	656.347	757.689	788.293	696.802	756.996	787.778	788.293	854.636	858.972
NBS neto sopstvene rezerve ¹³⁾ , u mil. evra	2.050	3.833	5.051	5.362	6.030	4.609	5.895	5.781	6.605	6.486	6.015	6.513	6.641	6.486	7.094	7.125
Kredit nedržavnom sektoru	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	1.815.004	1.842.407	1.888.471	1.925.584	1.919.958	1.918.917
Devizna štednja stanovništva	190.136	260.661	381.687	413.766	565.294	730.846	775.600	909.912	933.839	998.277	937.875	949.418	976.865	998.277	1.004.948	1.010.179
M2 (12-m realni rast, u %)	20,8	30,6	27,8	2,9	9,8	1,3	2,7	-2,2	2,3	6,7	1,9	3,5	4,3	6,7	6,4	5,8
Kredit nedržavnom sektoru (12-m realni rast, u %)	28,6	10,3	24,9	25,2	5,2	13,9	0,5	-2,1	-8,3	1,2	-8,3	-5,7	-3,3	1,1	3,7	2,2
Kredit nedržavnom sektoru, u % BDP	29,6	28,6	35,0	42,0	45,8	54,0	52,4	54,7	48,3	49,5	48,5	46,8	48,6	49,7	49,2	48,9
Cene i kurs											međugodišnji rast¹⁴⁾					
Indeks potrošačkih cena ¹⁵⁾	16,5	6,5	11,3	8,6	6,6	10,2	7,0	12,2	2,2	1,8	2,3	1,2	2,1	1,8	1,8	1,9
Realni kurs dinar/evro (prosek 2005=100) ¹⁶⁾	100,0	92,1	83,9	78,5	83,9	88,0	80,43	85,3	80,2	81,8	80,7	80,9	81,8	83,9	83,8	83,0
Nominalni kurs dinar/evro ¹⁷⁾	82,92	84,19	79,97	81,46	93,90	102,90	101,88	113,03	113,09	117,25	115,8	115,6	117,4	120,29	121,6	120,4

Izvor: FREN.

1) Ukoliko drugačije nije naznačeno.

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

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

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

2. Privredna aktivnost

Privredna aktivnost je u drugom kvartalu izašla iz recesije u kojoj se nalazila od druge polovine 2013. godine. U drugom kvartalu je ostvaren međugodišnji rast BDP-a od 1%, dok desezonirani rast u odnosu na prvi kvartal iznosi čak 2,2%. Nosioi oporavka privrede posmatrano sa proizvodne strane BDP-a, su industrijska proizvodnja i građevinarstvo, a, posmatrano sa potrošne strane BDP-a, neto izvoz i investicije. Oporavak industrijske proizvodnje znatnim delom održava vraćanje proizvodnje struje i uglja na nivo iz perioda pre poplava. Zbog ostvarene veličine i strukture rasta BDP-a u Q2, korigujemo našu prognozu rasta BDP za 2015. godinu za jedan procentni poen naviše, sa -0,5 na 0,5%. Dobro je što je rast privrede zasnovan na proizvodnji razmenjivih dobara i povećanju investicija, ali neki važni indikatori kretanja privredne aktivnosti i dalje upućuju na oprez. Ukupne investicije, uključujući i strane direktne, su još uvek niske, a kreditna aktivnost banaka prema preduzećima i dalje opada. Bez znatnijeg i trajnijeg povećanja investicija male su šanse da se rast privrede održi i ubrza.

Bruto domaći proizvod

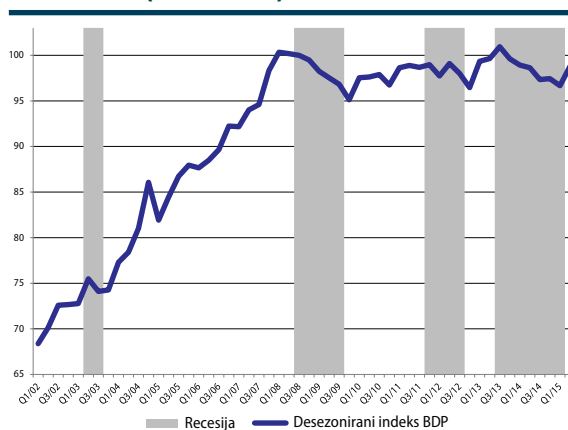
Realni rast BDP-a u Q2 od 1%

Prema proceni RZS-a, realni međugodišnji rast BDP-a u Q2 iznosio je 1%. Za međugodišnji rast privrede najzaslužniji su oporavak proizvodnje električne energije i rudarstva, koje ne samo što su isušivanjem poslednjih poplavljenih kopova početkom maja uspostavile nivo proizvodnje od pre poplava, već su ga i premašile za 10-15%. Kada se iz rezultata privredne aktivnosti isključi ovaj činilac, koji je doprineo međugodišnjem rastu BDP-a sa 1,2-1,4 p.p, vidi se da je ostatak privrede još uvek u manjem međugodišnjem padu od oko 0,3-0,4%. To ipak predstavlja znatno poboljšanje trendova najvećeg dela privrede u odnosu na Q1 kada je međugodišnji pad privrede sa isključenim efektima poplava iznosio oko 1,5%.

Desezonirani BDP pokazuje veliki rast u Q2 u odnosu na Q1

Ubrzanje kretanja privredne aktivnosti pokazuju i desezonirani indeksi rasta BDP-a (Grafikon T2-1). Desezonirani BDP je u Q2 porastao u odnosu na prethodni kvartal za čak 2,2%. U Grafikonu se jasno vidi da je u Q2 došlo do snažnog zaokreta u kretanju privredne aktivnosti koja je opadala još od Q3 2013. godine. Kretanje BDP, potrošnje, zaposlenosti i dr. upućuje na prilično izvestan zaključak da je privreda Srbije tokom Q2 izašla iz svoje treće recesije od 2008. godine. U Grafikonu T2-1 su osenčeni periodi u kojima se privreda Srbije nalazila u recesiji (ocenjeni na osnovu *Bry-Boschan* procedure). Za razliku od prve dve „uvezene” recesije koje su bile regionalnog karaktera, jer su obuhvatile praktično čitavu Evropu, treća recesija, od druge polovine 2013, je bila lokalnog karaktera, odnosno bila je specifična samo za Srbiju.

Grafikon T2-1. Srbija: desezonirani rast BDP-a, 2002-2015 (2008=100)



Izvor: procena QM-a na osnovu podataka RZS

Na kretanje desezoniranog BDP-a u Q2 takođe je veliki uticaj imao oporavak proizvodnje električne energije i rudarstva što je doprinelo njegovom rastu za 1,5 p.p. u odnosu na Q1. Ono što se ne vidi potpuno jasno iz međugodišnjih indeksa BDP-a, a otkriva se analizom desezoniranih podataka, je to da je ostatak privrede, van elektroenergetskog sektora, doprineo kvartalnom rastu desezoniranog BDP-a sa dosta značajnih 0,7 p.p. Ovaj trend, koji isključuje efekte poplava, je mnogo važniji za buduće kretanje BDP-a, jer je uticaj oporavka nakon poplava na desezonirani BDP jednokratni i biće iscrpljen već u Q3 ove godine. To je ujedno bio i ključan parametar na osnovu kog smo ocenili da je

privreda u Q2 izašla iz recesije. Desezonirani rast privrede (sa isključenim efektima poplava) u Q2 je posledica rasta samo dva sektora privrede: prerađivačke industrije i građevinarstva. Međutim, to što rast još uvek nije široko rasprostranjen u ovom slučaju ne bi trebalo da bude zabrinjavajuće, jer su dva sektora BDP-a koja su u porastu ujedno i najbitnija za održivi rast privrede. Prerađivačka industrija proizvodi ubedljivo najveći deo razmenjivih proizvoda i njen rast je po pravilu povezan sa poboljšanjem neto izvoza, dok je rast građevinarstva dobra indikacija povećanja investicija.

U Q2 rastu investicije i neto izvoz

Kao što smo već u više navrata isticali, održivi rast privrede Srbije u srednjem roku može se zasnivati samo na rastu investicija i izvoza, jer će učešće privatne i državne potrošnje u BDP-u u srednjem roku morati da se osetno smanjuje. Za značajan rast neto izvoza koji bi osetno doprinosa rastu BDP-a potrebno je da izvoz raste po stopi bliskoj ili većoj od 10%, ali i dvostruko brže od uvoza, jer je uvoz znatno veći od izvoza. U Tabeli T2-2 prikazana je struktura međugodišnjeg rasta BDP-a u Q2 po *rashodnom* principu i ona u načelu odgovara željenom obrascu. Dve komponente BDP-a koje u Q2 imaju znatan rast su investicije (međugodišnji rast od 8,3%) i neto izvoz (izvoz raste 8,7%, a uvoz 3%). Sa druge strane, u očekivanom padu od nekoliko procenata su privatna i državna potrošnja (Tabela T2-2).

Tabela T2-2. Srbija: bruto domaći proizvod po rashodnom principu, 2009-2015

	Međugodišnji indeksi												
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2014				2015		Učešće
							Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	2014
BDP	96,9	100,6	101,4	99,0	102,6	98,2	99,9	98,8	96,0	98,2	98,0	101,0	100,0
Privatna potrošnja	99,4	99,4	100,9	98,2	99,4	98,7	98,4	99,1	98,7	98,9	99,5	98,6	74,9
Državna potrošnja	100,6	100,8	101,1	102,4	98,9	100,1	99,3	100,3	98,6	101,9	96,3	97,1	18,6
Investicije	77,5	93,5	104,6	113,2	88,9	97,3	96,3	99,3	92,7	100,9	104,3	108,6	18,6
Izvoz	93,1	115,0	105,0	100,8	121,3	103,9	118,1	108,3	93,4	100,4	108,6	108,7	43,4
Uvoz	80,4	104,4	107,9	101,4	105,0	103,3	106,2	105,4	101,1	101,0	111,3	103,0	56,2

Izvor: RZS

Kada desezoniramo potrošne komponente BDP-a otkrivaju se zanimljivi trendovi posmatrano po kvartalima. Privatna i državna potrošnja, koje su imale relativno snažan desezonirani pad u Q1 zbog sprovođenja fiskalne konsolidacije, u Q2 su ustale na približno nepromenjenom nivou u odnosu na prethodni kvartal. Slično, samo sa drugim predznakom, je bilo kretanje investicija. Investicije su desezonirano porasle relativno snažno još u Q1, a u Q2 je taj nivo investicija zadržan, ali ne i dodatno povećan. Praktično jedina potrošna komponenta BDP-a koja se u Q2 snažno promenila u odnosu na Q2 i dovela do velikog rasta desezoniranog BDP-a od 2,2% je neto izvoz, a u okviru desezoniranog neto izvoza – ne toliko povećanje izvoza koliko desezonirano smanjenja uvoza.

Neki bitni indikatori još uvek upućuju na oprez

Dakle, objavljeni podaci ukazuju da je BDP u Q2 porastao veoma snažno, čak i kad se isključe efekti poplava, a struktura njegovog rasta je pritom u načelu povoljna. Nesporno je da će dobri rezultati iz Q2 uticati na to da stopa rasta BDP-a u 2015. bude o veća nego što je bilo očekivano nakon Q1 (o čemu će više reći biti u nastavku teksta), ali detaljnije analize ipak upućuju na dodatni oprez. Naime, još uvek je neizvesno da li će se dobri privredni trendovi iz Q2, nastaviti i u narednim kvartalima. Rast neto izvoza kakav je bio u Q2 je dobar i poželjan, ali bilo bi još bolje da iz kvartala u kvartal sve više ubrzava izvoz, umesto što se smanjuje (usporava) uvoz. Druga ključna komponenta održivog rasta privrede, investicije, takođe osetno raste u 2015. godini, ali dva važna indikatora još uvek ne podržavaju ovaj rast. To su strane direktne investicije (SDI) i investicioni krediti. Održivi rast investicija privatnog sektora može biti pokrenut iz inostranstva (rast SDI) ili započinjanjem novog investicionog ciklusa domaćih preduzeća. U uslovima niske profitabilnosti preduzeća (a profitabilnost u 2014. je bila manja od one iz 2013. godine), započinjanje novog investicionog ciklusa bi se najverovatnije odrazilo na dinamičan rast investicionih kredita. U 2015. godini međutim, ne samo što su i SDI i investicioni krediti veoma niski, nego su i osetno niži nego u 2014. godini kada su bili na istorijski veoma niskom nivou.

**Ubrzava
građevinarstvo, a
poljoprivreda u padu
zbog suše**

Posmatrano po *proizvodnom* principu (Tabela T2-3) vidimo da su kretanja u Q2 dosta divergentna. Najveći međugodišnji rast od 12,6% je ostvarilo građevinarstvo, a visok rast od skoro 8% je imala i industrijske proizvodnja. Oba ova sektora su u Q1 bili u solidnom međugodišnjem padu i njihovo ubrzanje je dovelo do rasta BDP-a u Q2, nakon pada u Q1. Na visok rast industrijske proizvodnje jeste uticao oporavak proizvodnje električne energije i rudarstva posle poplava, ali visok rast je imala i prerađivačka industrija na koju poplave nisu imale značajan uticaj. Rast građevinarstva je verovatno rezultat ubrzanja javnih investicija u saobraćajnu infrastrukturu, ali i oporavka visokogradnje, nakon ubrzanje procedure izdavanja građevinskih dozvola. Sa druge strane, sektor privrede koji je u najvećem padu je poljoprivreda koja je u Q2 imala međugodišnji pad od oko 9% zbog uticaja suše na jesenje ratarske kulture.¹ Ostali sektori BDP-a su uglavnom na sličnom nivou kao u Q2 prethodne godine.

Tabela T2-3. Srbija: bruto domaći proizvod po delatnostima, 2009–2015¹⁾

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2014				2015		Učešće
							Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	2014
Ukupno	96,9	100,6	101,4	99,0	102,6	98,2	99,9	98,8	96,0	98,2	98,0	101,0	100,0
Porezi minus subvencije	98,6	99,5	101,1	97,8	98,9	99,4	98,5	100,4	99,3	99,6	100,3	98,6	16,0
Bruto dodata vrednost	96,6	100,8	101,5	99,2	103,3	98,0	100,2	98,5	95,4	97,9	97,6	101,5	84,0
Bruto dodata vrednost bez poljoprivrede	96,7	100,2	101,5	101,1	101,6	97,6	99,7	98,2	95,1	97,6	98,2	102,6	89,8 ²⁾
Poljoprivreda	95,2	106,4	100,9	82,7	120,9	100,8	102,4	100,7	99,9	100,9	91,4	90,6	10,2 ²⁾
Industrija	96,8	100,8	103,2	105,6	106,0	92,9	99,9	94,8	86,8	90,6	96,2	107,8	23,9 ²⁾
Građevinarstvo	87,1	97,6	105,9	90,2	96,1	100,9	100,2	101,7	93,2	108,0	98,0	112,6	5,2 ²⁾
Trgovina, saobraćaj i turizam	92,9	100,0	99,5	99,3	102,3	98,7	100,1	98,0	98,4	98,4	100,0	102,1	17,7 ²⁾
Informisanje i komunikacije	97,0	103,2	102,6	102,8	99,9	101,8	102,2	102,1	101,2	101,5	98,5	99,0	5,3 ²⁾
Finansijske delatnosti i osiguranje	102,6	101,9	98,4	92,0	90,5	98,4	95,5	98,9	97,2	102,0	104,8	100,1	3,2 ²⁾
Ostalo	99,7	99,8	100,9	101,8	100,2	99,7	99,6	99,7	99,6	100,1	98,1	98,3	34,6 ²⁾

Izvor: RZS

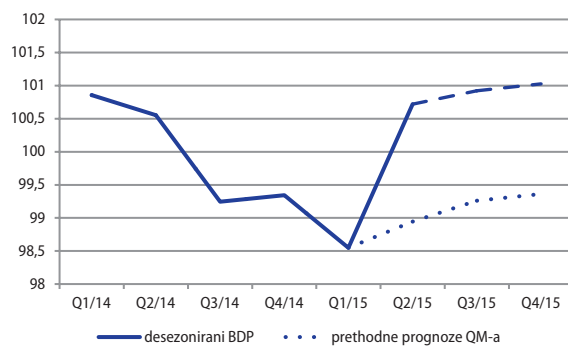
1) U cenama iz prethodne godine

2) Učešće u BDV

U narednim kvartalima očekujemo sličnu strukturu rasta BDP-a po sektorima kao u Q2. Industrijska proizvodnja će do kraja godine (kao i u prvom kvartalu 2016. godine) imati visoke stope rasta, jer će se porediti sa periodom u kom je elektroenergetski sistem zemlje radio sa smanjenim kapacitetom. Poljoprivreda će takođe do kraja godine imati sličan pad kao u Q2, jer su trenutne procene uticaja suše na ratarstvo verovatno dosta pouzdane. Nepoznanica koja može ograničeno da utiče na rast privrede u 2015, ali znatno više na rast privrede u narednim godinama je kretanje građevinarstva. Njegov međugodišnji rast od preko 12% u Q2 predstavlja veliku promenu trenda u odnosu na Q1 kao i u odnosu na prethodnih nekoliko godina, kada je građevinarstvo bilo u stagnaciji i opadanju. Rast građevinarstva u Q2 je bio podržan i sličnim rastom proizvodnje građevinskog materijala (cementa) i nadamo se da će biti trajnije prirode, ali neki dodatni indikatori još uvek ukazuju na oprez.²

**Zbog većeg rasta
BDP-a u Q2 korigujemo
prognozu rasta u 2015.
naviše – na 0,5%**

Grafikon T2-4. Srbija: projekcija desezoniranog BDP-a do kraja godine (prosek 2014=100)



Izvor: procena QM-a na osnovu podataka RZS

U Grafikonu T2-4 prikazali smo ostvareno kretanje desezoniranog BDP-a u Q2 u odnosu na naše prognoze iz prethodnih izdanja QM-a. Isprekidana linija na Grafikonu predstavlja našu prognozu kretanja desezoniranog BDP-a do kraja godine koja je konzistentna sa ranije prognoziranom padom BDP-a u 2015. od 0,5%. U Grafikonu se međutim vidi da je rast desezoniranog BDP-a u Q2 bio znatno veći od naših očekivanja, a razlozi za to su sledeći: 1) očekivali smo da se, nakon isušivanja poslednjih potopljenih kopova uglja, proizvodnja električne energije i rudarstvo u Q2 vrte na svoj uobičajeni

1 Praksa statističkih zavoda je da se pad (ili rast) poljoprivrede raspoređuje na sve kvartale tokom godine iako se može desiti samo u jednom kvartalu. Na ovaj način se ublažavaju preterani šokovi, odnosno pad poljoprivrede u jednom kvartalu od 30-40%.

2 Za više detalja videti poslednji deo ovog poglavlja koje se odnosi na građevinarstvo

nivo pre poplava, a njihova proizvodnja je umesto toga (privremeno) povećana još više, 10-15% iznad tog nivoa; 2) građevinarstvo je izuzetno snažno poraslo, čemu smo se nadali,³ ali to nismo uključivali u prognoze pre nego što se ostvarilo.

Veći deo razlike između naših prognoza i ostvarenih rezultata BDP-a u Q2, predstavljaju privremeni i jednokratni činioci.⁴ Međutim, čak i da se deo tog privremenog povećanja proizvodnje izgubi do kraja godine, stopa rasta privrede u 2015. će zbog velikog povećanja u Q2 i dalje biti malo iznad nule. Trebalo bi takođe imati u vidu da se nakon neuobičajeno velikog povećanja proizvodnje EPS-a i njegovih zavisnih preduzeća u Q2, u narednim kvartalima najavljuje nastavak povećanja proizvodnje većeg broja drugih državnih preduzeća (Železara Smederevo, MSK), što takođe može da utiče na dalje povećanje BDP-a. Uzimajući sve navedeno u obzir, planirano povećanje i očekivano smanjenje nekih delova proizvodnje, rast BDP-a u 2015. za sada procenjujemo na oko 0,5%, ali zbog velikog broja nepoznanica nije isključeno da se ostvari stopa rasta veća od prognozirane.

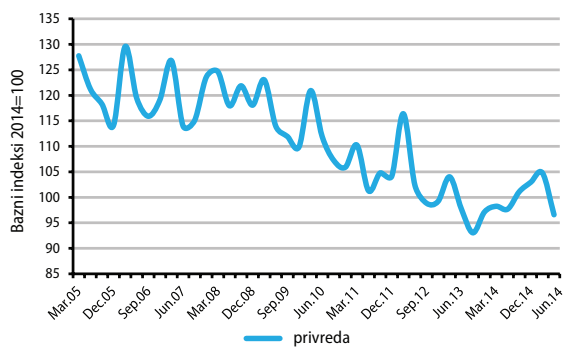
Dobro je što je izbegnuta još jedna recesiona godina, ali je rast privrede u 2015. još uvek veoma nizak

Positivna stopa rasta u 2015. koja će se najverovatnije ostvariti umesto planiranog blagog pada privrede ima svoj opipljiv simbolički značaj, jer je velika kvalitativna razlika ukoliko se zemlja ne nalazi u recesiji. Bitno je istaći i to da se pozitivna stopa rasta ostvaruje tokom sprovođenja fiskalne konsolidacije, u godini u kojoj će fiskalni deficit biti gotovo prepolovljen u odnosu na 2014, što je veoma dobro, ali takođe znači i da su fiskalni multiplikatori u Srbiji verovatno čak i manji od očekivanja.⁵ Ne bi trebalo međutim precenjivati rezultate privrede u 2015. godini, jer je rast od oko 0,5% veoma mali. Postoji zapravo više argumenata koji relativizuju rezultate privredne aktivnosti u 2015. godini i trebalo bi ih uvek imati u vidu: 1) i ako se ostvari rast od 0,5%, privredna aktivnost u 2015. bi još uvek bila osetno niža od one iz 2013. godine (kao i od pretkrizne 2008. godine); 2) zemlje, ne samo EU, već i u regionu rast u proseku od 2-3%; 3) dobar deo rasta privrede je posledica jednokratnih i specifičnih okolnosti (oporavak rudarstva i proizvodnje električne energije posle poplava, istorijski niske cene energenata i sirovina koje su podstakle povećanje proizvodnje pojedinih državnih preduzeća, ali neće trajati večno i drugo).

Jedinični troškovi rada se smanjuju

Jedinični troškovi rada⁶ (JTR), mereni u dinarima, u Q2 su u padu u odnosu na Q1, a gotovo su nepromenjeni u odnosu na isti period prethodne godine (Grafikon T2-5). JTR predstavljaju učešće troškova radne snage u dodatoj vrednosti i merimo ih u ukupnoj privredi iz koje smo isključili poljoprivredu i državu kako bismo ocenili stvarne trendove u „tržišnom“ delu privrede (bez države), a koji ne zavisi bitno ni od promena meteoroloških činilaca (kao što zavisi poljoprivreda). Pad JTR koji se desio u Q2 u odnosu na Q1 je posledica nešto bržeg porasta proizvodnje od troškova rada. U Grafikonu se takođe vidi da je dugoročan trend kretanja JTR njihovo smanjivanje, ali i to da je od poslednjeg kvartala 2013. godine zaključno sa Q1 2015. godine

Grafikon T2-5. Srbija: realni jedinični troškovi rada u privredi, 2005–2015. godine



Izvor: QM na osnovu podataka RZS i NBS

³ Videti QM40

⁴ Najveća razlika je u prognozi kretanja proizvodnje električne energije, ali upitno je i da li će se održati i visok rast građevinarstva iz Q2.

⁵ Tim pre je besmislena argumentacija da bi eventualno povećanje plata u javnom sektoru i penzija moglo da u znatnoj meri pozitivno utiče na rast.

⁶ Jedinične troškove rada u dinarima računamo za privredu (bez sektora Poljoprivreda i sektora Država).

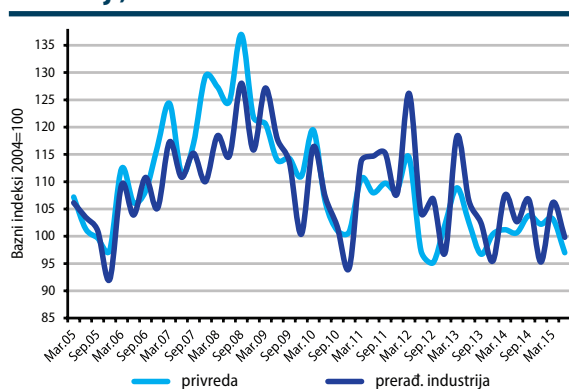
ovaj dugoročni trend preokrenut i da su JTR relativno snažno porasli (Grafikon T2-5). U Q2, pad JTR poništio je samo deo tog porasta od 2013, pa su JTR i pored smanjenja još uvek na relativno visokom nivou. Verujemo međutim da trendovi povećanja JTR u prethodnih godinu i po samo donekle odražavaju stvarne trendove u privredi Srbije, a da su delom posledica i nepouzdanosti statistike zaposlenosti i zarada i/ili formalizaciji zaposlenosti i nekih zarada koje se ranije nisu isplaćivale u punom iznosu. Napominjemo da QM za računanje JTR koristi samo podatke o kretanju formalne zaposlenosti i

zarada, a da bi (sumnjivo) povećanje JTR od 2013. bilo još veće kad bismo umesto podataka o kretanju formalne zaposlenosti koristili podatke RZS iz Ankete o radnoj snazi.⁷

Evro-JTR takođe nešto manji u Q2

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 daleko najveći deo razmenjivih proizvoda) i za ukupnu privredu,⁸ što je prikazano u Grafikonu T2-6. U Grafikonu T2-6 uočavamo da evro-JTR, za razliku od dinarskih, u poslednjim kvartalima uglavnom osciliraju oko svojih vrednosti koje su dostignute još u prvoj polovini 2013. godine. Blaga realna depresijacija dinara od sredine 2013. godine⁹ kompenzovala je negativan uticaj na konkurentnost povećanja JTR merenih u dinarima (Grafikon T2-5). Na osnovu vrednosti evro-JTR i poređenja sa njihovim istorijskim vrednostima (Grafikon T2-6) 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.

Grafikon T2-6. Srbija: realni evro-jedinični troškovi rada u privredi i prerađivačkoj industriji, 2005–2015



Izvor: QM na osnovu podataka RZS i NBS

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

Industrijska proizvodnja

Industrijska proizvodnja ostvaruje visok međugodišnji rast u Q2

Industrijska proizvodnja je u Q2 ostvarila visok međugodišnji rast obima proizvodnje od 11% (Tabela T2-7). Najveći deo ovog međugodišnjeg rasta duguje se veoma visokom rastu rudarstva od 15,8% i proizvodnje električne energije od čak 29%. Glavni razlog za visok rast rudarstva i proizvodnje električne energije je poređenje sa periodom prethodne godine u kom je zbog poplava došlo do umanjavanja eksploatacije uglja i proizvodnje električne energije. Interesantno je međutim primetiti da su rudarstvo, a naročito proizvodnja električne energije, u Q2 porasli i više od svojih uobičajenih nivoa u ovom kvartalu (pre poplava). Taj dodatni rast u Q2 2015. je međutim privremen i posledica je izostanka uobičajene prakse EPS-a da se tokom letnjih meseci, kada je potrošnja manja, sezonski smanji proizvodnja i obave remontu postrojenja.¹⁰ Umesto toga struja se u Q2 proizvodila u punom kapacitetu i izvozila. Prerađivačka industrija, koja nije bila pod većim uticajem poplava, u Q2 je takođe imala dosta dobre rezultate i ostvarila je međugodišnji rast od preko 7%. Sličan međugodišnji rast u prethodnih pet godina prerađivačka industrija je imala samo jednom, 2013. godine, kada je snažno rasla proizvodnja u FAS-u.

Tabela T2-7. Srbija: indeksi industrijske proizvodnje, 2009–2015

	Međugodišnji indeksi							Učešće					
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015						
							Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	2013
Ukupno	87,4	102,5	102,2	97,1	105,5	93,5	102,1	95,7	85,8	90,5	98,0	111,1	100,0
Rudarstvo	96,2	105,8	110,4	97,8	105,3	83,3	99,7	87,3	71,6	76,2	84,0	115,8	8,5
Prerađivačka industrija	83,9	103,9	99,6	98,2	104,8	98,6	104,2	98,7	94,0	97,2	104,2	107,3	73,9
Snabdevanje el. energijom, gasom i klimatizacija	100,8	95,6	109,7	92,9	108,1	79,9	99,3	86,2	61,3	72,6	87,0	129,0	17,6

Izvor: RZS

7 Za više detalja v. odeljak 3 „Zaposlenost i zarade“ ovog izdanja QM-a

8 Bez sektora Država i sektora Poljoprivreda.

9 Za više detalja v. odeljak 3 „Cene i devizni kurs“ ovog izdanja QM-a

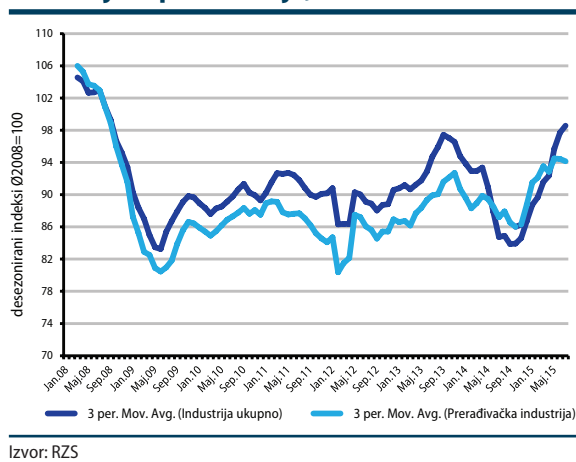
10 Moguće je da je razlog zbog kog su izostali redovni remontu u EPS-u činjenica da su postrojenja za proizvodnju struje radila sa znatno umanjanim kapacitetom u prethodnih godinu dana, ali možda su u pitanju i neki drugi razlozi

Posmatrano po pojedinačnim oblastima prerađivačke industrije, u Q2 je nastavljen visok rast oblasti koje su i u Q1 najviše doprinosile porastu prerađivačke industrije. Duvanska industrija, proizvodnja tekstila i oblast „Proizvodnje mašina i opreme na drugom mestu nepomenute“ tokom prve polovine 2015. gotovo su duplirali proizvodnju u odnosu na prethodnu godinu i glavni su pokretači rasta prerađivačke industrije. U Q2 se ovim oblastima sa visokim rastom priključila i proizvodnja osnovnih metala usled povećanja proizvodnje Železare Smederevo, tako da je sada međugodišnji rast ove oblasti podignut na oko 30%. Dobre rezultate tokom 2015. godine ostvaruje i farmaceutska industrija sa rastom od oko 15%, a ostale oblasti prerađivačke industrije uglavnom ostvaruju rezultate slične onima iz prethodne godine ili blago opadaju. Dostupni podaci za jul ukazuju da se slična struktura rasta prerađivačke industrije nastavlja i u ovom mesecu, a jedinu veću promenu predstavlja to što je zaustavljen veoma visok rast proizvodnje ostalih mašina – zbog čega je međugodišnji indeks prerađivačke industrije u julu smanjen na 3,8% (u junu je bio 9,4%), a desezonirani pad tog sektora privrede u julu iznosio je 1,6%.

Desezonirani indeksi pokazuju snažan rast industrijske proizvodnje

U Grafikonu T2-8 prikazani su desezonirani indeksi proizvodnje ukupne industrije i posebno prerađivačke industrije zaključno sa poslednjim dostupnim podatkom za jul 2015. godine. Iako oba posmatrana indikatora rastu u Q2, znatno veći desezonirani rast ukupne industrije (tamnija linija na Grafikonu) od rasta samo prerađivačke industrije (svetlija linija na Grafikonu) potvrđuje da je snažan rast industrijske proizvodnje u Q2 najvećim delom bio posledica rasta rudarstva i proizvodnje električne energije. U narednim mesecima desezonirani indeks ukupne industrijske proizvodnje najverovatnije će da se smanji. Proizvodnja električne energije će da se vrati od septembra na svoj uobičajeni jesenji nivo proizvodnje, a zastoj u rastu prerađivačke industrije se već može naslutiti i iz Grafikona T2-8.

Grafikon T2-8. Srbija: desezonirani indeksi industrijske proizvodnje, 2008–2015



Moguć rast industrijske proizvodnje u 2015. od oko 9%

Do kraja godine trendovi dakle ukazuju na postepeno smanjivanje desezoniranih indeksa industrijske proizvodnje, kao i prerađivačke industrije. Međugodišnji indeksi industrijske proizvodnje će još neko vreme biti veoma visoki, dok god se rudarstvo i proizvodnja električne energije budu poredili sa niskom bazom, ali će i oni od jeseni verovatno početi postepeno da se smanjuju. Iako noseći trendovi pokazuju usporavanje, najavljeno povećanje proizvodnje u nekim državnim preduzećima može da ublaži ili možda čak i privremeno preokrene ove trendove – pokretanje druge peći Železare Smederevo, ponovno pokretanje proizvodnje kompanije MSK i drugo. Rast industrijske proizvodnje u 2015. godini mogao bi da iznosi oko 9%, ali postoji još uvek mnogo neizvesnosti koje mogu da ovaj rast dodatno povećaju ili smanje. U odnosu na prošlo izdanje korigovali smo prognozu rasta industrijske proizvodnje navise za 2 p.p. najviše zbog većeg od očekivanog rasta proizvodnje električne energije. Očekivani rast od 9% jeste veoma dobar, ali bi trebalo imat u vidu i da je u 2014. godini industrijska proizvodnja pala za 6,5%, tako da je industrijska proizvodnja tek neznatno veća nego u 2013. godini.

Relativno visok rast proizvodnje svih namenskih grupa proizvoda

Posmatrano po nameni (Tabela T2-9), uočavamo da u Q2 sve četiri posmatrane grupe proizvoda imaju relativno visok međugodišnji rast proizvodnje. Proizvodnja energije je bila pod uticajem oporavka rudarstva i proizvodnje električne energije i imala je u Q2 rast od oko 24%. Proizvodnja intermedijarnih dobara je nakon stagnacije iz Q1 u Q2 uspostavila rast od oko 8% zbog povećanja proizvodnje u Železari Smederevo. Investiciona dobra su malo usporila rast u odnosu na Q1, ali je njihova proizvodnja i dalje oko 9% veća nego u istom periodu prethodne godine – za šta najviše zasluga ima oblast „proizvodnja mašina i opreme na drugom mestu nepomenute“. Na kraju, proizvodnja potrošnih dobara je veća u odnosu na Q2 za skoro 6% jer je duvanska indu-

strija u ovom kvartalu imala međugodišnji rast od oko 35%, a prehrambena industrija, koja ima ubedljivo najveće učešće u ovoj grupaciji proizvoda je u Q2 imala međugodišnji rast od 4,5%.

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

	Međugodišnji indeksi											
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2014				2015	
							Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2
Ukupno	87,4	102,5	102,1	97,1	105,5	93,5	102,5	95,7	85,8	90,5	98,0	111,1
Energija	98,8	97,7	106,2	93,6	113,2	82,6	101,1	89,3	65,1	75,9	88,5	124,1
Investiciona dobra	79,3	93,6	103,2	103,8	127,6	95,9	107,4	97,5	89,5	88,6	112,1	109,1
Intermedijalna dobra	78,4	109,2	102,2	91,2	99,0	96,8	105,7	95,4	94,2	91,4	99,3	107,8
Potrošna dobra	86,8	102,1	95,4	103,2	100,7	100,7	100,2	99,6	97,5	105,6	99,4	105,6

Izvor: RZS

Građevinarstvo

U Q1 je došlo do visokog rasta građevinarstva

Građevinarstvo je u Q2 ostvarilo visok međugodišnji rast od oko 12%. Za razliku od Q1 kada su indikatori koji opisuju kretanje građevinarstva bili potpuno neusaglašeni i nije se mogla dati jednoznačna ocena o kretanju ovog sektora privrede, u Q2 je situacija nešto drugačija. Procena RZS-a je da je dodata vrednost sektora građevinarstvo u Q2 povećana za 12,6% u odnosu na isti period prethodne godine, a indeks izvedenih građevinskih radova povećan je međugodišnje za 17,5% u stalnim cenama. Broj formalno zaposlenih u građevinarstvu je u u Q2 međugodišnje povećan za oko 3%, a nešto manje pouzdano merenje ukupnog broja zaposlenih u građevinarstvu (iz Ankete o radnoj snazi) pokazuje rast ukupnog broja zaposlenih u ovom sektoru od 11%. Na kraju, nezavisni indikator koji QM posmatra kao dodatni i verovatno i najpouzdaniji pokazatelj grubih trendova kretanja građevinske aktivnosti – indeks proizvodnje cementa – u Q2 je zabeležio rast od 12,4% u odnosu na isti period prethodne godine (Tabela T2-10). Na osnovu svih navedenih indikatora zaključujemo da je građevinska aktivnost u Q2 zaista ostvarila visok međugodišnji rast od oko 12%.

Tabela T2-10. Srbija: proizvodnja cementa, 2001–2015

	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
2015	77,9	112,4	-	-	-

Izvor: RZS

Analiza kretanja građevinarstva je veoma bitna imajući u vidu da je kretanje građevinske aktivnosti dobra indikacija kretanja investicija (građevinarstvo čini oko 50% ukupnih investicija), a rast investicija smatramo presudnim za održiv privredni rast Srbije u srednjem roku. U Q2 je došlo do ubrzavanja u realizaciji javnih investicija u putnu infrastrukturu što je sigurno imalo uticaja na pozitivna kretanja građevinarstva. To međutim ne može da objasni ukupan rast građevinarstva, odnosno analizirani podaci statistike građevinarstva ukazuju i na oporavak građevinske delatnosti privatnog sektora. Moguće je da su izmene Zakona o planiranju i izgradnji, poboljšani uslovi kreditiranja (niska kamatna stopa na stambene kredite), pad

cena građevinskog materijala i energenata i drugo uticali da dođe do preokreta u trendu građevinarstva, ali ćemo za konačnu potvrdu ove pretpostavke sačekati još nekoliko kvartala.

Ukoliko se ispostavi da ovaj oporavak građevinske aktivnosti predstavlja trajniji trend, to bi bilo izuzetno poželjno i moglo bi da predstavlja najavu „boljih dana“ domaće privrede. Međutim, još jednom napominjemo da neki drugi bitni makroekonomski indikatori još uvek ne podržavaju ovaj uočeni rast građevinarstva (i investicija) privatnog sektora. To su izuzetno nizak nivo SDI i investicionih kredita. U narednim kvartalima bilo bi ključno da dođe do oporavka i ovih indikatora, jer bi se u protivnom lako moglo ispostaviti da je oporavak građevinarstva iz Q2 samo kratkog daha.

3. Zaposlenost i zarade

Prema podacima Ankete o radnoj snazi (ARS) u Q2 2015. zabeleženo je značajno poboljšanje osnovnih indikatora tržišta rada. Pad stope nezaposlenosti je ostvaren u odnosu na prethodni kvartal i u odnosu na isti kvartal prethodne godine. Međugodišnji rast broja zaposlenih iznosi 158 hiljada lica (6,6%), dok rast broja zaposlenih u odnosu na prethodni kvartal iznosi 72 hiljade (2,9%). Kretanje ukupne i formalne zaposlenosti nije u skladu sa kretanjem BDP-a, potrošnje građana i poreza i doprinosa na zarade. Pojedini sektori beleže ekstremno veliki rast broja zaposlenih, kao npr. usluge smeštaja i ishrane, finansijske delatnosti i delatnost osiguranja, administrativne i pomoćne uslužne delatnosti. Prema ARS zaposlenost znatno raste i u sektorima koji pretežno pripadaju javnom sektoru, što je u suprotnosti sa podacima ministarstava o broju zaposlenih i troškovima rada. Prosečne mesečne bruto zarade beleže međugodišnji pad i nominalno i realno. Čak 12 sektora beleži rast prosečnih realnih neto zarada, pa je ukupni pad zarada pretežno posledica smanjenja plata u javnom sektoru. Kretanje zarada i zaposlenosti u pojedinim sektorima nije u skladu sa kretanjem privredne aktivnosti u tim delatnostima. Tako npr. u sektoru finansijske delatnosti i delatnosti osiguranja u Q2 2015. u odnosu na isti kvartal prethodne godine, zabeležen je rast broja zaposlenih od 34%, rast realnih neto zarada od 3%, u istom periodu kada je realna stopa rasta¹ bruto dodate vrednosti (BDV) ovog sektora iznosila skromnih 0,1%. Prema ARS formalna zaposlenost značajno raste dok neformalna zaposlenost opada, mada podaci o naplati poreza i doprinosa dovode u pitanje da li su ove promene tako intenzivne. Kao rezultat zamrzavanja plata u javnom sektoru i rasta plata u privatnom sektoru odnos prosečnih zarada u javnom i privatnom sektoru nastavlja trend pada i iznosi 1,08 u Q2 2015.

Zaposlenost

Prema ARS osnovni indikatori tržišta rada u Q2 se znatno poboljšavaju, ..., značajno poboljšanje nije u skladu sa kretanjem BDP-a, potrošnje građana i poreza i doprinosa na zarade

Prema podacima ARS nastavlja se trend poboljšanja indikatora tržišta rada u Q2 2015. u poređenju i sa prethodnim kvartalom i sa istim kvartalom prethodne godine. U Tabeli T3-1. primetan je pad stope nezaposlenosti u odnosu na isti kvartal prethodne godine za skoro 3 pp. Značajan je međugodišnji rast stope aktivnosti i stope zaposlenosti u Q2 2015. koji iznosi 0,8 pp i 2,4 pp, respektivno. Ovakva kretanja na tržištu rada odstupaju od ostalih makroekonomskih kretanja (kao npr. BDP, potrošnja građana, porezi i doprinosi na zarade). Neslaganje kretanja na tržištu rada sa kretanjima drugih makroekonomskih agregata u Srbiji može se uočiti i poređenjem sa zemljama EU. Zemlje EU ostvarile su međugodišnji pad stope nezaposlenosti od 0,7 pp, dok procenjena stopa rasta BDP-a iznosi 1,8%. Tako npr. pad stope nezaposlenosti od 1,1 pp beleži Republika Češka, čija je realna stopa rasta BDP-a u Q2 2015. u odnosu na isti period prethodne godine čak 4,4%. Letonija beleži pad stope nezaposlenosti za 0,9 pp u periodu kada je ostvarila rast BDP-a od 2,7%. Luksemburg pri stopi rasta BDP-a od 1,4 % beleži pad stope nezaposlenosti od skromnih 0,3 pp. Zemlje EU pri većim stopama rasta ekonomske aktivnosti, beleže znatno manji pad stope nezaposlenosti u odnosu na Srbiju. Ukupna zaposlenost (formalna i neformalna) je porasla za 6,6% u Q2 2015. u odnosu na isti kvartal prethodne godine, dok je BDP porastao za samo 1%. Promena stope nezaposlenosti u Srbiji je znatno veća od realne stope rasta BDP-a, što nije prisutno u zemljama EU. Generalno, ocenjujemo da su određena poboljšanja na tržištu rada prisutna, ali su ona verovatno manja nego što to pokazuje ARS.

¹ Promena prema istom periodu prethodne godine

Tabela T3-1. Kretanje stope aktivnosti, zaposlenosti, nezaposlenosti i neaktivnosti, (15-64), Q1 2014-Q2 2015.

	Q1 2014	Q2 2014	Q3 2014	Q4 2014	Q1 2015	Q2 2015	Promena u pp Q2 2015/ Q2 2014
Stopa aktivnosti (15-64)	61,2	62,5	62,2	61,2	62,3	63,3	0,8
Stopa zaposlenosti (15-64)	48,0	49,3	50,8	50,4	49,9	51,7	2,4
Stopa nezaposlenosti (15-64)	21,6	21,2	18,4	17,6	19,9	18,4	-2,8
Stopa neaktivnosti (15-64)	38,8	37,5	37,8	38,8	37,7	36,7	-0,8

Izvor: RSZ

Čudno je što prema ARS broj zaposlenih značajno raste u sektorima u kojima dominira država.

U Tabeli T3-2 prikazano je kretanje ukupne zaposlenosti, kao i kretanje broja zaposlenih po delatnostima. Delatnosti koje dominantno pripadaju javnom sektoru beleže značajan rast broja zaposlenih. Državna uprava i odbrana, obavezno socijalno osiguranje beleže rast broja zaposlenih od 9,5%. Međugodišnji rast broja zaposlenih u obrazovanju iznosi 6,6% u Q1 2015. odnosno 16% u Q2 2015. Broj zaposlenih u sektoru obrazovanja je povećan za 24.000 lica, u Q2 2015. u odnosu na isti kvartal prethodne godine. Međugodišnji rast broja zaposlenih u zdravstvu iznosi nešto više od 15,000. Ukoliko uzmemo u obzir činjenicu da je na snazi zabrana zapošljavanja u javnom sektoru², celokupan rast broja zaposlenih u pomenutim sektorima bi trebalo da se odnosi na privatni sektor, što je malo verovatno, jer bi to podrazumevalo otvaranje stotina privatnih škola, bolnica, ordinacija tokom poslednjih godinu dana³ i dr. Osim toga, ostaje nejasno kako je moguć toliki rast broja zaposlenih ukoliko BDV u državnoj upravi i obaveznom socijalnom osiguranju, obrazovanju i delatnosti u okviru zdravstvene i socijalne zaštite beleži međugodišnji pad od 2,9%.

Teško je objasniti enorman rast zaposlenosti u delu privatnog sektora.

Izrazito veliki rast broja zaposlenih zabeležen je u sektoru usluge smeštaja i ishrane od 53,9%, finansijske delatnosti i delatnosti osiguranja od 34,4%, kao i administrativne i pomoćne uslužne delatnosti od 27,2%. Rast broja zaposlenih u finansijskim delatnostima i delatnostima osiguranja značajno odstupa od kretanja BDV-a, koja beleži skroman rast od 0,1%. Pri tome treba imati u vidu činjenicu da neki od ovih sektora, kao što su finansijske delatnosti, ne posluje u sivoj ekonomiji, pa se time ovakav rast zaposlenosti ne može objasniti uticajem legalizacije i smanjenja sive ekonomije.

Tabela T3-2. Zaposlena lica starosti 15+ po sektorima, Q1 2014-Q2 2015.

	Q1 2014	Q2 2014	Q3 2014	Q4 2014	Q1 2015	Q2 2015	Indeks Q1 2015/ Q1 2014	Indeks Q2 2015/ Q2 2014
Ukupno	2.342.966	2.407.930	2.475.135	2.459.048	2.494.346	2.565.712	106,5	106,6
A - Poljoprivreda, šumarstvo i ribarstvo	469.196	500.302	533.833	538.040	495.660	479.253	105,6	95,8
B - Rudarstvo	27.230	23.941	30.013	29.198	25.883	27.428	95,1	114,6
C - Prerađivačka industrija	388.127	386.935	364.053	385.369	398.323	411.832	102,6	106,4
D - Snabdevanje električnom energijom, gasom, parom i klimatizacija	31.266	40.114	42.265	37.386	26.816	27.112	85,8	67,6
E - Snabdevanje vodom; upravljanje otpadnim vodama, kontrolisanje procesa uklanjanja otpada i slične aktivnosti	37.139	42.579	34.799	35.548	37.760	37.390	101,7	87,8
F - Građevinarstvo	96.744	99.763	113.033	120.476	107.618	110.849	111,2	111,1
G - Trgovina na veliko i trgovina na malo; popravka motornih vozila i motocikala	300.020	304.649	309.293	305.493	357.183	352.087	119,1	115,6
H - Saobraćaj i skladištenje	141.317	132.088	127.928	121.550	124.578	132.041	88,2	100,0
I - Usluge smeštaja i ishrane	62.153	59.826	61.707	55.442	83.339	92.050	134,1	153,9
J - Informisanje i komunikacije	56.796	61.045	51.779	49.253	56.018	64.365	98,6	105,4
K - Finansijske delatnosti i delatnost osiguranja	44.616	39.275	43.357	40.839	48.654	52.795	109,1	134,4
L - Poslovanje nekretninama	2.255	3.835	2.595	2.467	4.877	3.841	216,3	100,2
M - Stručne, naučne i tehničke delatnosti	68.359	73.251	64.795	61.701	57.116	77.623	83,6	106,0
N - Administrativne i pomoćne uslužne delatnosti	47.585	46.846	53.186	56.725	56.866	59.592	119,5	127,2
O - Državna uprava i odbrana; obavezno socijalno osiguranje	135.750	138.316	153.739	138.827	144.684	151.452	106,6	109,5
P - Obrazovanje	149.005	150.117	163.450	164.215	158.833	174.097	106,6	116,0
Q - Zdravstvena i socijalna zaštita	140.776	146.563	141.630	141.713	154.575	161.790	109,8	110,4
R - Umetnost; zabava i rekreacija	49.158	40.040	39.780	45.794	50.740	42.544	103,2	106,3
S - Ostale uslužne delatnosti	95.475	118.443	143.900	129.014	104.825	107.571	148,5	90,8

Napomena: Osenčeni su sektori koji u potpunosti ili dominantno spadaju u javni sektor

Izvor: RZS

² Podaci ministarstava o rashodima za plate i o broju zaposlenih ukazuju da se zabrana uglavnom poštuje, kao i da je ukupan broj zaposlenih smanjen usled odlaska u penziju i napuštanja javnog sektora nakon smanjenja plata.

³ Rast ukupnog broja zaposlenih u navedenim delatnostima se ne može objasniti prijavljivanjem radnika koji su ranije radili na crno jer su oni bili uključeni u ukupnu zaposlenost. Prijavljivanje radnika koji su radili na crno samo menja strukturu zaposlenih, ali ne i njihov ukupan broj.

Rast zaposlenosti u prerađivačkoj industriji je u skladu sa rastom proizvodnje.

Rast broja zaposlenih u prerađivačkoj industriji od 6,4% i rudarstvu od 14,6%, praćen je rastom BDV-a od 7,8%⁴. Trgovina na veliko i malo, popravka motornih vozila i motocikala beleži rast broja zaposlenih za 15,6%. BDV u sektorima trgovina na veliko i malo, popravka motornih vozila; saobraćaj i skladištenje; usluge smeštaja i ishrane beleži međugodišnji realni rast od 2,1%. Rast zaposlenosti i u sektoru trgovine i u sektoru usluge smeštaja i ishrane znatno je veći od rasta BDV-a. Rast zaposlenosti u ovim sektorima može se jednim delom objasniti suzbijanjem sive ekonomije. Zaposlenost raste u sektorima stručne, naučne, inovacione i tehničke delatnosti (6%) i administrativne i pomoćne uslužne delatnosti (27,2%), dok BDV je opala za 1%. Rast broja zaposlenih u sektoru građevinarstva je u skladu sa kretanjem BDV, koja je u građevinarstvu porasla za 12,6% međugodišnje.

Četiri sektora beleže pad broja zaposlenih, a to su: poljoprivreda, šumarstvo i ribarstvo, snabdevanje električnom energijom, gasom, parom i klimatizacija, snabdevanje vodom; upravljanje otpadnim vodama, kontrolisanje procesa uklanjanja otpada i slične aktivnosti i ostale uslužne delatnosti.

Podaci ARS ukazuju na intenzivno prijavljivanje radnika koji su ranije radili na crno.

Prema podacima ARS ukupna zaposlenost je porasla zahvaljujući rastu formalne zaposlenosti od 10%, dok neformalna zaposlenost je smanjena za 7% u Q2 2015. u odnosu na isti kvartal prethodne godine. Stopa neformalne zaposlenosti je opala u Q2 2015. u odnosu na isti kvartal prethodne godine, ali i u odnosu na prethodni kvartal. Usvajanje zakona o radu sredinom prethodne godine i pojačana kontrola od strane Inspekcije rada i Poreske uprave verovatno su uticali na prijavljivanja dela radnika koji su ranije radili na crno. Međutim, malo je verovatno da je broj formalno zaposlenih povećan za čak 10,2% (odnosno za 194 hiljade), jer bi to moralo da se odrazi na značajan rast poreza i doprinosa na zarade, a to se nije dogodilo (videti deo o fiskalnoj politici).

Tabela T3-3. Formalno zaposlena lica i struktura neformalno zaposlenih lica prema profesionalnom statusu, Q1 2014-Q2 2015.

	Q1 2014	Q2 2014	Q3 2014	Q4 2014	Q1 2015	Q2 2015	Indeks Q2 2015/ Q2 2014
Zaposleni (ukupno)	2.342.966	2.407.930	2.475.136	2.459.048	2.494.346	2.565.712	106,6
Formalno zaposleni	1.863.236	1.896.355	1.895.472	1.864.450	2.010.551	2.089.996	110,2
Neformalno zaposleni	479.730	511.575	579.664	594.598	483.795	475.716	93,0
Neformalno zaposleni prema profesionalnom statusu							
Zaposleni	62.352	71.723	118.522	123.737	108.179	127.950	178,4
Samostalni sa zaposlenima	*	*	4.352**	*	*	*	*
Samostalnih bez zaposlenih	227.955	229.427	226.723	239.872	170.853	143.452	62,5
Pomažući članovi domaćinstava	187.056	209.509	230.068	226.875	202.258	202.216	96,5
Stopa neformalne zaposlenosti	20,5	21,2	23,4	24,2	19,4	18,5	

* Mali broj podataka - ocena nije publikovana
Izvor: RZS

Ako pogledamo strukturu neformalno zaposlenih, vidimo da iako je zabeležen ekstremni rast formalno zaposlenih koji jednim delom rada na crno od čak 78% (međugodišnje u Q2 2015), ukupan broj neformalno zaposlenih opada. Razlog se nalazi u činjenici da pad rada na crno kod samostalnih bez zaposlenih (37,5%) i pomažućih članova domaćinstava (3,5%) ima veći ponder u strukturi ukupne neformalne zaposlenosti, 30% i 43%, respektivno.

Zarade

Prosečne mesečne bruto zarade opadaju, i nominalno i realno.

Prosečne mesečne bruto zarade su nominalno opale za 1%, dok su realno opale za 2,3% u Q2 2015. u odnosu na isti kvartal prethodne godine. Trend pada nominalnih i realnih zarada iz prvog kvartala se nastavlja i u drugom kvartalu (Tabela T3-4).

⁴ BDV se prati zbirno za sektore: Rudarstvo; Prerađivačka industrija; Snabdevanje električnom energijom, gasom i parom; Snabdevanje i upravljanje otpadnim vodama

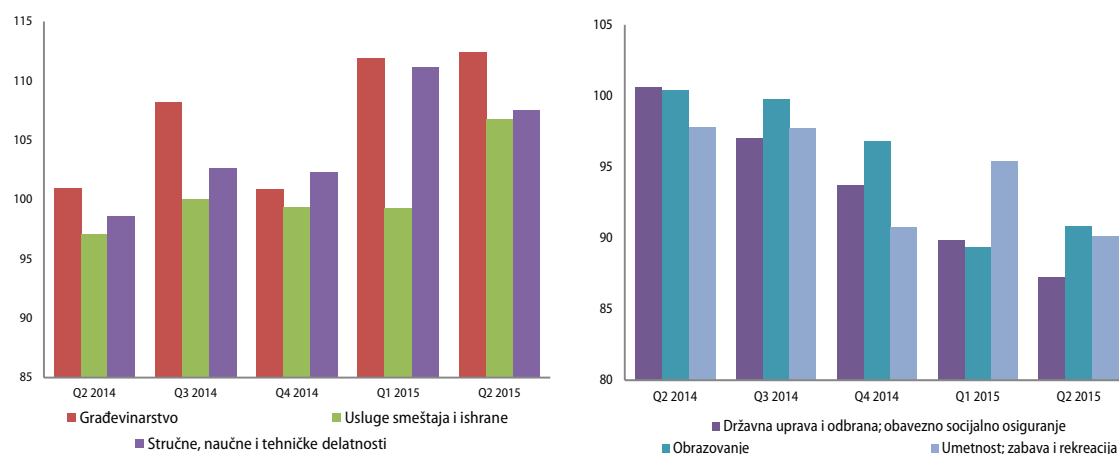
Tabela T3-4. Srbija: prosečne mesečne zarade i međugodišnji indeksi, 2012-Q2 2015.

	Prosečna mesečna zarada (RZS)				Međugodišnji indeks prosečne mesečne bruto zarade (RZS)	
	Ukupni troškovi rada ¹⁾ , 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
2015						
Q1	67.730	41.718	557	343	99,6	98,7
Q2	72.438	44.717	602	371	99,0	97,7

Izvor: RZS

1) 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%.

Većina sektora beleži međugodišnji rast realnih neto zarada. Sektori koji dominantno pripadaju državnom sektoru beleže pad realnih neto zarada, što je posledica smanjenja zarada u javnom sektoru za 10% krajem prethodne godine (Grafikon T3-1). Veliki pad realnih neto zarada u Q2 2015. od skoro 13% beleži državna uprava i odbrana; obavezno socijalno osiguranje. Najmanji pad realnih neto zarada je u sektoru snabdevanja električnom energijom, gasom, parom i klimatizacijom od 1%. Kontinuirani trend pada realnih neto zarada beleži i sektor poslovanja nekretninama. Sektor zdravstva ima manji međugodišnji pad realnih neto zarada u odnosu na sektor obrazovanja, s tim što u odnosu na Q1 2015, ta razlika je smanjena na 0,5 pp.

Grafikon T3-1. Međugodišnji indeksi realnih neto zarada, Q2 2014- Q2 2015.

Napomena: Desni grafikon – tri sektora sa najvećim međugodišnjim padom zarada u Q2 2015, levi grafikon - tri sektora sa najvećim međugodišnjim rastom zarada u Q2 2015

Izvor: RZS

Realne neto zarade u građevinarstvu ostvarile su u Q2 međugodišnji rast od 12,5%, što je vjerojatno posljedica oporavka ove delatnosti, ali i prijavljivanja dela radnika koji su ranije bili angažovani na crno. Međugodišnji rast iz prvog kvartala je dodatno povećan u drugom kvartalu.

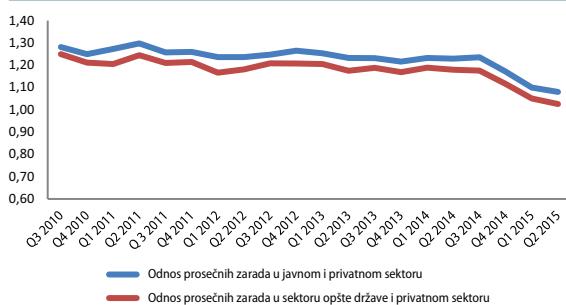
Trend rasta zarada se nastavlja u prerađivačkoj industriji, ali je on sporiji od rasta proizvodnje, tako da produktivnost u ovom sektoru raste. Sektor prerađivačke industrije beleži međugodišnji rast proizvodnje od 7,3% u Q2 dok međugodišnji rast zarada iznosi 4,2% u Q2 2015.

Veći rast zarada od stvorene vrednosti utiče nepovoljno na realne jedinične troškove rada u tim sektorima, što ima negativne posledice na duži rok.

Trend smanjenja razlike u zaradama u javnom i privatnom sektoru se nastavlja i u Q2 2015.

Odnos prosečnih zarada u javnom sektoru⁵ i privatnom sektoru, kao i odnos prosečnih zarada u sektoru opšte države⁶ i privatnom sektoru nastavlja da opada i u Q2 2015 (Grafikon T3-2). Odnos ponderisanih prosečnih zarada u javnom i privatnom sektoru je smanjen na 1,08, dok je odnos istih u opštem sektoru države i privatnom sektoru smanjen na 1,03⁷. Rast ponderisanih zarada u privatnom sektoru u Q2 2015. u odnosu na isti kvartal 2014. iznosi 2,9%, dok je pad u javnom sektoru i sektoru opšte države značajan, 10,6% i 11,9%, respektivno. Smanjenje zarada u javnom sektoru doprinelo je značajnom smanjenju razlike u prosečnim zaradama u privatnom i javnom sektoru.

Grafikon T3-2. Odnos prosečnih zarada u javnom i privatnom sektoru, 2010-Q2 2015.



Izvor: Obračun QM

Napomena: Za ponderaciju korišćen je relativni udeo broja zaposlenih svakog sektora u odnosu na ukupan broj zaposlenih privatnog sektora, javnog sektora ili sektora opšte države.

Teško je predvideti kako će se kretati ovaj odnos u narednom periodu. Najavljeno je zamrzavanje plata u javnom sektoru u periodu 2015–2017, što bi trebalo da dodatno smanji razlike u prosečnim zaradama u javnom i privatnom sektoru. S druge strane, postoje konstantni pritisci da se ukine pomenuta odluka, ali će to povećanje čak i ako se dogodi biti minimalno. Takođe, najavljena je racionalizacija javnog sektora, tj. značajna otpuštanja viška zaposlenih. To će uticati na promenu pondera, shodno tome i promenu odnosa zarada. Kao rezultat očekivanog rasta zarada u privatnom sektoru i zamrzavanja ili minimalnog povećanja plata

u javnom sektoru, procenjujemo da će plate u javnom sektoru tokom naredne godine biti dodatno smanjene u odnosu na plate u privatnom sektoru.

5 U javni sektor smo obuhvatili sledeće sektore: B – Rudarstvo, D - Snabdevanje električnom energijom, gasom, parom i klimatizacija, E - Snabdevanje vodom; upravljanje otpadnim vodama, kontrolisanje procesa uklanjanja otpada i slične aktivnosti, O - Državna uprava i odbrana; obavezno socijalno osiguranje, P – Obrazovanje, Q - Zdravstvena i socijalna zaštita, R - Umetnost; zabava i rekreacija. Privatni sektor obuhvata sve ostale sektore.

6 Sektor opšte države je izdvojen kako bi se posebno posmatrali oni sektori koji uglavnom nemaju komercijalne aktivnosti, i time ne ostvaruju prihode od tržišnih aktivnosti.

7 Koristili smo desezonirane zarade osim za sektore D i P, jer zarade u pomenutim sektorima nemaju statistički značajnu sezonsku komponentu, s toga dajemo prednost korišćenju originalne serije u odnosu na desezoniranu. U prethodnom broju QM-a koristili smo desezonirane podatke za sve sektore.

4. Platni bilans i spoljna trgovina

U Q2 2015 zabeležena je relativno niska kvartalna vrednost deficita tekućeg računa od 208 miliona evra, tj. 2,5% BDP-a. Ovakav nivo tekućeg deficita pretežno se duguje smanjenju spoljnotrgovinskog deficita i visokom prilivu na račun sekundarnog dohotka. Međugodišnje posmatrano, izvoz ubrzava, a uvoz usporava rast, dok njihove desezonirane vrednosti ukazuju da je zapravo došlo do određenog usporavanja rasta izvoza od početka godine, dok je uvoz blago ispod nivoa u odnosu na Q1. Na rast izvoza pre svega pozitivno su uticali početak restrukturiranja privrede Srbije ka sektoru razmenljivih dobara, deprecijacija dinara iz druge polovine prethodne godine i oporavak evrozone. Rast uvoza su usporavali niske cene energenata, niska domaća tražnja usled efekata fiskalne konsolidacije, kao i odloženi efekat slabljenja dinara iz H2 2014. Tokom Q2 odliv kapitala gotovo je jednak njegovom prilivu. To je posledica skromnog neto priliva SDI, i gotovo istog nivoa neto odliva portfolio investicija, dok su računi ostalih investicija i finansijskih derivata uravnoteženi. Do kraja godine prisutna je prilična neizvesnost po pitanju platnobilansnih tokova – izvoznih i uvoznih trendova i nivoa deficita, kao i načina pokrivanja. Ipak ocenjujemo da će se nastaviti brz rast izvoza i smanjenje deficita tekućeg bilansa, koji bi na nivou cele godine mogao da iznosi 4-5% BDP.

U Q2 relativno nizak tekući deficit...

Niska vrednost deficita tekućeg računa zabeležena je u Q2 2015. godine od 208 miliona evra, što čini samo 2,5% procenjene vrednosti kvartalnog BDP-a (Tabela T4-1). Tekući deficit je za 3,9 pp BDP-a niži u poređenju sa Q2 2014 godine, kada je iznosio 6,3% BDP-a. Ovom padu vrednosti tekućeg deficita doprineli su sve njegove komponente, s tim što je najveći doprinos imalo smanjenje spoljnotrgovinskog deficita (46,3% pada vrednosti tekućeg deficita duguje se nižem deficitu spoljnotrgovinske razmene), zatim porast sekundarnog dohotka (čiji je doprinos 33,5%), i u manjoj meri smanjenje neto rashoda na račun primarnog dohotka (doprinos od 20,2%). U Q1 2015 tekući deficit je iznosio 7,0% BDP-a, što iako je njegov znatno viši nivo, delom je rezultat sezonskog faktora.

...208 miliona evra...

...tj. 2,5% BDP-a...

...što je najvećim delom rezultat nižeg spoljnotrgovinskog deficita

Spoljnotrgovinski deficit iznosi 760 miliona evra i čini 9,0% BDP-a (Tabela T4-1). To je znatno niža vrednost ovog deficita u poređenju sa prošlogodišnjom – kada je on činio 10,8% BDP-a u Q2 2014, i sa Q1 2015 – kada je zabeležen deficit od čak 12,15% BDP-a. Ipak, treba imati u vidu da je relativno viši deficit u Q2 2014 delom posledica prvih efekata poplava, a da je on u Q1 2015 uobičajeno viši delom zbog uticaj sezone. Izvoz roba i usluga je značajno porastao i u Q2 veoma je blizu polovini ostvarene kvartalne vrednosti BDP-a. Učešće izvoza roba i usluga u BDP-u u periodu Q2 2014-Q2 2015 više je za 4,4 pp (porast sa 42,9% na 47,3%), dok je uvoz porastao za 2,6 pp (sa 53,7% na 56,3%).

U Q2 izvezeno je robe u iznosu 2.986 miliona evra, što čini 35,4% BDP-a. Uvoz robe iznosi 3.860 miliona evra, tj. 45,7% BDP-a. Ovakva kretanja dovela su do relativno visoke vrednosti pokrivenosti uvoza izvozom, koja u Q2 iznosi 77%. Na smanjenje robnog deficita pozitivno su uticali deprecijacija dinara iz H2 2014, relativno dobra prošlogodišnja poljoprivredna sezona, oporavak evrozone, niske svetske cene energenata, niska domaća tražnja usled efekata fiskalne konsolidacije, a negativno relativno slabiji izvozni rezultat automobilske industrije. Pored toga, na zabeleženo kretanje izvoza i uvoza su uticali i poboljšani odnosi robne razmene od početka godine – vrednost međugodišnjih indeksa su 102,9 u Q1 i 103,4 u Q2 2015. Tokom Q2 ostvaren je visok suficit u trgovini uslugama koji iznosi 114 miliona evra. Prihodi od usluga su milijardu evra, dok su rashodi 890 miliona evra.

Priliv tekućih transfera tokom Q2 je veoma visok

Priliv tekućih transfera tokom Q2 je veoma visok, i u neto izrazu iznosi 944 miliona evra, tj. 11,2% BDP-a. Prihodi po ovom osnovu čak su iznad milijardu evra (1.056 miliona evra). Najveći deo ovog priliva čine doznake radnika, koje su tokom Q2 bile 605 miliona evra, neto, što čini značajnih 7,2% BDP-a. Odliv po osnovu neto dohotka je nešto niži u Q2 2015. godine u odnosu na isti period 2014. godine, i iznosi 392 miliona evra, neto. Smanjeni su prihodi, ali su značajnije manji rashodi u poređenju sa istim periodom prošle godine (Tabela T4-1).

Tabela T4-1. Srbija: platni bilans

	2013	2014	2014				2015	
			Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2
			u milionima evra					
TEKUĆI RAČUN	-2.098	-1.985	-496	-541	-384	-563	-520	-208
Roba	-4.159	-4.111	-904	-995	-1.076	-1.136	-1.041	-875
Izvoz robe	10.515	10.641	2.512	2.767	2.664	2.698	2.602	2.986
Uvoz robe	14.674	14.752	3.415	3.762	3.740	3.834	3.643	3.860
Usluge	313	465	69	73	145	179	137	114
Prihodi	3.422	3.810	793	887	1.044	1.085	927	1.004
Rashodi	3.109	3.344	724	814	900	906	791	890
Primarni dohodak	-1.419	-1.343	-283	-462	-221	-377	-307	-392
Prihodi	607	642	125	168	181	168	106	158
Rashodi	2.025	1.985	407	631	402	545	412	549
Sekundarni dohodak	3.166	3.003	622	843	768	771	692	944
Prihodi	3.537	3.400	707	934	875	884	785	1.056
Rashodi	372	397	85	91	108	113	93	112
Lični transferi, neto ¹⁾	2.701	2.442	511	697	618	617	568	758
od čega: Doznake radnika	2.160	1.863	378	547	469	469	437	605
KAPITALNI RAČUN- neto	15	7	2	2	3	0	4	-1
FINANSIJSKI RAČUN	-1.630	-1.705	-478	-414	-217	-596	-377	-30
Direktne investicije- neto	-1.298	-1.236	-271	-435	-244	-286	-332	-343
Portfolio investicije	-1.883	-369	7	-150	-151	-75	-474	341
Finansijski derivati	-1	-6	0	-3	1	-5	2	4
Ostale investicije	855	1.703	586	543	-332	906	316	0
Ostali vlasnički kapital	0	0	0	0	0	0	0	0
Gotov novac i depoziti	-228	830	121	141	246	322	69	79
Krediti	1.286	757	373	386	-443	441	238	-55
Centralna banka	657	574	189	186	100	99	57	55
Depozitne institucije osim centralne banke	675	795	214	89	197	296	95	63
Država	-434	-728	29	30	-676	-111	70	-204
Ostali sektori	389	115	-59	80	-64	157	15	31
Programi osiguranja i penzija i standardizovani garancijski programi	0	0	0	0	0	0	0	0
Trgovinski krediti i avansi	-204	116	92	16	-134	143	9	-24
Ostala potraživanja i dugovanja	0	0	0	0	0	0	0	0
Alokacija SPV	0	0	0	0	0	0	0	0
Devizne rezerve	697	-1.797	-800	-370	509	-1.136	110	-32
GREŠKE I PROPUSTI- neto	453	273	16	124	165	-32	138	179
PRO MEMORIA								
			u % BDP-a					
Bilans tekućih transakcija	-6,1	-6,0	-6,3	-6,3	-4,5	-6,9	-7,0	-2,5
Bilans robne razmene	-12,1	-12,4	-11,5	-11,7	-12,7	-13,9	-14,0	-10,4
Izvoz robe	30,7	32,2	31,9	32,5	31,5	32,9	34,9	35,4
Uvoz robe	42,8	44,6	43,3	44,1	44,3	46,8	48,9	45,7
Bilans robe i usluga	-11,2	-11,0	-10,6	-10,8	-11,0	-11,7	-12,1	-9,0
Lični transferi - neto	7,9	7,4	6,5	8,2	7,3	7,5	7,6	9,0
BDP u evrima ²⁾	34.268	33.060	7.881	8.527	8.452	8.200	7.451	8.441

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.

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

Međugodišnje poboljšanje tekućeg bilansa u najvećoj meri se dužuje boljim rezultatima u robnoj razmeni i rastu neto priliva po osnovu sekundarnog dohotka

U Q2 2015 u poređenju sa Q2 2014, deficit tekućeg računa niži je za 61,5%. Spoljnotrgovinski deficit je u istom periodu opao za 18%. Takav rezultat posledica je smanjenja robnog deficita, koji je u posmatranom periodu iznosio 12,1%, i rasta suficita na računu usluga za 56,2%. Izvoz je zabeležio veoma brz međugodišnji rast od 7,9%. Sa druge strane uvoz je za 2,6% iznad prošlogodišnjeg. Povoljno kretanje u razmeni robe sa inostranstvom dodatno naglašava činjenica da je došlo do ubrzavanja rasta robnog izvoza od početka godine, dok uvoz robe usporava rast (zabeležene međugodišnje stope rasta u Q1 2015 izvoza i uvoza su iznosile 3,6% i 6,7%, respektivno). Rast neto priliva po osnovu sekundarnog dohotka iznosi 12,0% međugodišnje, gde je zabeležen međugodišnji rast doznaka za 10,6%.

Promena odnosa valuta i dalje ima veliku ulogu u prikazanim iznosima i kretanjima izvoza i uvoza robe

Tabela T4-2. Uticaj promene kursa dolar-evro na vrednost i međugodišnje stope rasta izvoza, uvoza i robnog deficita u Srbiji

	Q2 2015	Jul 2015	Q2 2015/ Q2 2014	Jul 2015/ Jul 2014
	u mil. dolara	u mil. dolara	u %	u %
Izvoz robe	3.528	1.204	-10,6	-9,2
Uvoz robe	4.604	1.518	-15,2	-19,7
Robni deficit	1.076	314	-27,3	-44,4
	u mil. evra	u mil. evra	u %	u %
Izvoz robe	3.183	1.090	10,7	11,6
Uvoz robe	4.155	1.374	5,1	-1,3
Robni deficit	972	284	-9,7	-31,7

Izvor: RZS, QM

Promena vrednosti valuta i dalje ima veliku ulogu u prikazanim iznosima i kretanjima izvoza i uvoza robe, kao i njihove razlike (robnog deficita)¹. Prema podacima RZS-a iz Q2, uvoz i robni deficit, ukoliko su iskazani u dolarima, značajno su nižem nivou u poređenju sa istim kvartalom 2014. godine. Sa druge, ukoliko su prikazani u evrima, obe spoljnotrgovinske komponente beleže rast, dok je smanjenje robnog deficita u evrima znatno manje od smanjenja njegove dolarske vrednosti (Tabela T4-2).

U narednom periodu očekujemo da će na rast izvoza uticati rast stranih investicija u prerađivačku industriju i rastuća tražnja u zemljama EU, dok je izvoz poljoprivrednih proizvoda opasti usled ovogodišnje suše. Oporavak privrede će uticati na povećanje uvoza, dok će stagnacija privatne i državne potrošnje uticati na smanjenje uvoza. Zadržavanje sadašnjih povoljnih odnosa razmene, koji se karakterišu niskim cenama energenata i mineralnih sirovina, takođe će povoljno uticati na spoljnotrgovinski bilans Srbije. Umerena deprecijacija dinara u kombinaciji sa unapređenjem privrednog ambijenta podsticajno bi uticala na rast stranih direktnih investicija u sektor razmenljivih dobara, čime bi se povećale izvozne mogućnosti zemlje.

Odliv kapitala gotovo je jednak njegovom prilivu

U Q2 odliv kapitala gotovo je jednak njegovom prilivu, tako da neto priliv iznosi svega dva miliona evra, uprkos očekivanju da će doći do povećanja priliva kapitala usled efekata kvantitativnog popuštanja ECB. Račun ostalih investicija jednak nuli, a priliv po osnovu finansijskih derivata uobičajeno nizak (četiri miliona evra), tako da je razlog gotovo neutralnog rezultata na finansijskom računu to što je priliv neto SDI samo neznatno iznad neto odliva kapitala po osnovu portfolio investicija. SDI iznose 343 miliona evra, od čega se 135 miliona evra, neto, odnosi na reinvestirano dobit, 116 miliona evra, neto, na dužničke instrumente, a samo 92 miliona evra na vlasnički kapital. Odliv portfolio investicija tokom Q2 iznosio je 341 milion evra - u aprilu 169 miliona evra, u maju 91 milion evra i u junu 81 milion evra. Ovaj odliv je jednim delom posledica razduživanja države po osnovu dospelih kamata i dospeća dela hartija od vrednosti² (država se razdužila za 251 miliona evra). Takođe zabeleženo je izvesno ulaganje depozitnih institucija osim centralne banke u dužničke hartije od vrednosti u inostranstvu (91 miliona evra, v. Tabelu T4-1).

Prilivi i odlivi po osnovu ostalih investicija su se potpuno izjednačili u ova tri meseca Q2. Sa jedne strane zabeleženo je veoma skromno neto zaduživanje po osnovu finansijskih kredita (55 miliona evra) i nizak priliv po osnovu trgovinskih kredita (24 miliona evra), dok je, u jednakom iznosu zbira ovih priliva zabeležen odliv na računu gotovog novca i depozita (79 miliona evra). Po osnovu finansijskih kredita jedino se država neto zadužila, dok su centralna banka, ostale depozitne institucije i ostali sektori zabeležili neto razduživanje. Vlada se zadužila dodatnih 204 miliona evra, po osnovu kredita od Međunarodne banke za obnovu i razvoj³ i EIB⁴. NBS i dalje smanjuje svoje obaveze prema MMF-u, pa je zabeleženo razduživanje tokom Q2 iznosilo 55 miliona evra. Neto razduživanje banaka je 63 miliona evra, a privrede 31 miliona evra (Tabela T4-1).

Iako je sa jedne strane zabeležen gotovo nulti priliv kapitala tokom Q2, zahvaljujući relativno niskoj vrednosti tekućeg deficita, devizne rezerve su smanjene za samo 32 miliona evra⁵. Smanjenje deviznih rezervi je zapravo zabeleženo samo u aprilu (157 miliona evra), dok je u maju i

1 Podaci NBS za uvoz i izvoz robe, kao i robni bilans, razlikuju se od podataka RZS-a, koje koristimo u prikazanoj tabeli i narednim delovima teksta: *Izvoz* i *Uvoz*, jer ne uključuju robu na doradi (v. Okvir 1 o izmeni metodologije obračuna Platnog bilansa u QM 37). Stoga postoji izvesna razlika u nivoima izvoza i uvoza i stopama rasta u zavisnosti da li je izvor podataka NBS ili RZS.

2 *Izveštaj o inflaciji*, NBS, avgust 2015.

3 Za sanaciju posledica od poplava i obnovi puteva, *Izveštaj o inflaciji*, NBS, Avgust 2015.

4 Za Koridor 10 i istraživanje i razvoj javnog sektora, *Izveštaj o inflaciji*, NBS, Avgust 2015.

5 Račun Greške i propusti iznosi 179 miliona evra.

Pored neutralnog finansijskog računa, zahvaljujući relativno niskoj vrednosti tekućeg deficita, devizne rezerve su smanjene

junu ostvaren njihov rast od 50 i 138 miliona evra, respektivno. Najveći deo deviznog priliva ostvaren je po osnovu intervencija NBS na međubankarskom deviznom tržištu (110 miliona evra u aprilu), korišćenja kredita i donacija (88,1 miliona evra u aprilu, 55,3 miliona evra u maju i 83,8 miliona evra u junu) i prodaje državnih hartija od vrednosti na domaćem finansijskom tržištu. Odliv sredstava iz deviznih rezervi ostvaren je izmirivanjem obaveza Republike Srbije prema inokreditorima i po osnovu stare devizne štednje, isplatom dospelih hartija od vrednosti denominovanih u evrima, povlačenjem devizne obavezne rezerve banaka, kao i otplatom duga NBS prema MMF-u.

U julu devizne rezerve su znatnije povećane. Najveći deo priliva je ostvaren pre svega intervencijom NBS na međubankarskom deviznom tržištu (kupovinom 230 miliona evra), kao i prodajom hartija od vrednosti RS denominovanih u evrima na domaćem finansijskom tržištu (145 miliona evra je ostvaren).

Tokom Q2 NBS je intervenisala neto kupovinom deviza na međubankarskom deviznom tržištu u iznosu od 120,0 miliona evra (u aprilu prodala je 30 miliona evra, a kupila 140 miliona evra u aprilu i 10 miliona evra u junu), dok u maju nije bilo intervencija NBS. U julu NBS je kupila 230 miliona evra⁶.

Izvoz

U Q2 izvoz bitnije u porastu posmatrano međugodišnje...

...iako usporava u poređenju sa Q1

Izvoz beleži visok međugodišnji rast po stopi od 10,1% u Q2 i dostiže vrednost od 3.183 miliona evra. Ipak, uticaj poplava se odrazio na izvoz još u Q2 2014, tako da je visoka stopa delom posledica nešto niže baze (Tabela T4-3). Na rast izvoza pozitivno su uticali deprecijacija dinara iz H2 2014, relativno dobra prošlogodišnja poljoprivredna sezona i oporavak evrozona, kao i pojava novih krupnih izvoznika u prerađivačkoj industriji. Rast izvoza ostvaren je usled rasta svih izvoznih grupa (u Tabeli T4-3 dat je izvoz podeljen u proizvode po nameni) osim energije. Pad izvoza energije je velikim delom rezultat niske cene energetskih proizvoda na svetskom tržištu. Ipak, izvoz energije čini samo 3,7% ukupnog izvoza, tako da se fluktuacije cena i ostvareni pad vrednosti ne odražavaju bitnije na ukupan izvoz. Kako je izvoz drumskih vozila zabeležio međugodišnji pad, izvoz bez drumskih vozila beleži porast od 14,8%, međugodišnje.

Tabela T4-3. Srbija: izvoz, međugodišnje stope rasta, 2013–2015

	Učešće u ukupnom izvozu u	2013	2014	2014		2015		2014		2015	
				Q1	Q2	Q1	Q2	Q1	Q2	Q1	Q2
				u %	u milionima evra				u %		
Ukupno	100,0	10.996	11.159	2.636	2.876	2.771	3.183	17,9	6,6	5,1	10,7
Ukupno bez drum. vozila	86,2	9.359	9.621	2.227	2.408	2.359	2.764	14,6	5,7	5,9	14,8
Energija	3,7	519	413	97	128	62	107	3,9	-1,6	-36,5	-16,4
Intermedijarni proizvodi	33,0	3.678	3.687	914	952	920	1.082	14,5	1,7	0,7	13,6
Kapitalni proizvodi	25,8	2.979	2.877	719	809	760	834	26,1	6,8	5,8	3,0
Kapitalni proizvodi bez drum. vozila	12,0	1.342	1.334	309	341	348	414	11,2	1,5	12,7	21,4
Trajni proizvodi za široku potrošnju	5,2	524	586	122	147	133	169	23,0	8,1	8,6	15,2
Netrajni proizvodi za široku potrošnju	23,4	2.410	2.614	563	617	634	701	12,4	10,3	12,5	13,5
Ostalo	8,8	886	981	221	222	263	291	27,7	24,2	18,7	30,9

Izvor: RZS

Izvoz drumskih vozila ispod prošlogodišnjeg

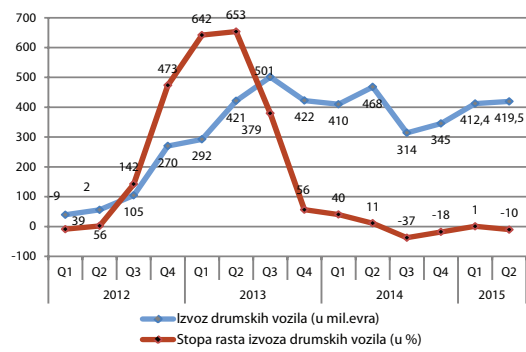
Izvoz drumskih vozila u Q2 je 10,3% ispod prošlogodišnjeg (Grafikon T4-4), što je delom posledica i nešto više bazne vrednosti zabeležene u istom kvartalu prethodne godine. Nakon brzog rasta proizvodnje i izvoza tokom 2012 i 2013 godine i dostizanja maksimalne izvezeno vrednosti od pola milijarde evra u Q3 2013, izvoz drumskim vozila se stabilizuje između 400 i 500 miliona evra u naredna tri kvartala. Ipak, u Q3 i Q4 2014 izvezena vrednost opada na 314 i 345 miliona evra, respektivno. Od početka 2015 izvoz je ponovo prestiže nivo od 400 miliona evra. Kao i što ranije isticali⁷, u trenutnim okolnostima rast izvoza FIAT automobila je u velikoj meri iscrpljen,

⁶ <http://www.nbs.rs/internet/cirilica/scripts/showContent.html?id=8318&konverzija=no> <http://www.nbs.rs/internet/cirilica/scripts/showContent.html?id=8437&konverzija=no>

<http://www.nbs.rs/internet/cirilica/scripts/showContent.html?id=8546&konverzija=no>

<http://www.nbs.rs/internet/cirilica/scripts/showContent.html?id=8641&konverzija=no>

⁷ V. prethodne brojeve QM-a.

Grafikon T4-4. Izvoz drumskih vozila

Izvor: RZS, QM

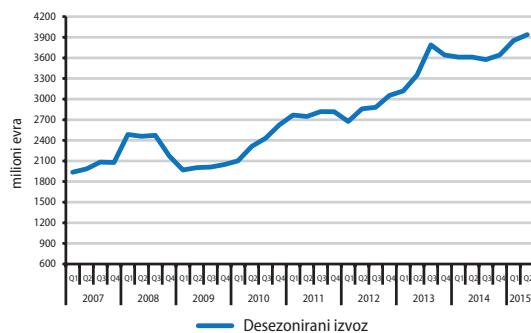
Rast izvoza ostvaren je usled rasta svih izvoznih grupa osim Energije

Nakon negativnih međugodišnjih stopa rasta iz Q3 i Q4 2014, izvoz beleži oporavak u prvoj polovini 2015. Niži nivo iz H2 2014 u odnosu na isti period 2013 bio je rezultat smanjenog izvoza automobila, poplava, kao i pada cena energije i poljoprivrednih proizvoda na svetskom tržištu. Tako su u drugoj polovini prethodne godine smanjenje vrednosti, pored energije, beležili i intermedijarni proizvodi, kapitalni proizvodi bez drumskih vozila, a u Q3 2014 čak i ostali proizvodi. Od početka 2015 izvoz počinje da raste zahvaljujući oporavku svih navedenih grupa osim energije. Izvoz *Intermedijarnih proizvoda* ubrzava rast i u Q2 raste po stopi od 13,6% međugodišnje. *Kapitalni proizvodi* po isključenju drumskih vozila imaju zapažen međugodišnji rast od 21,4%. Trajni i netrajni proizvodi za široku potrošnju su i tokom 2014 beležili rast, iako po nešto nižim stopama. Ovi proizvodi ubrzavaju rast u od početka godine i u Q2 beleže stope od 15,2% i 13,5%, respektivno. Neklasifikovani izvoz (u Tabeli T4-3 grupa *Ostalo*) takođe ubrzava rast i u Q2 2015 je za 30,9% iznad istog kvartala prethodne godine.

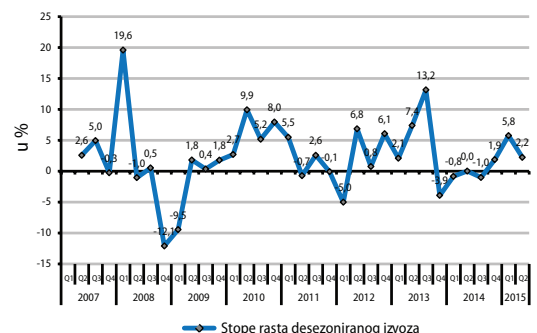
Realnija slika trenda oporavka izvoza dobija se kada se posmatraju desezonirane vrednosti...

...koje ukazuju da izvoz usporava od početka godine

Imajući u vidu da su poplave imale svoje prve negativne efekte na izvoz u Q2 2014, realnija slika trenda oporavka izvoza dobija se kada se posmatraju njegove desezonirane vrednosti (Grafikoni T4-5 i Grafikon T4-6). Desezonirani podaci ukazuju da je izvoz, nakon znatnog ubrzanja rasta u Q1 2015 (porast od 5,8% u odnosu na Q4 2014), usporio rast u Q2 2015, tj. bio je 2,2% iznad vrednosti iz prethodnog kvartala. Grafikoni ukazuju da je nakon brzog rasta desezoniranog izvoza tokom 2012 i 2013, on dostigao znatan iznos u Q3 2014, da bi nakon toga beležio usporavanje i stagnaciju, a zatim ponovni rast od Q4 2014. Uz to, važno je primetiti da je njegov nivo iz Q2 2015 za čak 59% iznad „vrha“ dostignutog pre krize - u Q1 2008, a za 4% iznad narednog „vrha“ dostignutog u skorijem periodu - u Q3 2013.

Grafikon T4-5. Srbija: desezonirani izvoz, kvartalno, 2007-2015

Izvor: NBS, RZS, QM

Grafikon T4-6. Srbija: stope rasta desezoniranog izvoza, kvartalno, 2007-2015

Izvor: NBS, RZS, QM

Zabeleženi rast izvoza tokom Q2 predstavlja dobar zaokret. On bi trebalo da bude glavni nosilac rasta u budućnosti, i stoga smatramo bi trebalo da se podrži svim ekonomskim politikama, a naročito politikom blagog slabljenja dinara. Sa druge strane brzina oporavka zemalja EU - našeg najvećeg izvoznog područja, bitno će opredeljivati dalje kretanje domaćeg izvoza.

odnosno trenutna vrednost je u najboljem slučaju očekivana u narednim kvartalima, a doprinos rastu drumskih vozila ukupnom izvozu u najboljem slučaju može da bude blago pozitivan (s tim što može da se očekuje blagi rast u naredna dva kvartala usled niže baze u H2 2014). Ipak, određeni, relativno skromni rezultati, su mogući ukoliko eventualno dođe do nekih promena u vezi bescarinskog izvoza na rusko tržište - što je prethodno najavljivano a za šta trenutno ne postoje izgledi, a pre svega ukoliko dođe do uvođenja novog modela.

U narednom periodu neophodni su novi pokretači rasta izvoza jer je efekat dosadašnjih investicija u automobilsku industriju iscrpljen, dok će ovogodišnja suša uticati na smanjenje izvoza poljoprivrednih proizvoda u narednoj godini. Značajniji rast izvoza u narednim godinama može se generisati novih krupnijim investicijama u sektor razmenljivih dobara, a pre svega u prerađivačku industriju i poljoprivredu.

Uvoz

U Q2 uvoz usporava rast

Tokom Q2 2015 robni uvoz iznosi 4.155 miliona evra i beleži usporavanje rasta (međugodišnje povećanje vrednosti u Q2 5,1%, naspram 8,3% u Q1, Tabela T4-7). Rast domaćeg uvoza su usporavali niske svetske cene energenata, niska domaća tražnja usled efekata fiskalne konsolidacije, kao i odloženi efekat slabljenja dinara u H2 prethodne godine. Uvozne grupe čija je vrednost na nižem nivou od prošlogodišnje, tj. koje su dale negativan doprinos vrednosti uvoza su *Energija* i *Kapitalni proizvodi*, dok su sve ostale grupe ostvarile međugodišnje povećanje. Uvoz bez energije takođe usporava rast od početka 2015 – nakon 10,6% iz Q1, međugodišnja stopa rasta iznosi 7,1% u Q2.

Pad uvoza Energije posledica niskih cena

Uvoz Energije je čak 8,8% ispod vrednosti iz Q2 2014, čime je zabeležen znatniji međugodišnji pad od onog iz Q1 2015 (4,9%, v. Tabelu T4-7). Veoma niske cene energije na svetskom tržištu uticale su na ovakvo kretanje uvoza energetskih proizvoda. Naime, prema podacima MMF-a, svetska cena energije u dolarima je u Q2 2015 42% ispod cene iz istog perioda prošle godine. Kada se podaci iskažu u evrima, ovaj pad je niži usled znatne deprecijacije evra u odnosu na dolar zabeležene u istom periodu (Q2 2014–Q2 2015) i iznosi 28%.

Izuzev Kapitalnih proizvoda, sve ostale grupe ostvarile međugodišnje povećanje

Kapitalni proizvodi su zabeležili manji pad vrednosti u Q2 (6,6%) nego u Q1 2015 (17,1%). Ipak, smanjenje uvoza ove grupe proizvoda u strukturi ukupnog uvoza je najmanje poželjno, jer u velikoj meri odslkava proizvodnu aktivnost (veliki deo uvoza komponenti za proizvodnju automobilske industrije je u ovoj grupaciji). Uvoz *Intermedijarnih proizvoda*, nakon četiri kvartala uzastopnog međugodišnjeg smanjenja vrednosti (od Q2 2014–Q1 2015), u Q2 2015 beleži rast od 5,3% međugodišnje. Ovo se može objasniti određenom oporavku u industrijskoj proizvodnji⁸. Međugodišnji rast uvoza u Q2 2015 ostvaren je i kod *Trajnih i Netrajnih proizvoda za široku potrošnju* od 28,0% i 0,5%, respektivno. I pored visoke stope rasta uvoza trajnih dobara, oni čine svega 2% ukupnog uvoza, pa se njihov znatniji rast nije osetnije odrazio na uvoz. Takođe, ni doprinos rastu ukupnog uvoza od strane netrajnih dobara nije bio značajan, jer i pored toga što ovi proizvodi čine 15% uvoza, njihov rast je bio skroman. Ipak, za razliku od prethodna dva kvartala, u Q2 oni beleže oporavak, tj. njihov doprinos rastu uvoza je bio pozitivan. *Ostali uvoz* beleži međugodišnji rast po stopi od 43,9% (Tabela T4-7).

Tabela T4-7. Srbija: uvoz, međugodišnje stope rasta, 2013-2015

	Učešće u uvozu 2014	2013	2014	2014		2015		2014		2015	
				Q1	Q2	Q1	Q2	Q1	Q2	Q1	Q2
				u milionima evra				u %			
Ukupno	100,0	15.469	15.497	3.565	3.952	3.862	4.155	1,6	3,5	8,3	5,1
Energija	14,1	2.336	2.180	511	498	486	454	-3,8	4,5	-4,9	-8,8
Intermedijarni proizvodi	33,0	5.169	5.118	1.173	1.297	1.127	1.365	0,8	-1,0	-3,9	5,3
Kapitalni proizvodi	23,7	3.801	3.678	820	1.014	679	947	2,7	3,9	-17,1	-6,6
Trajni proizvodi za široku potrošnju	2,0	328	317	74	74	79	94	-3,3	-7,5	6,0	28,0
Netrajni proizvodi za široku potrošnju	15,1	2.281	2.347	513	565	481	568	0,6	1,9	-6,4	0,5
Ostalo	12,0	1.554	1.858	473	506	1.010	728	10,4	19,1	113,7	43,9
Uvoz bez energije	85,9	13.134	13.317	3.053	3.455	3.376	3.702	2,5	3,3	10,6	7,1

Izvor: RZS

Desezonirane vrednosti ukazuju na blagi pad uvoza

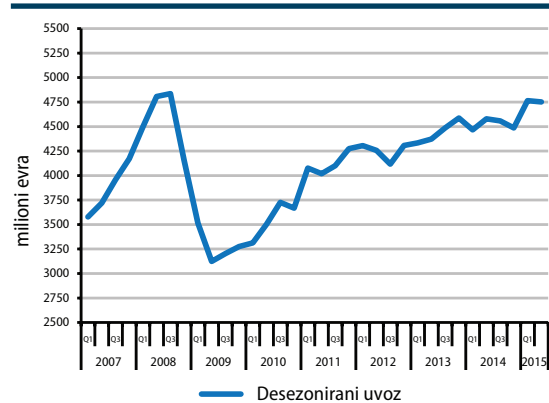
U Q2 2015 desezonirani uvoz niži je za 0,3% u odnosu na prethodni kvartal. Na Grafikonima T4-8 i T4-9 se može videti da nakon pada uvezene vrednosti u dva uzastopna kvartala u drugoj polovini 2014. godine, beleži znatniji oporavak u Q1 2015 i izvesno usporavanje u Q2. Prvenstveno, spor oporavak uvoza prvenstveno se duguje niskom nivou domaće tražnje u Srbiji, koja

8 V. deo „Privredna aktivnost“ u ovom broju QM-a.

je od 2014 posebno ograničena određenim merama fiskalne konsolidacije. U narednom periodu ne očekuje se neki veći rast cena energenata, što će neko vreme održavati vrednosti uvoza ovih proizvoda na niskom nivou. Ipak, ostaje da se vidi da li će doći do najavljenih povećanja zarada, što bi svakako uticalo na porast domaće tražnje i uvoza.

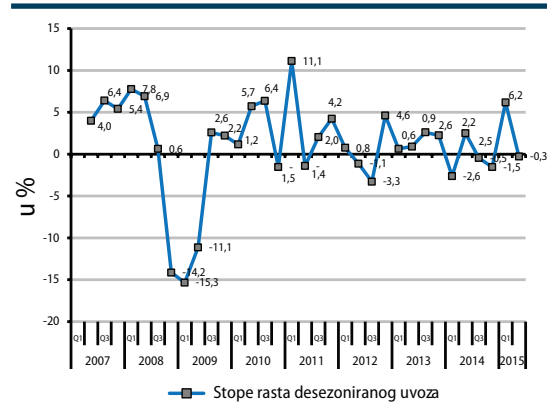
Za razliku od izvoza koji je u Q2 2015 za 60% viši od pretkrizne vrednosti, uvoz je i dalje 2% ispod najvišeg pretkriznog nivoa. Ovo govori o snažnim promenama na polju spoljnotrgovinske razmene koje je Srbija imala nakon početka krize, koje su nastupile kao posledica neminovnog prilagođavanja na novonastale okolnosti usled kojih nije bilo moguće nastaviti finansiranje veoma visokih pretkriznih deficita.

Grafikon T4-8. Srbija: desezonirani uvoz, kvartalno, 2007-2015



Izvor: NBS, RZS, QM

Grafikon T4-9. Srbija: stope rasta desezoniranog uvoza, kvartalno, 2007-2015



Izvor: NBS, RZS, QM

U narednom periodu očekujemo da će na usporavanje uvoza uticati niska domaća tražnja, dok će oporavak privrede uticati na rast uvoza.

Spoljni dug

Spoljni dug Srbije na kraju marta 2015 iznosi 26.735 miliona evra, tj. 81,9%

Spoljni dug Srbije na kraju marta 2015 iznosi 26.735 miliona evra (Tabela T4-10). Tokom Q1 2015. rast spoljnog duga je iznosio 906 miliona evra. Deprecijacija evra u odnosu na druge valute, posebno u odnosu na dolar – jer je oko jedne četvrtine ukupnog spoljnog duga u dolarima – bitno je uticala na rast nivoa spoljnog duga izraženog u evrima. Spoljni dug izražen kao procenat BDP-a iznosi 81,9% i za 3,8 pp BDP-a je viši od vrednosti zabeležene tri meseca ranije. Od tog porasta učešća, rast od jedan pp duguje se nešto nižoj vrednosti kvartalnog BDP-a koji se koristi kao imenilac.

Iskazani nivo i trend rasta spoljnog duga velikim delom posledica promene odnosa valuta

Kao što smo pisali u prethodnom broju QM-a porast spoljnog duga i promena stanja njegovih komponenti od početka 2015 velikim delom duguje se promeni odnosa valuta. Od ukupnog rasta spoljnog duga od 906 miliona evra tokom Q1, najveći deo posledica je porasta inostranog zaduživanja javnog sektora od 883 miliona evra, tj. za 3,3 pp BDP-a. Porast spoljne zaduženosti privatnog sektora u Q1 bio je veoma skroman i iznosio je 23 miliona evra, neto (odnosno sa 35,2% BDP-a na 35,7% BDP-a – rast od 0,5 pp BDP-a). Ovo dodatno zaduživanje privatnog sektora rezultat je sa jedne strane razduživanja po osnovu dugoročnog duga od 54 miliona evra, i, sa druge strane rasta kratkoročnog zaduživanja od 77 miliona evra. Banke nastavljaju trend razduživanja po osnovu dugoročnih kredita i u prva tri meseca se neto razdužuju za 107 miliona evra. Sa druge strane, privreda po ovom osnovu blago zadužuje – za 53 miliona evra. Banke i preduzeća blago povećavaju iznos kratkoročnog zaduživanja, za 53 miliona evra i 24 miliona evra, respektivno.

U odnosu na stanje od pre godinu dana ukupni spoljni dug je povećan za 1,13 milijardi evra...

U odnosu na nivo iz marta 2014. godine, ukupni spoljni dug viši je za 1,13 milijardi evra. Ipak, treba imati u vidu da su veliki uticaj na iznose spoljnog duga i njegovih komponenti, kao i njihovih promena imale kursne razlike.

...usled zaduživanja javnog sektora...

...dok se privatni sektor razdužuje

Tabela T4-10. Srbija: struktura spoljnog duga, 2013–2015

	2013	2014				2015
		Mar.	Jun	Sep.	Dec.	
		stanja, u milionima evra, kraj perioda				
Ukupan spoljni dug	25.747	25.605	25.261	26.301	25.829	26.735
(U% BDP-a) ⁴⁾	75,1	75,0	74,5	78,5	78,1	81,9
Javni spoljni dug ¹⁾	13.166	12.969	12.796	13.878	14.189	15.072
(U% BDP-a) ⁴⁾	38	38,0	37,8	41,4	42,9	46,2
Dugoročni	13.166	12.969	12.796	13.878	14.184	15.067
od čega MMF	697	515	333	247	152	108
specijalna prava vučenja	434	436	439	455	463	498
Kratkoročni	0	0	0	0	5	5
Privatni spoljni dug ²⁾	12.581	12.636	12.465	12.423	11.640	11.663
(U% BDP-a) ⁴⁾	37	37,0	36,8	37,1	35,2	35,7
Dugoročni	12.384	12.497	12.312	12.302	11.538	11.484
od čega banke	3.228	3.028	2.925	2.769	2.509	2.402
od čega privreda	9.154	9.467	9.385	9.532	9.026	9.080
od čega ostali	1	2	2	2	3	3
Kratkoročni	196	139	153	121	101	178
od čega banke	171	115	128	89	57	110
od čega privreda	25	25	25	32	44	69
Neto spoljni dug ³⁾ , (u% BDP-a) ⁴⁾	42	44,5	44,7	46,0	48,2	49,7

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 972,3 mln evra, od čega se 438,4 mln evra odnosi na domaće banke, a 533,8 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. Pošto podaci za mart jos nisu dostupni, za računanje učešća vrednosti spoljnog duga i njegovih komponenti u BDP-u, podatke koji se odnose na kraj februara 2015. smo delili sa vrednostima BDP-a za Q1 2015.

Vrednost spoljnog duga javnog sektora je za 2,1 milijardi evra veća od prošlogodišnje. Ovakav porast spoljnog duga delom je ublažen razduživanjem privatnog sektora za 974 miliona evra. Kao što smo pisali u prethodnim brojevima QM-a, javni sektor, nakon razduživanja u prvoj polovini 2014, znatno se zadužuje u drugoj polovini godine usled povlačenja kredita od UAE (za potrebe obezbeđenja sredstava državnog budžeta), kredita od IBRD-a i EIB-a⁹, kao i povlačenja tranši kredita od Razvojne banke Saveta Evrope. NBS je znatno smanjila iznos svog duga prema MMF-u – za 407 miliona evra.

Smanjenje spoljne zaduženosti privatnog sektora u odnosu na kraj marta 2014 od 974 miliona evra nastalo je u većoj meri zahvaljujući trendu razduživanja bankarskog sektora. Banke su se u ovom periodu smanjile zaduženost za 626 miliona evra po osnovu dugoročnog i pet miliona evra po osnovu kratkoročnog duga. Preduzeća su smanjila dugoročni dug za 378 miliona evra, a blago povećala kratkoročni – za 44 miliona evra u poređenju sa stanjem iz marta 2014.

5. Cene i devizni kurs

Tokom Q2 i u julu, inflacija se kretala ispod donje granice ciljanog koridora Narodne banke Srbije i na kraju jula iznosi 1,1%. Niska cena nafte i primarnih poljoprivrednih proizvoda na svetskom tržištu, izostanak očekivanih korekcija regulisanih cena u periodu dužem od godinu dana (sve do povećanja cene električne energije u avgustu 2015.), niska agregatna tražnja i niski troškovni pritisci u proizvodnji hrane najznačajniji su deflatorni faktori koji utiču na održavanje inflacije na izuzetno niskom nivou. Na rast indeksa potrošačkih cena (IPC) u najvećem obimu uticao je rast cena duvanskih proizvoda i turističkih aranžmana. Noseća inflacija (merena IPC-om bez cena hrane, energenata, alkohola i duvana) se od početka Q2 do kraja jula takođe kretala ispod donje granice cilja, najvećim delom usled niske agregatne tražnje, praktično nepromenjenog kursa dinara prema evru i niske uvozne inflacije. Umerena inflacija zabeležena je tokom aprila i juna, najvećim delom usled rasta cena cigareta i neprerađene hrane, odnosno cene turističkih aranžmana i sezonski očekivanog rasta cena voća. Deflacija u maju i julu je u potpunosti posledica pada cena neprerađene hrane (najvećim delom povrća). Do kraja godine očekuje se kretanje inflacije ispod i oko donje granice ciljanog koridora NBS, dok je njeno vraćanje unutar granica cilja moguće tek sredinom 2016. godine. Narodna banka Srbije je tokom Q2 i u avgustu nastavila sa smanjivanjem referentne kamatne stope, ali se ona i dalje nalazi na relativno visokom nivou u poređenju sa inflacijom (5,5% u odnosu na 1,1%). Prosečna inflacija u 2015. godini iznosiće oko 1,6%, što je niže od planiranih 2,7%. Niža prosečna inflacija će uticati na korekciju nominalnog BD-P-a naniže i na manji rast poreskih prihoda, što će umanjiti očekivane rezultate sprovođenja fiskalne konsolidacije. Tokom Q2 dinar je nominalno depresirao za 0,3%, u julu apresirao za oko 0,4%, dok je u avgustu oslabio za 0,06%. Ove promene su tako male da je kurs gotovo fiksiran i kreće se između 120,0 i 121 dinara za evro u celom posmatranom periodu. Neznatna realna apresijacija tokom Q2 od oko 0,25% u potpunosti je rezultat razlike u inflacijama u Srbiji i u evrozoni, budući da je u tom periodu ostvarena skromna nominalna depresijacija, dok je u julu realni kurs ostao gotovo nepromenjen. Povećanje inflacije do granica koridora uticala bi na efikasnije sprovođenje mera fiskalne konsolidacije, dok bi umerena depresijacija povoljno uticala na rast konkurentnosti privrede i rast zaposlenosti, uz prihvatljive troškove servisiranja kredita i troškove na strani inflacije.

Cene

Inflacija je u Q2 i u julu nastavila da se kreće ispod donje granice cilja NBS

Na kraju drugog kvartala međugodišnja inflacija je iznosila 1,9%, što je neznatno više od vrednosti na kraju Q1 (Tabela T5-1). Izlazak visoke inflacije iz januara 2014. iz obračuna međugodišnje inflacije uticao je na njen snažan pad u januaru 2015. godine. U narednim mesecima na kretanje inflacije je u najvećoj meri uticala tekuća mesečna inflacija, budući da je u ostalim mesecima 2014. mesečna inflacija (odnosno deflacija) uglavnom bila relativno niska. Međugodišnja inflacija je u aprilu iznosila 1,8%, u maju 1,5%, u junu 1,9%, dok je u julu pala na 1,1% (najvećim delom usled snažnog pada cena povrća). Sve ove vrednosti su ispod donje granice dozvoljenog odstupanja od cilja Narodne banke Srbije (NBS), ispod kojih se inflacija nalazi od marta 2014. godine. Ispod donje granice ciljanog koridora NBS nalazi se i noseća inflacija (merena indeksom potrošačkih cena bez cena hrane, alkoholnih pića, duvana i energenata), koja je u junu iznosila 2,1%, dok je u julu pala na 1,8%. Kretanje međugodišnje noseće inflacije u proteklih godinu dana je relativno stabilno. Od kada je u avgustu 2014. godine noseća inflacija pala ispod donje granice koridora NBS, nije došlo do njenih većih odstupanja – kretala se u opsegu od 1,6% do 2,2% (Grafikon T5-2). Sprovođenje mera fiskalne konsolidacije (smanjenje plata u javnom sektoru i penzija) smanjuje domaću tražnju, što se ogleda u niskoj nosećoj inflaciji, kao i u odsustvu značajnijeg preliivanja depresijacije dinara iz perioda jul 2014. – februar 2015. godine na cene.¹ Izostanak očekivanog ra-

¹ Nakon navedenog perioda depresijacije usledio je period naglog jačanja (februar) i stabilizacije kursa dinara (mart – avgust) na oko 120 dinara za evro, tako da se ni u narednim mesecima ne očekuje značajnije preliivanje prethodno ostvarene depresijacije na cene. Period kašnjenja prenošenja promena kursa na cene iznosi nekoliko (2-3) kvartala.

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, anualizovan
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	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
	feb	181,1	0,8	0,6	0,8	0,7
	mar	182,4	1,8	1,3	0,7	5,5
	apr	183,4	1,8	1,9	0,5	8,7
	maj	182,9	1,5	1,6	-0,3	4,0
	jun	183,8	1,9	2,1	0,5	3,1
	jul	182,1	1,1	1,2	-0,9	-2,8

* 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.

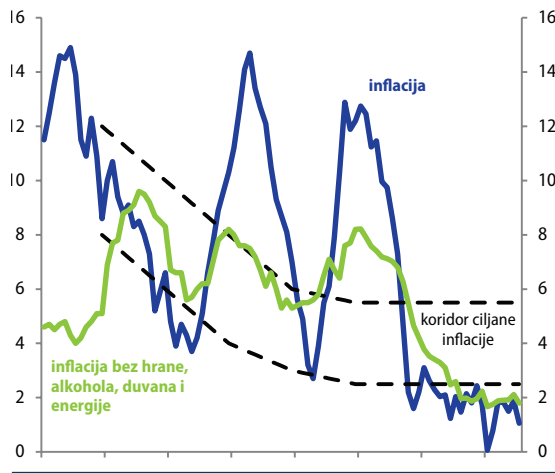
vrednih proizvoda nalazi se na najnižoj vrednosti u poslednjih pet godina, što će najverovatnije dovesti do smanjenja troškovnih pritisaka u proizvodnji hrane i u narednom periodu. Cena nafte nalazi se na šestogodišnjem minimumu, što će doprineti daljem smanjenju troškovnih pritisaka u proizvodnji. Nakon iščezavanja depresijacijskih pritisaka sredinom Q1, Narodnoj banci Srbije se otvorio prostor za ublažavanje monetarne politike, tako da je od marta preuzela aktivniju ulogu u ciljanju inflacije.² Od početka Q2 do kraja avgusta NBS je smanjila referentnu kamatnu stopu (RKS) za ukupno 2,0 procentna poena (p.p.), sa 7,5% na 5,5%, i to za po 50 baznih poena (b.p.) u aprilu, maju, junu i avgustu (Grafikon T5-3). Kretanje cena u Q2 i u julu bilo je na nivou očekivanog,³ tj. ispod granica ciljanog koridora NBS, uzimajući u obzir odsustvo korekcije regulisanih cena, spor ekonomski oporavak i pad cena primarnih poljoprivrednih proizvoda na svetskom tržištu i pad cene nafte.

² Iako je targetiranje inflacije režim monetarne politike NBS od početka 2009. godine (Sporazum o ciljanju inflacije koji su potpisale Vlada Republike Srbije i Narodna banka Srbije), kao de facto primarni ciljevi su se u proteklih nekoliko godina nametnuli stabilizacija kursa (sprovođi se režim sličniji režimu fiksnog nego fleksibilnog kursa) i snižavanje inflacije. U slučaju kada je inflacija niska, njeno vraćanje u okvir ciljanog koridora, koji je određen uzimajući u obzir konvergenciju ka cenama u Evropskoj uniji, postalo je od sekundarnog značaja.

³ Kvartalni monitor br. 40.

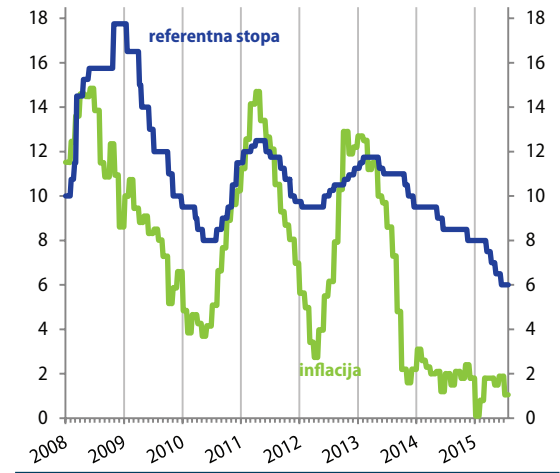
sta regulisanih cena u prethodnih godinu dana (do kraja jula) je takođe delovao deflaciono, dok je u avgustu došlo do dugog odlaganog povećanja cene električne energije. Na stabilnost cena takođe su imali uticaj jačanje i stabilizacija dinara od februara meseca. Pored domaćih faktora, inflatorni pritisci u Q2 i u julu mesecu su ostali niski i po osnovu niske inflacije u međunarodnom okruženju i niskih cena primarnih proizvoda na svetskom tržištu. Pad cena primarnih poljoprivrednih proizvoda na svetskom tržištu (mereno *Commodity Agricultural Raw Material Index*-om) doveo je do smanjenja troškovnih pritisaka u proizvodnji hrane na svetskom i na domaćem tržištu. Indeks cena primarnih poljoprivrednih proizvoda

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



Izvor: NBS i proračun QM-a

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



Izvor: NBS

Umerena inflacija u Q2

U drugom kvartalu rast indeksa potrošačkih cena iznosio je 0,77% (Tabela T5-4), odnosno po mesecima: u aprilu 0,55%, u maju -0,27% (deflacija) i u junu 0,49%. Ukupan rast cena od početka godine do kraja Q2 iznosi 2,1% i na približno jednakom nivou je kao u istom periodu 2014. godine. Najveći doprinos inflaciji u Q2 dali su poskupljenje turističkih aranžmana, rast cena cigareta i naftnih derivata, kao i u manjoj meri rast cena kućnih aparata, alata i opreme za kuću i vrt, telefonske opreme, nameštaja, obuće i proizvoda za održavanje stana. Cene hrane imale su približno neutralni efekat na indeks potrošačkih cena (rast cena voća i pad cena povrća), dok su deflatorno delovali pad cena prirodnog gasa i čvrstih goriva. Usled sezonskog poskupljenja turističkih aranžmana, rast cena iz grupe rekreacija i kultura iznosio je 5,1% (doprinos inflaciji od 0,3 p.p.), dok su cene naftnih derivata porasle za 3,1% (doprinos od 0,2 p.p.) usled (kratkotrajnog) rasta svetske cene nafte⁴ i rasta kursa dinara (depresijacije) u odnosu na dolar na nivou proseka u Q2 u odnosu na Q1. Nakon duže odlaganog poskupljenja cigareta, u Q2 je njihova cena porasla za 4,0% (doprinos od 0,2 p.p.) usled aprilskog poskupljenja od 10 dinara po paklici svih vrsta cigareta. Iako su akcize povećavane u julu 2014. i u januaru 2015. godine, cene cigareta su smanjene u poslednjem kvartalu 2014. a početkom 2015. godine su ostale na istom nivou usled velike konkurencije proizvođača čiji je cilj bio da zadrže poziciju na opadajućem tržištu,⁵ a do prevaljivanja poreskog tereta sa proizvođača na potrošače došlo je tek tokom koordinisanog poskupljenja od strane svih proizvođača. Na rast inflacije u manjoj meri uticala su i poskupljenja proizvoda i usluga iz grupe kućnih aparata (rast od 1,8%, doprinos od 0,02 p.p.), alat i oprema za kuću i vrt (rast od 2,1%, doprinos od 0,01 p.p.), telefonska oprema (rast od 4,3%, doprinos od 0,02 p.p.), obuća (rast od 1,5%, doprinos od 0,02 p.p.), nameštaj i oprema za domaćinstvo (rast od 1,0%, doprinos od 0,01 p.p.) i proizvodi i usluge za održavanje stana (rast od 0,7%, doprinos od 0,01 p.p.). Cene proizvoda iz grupe hrane i bezalkoholnih pića u celini su u maloj meri uticale na kretanje indeksa cena u Q2 (rast od 0,05%, doprinos od 0,02 p.p.). Najveći doprinos dale su cene neprerađene hrane, ali su unutar ove heterogene grupe cene voća i povrća imale divergentno kretanje i u velikoj meri međusobno poništile doprinose inflaciji – cene voća su porasle za 27,0% (doprinos od 0,55 p.p.), dok su cene povrća pale za 9,5% (doprinos od -0,50 p.p.). Znatnije promene su zabeležile i cene mesa (rast od 1,8%, doprinos 0,14 p.p.) kao i cene mleka sira i jaja (pad od 3,0%, doprinos od -0,16 p.p.), dok su ostale cene iz grupe hrane imale relativno male promene i doprinose inflaciji. Deflatorno je delovao pad cene prirodnog gasa za javno snabdevanje od 5,0% i čvrstih goriva za 0,8% što je dalo doprinos inflaciji od -0,03 p.p. odnosno -0,02 p.p. respektivno.

⁴ Rast cena nafte je zabeležen u aprilu i maju, dok je od juna do avgusta cena pala na najnižu vrednost u poslednjih šest godina.
⁵ Kvartalni monitor 39. (5. Cene i devizni kurs)

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

	učesće u IPC (u%)	doprinos porast cena u Q2 2015.	doprinos ukupnom porastu (procentni poeni)	doprinos porast cena u julu 2015.	doprinos ukupnom porastu (procentni poeni)
Ukupno	100,0	0,8	0,8	-0,9	-0,92
Hrana i bezalkoholna pića	32,8	0,1	0,0	-3,7	-1,22
Hrana	29,2	0,0	0,0	-4,2	-1,22
Alkoholna pića i duvan	7,4	2,3	0,2	2,2	0,17
Duvan	4,7	4,0	0,2	3,5	0,16
Odeća i obuća	4,5	0,2	0,0	-1,1	-0,05
Stanovanje, voda struja	13,6	-0,3	0,0	-0,4	-0,06
Električna energija	4,8	0,0	0,0	0,0	0,00
Nameštaj i opremanje domaćinstva	4,6	1,1	0,1	0,4	0,02
Zdravstvo	5,0	0,2	0,0	-0,3	-0,02
Transport	12,9	1,5	0,2	0,2	0,03
Goriva i maziva	5,8	3,1	0,2	0,3	0,02
Komunikacije	5,0	0,2	0,0	0,2	0,01
Ostalo	14,3		0,3		0,19

Izvor: RZS i proračun QM-a

Deflacija u julu

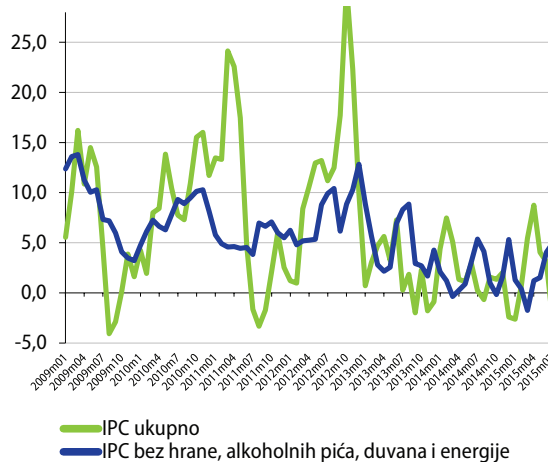
U julu je na mesečnom nivou ostvarena relativno visoka deflacija od 0,9%, najvećim delom usled pada cena neprerađene hrane, prirodnog gasa i odeće i obuće, dok je inflatorno delovao rast cena duvanskih proizvoda i turističkih aranžmana. U okviru cena hrane, najveći doprinos dale su promene cena neprerađene hrane – snažan pad cena povrća, koji je iznosio -20,5% (doprinos od -1,1 p.p.) i znatno skromniji pad cena voća od -2,8% (doprinos od -0,06 p.p.), dok su cene ostalih kategorija iz grupe hrane (osim cena ulja i masti koje su porasle za 4,8%) stagnirale. U poređenju s cenama od pre godinu dana, voće je skuplje za oko 26%, dok je povrće jeftinije za oko 5%, dok bi sezonsko kretanje ovih cena (uobičajen je rast cena voća krajem Q2 i tokom Q3 i pad cena povrća tokom Q3), u narednim mesecima trebalo da ima približno neutralan efekat. U julu su dodatno pale cene prirodnog gasa (za 10,2%, doprinos od -0,06 p.p.) i čvrstih goriva (za 0,2%, doprinos od -0,01 p.p.). Dezinflatorno je delovalo sniženje cena odeće i obuće (-1,1%, doprinos od -0,05 p.p.) i nameštaja i opreme za domaćinstvo za približno isti iznos koliko je iznosilo poskupljenje u Q2 (-1,0%, doprinos od -0,01 p.p.), najvećim delom zbog prodajnih akcija u letnjim mesecima, kada tražnja opada. Deflaciju je u najvećoj meri ublažio nastavak rasta cena duvanskih proizvoda od 3,5% (doprinos od 0,16 p.p.) pošto je u julu došlo do ponovnog poskupljenja od 10 dinara po kutiji cigareta. Ovo poskupljenje je u skladu s našim ranijim očekivanjima⁶ budući da se u julu realizuje odluka o povećanju akciza iz jula meseca, kao i da se povećanje cena nije moglo u dužem periodu odlagati, tako da se aprilskim i julskim povećanjem cena cigareta poreski teret rasta akciza u prethodnom periodu u velikoj meri preneo na potrošače. Cene turističkih aranžmana su nastavile da rastu i u julu, pa su cene iz grupe rekreacija i kultura porasle za 4,3% (doprinos od 0,23 p.p.) što je u skladu sa sezonskim rastom koji se očekuje od juna do avgusta meseca, nakon čega sledi osetan pad. Cene naftnih derivata su porasle za oko 0,3% (doprinos od 0,02 p.p.), povećana je cena snabdevanja vodom za 1,2% (doprinos od 0,02 p.p.) i dodatno su poskupeli proizvodi za održavanje stana (za 1,6%, doprinos od 0,03 p.p.). U narednim mesecima će (posmatrano na međugodišnjem nivou) inflatorno delovati avgustovsko povećanje cene električne energije, izlazak iz obračuna prošlogodišnjih, niskih cena duvanskih proizvoda i nešto lošija poljoprivredna sezona u zemlji od očekivane, dok će najveći dezinflatorni efekat prouzrokovati izrazito niska cena sirove nafte na svetskom tržištu.

⁶ Kvartalni monitor 40. (5. Cene i devizni kurs)

Ukupna inflacija je na niskom nivou, dok je noseća inflacija u porastu

Ukupna inflacija se nalazi u negativnoj zoni (3m anualizovani prosek iznosi -2,8%), dok noseća inflacija (inflacija bez hrane, alkoholnih pića, duvana i energenata) u blagom rastu. Međutim, njihov kratkoročni trend (Grafikon T5-5) se može dobro objasniti promenama cena jednokratnog karaktera – sezonskim padom cena neprerađene hrane za ukupnu inflaciju i sezonskim rastom cena turističkih usluga za noseću inflaciju, koji su bili glavni faktori njihovog kretanja u poslednjih nekoliko meseci. Nakon relativno stabilnog kretanja tokom Q2 (osim u aprilu kada je došlo do akumulacije povećanja cena voća i povrća u prethodna tri meseca), snažan pad cena povrća od preko 20% oborio je 3m anualizovani prosek za gotovo 6 p.p. (sa 3,1% na -2,8%). Međutim, kako je rast ovih cena u narednim mesecima izvestan, ovaj trend će se svakako promeniti: inflacija je svakako niska ali je deflacioni trend rezultat samo privremenih faktora. Rast anualizovanog 3m proseka noseće inflacije u junu i julu se velikim delom može objasniti sezonskim rastom cena turističkih aranžmana, kada su cene iz grupe rekreacija i kultura porasle za 4,1% u junu i 4,3% u julu. Kao što su cene neprerađene hrane trenutno oborile ukupnu inflaciju na vrlo nizak nivo, tako je i sezonski rast cena turističkih aranžmana (koji je uobičajen u periodu jun-avgust) podigao noseću inflaciju na znatno viši nivo od onog na koji će se vratiti u narednim mesecima, kada navedene cene budu stagnirale a zatim i pale. Osim kratkoročnih, na noseću inflaciju deluju faktori koji određuju njenu dinamiku u srednjem i dužem roku, kao što su stabilan kurs dinara i niska agregatna tražnja.

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



Izvor: RZS i pror0ačun QM-a

Rast regulisanih cena doprineće približavanju inflacije ciljanom koridoru NBS

Regulisane cene su u Q2 ostvarile rast od 0,8% (doprinos indeksu potrošačkih cena od 0,1 p.p.) najvećim delom usled rasta cena cigareta u aprilu, dok su na međugodišnjem nivou i dalje u padu od -1,5%.⁷ Međutim, izvesno je da će se ovaj trend preokrenuti u Q3. Iako do najavljenog povećanja cene električne energije nije došlo tokom Q2 kao ni u julu mesecu, ostvarena je prognoza NBS da će do povećanja doći tokom trećeg kvartala. U avgustu je cena električne energije povećana za potrošače na niskonaponskoj mreži (domaćinstva i uslužne delatnosti – trgovina, ugostiteljstvo, finansijski sektor i dr.) za ukupno 12% (povećanje proizvođačke cene za 4,5% i uvođenje akcize u iznosu od 7,5%), dok je za industrijske proizvođače, koji koriste struju na srednjem i visokom naponu, cena porasla samo za iznos akcize od 7,5%. Ovo povećanje će direktno uticati na rast inflacije sa oko 0,6 p.p. i na povratak rasta regulisanih cena na međugodišnjem nivou, nakon dužeg perioda opadanja. Efekat prelivanja cene električne energije na druge potrošačke cene daće dodatni doprinos inflaciji i doprineće njenom približavanju ciljanom koridoru NBS.

Narodna banka Srbije aktivnije učestvuje u targetiranju inflacije ali se njen povratak unutar granica koridora ne očekuje tokom ove godine

Tokom drugog kvartala, Narodna banka Srbije je u više navrata, tokom aprila, maja i juna smanjivala referentnu kamatnu stopu za po 50 baznih poena. U avgustu je RKS dodatno smanjena za 50 b.p. i na kraju meseca je niža za 2,0 p.p. u odnosu na početak Q2 i iznosi 5,5% (ovo je njen najniži nivo u režimu ciljanja inflacije), što predstavlja dobru meru s ciljem vraćanja inflacije unutar granica cilja. Iako je RKS na svom najnižem nivou, ona je ipak relativno visoka, tj. znatno je veća od ukupne i noseće inflacije (1,1% i 1,8%, respektivno). Smanjenje RKS trebalo bi da dovede do smanjenja dinarskih kamatnih stopa na tržištu novca i kredita, što bi trebalo da doprinese privrednom rastu. I pored popuštanja monetarne politike, centralna projekcija NBS od avgusta meseca⁸ je niža u odnosu na majsku projekciju, jer su svetske cene primarnih proizvoda niže od prethodno očekivanih (nalaze se na petogodišnjem minimumu). Očekuje se da će do sredine 2016. godine inflacija kretati oko i ispod donje granice dozvoljenog odstupanja od cilja a da će tek nakon toga može očekivati ulayak inflacije u cilji koridor. Glavni faktori koji će delovati na

⁷ Izveštaj o inflaciji, NBS, avgust 2015.

⁸ Izveštaj o inflaciji NBS, avgust 2015.

povratak inflacije unutar cilja (u srednjem roku) su rast cena električne energije, cigareta i naftnih derivata, ali i mogući rast cena primarnih proizvoda. Očekuje se da efekat preliivanja rasta cena električne energije iz avgusta na druge cene neće biti većeg obima. Inflacija će porasti i po osnovu niske baze iz prošle godine koja je velikim delom posledica smanjena cena cigareta i naftnih derivata. Inflaciona očekivanja privrede i finansijskog sektora za godinu dana unapred i na srednji rok su u granicama cilja, ali su inflaciona očekivanja stanovništva na znatno višem nivou. Međutim, sa obzirom da je percipirana inflacija od strane građana višestruko veća od ostvarene, verovatno su projekcije inflacije od strane građana pristrasne na više. Dezinflatorno će u narednom periodu (u kraćem roku) delovati niska cena nafte, niska inflacija u međunarodnom okruženju, nastavak sprovođenja mera fiskalne konsolidacije i niska domaća tražnja. Neizvesnost u pogledu ostvarenja projekcije NBS odnosi se na kretanje cena primarnih poljoprivrednih proizvoda i njihov uticaj na cene hrane, kao i na uticaj kretanja u međunarodnom okruženju na premiju rizika zemlje i priliv kapitala. Domaći rizici su u izvesnoj meri smanjeni – aranžman s MMF-om i niži fiskalni i spoljni deficit doprinose održivosti javnih finansija i poboljšanju makroekonomskih parametara, što zatim doprinosi stabilnosti deviznog tržišta i utiče na povoljniju percepciju investitora. Očekuje se da će prosečna inflacija u 2015. godini iznositi oko 1,6%, što je niže od planirane inflacije od 2,7%. Ova promena će dovesti do korekcije nominalnog BDP-a naniže za iznos razlike planirane i ostvarene inflacije (tj. za oko 1,1%), što će uticati da poreski prihodi rastu sporije od plana, kao i da se uspori pad udela javnih rashoda u BDP-u. Ovakve promene su najznačajnije u slučaju udela rashoda za plate i penzije u BDP-u, budući da će, zbog zadavanja njihovog cilja u procentima BDP-a, sporiji pad značiti slabije efekte fiskalne konsolidacije i neophodan produžetak perioda njenog sprovođenja. Ocenjujemo da postoji prostor da se poveća inflacija (unutar granica ciljnog koridora) kako bi se povećao nominalni BDP, a time i poreski prihodi, dok bi se smanjio udeo javnih rashoda u BDP-u.

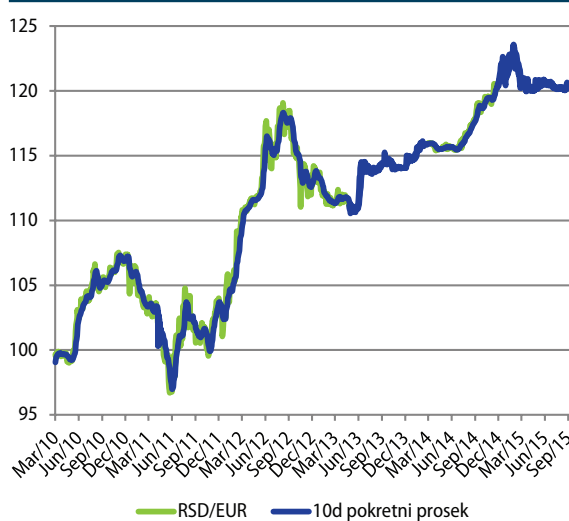
Devizni kurs

Kurs dinara je skoro fiksiran

Depresijacija u Q2, apresijacija u julu a zatim depresijacija u avgustu su izrazito male, pa se može oceniti da je kurs gotovo fiksiran (od početka aprila do kraja avgusta kretao se između 120,0 i 120,9 dinara za evro). Tokom drugog kvartala dinar je prema evru nominalno depresirao za 0,3%, posmatrano na kraju perioda, odnosno za 0,07% na nivou proseka perioda. U odnosu na američki dolar, dinar je na kraju Q2 oslabio za 3,3%, isto koliko i na nivou proseka kvartala. Najvećim delom ovo je posledica nastavka slabljenja evra u odnosu na dolar. Do manjih promena kursa došlo je tokom aprila (apresijacija od 0,05%) i juna meseca (depresijacija od 0,03%), kada je dinar bio relativno stabilan, dok je jedino u maju nešto osetnije oslabio – za 0,34% (Grafikon T5-6). Međutim, depresijacija ostvarena u Q2 poništena je julsom apresijacijom od 0,38% na kraju meseca, odnosno 0,28% na nivou mesečnog proseka. U odnosu na dolar, dinar je tokom jula oslabio za 1,9% (odnosno za 1,6% na nivou proseka). Tokom avgusta došlo je do stabilizacije kursa dinara u odnosu na evro – ostvarena je neznatna depresijacija od 0,06% na kraju meseca, odnosno 0,01% na nivou mesečnog proseka. Narodna banka Srbije je tokom Q2 na međubankarskom deviznom tržištu (MDT) intervenisala najviše u aprilu – kupovinom 140 mln evra i prodajom 30 mln evra, dok je nakon toga, do kraja Q2 intervenisala samo na strani kupovine deviza, u iznosu od 10 mln evra (u junu mesecu). Za vreme postojanja apresijacijskih pritisaka, NBS je intervenisala kupovinom deviza i ublažila veće jačanje dinara. Međutim, kada su postojali depresijacijski pritisci – od druge polovine aprila do kraja maja, NBS nije intervenisala i prepustila je kretanje kursa uslovima tržišta. Narodna banka Srbije je intervenisala na MDT kupovinom 230 mln evra u julu i neto kupovinom 130 mln evra u avgustu (kupovinom 140 i prodajom 10 mln evra). Ovo predstavlja promenu u odnosu na ponašanje NBS u prethodnom periodu, kada su intervencije bile usmerene ka sprečavanju prekomernih dnevnih oscilacija kursa ali najviše onda kada je dinar slabio, dok se na prekomerno dnevno jačanje dinara uglavnom nije reagovalo. Jačanje dinara posledica je egzogenih, uglavnom finansijskih faktora (kvantitativno popuštanje u zemljama evrozona) i nije u skladu sa konkurentnošću privrede Srbije. Eventualno buduće jačanje dinara negativno bi uticalo na izvoz Srbije, a u srednjem roku i na rast privredne aktivnosti i zaposlenosti. Stoga je neophodno da NBS različitim merama monetarne politike (kamatnim

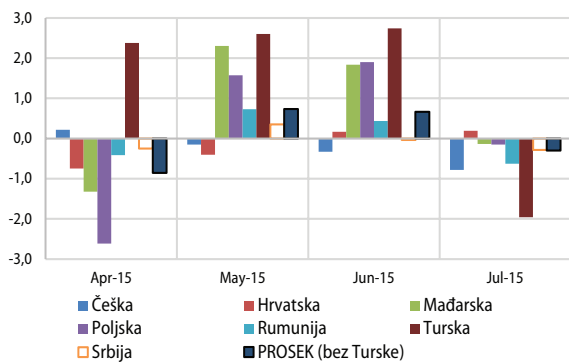
Globalni faktori u velikoj meri utiču na kretanje kursa dinara

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



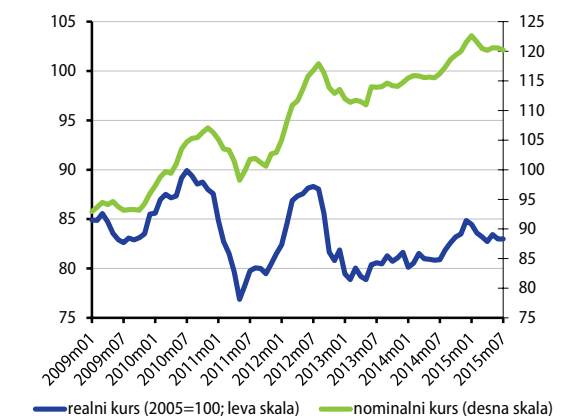
Izvor: NBS

Grafikon T5-7. Nominalna promena deviznog kursa (u %) u odabranim zemljama



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

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

Realna vrednost dinara je približno nepomenjena tokom Q2 i jula

stopama, obaveznim rezervama i dr.) spreči jačanje dinara u odnosu na evro.

Rast likvidnosti na međunarodnom finansijskom tržištu (najvećim delom usled mera kvantitativnog popuštanja ECB koje su od marta počele da se primenjuju) jedan je od najvažnijih globalnih faktora koji utiče na kretanje kursa dinara. Smanjenje percepcije rizika zemlje (u znatnoj meri zbog potpisivanja aranžmana sa MMF-om) i smanjenje fiskalnog deficita su dodatni faktori koji utiču na stabilizaciju kursa. Tokom aprila, intervencije NBS (smanjenje RKS i kupovina deviza na MDT) doprinele su da volatilitet kursa u Srbiji bude među najnižim u regionu, u poređenju sa zemljama sa sličnim režimom deviznog kursa (Grafikon T5-7). Budući da sve izabrane zemlje predstavljaju male otvorene privrede, njihova devizna tržišta su pod jakim uticajem kretanja stranog kapitala. Tako je kriza javnog duga Grčke dovela do opreznijeg ponašanja investitora na većini evropskih tržišta što je podstaklo depresijacijske pritiske. Međutim, nakon postizanja dogovora Grčke s međunarodnim kreditorima, eksterni rizici su se smanjili i u julu je usledila apresijacija u većini posmatranih zemalja.

Dinar je tokom Q2 realno apresirao za oko 0,25%, dok se tokom jula meseca zadržao na praktično nepromenjenoj vrednosti realnog kursa (ostvarena je realna depresijacija od 0,01%). Realna apresijacija u Q2 u potpunosti je rezultat razlike u inflaciji u Srbiji i u evrozoni (inflacija u Q2 u Srbiji iznosi 0,77% a u evrozoni 0,45%), budući da je u tom periodu ostvarena nominalna depresijacija kursa dinara od 0,07%. Od početka godine do kraja jula dinar je realno apresirao za oko 2,2%, čime je prepolovljeno povećanje konkurentnosti privrede ostvareno u drugoj polovini 2014. godine (Grafikon T5-8). Ipak, tokom jula je vrednost realnog kursa zadržana na junskom nivou, zahvaljujući tome što je razlika inflacije u Srbiji i u evrozoni „poništila“ nominalnu apresijaciju. Realni kurs dinara na kraju jula nalazi se na sličnom nivou kao u oktobru 2014. Umerena realna depresijacija dovela bi do poboljšanja konkurentnosti privrede, što bi povoljno uticalo na rast zaposlenosti u Srbiji i ekonomski

rast, uz prihvatljive troškove na strani inflacije (naročito kada se uzme u obzir da je ona na istorijskom minimumu i ispod donje granice ciljanog koridora NBS) i troškova servisiranja kredita.

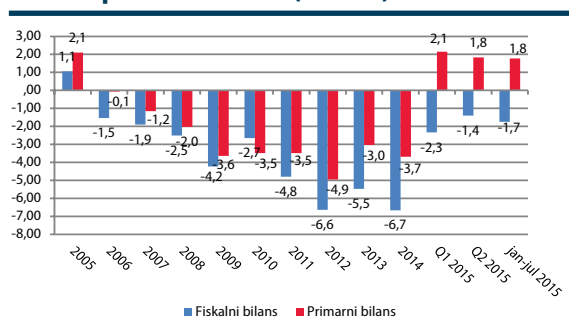
6. Fiskalni tokovi i politika

U periodu april-jul 2015. ostvaren je konsolidovani fiskalni deficit od 18,2 mlrd. dinara, što je približno 1,4% četvoromesečnog BDP-a, dok je u prvih sedam meseci ostvaren konsolidovani deficit od 39,4 mlrd. dinara (1,7% BDP), te primarni suficit od 40 mlrd. dinara (1,8% BDP). U periodu april-jul došlo je do usporavanja oporavka prihoda, ali je njihova realizacija i dalje veća od plana - pre svega od akciza i doprinosa, dok su prihodi od PDV na nivou plana. Usporavanje rasta prihoda ukazuje na potrebu da se nastave i intenziviraju aktivnosti države na neselektivnom i sistemskom suzbijanju sive ekonomije, jer bi u suprotnom inicijalno dobri rezultati mogli biti izgubljeni. Rashodi nastavljaju umereno da opadaju, usled smanjenja plata i penzija, kao i subvencija. Nakon slabe realizacije početkom godine, javne investicije (pre svega u infrastrukturu) snažno rastu, ali su i dalje manje od plana (2,7% BDP u periodu april-jul). Procenjuje se da će fiskalni deficit u 2015. godini iznositi oko 3,5–4% BDP, što je znatno manje nego u 2014, kao i u odnosu na plan. Na bolji rezultat u odnosu na plan uticalo je suzbijanje sive ekonomije, agresivna naplata neporeskih i jednokratnih prihoda i sporija realizacija nekih rashoda (investicije i otpremnine), dok je pozitivan efekat brzog rasta privredne aktivnosti na nivo poreskih prihoda, neutralisan nižom inflacijom u odnosu na plan. Kada se isključi efekat privremenih i jednokratnih faktora deficit se u 2015. procenjuje na oko 4,5% BDP. Revidiranje glavnih mera konsolidacije (smanjenje plata i penzija) krajem godine, moglo bi da dovede do rasta deficita u 2016. u odnosu na 2015. godinu, što bi se negativno odrazilo na kredibilitet programa konsolidacije. Umesto toga, početni uspeh u fiskalnoj konsolidaciji bi trebalo iskoristiti za brže smanjenje deficita u naredne dve godine na nivo znatno ispod 3% BDP, jer se u evropskim razmerama deficit od 3% smatra visokim, budući da je na tom nivou definisana gornja granica održivosti. Osim toga, vanredni fiskalni prostor bi trebalo iskoristiti za osetnije povećanje javnih investicija u narednoj godini (za 0,5% BDP), jer se na taj način daje veći podsticaj rastu privredne aktivnosti nego kroz povećanje tekuće potrošnje. Javni dug (uključujući i dug lokalnih samouprava) je na kraju jula iznosio oko 75,3% BDP-a, a procenjuje se da će na kraju godine iznositi oko 78% BDP-a.

Opšte tendencije i makroekonomske implikacije

Fiskalni deficit u prvih sedam meseci 2015. iznosi 39,4 mlrd. dinara (oko 1,7% BDP-a)

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



Izvor: Obračun QM-a

Fiskalni deficit je u periodu april-jul znatno manji od planiranog

Fiskalni deficit ostvaren u periodu april-jul 2015. iznosi oko 8% planiranog godišnjeg deficita, dok je u prethodnim godinama deficit ostvaren u tom periodu iznosio oko 28% godišnjeg deficita. To ukazuje da je nastavljen trend ostvarenja boljih fiskalnih rezultata u odnosu na plan. Na pozitivno odstupanje fiskalnih rezultata od plana u periodu april-jul uticao je nastavak politike agresivne naplate neporeskih i jednokratnih prihoda, te nastavak bolje naplate poreskih prihoda u odnosu na plan, kao i odlaganje i slabija realizacija nekih izdataka (otpremnine i javne investicije).

¹ Analize fiskalnih kretanja zasnovane su na podacima Ministarstva finansija (MF) o javnim приходima, javnim rashodima i javnom dugu, kao i na drugim raspoloživim podacima o makroekonomskim kretanjima.

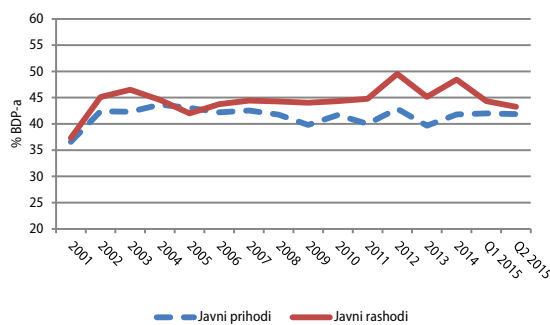
Iako rast naplate poreza usporava, ona je i dalje veća od plana

U periodu april-jul došlo je do usporavanja rasta naplate prihoda od akciza, PDV i doprinosa (po osnovu suzbijanja sive ekonomije), tako da je u nekim segmentima zabeležen i blagi pad u odnosu na prethodni period, ali je naplata akciza i doprinosa u ovom periodu i dalje bila veća od plana, dok je naplata PDV bila na nivou plana. Iako su rezultati u ovom pogledu bolji od plana, usporevanje pozitivnih trendova iz prethodnog perioda ukazuje na potrebu da se nastavi sa primenom dosadašnjih mera (česte kontrole i kažnjavanja obveznika koji se bave sivom ekonomijom) da bi se postojeći rezultati zadržali, dok je za dodatno poboljšanje neophodno krenuti sa primenom dodatnih mera (zabrana prometa novih industrijskih proizvoda na pijacama, temeljna reforma Poreske uprave, i dr.). U suprotnom postoji rizik da početni rezultati borbe protiv sive ekonomije budu izgubljeni. S druge strane, u periodu april-jul je došlo do snažnog rasta javnih investicija (u odnosu na prethodno četvromesečje, kao i u odnosu na prošlu godinu), i to pre svega usled brže realizacije velikih infrastrukturnih projekata, ali je njihov iznos i dalje manji od planiranog.

U 2015. godini se očekuje konsolidovani deficit od oko 140-160 mlrd. dinara (3,5-4% BDP)...

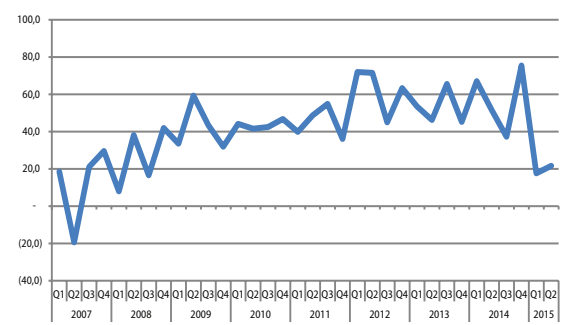
U prethodnim godinama je deficit u prvih sedam meseci u proseku iznosio približno 50% godišnjeg deficita, dok u 2015. godini deficit ostvaren u prvih sedam meseci iznosi oko 17% planiranog godišnjeg deficita. Da je dinamika deficita iz prethodnih godina ostvarena i u tekućoj godini, deficit bi u prvih sedam meseci iznosio oko 115 mlrd. dinara, što znači da je fiskalni rezultat znatno bolji od plana. Ipak deo tog odstupanja predstavlja posledicu promenjene dinamike naplate dividendi (na početku godine, umesto na kraju godine kao što je to ranije bio slučaj), kao i znatnih jednokratnih prihoda (od Agencija za osiguranje depozita, prodaja 4G licence i dr.), te odlaganja i slabije realizacije nekih rashoda (otpremnine i javne investicije). Ipak, kada se i delovanje tih faktora isključi, fiskalni rezultat ostvaren u prvih sedam meseci ostaje znatno bolji od plana, usled bolje naplate poreza zbog suzbijanja sive ekonomije. Naime, procenjuje se da rast poreskih prihoda usled suzbijanja sive ekonomije iznosi oko 25-30 mlrd. dinara godišnje (0,6-0,7% BDP). Ako se postojeći trendovi nastave do kraja godine, procenjuje se da će godišnji konsolidovani fiskalni deficit iznositi oko 140-160 mlrd. dinara, tj. oko 3,5-4% BDP.

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



Izvor: Obračun QM-a na osnovu podataka MF

Grafikon T6-3. Srbija: Desezonirani fiskalni deficit (mlrd. RSD, u cenama iz 2014.)



Izvor: Obračun QM-a na osnovu podataka MF

...što predstavlja znatno poboljšanje u odnosu na prošlu godinu, kao i u odnosu na plan za 2015.

Ostvarenje fiskalnog deficita od 3,5-4% BDP bi u 2015. godini predstavljalo znatno fiskalno prilagođavanje u odnosu na prošlu godinu (za oko 3-3,2% BDP), istovremeno predstavljajući znatno bolji rezultat u odnosu na plan (za oko 2-2,4% BDP). Najveći doprinos smanjenju deficita u odnosu na prethodnu godinu dalo je smanjenje plata i penzija, bolja naplata poreza, kao i agresivna naplata neporeskih i jednokratnih prihoda. Brži rast privredne aktivnosti u odnosu na plan takođe je uticao na rast poreskih prihoda, ali je s druge strane niža inflacija od planirane uticala negativno, potpuno poništavajući pozitivan efekat realnog rasta na poreske prihode. Osnovni pokretači rasta u ovoj godini su rast izvoza i investicija što je dobro sa stanovništva dugoročne održivosti rasta, ali ne donosi izdašan prosek prihoda, jer su ove dve komponente tražnje oslobođene PDV i akciza. Bolji fiskalni rezultat u odnosu na plan posledica je agresivne naplate neporeskih i jednokratnih prihoda, suzbijanja sive ekonomije, slabije realizacije javnih investicija, te odlaganja isplate otpremnina. Stoga, kada se isključi efekat delovanja jednokratnih i privremenih faktora (neporeski prihodi, odlaganje rashoda na otpremnine i dr.), fiskalni deficit se u 2015. godini procenjuje na oko 4,5% BDP.

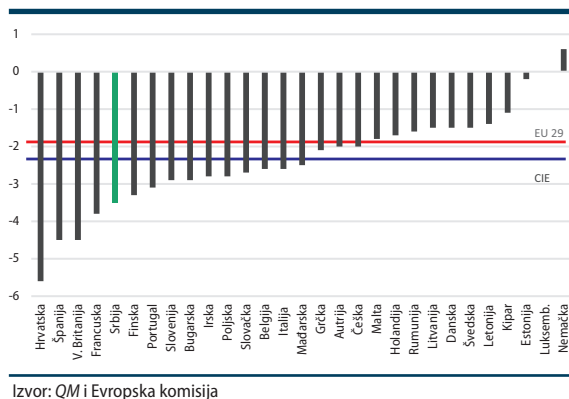
Kredibilna fiskalna konsolidacija trebalo bi da implicira kontinuirani pad deficita do održivog nivoa...

...tako da je rano za ublažavanje glavnih mera fiskalne konsolidacije

Fiskalni rezultati u 2015. Godini su znatno bolji nego u prethodnim godinama, ali i od plana za ovu godinu. Ipak, deficit od gotovo 4% BDP i dalje je vrlo visok, zbog čega ublažavanje glavnih mera fiskalne konsolidacije (smanjenje plata i penzija) ne bi bilo ekonomski opravdano.

Kredibilan srednjoročni program fiskalne konsolidacije bi trebalo da implicira kontinuiran pad deficita (tako da svake godine deficit bude manji nego u prethodnoj), i to na nivo koji je znatno ispod 3% BDP, budući da je i u evropskim razmerama iznos od 3% BDP postavljen kao gornja granica održivog deficita, a da je prema fiskalnim pravilima u Srbiji fiskalni deficit u srednjem roku limitiran na 1% BDP. Čak i u slučaju da fiskalni deficit u 2015. godini bude iznosio 3,5% BDP, to će i dalje biti znatno iznad proseka EU-29 (2,3% BDP), kao i iznad proseka zemalja Centralne i istočne Evrope – CIE (2,4% BDP), a svega četiri evropske države će imati veći deficit od Srbije. Ako bi se krajem ove godine delimično revidirao program konsolidacije (kroz povećanje plata i penzija), uz neizvesne rezultate u pogledu daljeg suzbijanja sive ekonomije, te rizike koji proizilaze iz znatnog kašnjenja u sprovođenju strukturnih reformi postojao bi rizik da fiskalni deficit u 2016. godini bude veći nego 2015. godine, čime bi se Srbija zadržala u grupi zemalja sa najvećim deficitom u Evropi. Ne može se računati da će rast privrede u narednim godinama znatnije uticati na pad fiskalnog deficita, jer glavni pokretači održivog rasta privrede Srbije, izvoz i investicije, nisu fiskalno izdašni.

Grafikon T6-4. Srbija i EU: Fiskalni deficit u 2015. (% BDP)



Izvor: QM i Evropska komisija

Vanredni fiskalni prostor bi trebalo delimično iskoristiti za osetno povećanje javnih investicija

Shodno tome, preporučuje se da se prilikom sledeće revizije aranžmana sa MMF-om (u novembru) ambicioznije revidiraju fiskalni ciljevi za naredne godine, tako da se za 2016. godinu planira deficit koji bi osetno manji nego u 2015, te da se takav trend nastavi i u 2017. godini, kako bi deficit bio spušten na nivo znatno ispod 3% BDP. Istovremeno, vanredni fiskalni prostor koji je stvoren trebalo bi iskoristiti za umereno povećanje javnih investicija, jer se na taj način daje snažan impuls rastu privredne aktivnosti, budući da je vrednost fiskalnog multiplikatora znatno veća kod javnih investicija nego kod tekuće potrošnje.

Analiza dinamike i strukture javnih prihoda i javnih rashoda

Javni prihodi su u periodu april–jul 2015. zabeležili umeren realan rast (za 2,5%) u odnosu na isti period prethodne godine, pre svega zahvaljujući snažnom rastu neporeskih prihoda (za 40%), dok su poreski prihodi zabeležili realan pad (za 1,4%). Ipak, ocenjuje se da je u periodu april–jul došlo do usporavanja u naplati prihoda, budući da je međugodišnji realan rast (od 3,5%) sporiji nego u prethodnom periodu, a da je u periodu april–jul u odnosu na prethodni četvoromesečni period zabeležen realan pad (za 0,7%).

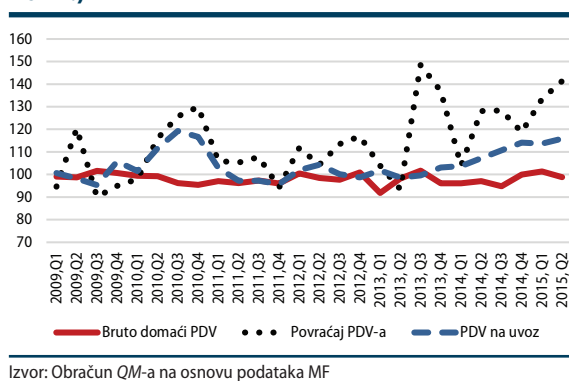
Naplata neporeskih prihoda usporava, jer je veći deo naplaćen početkom 2015.

Međugodišnji rast neporeskih prihoda posledica je nastavka politike snažne naplate dividendi od javnih i državnih preduzeća, iako taj rast usporava, budući da je u periodu april–jul njihova naplata realno manja (za 8,3%) u odnosu na prethodni četvoromesečni period. To je posledica agresivne naplate ukupne godišnje dividendi na početku godine, što je uticalo na unutargodišnju dinamiku naplate ovih prihoda. Ocenjuje se da je rast neporeskih prihoda jednokratnog/privremenog karaktera, i da nije dugoročno održiv, jer onemogućava preduzećima da finansiraju obnovu osnovnih sredstava, kao i zbog toga što verovatno neće biti moguće trajno zadržati sistem uplate u budžet ušteda na zaradama u javnim preduzećima. Stoga je realnu ocenu kretanja u javnim finansijama potrebno vršiti na osnovu dinamike poreskih prihoda.

Naplata poreskih prihoda usporava, ali je i dalje bolja od plana

Poreski prihodi su u periodu april–jul realno opali (za 1,4%) u odnosu na isti period 2014. godine, što je konzistentno sa padom lične potrošnje, a realan pad (za 0,5%) je ostvaren i u odnosu na

Grafikon T6-5. Srbija: Desezonirani prihodi od poreza na potrošnju (mlrd. RSD, u cenama iz 2014.)



Izvor: Obračun QM-a na osnovu podataka MF

Zaustavljen je rast prihoda od akciza, ali je naplata i dalje bolja od plana

romesečni period zabeležen i blagi pad (1,3%). Zaustavljanje rasta prihoda od akciza može predstavljati posledicu iscrpljivanja efekata prvog talasa borbe protiv šverca duvanskih proizvoda, kao i pada (legalnog) prometa naftnih derivata (vidi: Grafikon T 6-6). I pored toga, naplata prihoda od akciza u periodu april-jul je bila za oko 4% veća od plana, dok je na nivou prvih sedam meseci 2015. pozitivno odstupanje od plana veće i iznosi oko 5%. Ipak, prihodi od akciza na duvanske proizvode u 2015. godini su i dalje osetno manji nego pre 2013. godine kada je došlo do osetnog prelaska prometa ovih proizvoda u nelegalne tokove, što ukazuje na postojanje znatnog prostora za dalje suzbijanje sive ekonomije u ovom domenu.

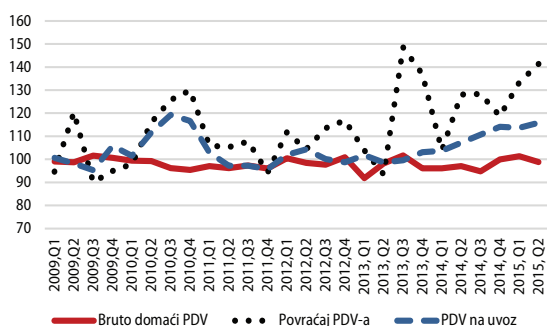
Prihodi od PDV su u periodu april-jul bili realno veći (za 0,7%) u odnosu na isti period prethodne godine, dok su u odnosu na prethodni četvoromesečni period (kada se isključi efekat sezonskih faktora) bili realno manji (za 3,1%). Usporavanje rasta prihoda od PDV u periodu april-jul posledica je usporavanja naplate (bruto) PDV na domaći promet (koji je u periodu april-jul bio realno manji za 2,5% u odnosu na prethodni četvoromesečni period), kao i rasta povraćaja PDV (za 6% u odnosu na prethodno četvoromesečje), što može biti posledica rasta izvoza koji se beleži od maja, kao i odložene isplata povraćaja PDV iz prethodnih meseci. Usporavanje naplate bruto domaćeg PDV može ukazivati na slabljenje aktivnosti države na suzbijanju sive ekonomije. Početni rezultati pojačanih aktivnosti Poreske uprave u suzbijanju sive ekonomije su bili ohrabrujući, ali da bi se ti rezultati stabilizovali, a zatim siva ekonomija dodatno smanjila, za šta postoji prostor, neophodno je da se nastavi sa primenom mera snažne i sistematske kontrole, te kažnjavanja neplaćanja poreza. U suprotnom postoji rizik ponovnog rasta sive ekonomije, na šta ukazuje učestala praksa da poreski obveznici koji su u prethodnih godinu dana bili kažnjeni zbog nepoštovanja poreskih propisa, sada često nastavljaju sa sličnom praksom. Da bi obveznici odustali od sive ekonomije potrebno je da se uvere da se ne radi o privremenim, kampanjskim aktivnostima od strane države, nego o trajnom opredeljenju države da se suzbije siva ekonomija. Iako je trend snažnog rasta prihoda od PDV zaustavljen, naplata ovog poreza u periodu april-jul je bila na nivou plana, dok je na nivou prvih sedam meseci 2015 bila za oko 2,5% bolja od plana, pre svega usled dobrih rezultata ostvarenih početkom godine. Poboljšanje ukupnog stanja u javnim finansijama se u znatnoj meri duguje boljoj naplati PDV, akciza i doprinosa usled suzbijanja sive ekonomije. Stoga je neophodno da se u narednom periodu aktivnosti na suzbijanju sive ekonomije intenziviraju i učine sistemskim, kako inicijalni pozitivni rezultati ne bi bili ugroženi.

prethodni četvoromesečni period.² Usporavanje u naplati prihoda posledica je usporavanje rasta prihoda od poreza na potrošnju po osnovu suzbijanja sive ekonomije i rasta izvoza, te pada prihoda od poreza na faktore proizvodnje usled smanjenja plata i penzija. I pored usporavanja, naplata prihoda u periodu april-jul je bila veća u odnosu na plan, pre svega usled bolje naplate akciza i doprinosa.

Nakon snažnog rasta u prva četiri meseca 2015. godine, u periodu april-jul rast prihoda od akciza je zaustavljen. Prihodi od akciza su u ovom periodu bili realno nepromenjeni u odnosu na prošlu godinu (iako su stope povećane), dok je u odnosu na prethodni četvo-

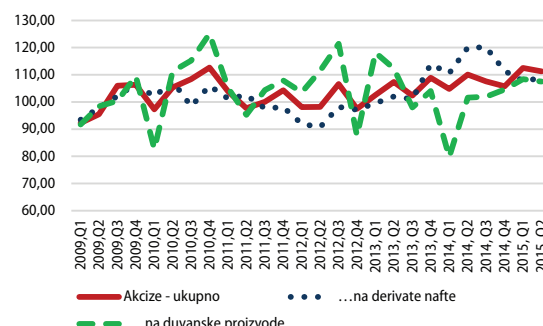
² Međugodišnje stope rasta javnih prihoda i javnih rashoda su računane na osnovu apsolutnih iznosa, iz kojih je isključen efekat inflacije (realne stope rasta), dok su stope rasta javnih prihoda i javnih rashoda u odnosu na prethodni kvartal računane na osnovu desezoniranih apsolutnih iznosa, iz kojih je isključen efekat inflacije.

Grafikon T6-6. Srbija: Desezonirani prihodi od akciza, po komponentama (2010=100)



Izvor: Obračun QM-a na osnovu podataka MF

Grafikon T6-7. Srbija: Desezonirani prihodi od PDV, po komponentama (2010=100)

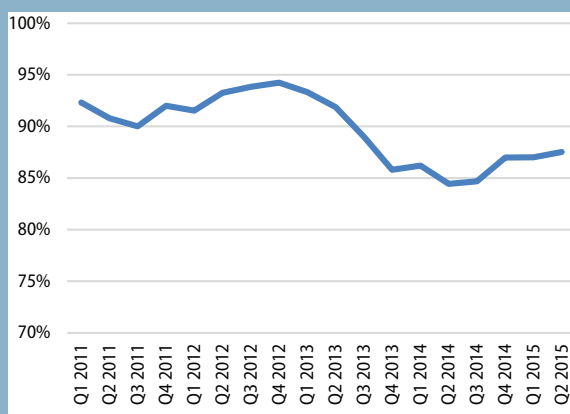


Izvor: Obračun QM-a na osnovu podataka MF

Okvir 1. Kretanje naplate PDV merena koeficijentom C-efikasnosti

Efikasnost naplate PDV može se grubo meriti poređenjem iznosa naplaćenih prihoda od PDV i iznosa koji bi trebalo da bude naplaćen kada bi celokupna lična potrošnja bila oporezovana po važećoj efektivnoj PDV stopi. Veća vrednost ovog koeficijenta ukazuje na veći stepen naplate, tj. manji nivo sive ekonomije.

Grafikon T 6-8. Srbija: Anualizovani koeficijent C-efikasnosti



Izvor: Obračun QM-a na osnovu podataka MF

Podaci prikazani na Grafikonu T6-8. ukazuju da je u 2013. godini došlo do oštrog pada efikasnosti naplate PDV (rasta sive ekonomije), a da je od drugog kvartala 2014. godine taj trend preokrenut, te da je do kraja te godine efikasnost naplate znatno popravljena, dok je u 2015. godini nastavljeno poboljšanje naplate, ali je to unapređenje znatno sporije nego krajem prošle godine. I pored poboljšanja naplate u prethodnih godinu dana, stepen naplate PDV, meren koeficijentom C-efikasnosti je i dalje znatno manji nego pre pada naplate 2013. godine, što ukazuje na postojanje znatnog prostora za dalje unapređenje naplate. Ovi podaci takođe sugerišu da je za dodatno unapređenje naplate potrebno nastaviti

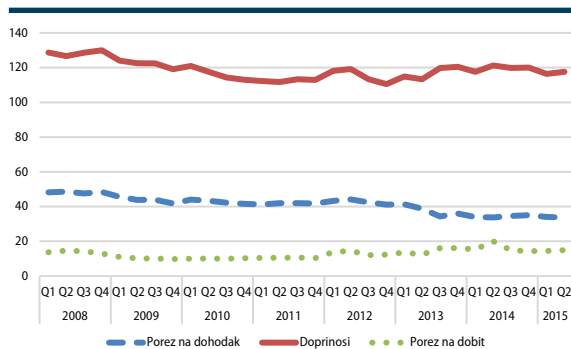
sa primenom do sada preduzetih mera, ali i uvesti nove mere, jer su efekti postojećih verovatno iscrpljeni.

Naplata doprinosa je i dalje bolja od plana

Prihodi od poreza na dohodak su u periodu april-jul opali (za 1,5%) u odnosu na prethodno četvoromesečje, dok su u odnosu na isti period prethodne godine zabeležili rast (za 0,5%). Međugodišnji rast prihoda od poreza na dohodak može predstavljati posledicu intenzivnijeg suzbijanja rada na crno krajem 2014. i početkom 2015. godine (budući da masa zarada opada usled smanjenja plata u javnom sektoru), ali lokalni trend ukazuje da je taj rast u periodu april-jul zaustavljen. S druge strane, prihodi od doprinosa za obavezno socijalno osiguranje su u periodu april-jul blago porasli (za 0,5%) u odnosu na prethodno četvoromesečje, dok je u odnosu na isti period prethodne godine ostvaren pad (za 2,6%) usled smanjenja zarada u javnom sektoru. Međugodišnji realan pad prihoda od poreza na dohodak i doprinosa nije konzistentan sa zvaničnim podacima o kretanju na tržištu rada, prema kojima su prosečne zarade opale za 2%, a formalna zaposlenost porasla za 10%. Naime, u uslovima takvih kretanja na tržištu rada, bez

promene stopa, trebalo bi očekivati rast prihoda od poreza i doprinosa na rad za oko 8%, što nije bio slučaj. S obzirom da se javni prihodi evidentiraju pouzdano (po gotovinskom principu), ovo odstupanje predstavlja dodatni indikator nekonzistentnosti zvaničnih podataka o kretanjima na tržištu rada sa drugim makroekonomskim kretanjima. Na osnovu unutargodišnje dinamike

Grafikon T6-9. Srbija: Desezonirani prihodi od poreza na faktore proizvodnje (mlrd. RSD, u cenama iz 2014.)



Izvor: Obračun QM-a na osnovu podataka MF

prihoda od doprinosa u 2015. i prethodnim godinama, procenjuje se da je naplata doprinosa u periodu april-jul, kao i u svih sedam meseci 2015. godine za oko 5% bolja od plana, što je pre svega posledica suzbijanja sive ekonomije u prethodnom periodu, čime je smanjena mogućnosti za isplatu zarada „na crno“.

Prihodi od poreza na dobit su u periodu april-jul bili blago realno veći (za 0,5%) nego u prethodnom periodu, ali je u odnosu na isti period prethodne godine zabeležen realan pad za čak 18%, što može predstavljati posledicu osetnog smanjenja profitabilnosti privrede u prethodnoj godini.

Javni rashodi značajno opadaju...

Javni rashodi su u periodu april-jul 2015. bili realno manji (za 2,3%), u odnosu na isti period prethodne godine, a osetno manji (za 7,1%) i u odnosu na prethodno četvoromesečje, i to usled ušteda na platama, penzijama i subvencijama.

...usled ušteda na platama i penzijama...

Pad ukupnih javnih rashoda u velikoj meri predstavlja posledicu smanjenja smanjenje plata i penzija. Tako su rashodi na plate periodu april-jul bili za 11,3% realno manji nego u istom periodu prethodne godine, a dodatno smanjenje (za oko 3%) je ostvareno i u odnosu na prethodni četvoromesečni period je verovatno posledica smanjenja broja zaposlenih i efikasnije kontrole isplate raznih dodataka na plate. Rashodi na penzije su u periodu april-jul bili manji (za 4,5%) nego u istom periodu 2014. godine, a pad (za 1,3%) je ostvaren i u odnosu na prethodno četvoromesečje. Na nivou prvih sedam meseci 2015. godine uštede na bruto platama iznose oko 33 mlrd. dinara, a na bruto penzijama oko 13 mlrd. dinara.³ Uštede na platama i penzijama na godišnjem nivou procenjuju se na oko 70 mlrd. dinara, dok bi *neto efekat* na fiskalni deficit (kada se u obzir uzme i posledični pad prihoda od poreza i doprinosa na plate i penzije) iznosio oko 55-60 mlrd. dinara. Stoga bi odustajanje od ove mere u 2016. godini moglo da utiče na osetniji rast deficita u odnosu na 2015. godinu.

...kao i na subvencijama

Rashodi na subvencije su u periodu april-jul bili osetno realno manji (za 8%) u odnosu na isti period 2014. godine, a osetan pad (za 15,7%) je ostvaren i u odnosu na prethodno četvoromesečje. Uštede na subvencijama se ocenjuju kao poželjne, budući da su ukupni rashodi na ove namene u Srbiji znatno iznad održivog nivoa i proseka uporedivih zemalja. Osim smanjenja ukupnih izdataka na subvencije, neophodno je promeniti i njihovu namenu i način dodele, kako bi se povećala njihova efektivnost.

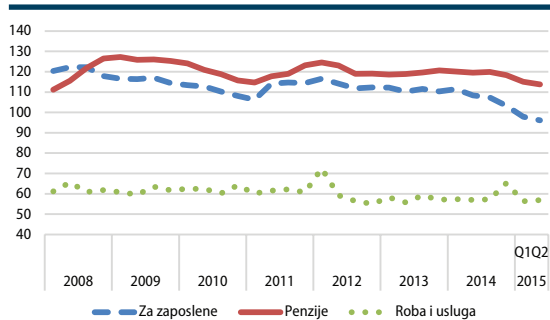
Javne investicije snažno rastu, ali su i dalje manje od plana

Nakon izrazito slabe realizacije početkom godine, javne investicije (pre svega u saobraćajnu infrastrukturu) su u periodu april-jul osetnije porasle (za 29,1%) u odnosu na prethodno četvoromesečje, a blagi rast (za 2,7%) je ostvaren i u odnosu na isti period prethodne godine. I pored toga, u ovom period javne investicije su iznosile svega 2,7% BDP, što je oko 15% manje od plana, dok su na nivou prvih sedam meseci 2015. godine javne investicije iznosile oko 2,4% BDP, tj. oko 25% manje od plana. Pri tome će najverovatniji investicije u saobraćajnu infrastrukturu biti na nivou plana, dok će ostale javne investicije biti znatno ispod plana. S obzirom da javne investicije imaju znatan efekat na rast privredne aktivnosti, kako u kratkom roku (preko rasta tražnje) tako i u dugom roku (preko rasta ponude), neophodno je intenzivirati njihovu realizaciju, kako bi ostvarenje u 2015. godini što manje odstupalo od plana, a u narednoj godini bi trebalo dodatno

³ Neto efekat smanjenja rashoda na plate i penzije na nivo deficita je manji jer će država ostaviti manje prihode po osnovu poreza i doprinosa koji se naplaćuju na plate zaposlenih u sektoru države.

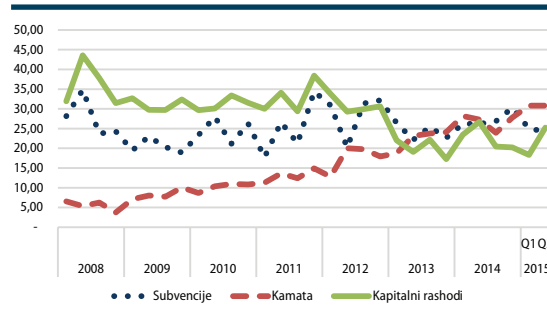
povećati planirani nivo javnih investicija (bar na 3,5% BDP) i izvršiti adekvatne pripreme da se taj plan i ostvari. Tako bi nakon odustajanja potencijalnih partnera od koncesije za završetak Koridora XI do Čačka, preostale deonice, čija izgradnja već nije ugovorena, mogle biti realizovane finansiranjem iz budžeta.

Grafikon T6-10. Srbija: Desezonirani rashodi na plate, penzije i robu i usluge (mlrd. RSD, u cenama iz 2014.)



Izvor: Obračun QM-a na osnovu podataka MF

Grafikon T6-11. Srbija: Desezonirani rashodi na kamate, subvencije i kapitalni rashodi (mlrd. RSD, u cenama iz 2014.)



Izvor: Obračun QM-a na osnovu podataka MF

Rashodi na kamatu rastu, usled povećanja zaduženosti

Rashodi kamata su u periodu april–jul 2015. zabeležili znatan međugodišnji realan rast (za 16,6%), a rast (za 1,9%) je ostvaren i u odnosu na prethodno četvoromesečje, što predstavlja pre svega posledicu rasta nivoa zaduženosti zemlje. Ekspanzivna monetarna politika ECB i Fed pozitivno se odražavaju na uslove zaduživanja države i na rashode kamata, što znači da bi bez delovanja ovih privremenih eksternih faktora, rast rashoda kamata bio i veći.

Analiza fiskalnih kretanja po nivoima države

U Q2 ostvaren je deficit u budžetu Republike i RFZO, dok su ostali nivoi države ostvarili suficit

U Q2 2015. ostvaren je deficit u budžetu Republike (od 17,2 mlrd. dinara), a deficit je ostvaren i u Republičkom fondu za zdravstveno osiguranje – RFZO (1,8 mlrd. dinara), dok je suficit ostvaren u Fondu PIO (0,3 mlrd. dinara), budžetu AP Vojvodine (0,9 mlrd. dinara), i u budžetima lokalnih samouprava (1,8 mlrd. dinara).

Prihodi lokalnih samouprava rastu usled daljeg povećanja prihoda od poreza na imovinu

U Q2 je ostvaren rast prihoda i budžeta Republike i lokalnih samouprava. Rast prihoda budžeta Republike posledica je rasta prihoda od PDV i akciza, kao i neporeskih prihoda, dok je rast prihoda lokalnih samouprava u znatnoj meri posledica daljeg rasta prihoda od poreza na imovinu, koji je u Q2 bio realno veći za 16,3% u odnosu na isti period prethodne godine. To ukazuje na nastavak napora lokalnih samouprava da kroz povećanje bilansne izdašnosti poreza na imovinu kompenzuju gubitak prihoda o naknade za korišćenje građevinskog zemljišta. U 2014. godini je tako prihoda od poreza na imovinu već povećan za 75%, a ako se rast prihoda u 2015. nastavi po dinamici ostvarenoj u Q2, ukupni prihodi od poreza na imovinu će se u 2015. izjednačiti sa zbirom prihoda o poreza na imovinu i naknade za korišćenje građevinskog zemljišta u 2013. godini, što se ocenjuje kao opravdano.

Tabela T6.12. Srbija: Suficit (deficit) različitih nivoa države (mlrd. RSD)

Godina	Budžet Republike	Fond PIO	NSZ	RFZO	Budžet AP Vojvodine	Lokalne samouprave
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 2015	-24,9	-4,2	0,0	2,0	1,6	4,3
Q2 2015	-17,2	0,3	0,1	-1,8	0,9	1,8

Izvor: Obračun QM-a na osnovu podataka MF

Rashodi lokalnih samouprava rastu, usled viška raspoloživih sredstava

Međugodišnje (realno) kretanje rashoda različitih nivoa države u Q2 je bilo divergentno – rashodi centralnog nivoa države (budžet Republike, Fond PIO i RFZO) opadaju, dok rashodi lokalnog nivoa države rastu. Pad rashoda budžeta Republike posledica je sprovođenja fiskalne konsolidacije, te posledične uštede na rashodima za plate i transfere Fondu PIO, kao i slabe realizacije kapitalnih rashoda. S druge strane, rashodi lokalnih samouprava u Q2 realno su porasli (za 8,3%) u odnosu na isti period 2014. godine i to pre svega usled snažnog rasta rashoda na subvencije i socijalnu pomoć, a u određenoj meri i usled rasta rashoda na robu i usluge i kapitalnih rashoda (vidi: *Prilog 3*). Rast rashoda na subvencije i robu i usluge je opravdan samo u meri u kojoj se odnosi na izmirenje docnji, dok je umeren realan rast lokalnih javnih investicija (za 15,9%) ekonomski opravdan i poželjan. Ocenjuje se da rast ukupnih rashoda lokalnih samouprava predstavlja posledicu nesrazmere između raspoloživih sredstava lokalnih samouprava i funkcija koje one obavljaju.

Potrebno je uspostaviti ravnotežu između raspodele funkcija i prihoda

Subcentralni nivoi države permanentno ostvaruju visok i rastući suficit – AP Vojvodina je u 2013. i 2014. godini ostvarila suficit od 1 i 1,6 mlrd. dinara respektivno, a u prvoj polovini 2015. čak 2,5 mlrd. dinara, dok su lokalne samouprave u 2013. i 2014. godini ostvarile suficit od 6,3 i 8,5 mlrd. dinara respektivno, a u prvoj polovini 2015. čak 6,1 mlrd. dinara. U uslovima kada centralna država ostvaruje relativno visok deficit, zaključuje se da postoji sistemska neravnoteža između raspodele nadležnosti i prihoda između različitih nivoa države, tako da su subcentralnim nivoima države na raspolaganje stavljeni veći prihodi nego nadležnosti. U cilju unapređenja efikasnosti upravljanja javnim finansijama neophodno je ovu neravnotežu otkloniti kroz sistemsko uređenje finansiranja subcentralnih nivoa države i usklađivanje raspoloživih sredstava sa već prenetim nadležnostima.

Analiza kretanja javnog duga

Javni dug Srbije na kraju jula iznosio je 24 mlrd. evra (74,1% BDP-a)...

Na kraju jula 2015. godine javni dug Srbije iznosio je 24 mlrd. evra (74,1% BDP), a uključujući i dug lokalnih zajednica oko 75,3% BDP-a.

...a sa dugom lokalnih zajednica – 75,3% BDP-a

Od kraja marta do kraja jula 2015. javni dug je ostao nominalno gotovo nepromenjen, što je posledica niskog deficita ostvarenog u tom periodu (150 miliona evra), koji je uglavnom finansiran iz akumuliranih depozita države u prethodnom periodu. Osim toga, na dinamiku javnog duga u ovom periodu povoljno je uticalo i kretanje kursa dinara, koji je u odnosu na evro realno stagnirao, a u odnosu na dolar realno apresirao za 1,3%. Iako je nominalni javni dug u periodu april-jul stagnirao, relativni nivo javnog duga (kao % BDP) je blago opao (za 1,2% BDP), usled apresijacije dinara prema dolaru, kao i blagog rasta BDP-a.

Tabela T6-13. Srbija: Javni dug¹ 2000-2015.

	Kretanje javnog duga Republike Srbije u milijardama evra													
	2000	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Q1 2015	jul 2015	
I. Ukupne direktne obaveze	14,17	9,62	8,58	8,03	7,85	8,46	10,46	12,36	15,07	17,3	20,2	21,6	21,5	
Unutrašnji dug	4,11	4,26	3,84	3,41	3,16	4,05	4,57	5,12	6,5	7,0	8,2	8,7	8,5	
Spoljni dug	10,06	5,36	4,75	4,62	4,69	4,41	5,89	7,24	8,6	10,2	12,0	12,9	13,0	
II. Indirektne obaveze	-	0,66	0,80	0,85	0,93	1,39	1,71	2,11	2,60	2,81	2,5	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	22,8	24,2	24,0	
Javni dug / BDP² (MF)	169,3%	50,2%	36,2%	29,4%	25,6%	31,3%	41,5%	45,1%	59,3%	63,8%	70,9%	73,3%	72,3%	
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%	71,0%	75,3%	74,1%	

1) Prema Zakonu o javnom dugu, javni dug obuhvata dug Republike koji nastaje po osnovu ugovora koji zaključi 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: Obračun QM-a na osnovu podataka MF.

Indirektan dug u 2015. stagnira, ali postoji rizik ponovnog rasta

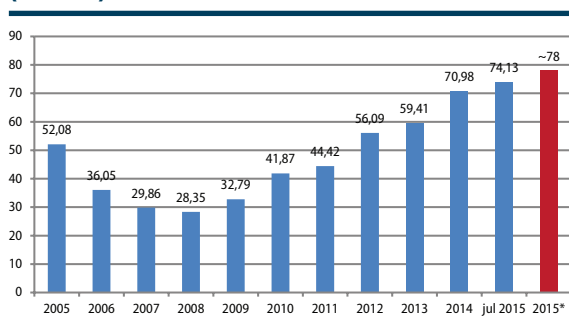
U periodu april-jul nije bilo ni osetnije promene strukture javnog duga. Direktan dug je opao za oko 150 miliona evra, usled isplate obaveza države po osnovu stare devizne štednje i otplate drugih unutrašnjih dugova (270 miliona evra) i zaduživanja u inostranstvu (120 miliona evra). S druge strane, indirektan dug je u tom periodu bio gotovo nepromenjen, što je posledica nastavka

obustave davanja implicitnih subvencija od strane države državnim i javnim preduzećima. To je u ovom periodu bilo moguće usled povoljnih tržišnih kretanja (niska cena gasa i povoljan odnos cene sirovina i proizvoda u čeličnoj industriji), ali i dalje postoje rizici rasta indirektnog duga u narednom periodu, budući da se nije znatnije napredovalo sa restrukturiranjem i privatizacijom velikih javnih i državnih preduzeća, korisnika državnih garancija (Srbijagas, Azotara, Petrohemija, i dr.), iako je u više navrata najavljivano da će njihova transformacija ili privatizacija biti izvršena u prvoj polovini 2015. godine.

Preporučuje se refinansiranje skupih kredita jeftinim, usled povoljne situacije na svetskom tržištu

Rashodi kamata u Srbiji se u 2015. godini procenjuju na oko 1,1 mlrd. evra (3,5% BDP), i za oko 0,5% BDP će biti veći nego u prethodnoj godini, a njihov dalji rast (iako nešto sporiji) se očekuje i u narednoj godini. Na visinu rashoda kamata utiče visina duga i visina kamatnih stopa, koje su pak određene visinom duga i održivošću javnih finansija zemlje, kao i uslovima na svetskom finansijskom tržištu. Dosledno sprovođenje programa fiskalne konsolidacije dovešće do usporavanja rasta duga u narednom periodu, ali se zaustavljanje njegovog rasta u odnosu na BDP može očekivati tek 2017. godine (pod pretpostavkom da se program dosledno sprovede). Stoga je na smanjenje rashoda kamata u narednom periodu moguće uticati kroz finansiranje nekih od skupih kredita, iako su te mogućnosti ograničene činjenicom da u ukupnom dugu krediti koji se mogu finansirati čine relativno mali deo. S obzirom da su uslovi zaduživanja na svetskom finansijskom tržištu, usled ekspanzivne monetarne politike FED-a i ECB već duže vreme povoljni, a da je zbog početnog uspeha u sprovođenju fiskalne konsolidacije u Srbiji verovatno i rizik zemlje blago opao, u toku 2015. godine bi trebalo izvršiti refinansiranje nekih od postojećih skupih kredita

Grafikon T6-14. Kretanje javnog duga Srbije (% BDP)



Izvor: Obračun QM-a

(na koje se kamata plaća po stopi od 4-6%), jeftinijim. Osim toga, kao pozitivna se ocenjuje inicijativa da se polovina prihoda od privatizacije Telekomu iskoristi za prevremenu otplatu skupih kredita. Potencijalne uštede na rashodima kamata po osnovu ovih operacija mogu uticati na blago usporavanje rasta rashoda kamata u narednom periodu (npr. za 50-100 miliona evra godišnje). To ne bi uticalo znatno na ukupne performanse javnih finansija, ali bi tome ipak trebalo pristupiti, jer je reč o uštedi koja se uz relativno mali administrativni napor može ostvariti.

Javni dug će na kraju 2015. iznositi oko 78% BDP

Odnos duga prema BDP tokom 2015. godine će i dalje rasti, jer se očekuje da u drugoj polovini godine fiskalni deficit bude veći nego u prvoj polovini godine, a postoje rizici da na rast duga nepovoljno utiču i drugi faktori (kurs, izdavanje garancija i dr.). Pod pretpostavkom da do kraja godine kurs dinara ostane realno nepromenjen, te da ne dođe do znatnijeg dodatnog zaduživanja unapred ni do izdavanja novih garancija, procenjuje se da će javni dug na kraju 2015. godine iznositi oko 77% BDP-a, a uključujući i negarantovani dug lokalnih zajednica – oko 78% BDP-a, što je dugoročno neodrživo i ukazuje na potrebu da se bolji fiskalni rezultati od plana ostvareni u 2015. iskoriste za brže smanjenje deficita u narednom periodu, a ne za povećanje tekućih rashoda.

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

	Q2 2015/Q2 2014			
	Konsolidovani	Budžet	RFZO	Lokalne
A Ukupni prihodi (I)+(II)+(III)+(IV)	3,5	7,3	-15,9	4,6
I Tekući prihodi (1)+(2)	3,3	7,0	-17,5	4,5
1. Poreski prihodi	-1,1	-0,1	-18,9	4,2
1.1. Carine	4,0	4,0	-	-
1.2. Porez na dohodak građana	-0,3	-0,8	-	0,0
1.3. Porez na dobit pravnih lica	-14,5	-11,2	-	-
1.4. PDV	1,5	1,5	-	-
1.5. Akcize	1,9	1,9	-	-
1.6. Porezi na imovinu	-	-	-	16,3
1.9. Ostali poreski prihodi	9,9	-1,3	-	2,6
1.10. Doprinosi za socijalno osiguranje	-3,0	-	-18,9	-
2. Neporeski prihodi	49,0	75,7	63,8	6,3
II Kapitalni prihodi	59,8	-	-71,7	23,4
III Transferi sa ostalih nivoa države	-	-	-12,2	4,2
IV Donacije	51,3	168,8	-	-4,6
B Ukupni javni rashodi (I)+(II)+(III)+(IV)	-3,8	-7,2	-8,0	8,3
I Tekući rashodi	-3,0	-8,4	-8,1	8,1
1.1. Zarade	-11,3	-11,1	-13,0	-8,8
1.2. Kupovina roba i usluga	-0,8	-11,2	-2,8	11,0
1.3. Otplata kamate	12,2	12,7	230,1	5,2
1.4. Subvencije	-1,4	-13,1	0,0	30,5
1.5. Socijalno osiguranje i socijalna pomoć	-0,9	9,3	10,3	25,2
1.6. Transferi ostalim nivoima vlasti	-	-16,0	-	-
1.7. Ostali tekući rashodi	-2,4	-17,3	-13,0	5,6
II Kapitalni rashodi	-7,4	-11,0	155,2	15,9
III Strateške rezerve	-	-22,8	-	-51,6
IV Neto pozajmice	-85,2	57,4	-	18,2

Izvor: Obračun QM-a na osnovu podataka MF
Indeks potrošačkih cena (Q3/Q3)

7. Monetarni tokovi i politika

Zadržavanje međugodišnje stope inflacije ispod ciljanog okvira otvorilo je prostor NBS za dalje relaksiranje monetarne politike u Q2. Nakon niza korekcija za po 0,5 procentnih poena, referenta kamatna stopa je na kraju Q2 bila na nivou od 6% da bi je zatim NBS korigovala ponovo u avgustu i septembru na sadašnjih 5%. Mesečne stope inflacije koje su u maju i julu bile negativne uz stabilan kurs povećale su isplativost REPO zapisa koji beleže rast u Q2. Banke su povećanu likvidnost po osnovu rasta depozita privrede i stanovništva plasirale u REPO, što je uticalo na smanjenje novčane mase. Ukupna novčana masa ipak je povećana zahvaljujući intervencijama NBS na međubankarskom deviznom tržištu, na kojem je u Q2 bila neto kupac deviza u iznosu od 120 miliona evra. Plasmani poslovnih banaka su u Q2 povećani najviše po osnovu kupovine REPO zapisa ali i rasta neto plasmana stanovništvu od 75 miliona evra. Ovaj rast gotovo je anuliran novim razduživanjem privrede od 121 milion evra prema domaćim bankama uz dodatnih 31 milion evra po osnovu vraćanja prekograničnih kredita. Nastavak razduživanja privrede predstavlja ozbiljnu prepreku za budući privredni rast. Potvrdu ovoga uočavamo i preko kretanja loših kredita, koji se u Q2 povećavaju na 23% ukupno plasiranih, ali usled znatnih oscilacija u podacima Kredinog biroa o lošim kreditima ovaj rast prihvatamo uz rezervu da je stvarno učešće nešto niže.

Centralna banka: bilans i monetarna politika

NBS nastavila sa relaksiranjem monetarne politike

Uprkos očekivanjima NBS sa kraja prošle godine da će se međugodišnja stopa inflacije vratiti u ciljani okvir sredinom 2015. godine ona se u julu mesecu spustila na nivo od 1,1%. Mesečna stopa inflacije koje su možda i bolji indikator za sprovođenje monetarne politike je u maju i julu bila negativna što sugeriše da i dalje ne možemo govoriti o oporavku agregatne tražnja u Srbiji. Usled izuzetno niske stope inflacije NBS je u Q2 tri puta korigovala referentnu kamatnu stopu. Prvo je početkom aprila stopa smanjenje na 7% da bi sredinom maja i juna bile sprovedene još dve korekcije za po 0,5 procentnih poena (p.p.). U julu je NBS zadržala referentnu kamatnu stopu na nivou od 6% da bi polovinom avgusta izvršila smanjenje na 5,5%. Konačno u prvoj polovini septembra je usledilo još jedno smanjenje nakon kojeg referentna kamatna stopa iznosi 5%. Ovakva politika pre svedoči o ex-post reaktivnoj politici NBS nego o adekvatnom proaktivnom pristupu kontrolisanja inflacije u okviru definisanog koridora. Zaključivanje aranžmana sa MMF-om i pozitivni trendovi u javnim finansijama doprineli su povećanju stabilnosti i u monetarnom sektoru. Stabilnost cena i deviznog kursa predstavljaju dobre rezultate, ali se ne može ignorisati smanjenje kreditne aktivnosti banaka, jer bez rasta kreditne aktivnosti nije moguće očekivati trajniji oporavak privrede. Za razliku od negativnog trenda po pitanju kreditnih plasmana, likvidnost bankarskog sektora je u Q2 povećana usled rasta depozita privrede i stanovništva ali i povećanja kapitala poslovnih banaka. Ipak, ovaj rast izvora nije pronašao put do novih korisnika kreditnih usluga već je zahvaljujući niskoj i stabilnoj inflaciji i stabilnom kursu dinara preleven u plasmane u REPO hartije. Plasmani u REPO donose siguran prinos, koji je u relativno visok u uslovima stabilnog kursa dinara, i niskih kamatnih stopa na svetskom tržištu.

Otkup deviza na MDT pozitivno delovao na rast neto sopstvenih rezervi...

... a indirektno i na povećanje primarnog novca

Na međubankarskom deviznom tržištu (MDT) u maju i junu nije bilo većih neravnoteža između ponude i tražnje za devizama ali je NBS usled aprecijacijskih pritisaka iz aprila na nivou Q2 ponovo bila neto kupac deviza u iznosu od 120 miliona evra (Grafikon T7-2). Ipak, već u julu je ponovo morala da reaguje otkupom 230 miliona evra usled čega je NBS za prvih sedam meseci kreirala dinarsku likvidnost neto kupovinom deviza na MDT u iznosu od 520 miliona evra. Iako su u prošlosti intervencije NBS većinom bile usmerene u pravcu sprečavanja naglog ali i većeg slabljenja kursa dinara, smatramo pozitivnim što uprkos postojanju aprecijacijskih pritisaka od početka godine dinar nije bitnije ojačao prema evru. Trenutna pozicija NBS po pitanju politike deviznog kursa je nažalost u rascepu između spoljno trgovinske neravnoteže koja očigledno zahteva dodatnu deprecijaciju sa jedne strane i problema u bankarskom sektoru usled visokog učešća indeksiranih kredita koji su u konstantnoj opasnosti da pređu u segment loših ukoliko dinar oslabi. Usled toga politika kursa koja se primenjuje je više iznuđeni kompromis nego što je u funkciji razvoja ekonomije.

Tabela T7-1. NBS intervencije i devizne rezerve 2013-2015

	2013				2014				2015	
	Mar	Jun	Sep	Dec	Mar	Jun	Sep	Dec	Mar	Jun
Repo stok (u milionima evra)	678,86	663,82	832,03	966,40	783,96	824,19	387,39	69,48	2,85	168,72
Repo stopa NBS	11,75	11,00	11,00	9,50	9,50	8,50	8,50	8,00	7,50	6,00
repo stopa korigovana za inflaciju	6,95	3,31	13,24	10,38	4,38	5,09	6,78	10,63	-1,13	3,08
repo stopa korigovana za promene kursa	19,25	12,85	12,83	9,25	5,28	7,08	0,03	-1,94	11,33	5,70
Intervencije NBS na međubankarskom dev. tržištu (u milionima evra, kumulativno)	10,00	-215,00	-140,00	375,00	-800,00	-630,00	-855,00	-1620,00	170,00	290,00
	kumulativni, u % od stanja početnog M2 ¹⁾									
Neto sopstvene rezerve ²⁾	12,5	7,1	17,9	43,2	-31,2	-4,9	2,0	-4,5	33,5	22,5
Neto Domaća aktiva (NDA)	-15,3	-3,9	-16,2	-31,3	12,2	-11,4	-7,6	10,6	-28,4	-16,2
Dinarski depoziti države ³⁾	1,0	-1,2	-4,7	-19,9	3,3	-14,6	-24,3	-6,4	-8,4	-0,5
Repo operacije i trajna prodaja hartija NBS ⁴⁾	-16,0	-14,7	-23,8	-30,7	9,2	6,5	28,9	31,2	3,7	-3,4
Ostala (domaća) aktiva, neto ⁵⁾	-0,3	12,0	12,4	19,3	-0,3	-3,4	-12,2	-14,2	-23,8	-12,3
Primarni novac	-2,8	3,3	1,7	12,0	-19,0	-16,3	-5,6	6,1	5,1	6,3
od čega: gotovina u opticaju	-3,9	-0,7	1,0	5,4	-5,2	-3,5	0,5	2,5	-7,4	-3,4
od čega: slobodne rezerve	0,6	2,1	-1,4	4,4	-12,1	-11,6	-7,3	-0,4	11,6	8,1
	u milionima evra, kumulativni od početka godine									
Narodna banka Srbije, neto	30,01	-992,01	-1.041,50	943,97	-608,63	-725,22	169,79	-778,03	-101,66	-216,59
Bruto rezerve	-385,77	-1.576,91	-1.822,60	240,33	-793,11	-1.090,74	-276,23	-1.309,69	-671,02	-868,83
Obaveze	415,78	584,90	781,10	703,63	184,49	365,52	446,02	531,66	569,35	652,24
MMF	401,14	568,40	759,83	695,60	182,35	364,90	446,72	539,97	579,34	646,52
Ostale obaveze	14,65	16,50	21,27	8,03	2,14	0,61	-0,70	-8,31	-9,98	5,73
STRUKTURA NETO REZERVEI NBS										
1. Narodna banka Srbije, neto	30,01	-992,01	-1.041,50	943,97	-608,63	-725,22	169,79	-778,03	-101,66	-216,59
1.1 Depoziti poslovnih banaka	911,80	967,01	1.058,25	240,42	-125,77	91,72	28,90	610,69	590,01	580,76
1.2 Depoziti države	-811,79	47,05	209,55	-359,83	144,17	541,44	-162,64	48,59	0,60	155,71
1.3 NBS sopstvene rezerve	130,02	22,06	226,30	824,56	-590,22	-92,05	36,05	-118,75	488,94	519,88
(1.3 = 1 - 1.1 - 1.2)										

Izvor: NBS.

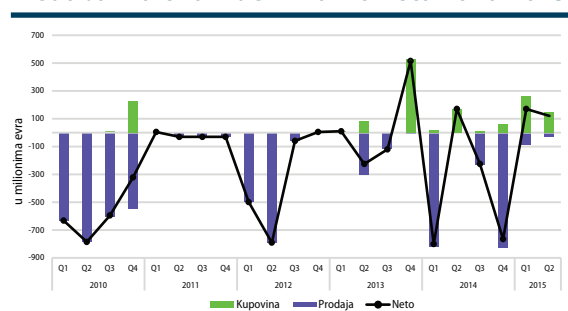
1) "Početnim M2" označava se stanje primarnog novca na početku odnosno godine, tj. kraju prethodne.

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.

Grafikon T7-2. NBS intervencije na međubankarskom deviznom tržištu 2010-2015


Izvor: NBS

Otkup deviza na MDT uticao je da neto sopstvene rezerve NBS zabeleže povećanje u Q2 u iznosu od 31 milion evra (u Q1 neto sopstvene rezerve povećanje za 489 milina evra, Tabela T7-1).

Povećanje neto sopstvenih rezervi pozitivno je delovalo i na rast primarnog novca. Na nivou Q2 primarni novac je povećan za 3,04% u odnosu na vrednost sa početka godine na šta je pozitivno uticalo i povećanje neto domaće aktive (NDA) od 1,94% vrednosti početnog primarnog novca. Rast NDA

ostvaren je smanjenju depozita države na račun kod NBS dok su poslovne banke plasiranjem viška likvidnosti u REPO zapise delovala u suprotnom smeru.

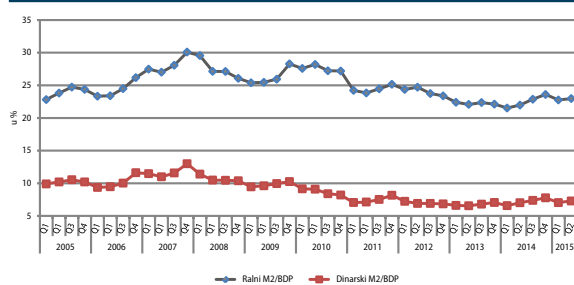
Monetarni sistem: struktura i tokovi novčane mase

Novčana masa u Q2 nastavlja sa rastom ...

... najviše zahvaljujući povećanju NDA

Rast novčane mase M2¹⁾ nastavljen je u Q2 uz blago usporavanje u odnosu na početak godine. Novčana masa je zabeležila nominalni rast od 7,85% međugodišnje (u Q1 novčana masa je ostvarila nominalni rast od 8,5%, Tabela T7-4), dok kod kredita nedržavnom sektoru rast iznosi 4,2% međugodišnje. U okviru ovog segmenta krediti stanovništvu rastu po nominalnoj stopi od 4,9% međugodišnje dok je kod privrede zabeležen međugodišnji nominalni pad od -1%. Realna međugodišnja stopa rasta M2 korigovana za nivo inflaciju u posmatranom periodu u Q2 iznosi 5,8%, dok je u istom periodu realna stopa rasta kredita nedržavnom sektoru 2,2% međugo-

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

Grafikon T7-3. Kretanje novčane mase kao procenat BDP-a, 2005-2015

Izvor: Proračun QM-a

dišnje. Realna stopa rasta kredita domaćinstvima u Q2 iznosi 2,9% međugodišnje dok se kod privrede i dalje beleži pad od -2,9% međugodišnje. Na nivou kvartala novčana masa je zabeležila rast od 2,2% u odnosu na vrednost sa početka godine. Na rast novčane mase pozitivno je delovalo povećanje NDA od 2% u odnosu na nivo novčane mase sa početka godine dok je NSA blago uticala na rast sa svojim povećanjem od 0,2% u odnosu na početni M2. Rast NDA na nivou kvartala ostvaren je zahvaljujući povećanju kapitala poslovnih banaka i NBS u Q2, dok su krediti državi i nedržavnom sektoru negativno doprinosili ukupnom rastu NDA.

Tabela T7-4. Rast novca i agregata koji mu doprinose, 2013-2015

	2013				2014				2015	
	Mar	Jun	Sep	Dec	Mar	Jun	Sep	Dec	Mar	Jun
	12-m, u %									
M2 ¹⁾	8,2	4,5	6,1	4,6	4,2	4,8	6,6	8,7	8,5	7,8
Krediti nedržavnom sektoru ²⁾ (promena stanja u dinarima)	1,9	-0,5	-4,4	-4,5	-6,1	-4,5	-1,2	2,9	5,8	4,2
Krediti nedržavnom sektoru ³⁾ (korigovani tokovi za promenu kursa)	1,6	0,6	-4,1	-5,0	-8,2	-5,4	-3,7	-0,8	2,8	1,2
Domaćinstva	3,0	2,9	2,9	2,6	2,0	2,5	3,0	3,6	5,5	4,9
Privreda	0,9	-0,6	-7,6	-8,8	-13,4	-9,7	-7,3	-3,4	1,2	-1,0
	12-m realni, u %									
M2 ¹⁾	-2,6	-4,7	1,2	2,3	1,9	3,5	4,3	6,7	6,4	5,8
Krediti nedržavnom sektoru ²⁾ (promena stanja u dinarima)	-8,2	-9,2	-8,9	-6,5	-8,3	-5,7	-3,3	1,1	3,7	2,2
Krediti nedržavnom sektoru ³⁾ (korigovani tokovi za promenu kursa)	-8,7	-8,2	-8,5	-7,0	-10,3	-6,7	-5,8	-2,6	0,8	-0,7
Domaćinstva	-7,5	-6,1	-1,9	0,4	-0,3	1,2	0,7	1,8	3,4	2,9
Privreda	-9,3	-9,3	-11,8	-10,7	-15,4	-10,8	-9,3	-5,1	-0,8	-2,9
	u milijardama dinara na kraju perioda									
Novčana masa: M2 ¹⁾	1.622,7	1.659,8	1.705,8	1.719,3	1.691,4	1.740,2	1.818,4	1.865,4	1.835,4	1876,1
Novčana masa: dinarski M2 ¹⁾	478,8	492,5	519,5	547,6	516,4	555,3	587,1	614,3	567,8	595,3
Devizni depoziti (privreda i domaćinstva)	1.143,8	1.167,3	1.186,3	1.169,3	1.175,0	1.185,0	1.231,3	1.251,2	1.267,7	1280,8
	kumulativni, u % od početog M2 ⁴⁾									
M2 ¹⁾	-1,2	1,1	3,9	4,6	-1,5	1,4	5,9	8,7	-1,6	0,6
Neto strana aktiva (NSA), dinarski prirast	7,2	2,7	5,2	10,6	0,2	-0,1	11,7	11,1	3,2	3,4
Neto domaća aktiva (NDA)	-8,4	-1,6	-1,3	-6,0	-1,6	1,4	-5,8	-2,5	-4,7	-2,7

Izvor: NBS

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

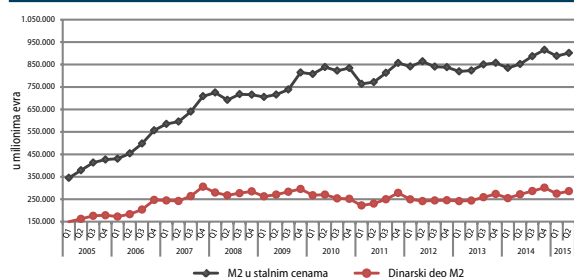
2) Krediti nedržavnom sektoru – krediti privredi (uključujući lokalnu samoupravu) i domaćinstvima.

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

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

**pozitivno su
doprinosili rastu u Q2**

Prilikom analize nominalnog rasta M2 koji u Q2 iznosio 7,8% međugodišnje, primećuje se nastavak već utvrđenog trenda u kojem svi elementi vrše pozitivan doprinos ukupnom rastu. Kao i do sada najveći pojedinačni doprinos beleži se kod deviznih depozita koji sa 5,5 p.p. učestvuju u rastu M2. Štedni i oročeni dinarski depoziti učestvuju u rastu M2 sa 0,86 p.p. što je kao i u slučaju deviznih depozita približno isti nivo kao u prethodnom kvartalu. Najniži agregat M1 je učestvovao u rastu M2 sa 1,44 p.p. što je smanjenje u odnosu na Q1 usled čega je i ukupan nominalni rast u ovom kvartalu nešto manji (u Q1 doprinos M1 iznosio je 2,22 p.p.).

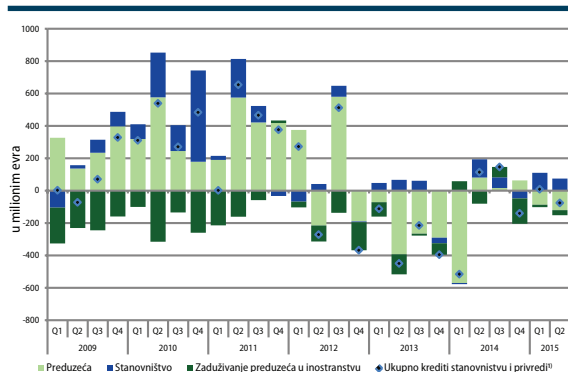
Grafikon T7-5. Stanje novčane mase u stalnim cenama, 2005-2015

Izvor: Proračun QM-a

Bankarski sektor: plasmani i izvori finansiranja

Plasmani bankarskog sektora rastu u Q2 ...

Grafikon T7-7. Prirast novih kredita privrede i stanovništva, 2009-2015



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

... ali najviše zahvaljujući vraćanju u REPO zapise

Privreda se ponovo razdužuje ...

... prema domaćim bankama ali i po osnovu prekograničnih kredita

Poslovne banke nakon pada u Q1 beleže povećanje neto plasmana od 169 miliona evra u Q2. Ovaj rast je ipak najvećim delom posledica vraćanja banaka REPO plasmanima dok se u domenu privrede negativni trendovi i dalje nastavljaju. Nakon što su početkom godine poslovne banke povukle gotovo sva sredstva iz REPO zapisa u Q2 je deo likvidnosti poslovnih banaka u iznosu od 166 miliona evra ponovo iskorišćen za REPO plasmane (u Q1 povučeno 66 miliona evra iz REPO plasmana, Tabela T7-6). Pored toga, porast na računu neto kredita državi od 47 miliona evra je pozitivno doprinosa rastu ukupnih plasmana u bankarskom sektoru. U Q2 kod privrede i stanovništva se nastavljaju

divergentni trendovi sa početka godine pri čemu je ukupan efekat negativan usled bržeg razduživanja privrede u odnosu na porast zaduživanja stanovništva. Kod stanovništva se u Q2 beleži povećanje neto plasmana za 75 miliona evra (u Q1 zabeležen rast od 111 miliona evra), pri čemu je preko polovine novih plasmana u formi gotovinskih kredite dok su stambeni krediti i dalje na niskom nivou. U istom periodu privreda se razdužila prema domaćim bankama za 121 milion evra što je čak više od iznosa zabeleženog na početku godine (u Q1 privreda se razdužila za 86 miliona evra). Usled većeg razduživanja privrede u odnosu na rast plasmana stanovništvu, ukupni neto plasmani poslovnih banaka nedržavnom sektoru su u Q2 negativni i iznose -45 miliona evra. Negativan trend razduživanja privrede nastavljen je i u segmentu prekograničnih kredita u kojem se beleži smanjenje neto plasmana za 31 milion evra. Ukoliko posmatramo ukupne plasmane iz domaćih i inostranih izvora na nivou Q2 nedržavni sektor (privreda i stanovništvo) je

Tabela T7-6. Poslovanje banaka – izvori i struktura plasmana, korigovani¹⁾ tokovi, 2013-2015

	2013				2014				2015	
	Mar	Jun	Sep	Dec	Mar	Jun	Sep	Dec	Mar	Jun
	u milionima evra, kumulativni od početka godine									
Izvori sredstava (-, povlačenje)	109	341	213	420	578	540	504	678	241	33
Domaći depoziti	4	-56	-325	-394	240	-32	-382	-460	47	-118
Depoziti stanovništva	-87	-132	-252	-423	45	-105	-149	-250	-11	-104
dinarski depoziti	16	-34	-110	-279	27	-51	-75	-143	96	19
devizni depoziti	-102	-98	-141	-144	17	-54	-74	-107	-107	-123
Depoziti privrede	91	76	-73	29	195	72	-233	-210	58	-14
dinarski depoziti	-11	-11	-109	-162	210	45	-159	-273	168	112
devizni depoziti	102	87	36	191	-15	27	-75	63	-110	-126
Obaveze prema inostr. (zaduživanje i rač. nerezid.)	357	406	588	806	358	396	610	907	36	150
Kapital i rezerve	-252	-9	-50	8	-20	176	276	232	158	1
Devizne rezerve (-, povlačenje)	-278	-104	84	-304	193	215	673	1.019	-150	-115
Plasmani¹⁾	123	-169	-67	42	-343	66	-19	-451	-20	149
Ukupno privreda i stanovništvo	-23	-348	-551	-875	-577	-382	-300	-296	24	-21
Privreda	-71	-463	-728	-1.018	-570	-488	-471	-410	-86	-207
Stanovništvo	48	115	177	143	-7	105	171	114	111	186
Plasmani u hartije NBS ²⁾	321	319	492	628	-176	-133	-556	-869	-66	100
Neto kreditiranje države ³⁾	-175	-140	-8	290	411	581	837	714	22	69
PRO MEMORIA										
Obavezne rezerve i depoziti	248	178	-178	-134	-2	-215	-223	-730	444	605
Ostala potraživanja od NBS (neto) ⁴⁾	-212	-143	60	44	-136	-135	-9	110	-182	-309
od čega: slobodne rezerve posl. banaka	-161	-107	49	38	-156	-162	-9	112	-204	-317
Ostale stavke ⁵⁾	-46	-96	-92	-22	-289	-454	-822	-592	-352	-379
Efektivna obavezna rezerva (u %) ⁶⁾	25	24	22	23	23	22	22	19	22	23

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.

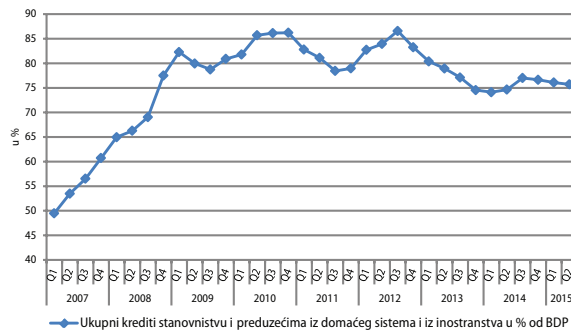
4) Ostala potraživanja od NBS (neto): razlika između potraživanja banaka od NBS po osnovu gotovine i slobodnih rezervi i obaveza prema NBS.

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 rezervi 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

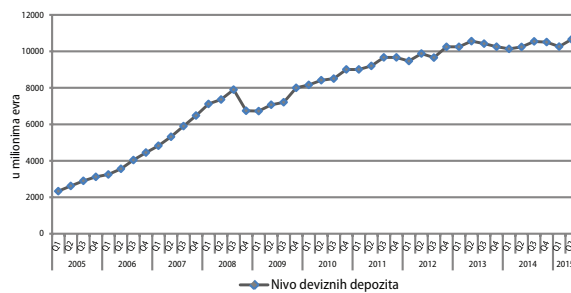
Grafikon T7-8. Ukupna kreditna zaduženost privatnog sektora, 2007-2015

Povećavaju se izvori za nove plasmane u Q2



Izvor: Proračun QM-a

čemu i privreda i stanovništvo povećavaju sredstva na računima depozita. Kod stanovništva ovo povećanje iznosi 93 miliona evra sa preko 80% u dinarskom znaku uprkos činjenici da je u junu izvršena isplata ovogodišnje rate stare devizne štednje. Slično se beleži i na računima depozita privrede koji su povećani za 72 miliona evra od čega je oko 77% u dinarskom znaku. Smanjenje na računu kapitala i rezervi poslovnih banaka koje je zabeleženo na početku godine u Q2 je u potpunosti neutralisano gotovo u istom iznosu od 157 miliona evra, čime je dodatno povećan kreditni potencijal banaka.

Grafikon T7-9. Nivo deviznih depozita, 2005-2015

Izvor: NBS

smanjio svoju zaduženost za 76 miliona evra (u Q1 zabeleženi pozitivni neto plasmani od 9 miliona evra, Grafikon T7-7).

Likvidnost banaka je u Q2 za razliku od prethodnog kvartala povećanja za 208 miliona evra (u Q1 izvori za nove plasmane banaka smanjeni za 241 milion evra, Tabela T7-6). Poslovne banke su povećale izvore za nove plasmane po osnovu rasta domaćih depozita i povećanja kapitala dok je nastavak razduživanja prema inostranstvu neutralisao jedan deo rasta. Nakon smanjenja u Q1, banke su na računima domaćih depozita zabeležile povećanje od 165 miliona evra pri čemu su banke u Q2 povećale razduživanje na 114 miliona evra (u Q1 poslovne banke su se prema inostranstvu razdužile za 36 miliona evra).

Tabela T7-10. Učešće loših kredita prema tipu dužnika, 2009-2015

	2009		2010		2011		2012		2013				2014				2015	
	Q4	Q4	Q4	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2
	stanje na kraju perioda																	
Pravna lica	12,14	14,02	17,07	19,06	22,62	27,77	31,13	27,76	28,67	28,12	26,76	25,5	25,85	28,63				
Preduzetnici	11,21	15,8	17,07	15,92	16,79	18,19	20,86	20,82	21,11	29,77	43,61	43,29	45,19	34,91				
Fizička lica	6,69	6,71	7,24	8,32	8,44	8,37	8,14	8,59	8,7	9,22	11,41	9,97	10,16	11,3				
Iznos ostatka duga po kreditima u docnji (u milijardama evra)	1,58	1,94	2,63	3,19	3,87	4,47	4,82	4,09	4,05	4,07	3,81	3,70	3,72	3,96				

Izvor: Proračun QM-a

Učešće loših kredita ispoljava neuobičajene varijacije ...

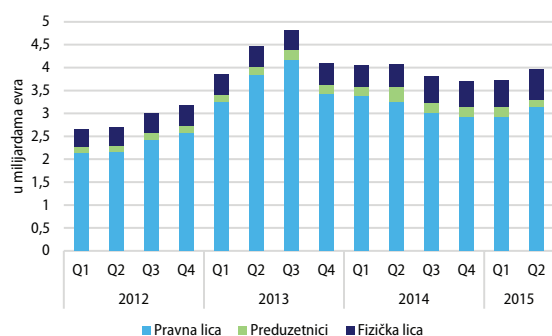
...ali ne pada ispod visokog nivoa od 20%

Prema podacima Kreditnog biroa, učešće loših kredita dodatno je povećano u Q2. Učešće loših kredita na kraju juna meseca dostiglo je 23,04% (u Q1 ukupno učešće iznosilo je 21,27%, Tabela T7-12) uprkos smanjenju koje se beleži u sektoru preduzetnika. Najnoviji podaci o lošim kreditima sa kraja avgusta svedoče o padu učešća na 20,75% što je najmanja vrednost u poslednje dve godine. Imajući u vidu da su primećene oscilacije izrazito neobične za vremenski period od nekoliko meseci, izražavamo rezervu po pitanju pouzdanosti podataka o kreditima u docnji koje Kreditni biro publikuje. Rast učešća loših kredita u Q2 duguje se segmentu pravnih lica u kojem je zabeleženo povećanje loših kredita od 2,7 p.p. što je najviše i uticalo na porast ukupnog učešća pošto loši krediti u ovom segmentu čine oko 80% ukupnih loših plasmana. Pogoršanje je zabeleženo i kod stanovništva čije učešće loših kredita raste za 1,7 p.p. što predstavlja i najveću vrednost učešća koja je do sada zabeležena u segmentu stanovništva. Ovo pogoršanje se jednim delom može objasniti odloženom reakcijom na rast vrednosti švajcarskog franka na početku godine. Stanje loših kredita (stok) po segmentima pokazuje da je nakon stabilizacije ukupnog iznosa loših kredita koje je počelo sredinom prošle godine, ponovo zabeležen rast ukupnog nivoa (Grafikon T7-11).

Rešavanjem problema loših kredita otklonili bi se rizici za javne finansije i pokrenula kreditna aktivnost

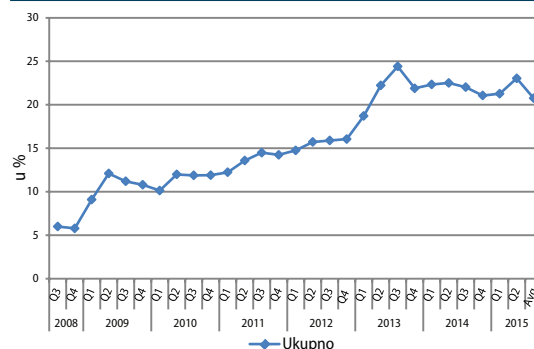
Iako je prilikom pregovora sa MMF-om bitan deo razgovora posvećen segmentu loših kredita, set konkretnih mere za rešavanje ovog problema biće implementiran najranije početkom 2016. godine. Naime, na osnovu pomenutih razgovora NBS je avgustu usvojila akcioni plan za sprovođenje *Strategije za rešavanje problematičnih kredita*. Usvojeni akcioni plan u svom najvećem delu je orjentisan ka kreiranju novog sistema sa preventivnim mehanizmima za sprečavanja naglog rasta loših kredita. Jedan deo mera vezan je za rešavanje trenutno visokog učešća loših kredita ali je okvir za njegovo izvršenje dodatno pomeren na sredinu 2016. godine. Uprkos visokoj kapitalizovanosti većine poslovnih banaka u Srbiji, smatramo da se rešavanje problema loših kredita ne sme nikako više odlagati. Pored stabilnosti bankarskog sistema, visoko učešće loših kredita negativno utiče i na nivo kreditne aktivnosti u privredi preko kamatnih stope na nove kredite koje bi bile manje da banke ne moraju da vrše rezervisanja po ovom osnovu.

Grafikon T7-11. Iznos ostatka duga po kreditima u docnji, 2012-2015



Izvor: Proračun QM-a

Grafikon T7-12. Učešće loših kredita u ukupno plasiranim, 2008-2015



Izvor: Proračun QM-a

OSVRTI

Osvrt 1. Grčka kriza – uzroci, mitovi i pouke

Saša Ranđelović¹, Milojko Arsić²

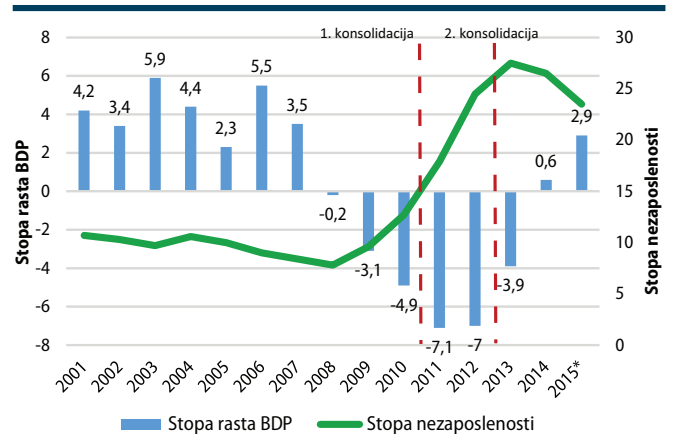
Moderna grčka država, od oslobođenja od Turske (u prvoj polovini XIX veka) do danas je pet puta *de facto* bankrotirala. Prvi bankrot se dogodio odmah po oslobođenju od Turske, jer država nije mogla da otplati dug prema britanskim bankama, nastao za kupovinu oružja za ustanak. Poslednja kriza javnog duga, koja traje od 2010. godine, takođe u širem smislu predstavlja bankrot, jer država nije bila u stanju da servisira ceo dug pod postojećim uslovima, zbog čega joj je izvršen otpis dela duga, period otplate produžen, a kamatne stope smanjene. Česte krize javnog duga u Grčkoj ukazuju na visoku toleranciju društva prema zaduživanju i na nizak stepen institucionalnog razvoja, neophodnog za obezbeđenje održivosti javnih finansija.

Uzroci krize

Od ulaska u Evro-zonu (2001.) do krize (2008. godine), privreda Grčke je rasla po stopi od 4,2% (Grafikon 1.), što je znatno brže od proseka Evro-zone, pre svega usled snažnog rasta državne i lične potrošnje. Posledično, Grčka je do početka krize imala izrazito visok deficit tekućeg računa platnog bilansa, koji je u 2008. godini dostigao gotovo 15% BDP-a, što je uticalo na veliku zavisnost od priliva kapitala iz inostranstva. Visok nivo spoljnotrgovinskog deficita u dužem periodu ukazuje na nekonkurentnost grčke privrede, čemu je znatno doprinela politika visokih zarada (u odnosu na produktivnost) i nemogućnost korišćenja depresijacije valute kao mehanizma za unapređenje međunarodne konkurentnosti. Svetska finansijska kriza je uticala na znatan pad priliva kapitala, usled čega je već u 2009. godini došlo do problema sa finansiranjem spoljnog deficita, te do njegovog posledičnog pada za trećinu. Pad priliva stranog kapitala automatski je doveo do snažnog pada BDP, potrošnje građana i poreskih prihoda, odnosno do rasta fiskalnog deficita i javnog duga već u 2009. godini, pre nego što je Grčka primenila mere štednje.

Pored spoljne neravnoteže, Grčka je u prethodnim decenijama imala i veliku unutrašnju neravnotežu, koja se ogleda u permanentno visokom fiskalnom deficitu. Čak i u 2001. godini, koja je bila prva godina njenog članstva u Evro-zoni, fiskalni deficit Grčke (4,2% BDP) je bio veći od limita propisanog kriterijumima iz Mastrihta, da bi u godinama nakon toga dalje rastao.

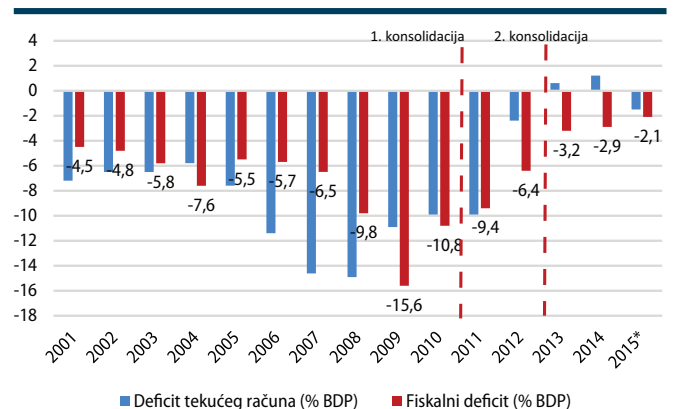
Grafikon 1. Grčka: Stopa rasta BDP-a i stopa nezaposlenosti



Izvor: Eurostat

Tako je u periodu od 2001. do 2008. godine fiskalni deficit u proseku iznosio 6,3% BDP, a od 2009. do 2014. godine oko 8% BDP-a. Tome je bitno doprineo neuspeh u sprovođenju penzijske reforme 2001. godine, smanjenje poreza (smanjenje stope PDV pre ulaska u Evro-zonu, kako bi se ispunio uslov u pogledu visine inflacije), te nastavak politike nekontrolisanog zapošljavanja u javnom sektoru i veoma široko definisanih prava iz javnog sektora (plate, dodaci, socijalna davanja i dr.), usled čega je učešće tekuće potrošnje u ukupnoj javnoj potrošnji u Grčkoj bilo znatno iznad evropskog proseka. Osim toga, visokom fiskalnom deficitu doprineo je i visok nivo korupcije i tolerancije prema svojoj ekonomiji. Takođe, visok spoljni deficit i posledično visoki prihodi od poreza na potrošnju su delovali podsticajno za nastavak ekspanzivne fiskalne politike, zamagljujući sliku o visini deficita.

Grafikon 2. Grčka: Konsolidovani fiskalni deficit i deficit tekućeg računa platnog bilansa (% BDP)



Izvor: Eurostat

¹ Ekonomski fakultet Univerziteta u Beogradu i QM

² Ekonomski fakultet Univerziteta u Beogradu i QM

Visok deficit tekućeg računa platnog bilansa (14,9% BDP) i visok fiskalni deficit (9,8% BDP) u 2008. godini, učinili su Grčku veoma izloženom šokovima izazvanim svetskom ekonomskom krizom – pad priliva kapitala učinio je spoljnu poziciju zemlje neodrživom, a visok fiskalni deficit i mali fiskalni multiplikatori suzili su manevarski prostor države da kontracikličnim merama ekonomske politike apsorbuje deo negativnih spoljnih šokova na privrednu aktivnost. Stoga je Grčka u 2009. godini ušla u recesiju. Za razliku od drugih evropskih država koje su u 2010. uspele da se stabilizuju, recesija u Grčkoj je u toj godini dodatno produbljena, kao posledica snažnog pada poverenja u održivost javnih finansija, zbog izrazito visokog fiskalnog deficita i veoma visokog javnog duga. Otkriće da je stvarni fiskalni deficit u prethodnim godinama bio višestruko veći od zvanično objavljenog (tako da je procena deficita za 2009. godinu revidirana sa 7% BDP na 15,6% BDP), dodatno je povećalo nepoverenje investitora u održivost javnih finansija. Shodno tome, pristup Grčke međunarodnom finansijskom tržištu je bio ograničen, tako da je bila neophodna pomoć Evropske unije i MMF-a, radi obezbeđenja likvidnosti države (radi servisiranja dospelih obaveza i finansiranja deficita). Ta pomoć je dobijena u okviru Prvog programa ekonomskih reformi (zaključenog sa EU, ECB i MMF-om), koji je podrazumevao sprovođenje snažne fiskalne konsolidacije počev od kraja 2010. godine i niza strukturnih reformi. Po sličnom scenariju zaključen je i Drugi program, koje je podrazumevao sprovođenje dodatnih mera fiskalne konsolidacije od kraja 2012. godine i daljih strukturnih reformi (privatizacija, reforma javnog sektora, i dr.). S obzirom da je fiskalni deficit Grčke bio izrazito visok, te da je on uglavnom strukturne prirode, tj. posledica diskrecionih odluka o smanjenju poreza i povećanju rashoda, sprovođenje snažne fiskalne konsolidacije je bilo neophodno i opravdano.

Makroekonomski podaci za 2014. i preliminarne procene za 2015. (pravljene pre dolaska na vlast radikalne leve) ukazuju da su sprovedene mere fiskalne konsolidacije i druge strukturne reforme počele da daju rezultate – fiskalni deficit je smanjen na 2,9% BDP-a, deficit tekućeg računa platnog bilansa je eliminisan, tako da je u 2014. ostvaren suficit od 1,2% BDP-a, a BDP je posle pada u šest prethodnih godina, u 2014. zabeležio realan rast od 0,6%, dok je stopa nezaposlenosti opala sa 27,5% (u 2013. godini) na 23,5% (u 2015.) godini. Zaustavljanje reformi i fiskalne konsolidacije sredinom 2014. godine, te radikalna zaokret sa izborom nove Vlade početkom 2015. godine uticao je na snažan pad poverenja investitora i potrošača, što je učinilo da pozitivna kretanja iz 2014. godine budu usporena ili preokrenuta u negativnom smeru. Sporiji rast privredne aktivnosti od planirane, te posledično veći fiskalni deficit dovele su

do potrebe da Treći program reformi, zaključen u avgustu 2015. obuhvati strožije mere fiskalne konsolidacije, nego što je prvobitno planirano, kako bi se postigli prvobitno planirani fiskalni ciljevi. Tako će se odustajanje od reformi u njihovoj završnoj fazi, kada su najteže mere konsolidacije već bile sprovedene i počele da daju rezultate, negativno odraziti na privredni oporavak i makroekonomsku stabilizaciju, jer će nakon novog kolebanja biti znatno teže povratiti poverenje investitora.

Mitovi

U našoj i u svetskoj javnosti se često iznose neutemeljene tvrdnje u vezi sa ekonomskom krizom u Grčkoj i sprovedenim programima fiskalne konsolidacije, koje najčešće ne korespondiraju sa činjenicama i deluju zbujujuće na širu javnost, pre svega u pogledu potrebe za sprovođenjem fiskalne konsolidacije i u pogledu njenih efekata.

Tako se u javnosti često navodi tvrdnja da je pad privredne aktivnosti u Grčkoj, koji je od 2008. do 2013. godine kumulativno iznosio 26,2%, posledica mera štednje. Podaci o stopi rasta BDP-a (Grafikon 1.) pokazuju da je snažan pad privredne aktivnosti u Grčkoj počeo još 2008. godine, znatno pre sprovođenja fiskalne konsolidacije čija implementacija je započeta krajem 2010. godine. Prema tome pad BDP pre 2011. godine ne može se pripisati fiskalnoj konsolidaciji, odnosno merama štednje, dok se pad BDP nakon toga može znatnim delom, mada ne u celini, pripisati merama štednje. Stoga se zaključuje da je recesija u grčkoj pre svega posledica niskog nivoa konkurentnosti privrede i posledičnih strukturnih neravnoteža (visok spoljnotrgovinski deficit), te nepoverenja investitora u makroekonomsku stabilnost zemlje (što se odražava na pad investicija). Tako su jedinični troškovi rada u periodu od 2001. do 2010. u Grčkoj osetno porasli (za oko 12%), dok su u ostatku Evro-zone blago opali (za oko 3%), čime je narušena konkurentnost privrede. To je posledica strategije rasta zasnovane na domaćoj potrošnji, finansiranoj zaduživanjem i rastom zarada iznad rasta produktivnosti, kao i nemogućnosti da se međunarodna konkurentnost popravi depresijacijom valute (zbog članstva u monetarnoj uniji). Sprovedena fiskalna konsolidacija je takođe doprinela padu BDP-a, ali je njen uticaj manji od uticaja faktora povezanih sa konkurentnošću i makroekonomskom nestabilnošću, jer su u maloj, otvorenoj privredi, sa relativno nerazvijenom industrijom, i velikom zavisnošću od izvoza usluga (turizam), fiskalni multiplikatori po pravilu nisu visoki. S druge strane, moguće je da je drugačijom strukturom i dinamikom fiskalne konsolidacije bilo moguće ostvariti manje negativne efekte na privredni rast. Na to ukazuje podatak da je ukupno smanjenje rashoda i povećanje prihoda, usled primene mera fiskalne konso-

lidacije znatno veće od ostvarenog smanjenja deficita, a da se razlika može pripisati promeni strukture privrede, kao i negativnim efektima fiskalnog prilagođavanja na privrednu aktivnost.

Druga tvrdnja koja se često iznosi u javnosti ukazuje da fiskalna konsolidacija ne doprinosi smanjenju fiskalnog deficita, jer je posledični pad BDP i poreskih prihoda veći od direktnih efekata konsolidacije. Podaci o kretanju fiskalnog deficita ukazuju na suprotno – da je kroz sprovođenje mera fiskalne konsolidacije fiskalni deficit Grčke u periodu od 2009. do 2014. godine smanjen za 13,5% BDP, sa 15,6% BDP-a, na oko 2,1% BDP-a. Time se potvrđuje pravilo da je za smanjenje fiskalnog deficita koji je nastao usled diskrecionih mera (smanjenje poreza/povećanje rashoda) neophodno sprovesti diskrecione mere sa suprotnim znakom (povećanje poreza/smanjenje potrošnje).

Treća tvrdnja koja se iznosi u javnosti ukazuje da visoke (zeleniške) kamate koje Grčka plaća na javni dug bitno doprinose njenom fiskalnom deficitu. Visina kamata po kojima se zemlja zadužuje na tržištu zavisi od održivosti njenih javnih finansija, perspektiva privrednog rasta i uslova zaduživanja na svetskom finansijskom tržištu. Zbog politike izrazito visokog deficita i posledičnog rasta javnog duga, koji je još od 1999. godine kontinuirano na nivou od preko 100% BDP-a, i kamatne stope na zajmove Grčkoj su rasle. Međutim, Prvim programom iz 2010. godine izvršeno je znatno restrukturiranje javnog duga – dug prema privatnim poveriocima (pre svega bankama i investicionim fondovima) velikim delom je otplaćen pozajmicama Grčkoj od strane država članica Evropske unije, pri čemu su kamatne stope na pozajmice od država članica EU bile veoma niske, a period otplate produžen (prosečan rok dospeća javnog duga Grčke iznosi oko 17 godina). Na taj način su države članice EU dale znatan doprinos fiskalnoj konsolidaciji u Grčkoj, kroz znatno umanjenje troškova kamata u 2011. i narednom godinama. Tako je efektivna kamatna stopa na ostatak duga Grčke (rashodi kamata/javni dug) opala sa 4,9% u 2011. na 2,5% u 2014. godini, što je u proseku uticalo da rashodi kamata (i ukupni rashodi, te ukupni fiskalni deficit) budu manji za oko 4% BDP-a godišnje. Efektivna kamatna stopa na dugoročno zaduživanje države od 2,5% se smatra veoma povoljnom, čak i za zemlje sa znatno nižim nivoom duga i boljim makroekonomskim performansama od Grčke. Poređenja radi, u 2014. godini Grčka je sa dugom od 170% BDP-a plaćala kamatu od 4,5% BDP-a, dok je Srbija sa dugom od oko 70% BDP-a plaćala na ime kamata oko 3% BDP (efektivna kamatna stopa za Srbiju iznosi 4,2%). Navedeni podaci ukazuju da je Grčka kroz dva programa dobila efektivan otpis znatnog dela budućih obaveza (kroz smanjenje kamata i produženje perioda otplate), te da

je ostatak fiskalnog prilagođavanja potrebno sprovesti kroz druge mere. S druge strane, često se iznosi tvrdnja da su zemlje EU odobravanjem pomoći Grčkoj kroz dva programa pomoći praktično spasavale svoje banke od velikih gubitaka po osnovu potencijalnog otpisa duga Grčke. Ova tvrdnja je u velikoj meri tačna, pri čemu je argument za sprovođenje takve politike potreba da se obezbedi stabilnost bankarskog sistema, dok je nedvosmislen nedostatak ove odluke prebacivanje troškova rizičnog ponašanja menadžmenta ovih banaka sa njihovih akcionara na sve poreske obveznike.

Četvrta tvrdnja, koja je naročito rasprostranjena u javnosti, odnosi se na to da Grčka za razliku od drugih zemlja (npr. Nemačke 1953. godine) nije dobila otpis javnog duga. Međutim, činjenice su sasvim drugačije, jer je Grčka je 2012. godine dobila otpis 105 milijardi evra javnog duga od privatnih poverioca (uglavnom banaka) što je u trenutku otpisa predstavljalo oko 28% njenog javnog duga. Osim toga preuzimanjem najvećeg dela javnog duga Grčke od strane nekomercijalnih poverilaca (država članica EU i međunarodnih organizacija) kamatne stope na grčki dug su drastično smanjene u odnosu na tržišne kamatne stope po kojima se zaduživala Grčka, ali i u odnosu na kamatne stope po kojima se zadužuju druge zemlje (npr. Srbije, Hrvatska, Mađarska). U zavisnosti koja kamatna stopa se uzme kao referentna procenjuje da je smanjenjem kamatnih stopa indirektno otpisano između 1/3 i 1/2 grčkog duga. Zabluda da Grčkoj nije otpisivan dug verovatno proizlazi iz toga što je ubrzo nakon otpisa dug dostigao iznos blizak onom od pre otpisa!? Tri su osnovna razloga zašto je Grčki dug ubrzo nakon otpisa skoro dostigao stari nivo. Prvi je u tome što je Grčka izvršila dokapitalizaciju svojih banaka kako bi sprečila njihov bankrot³, a drugi što je zbog kašnjenja u fiskalnoj konsolidaciji fiskalni deficit i nakon otpisa duga i dalje bio visok, pa je njegovo finansiranje dovelo do ponovnog snažnog rasta javnog duga. Na rast odnosa duga i BDP-a uticao je i oštar pad BDP u 2012. i 2013. godini.

Sledeća rasprostranjena zabluda je da su banke, naročito strane, ostvarile enormnu zaradu na kreditima koje su odobravale Grčkoj. Međutim, istina je sasvim drugačija – banke su otpisom velikog dela kredita 2012. godine ostvarile velike gubitke na grčkom javnom dugu. Kako je poslovanje sa Grčkom uticalo na banke najbolje pokazuje primer Kipra, čiji bankarski sistem je bio na ivici bankrota nakon otpisa duga Grčkoj. Gubitak u poslo-

³ U javnosti je prisutna pomalo apsurdna tvrdnja prema kojoj je Grčka spasila svoje banke da bi se zaštitili interesi svetskih moćnika. Spašavanje Grčkih banaka je pre svega u interesu građana Grčke, jer bi njihov masovan bankrot dodatno produbio krizu u zemlji. Hipotetički masovan bankrot Grčkih banaka nepovoljno bi uticao i na zemlje jugoistočne Evrope u kojima su Grčke banke prisutne, dok bi nepovoljan uticaj na razvijene zemlje bio relativno skroman.

vanju sa Grčkom su ostvarile i velike zapadne banke, ali su one zbog svoje veličine mogle lakše da podnesu gubitke. Kao i slučaju prethodnih zabluda i u ovom slučaju postoji razlog koji je površnog posmatrača verovatno doveo u zabludu. Naime radi se o tome da je Grčka u periodu kada je dogovor sa poveriocima bio doveden u pitanje pozajmila nekoliko milijardi evra za premošćavanje likvidnosti po vrlo visokim kamatnih stopama. Međutim, učešće tih skupih kredita u ukupnim kreditima je bilo malo beznačajno, pa oni nisu znatno uticali na kretanje prosečnih efektivnih kamatnih stopa.

Sledeća zabluda u vezi sa grčkim javnim dugom je ta što se često tvrdi da Grčka nema perspektivu za oporavak privrede zbog ogromnih troškova servisiranja duga. Međutim, troškovi servisiranja javnog duga Grčke (kao % BDP-a) u narednih desetak godina biće manji od troškova servisiranja javnog duga mnogih evropskih zemalja uključujući i Srbiju. Razlog za to je što su grčke kamatne stope vrlo niske, a osim toga dug ima prosečnu ročnost od 17 godina, što je duplo duža ročnost nego u drugim zemljama. Prema tome servisiranje javnog duga neće predstavljati za Grčku veći teret u odnosu na BDP nego što je to slučaj sa drugim evropskim zemljama. Međutim, i u ovom slučaju postoje činjenice koje prividno podržavaju ovu zabludu, a to je da će grčki javni dug pod postojećim uslovima finansiranja u budućnosti ostati vrlo visok. Ako bi Grčka pokušala da smanji nivo zaduženosti iz visokog fiskalnog suficita, to bi verovatno dovelo do ekonomskog iscrpljivanja zemlje. Stoga je prilično izvesno da je za oporavak Grčke neophodno da se deo javnog duga otpiše, nakon što Grčka stabilizuju deficit na vrlo niskom nivou ili pređe na suficit. Pri tome, problem Grčke nisu visoki troškovi servisiranja duga u narednim godinama, nego nemogućnost da smanji apsolutni nivo duga, niti njegov odnos prema BDP-u.

Konačno, pogrešna tvrdnja koja se iznosi u evropskoj javnosti, zasniiva se na stanovištu da Grčka ne sprovodi reforme, već da očekuje da teret njene potrošnje trajno finansiraju poreski obveznici drugih evropskih zemalja. Prema zvaničnim podacima, fiskalni deficit Grčke je u periodu od 2009. do 2014. godine smanjen za 13,5% BDP, dok je strukturni fiskalni deficit smanjen za čak 16,7% BDP-a (tako da je u 2014. godini ostvaren strukturni suficit od 2% BDP-a). Reč je o veoma velikom fiskalnom prilagođavanju u relativno kratkom periodu, što je i bilo neophodno s obzirom na visinu deficita i dinamiku javnog duga. Prvi program fiskalne konsolidacije (2010-2011.) je bio ravnomerno raspodeljen na smanjenje rashoda i povećanje poreza, dok je drugi program (2013-2014.) u većoj meri bio zasnovan na smanjenju potrošnje. Kao posledica recesije i fiskalne konsolidacije, prosečan raspoloživi dohodak domaćinstava je u prethodnih pet godina opao za oko 35%, što ukazuje da je u Grčkoj

uložen veliki napor za povratak održivosti javnih finansija. Osim toga, znatan deo posla je urađen i u domenu strukturnih reformi, na šta ukazuje i visoka pozicija Grčke na OECD listi zemalja, rangiranih prema brzini sprovođenju preporuka za ubrzanje privrednog rasta.

Pouke

Kriza grčkog javnog duga pruža mogućnost da izvlačena većeg broja pouka od kojih je većina njih relevantna za Srbiju.

Važno je da rast privrede bude dugoročno održiv, a rast je održiv ako se ostvaruju uz male unutrašnje i spoljne neravnoteže. Grčka je u periodu 2001-2007. ostvarivala visoke stope rasta BDP-a i još brži rast dohodaka i potrošnje građana, ali je istovremeno imala visok deficit u tekućem platnom bilansu i visok fiskalni deficit. Ovakav model rasta znači da se veliki deo investicija i potrošnje finansira stranim kreditima ili stranim direktnim investicijama. Problem su još veći ako se strani krediti koriste za finansiranje tekuće potrošnje, a veći deo stranih investicija ide u sektor nerazmenjivih dobara.

Važno je da se demokratskim procesima kojima se donese odluke o fiskalnoj i drugim ekonomskim politikama uvažavaju dugoročne posledice usvojenih politika. U mladim demokratijama postoji rizik da se uspostavi neodrživ aranžman između političara, koji iz kredita finansiraju visoku potrošnju građana, i građana koji tolerišu njihove koruptivne poslove i daju im podršku na izborima. Političari, birokrate i građani bi trebalo da odole iskušenju da privremeno povećaju potrošnju na račun građana drugih zemalja i na račun budućih generacije svoje zemlje. Povećanje potrošnje uzimanjem stranih kredita koji ne mogu ili ne žele da se vrate ima ograničen dolet, dok je trošenje na račun budućih generacija moralno problematično.

Visok deficit u tekućem platnom bilansu predstavlja rizik ne samo za rast zemlje nego i za održivost njenih javnih finansija. Visok deficit može da se finansira sve dok postoji poverenje stranih investitora, a kad ono nestane iz bilo kog razloga, tada dolazi do prinudnog smanjenja spoljnog deficita, ali i do pada privatne potrošnje, investicija, a time i BDP-a. Pad BDP-a automatski dovodi do pada poreskih prihoda, čim se povećavaju fiskalni deficit i javni dug. Ovo se upravo dogodilo u Grčkoj 2009-2010. godine kada je zbog naglog smanjenja priliva stranog kapitala došlo do pada BDP-a, pre nego što je Vlada preuzela mere štednje.

Važno je da kurs nacionalne valute bude usklađen sa drugim makroekonomskim varijablama, kao što su produktivnost i zarade. Ako kurs nije usklađen sa produktivnošću i zaradama, tada je moguće da zemlja ostvaruje visok

rast uz spoljni deficit, čije finansiranje zavisi od ćudljivosti svetskog tržišta kapitala. Zemlje koje imaju fiksni kurs, kao Grčka, makroekonomske ravnoteže održavaju usklađivanjem plata, penzija i dr. sa kursom. U slučaju zemlje koja ima fleksibilan kurs, kao što Srbija, usklađivanje može da se sprovodi kako politikom dohodaka i kontrolom domaće tražnje, tako i kroz politiku kursa.

Ako država ima visok fiskalni deficit potrebno je da počne što pre sa konsolidacijom, a mere konsolidacije treba da budu dovoljno snažne kako bi se deficit u kratkom roku smanjio na održiv nivo. Pravovremeno preduzimanje snažnih mera konsolidacije je naročito važno u slučaju malih privreda koje imaju nizak kreditni rejting, a uz to nemaju potencijal za primenu fiskalnih stimulansa, kojim bi kroz povećanu državnu potrošnju pokrenuli rast privrede. Veći broj zemalja na početku prethodne krize je upravo primenio takve mere za smanjenje fiskalnog deficita, a one su rezultirale dubokim ali kratkotrajnim padom BDP-a, da bi nakon toga usledio snažan oporavak njihovih privreda. Iskustvo baltičkih zemalja, Rumunije, pa i Srbija u ovoj godini ubedljivo demantuju tvrdnje nekih ekonomista, da mere štednje samo produbljuju krizu. Odlaganje fiskalne konsolidacije i kolebanje tokom njenog sprovođenja samo povećavaju troškove konsolidacije. Oporavak grčke privrede počeo je u drugoj godini nakon primene odlučnih mera fiskalne konsolidacije u 2012. godini.

Iskustvo Grčke, ali i drugih zemalja, ukazuje na to da je za uspeh fiskalne konsolidacije, a time i za održivi rast privrede, neophodna istrajnost u njenom sprovođenju. Čak i kratkotrajno odustajanje od fiskalne konsolidacije nakon početnih dobrih rezultata kao što je to Grčka uradili u ovoj godini, samo povećava troškove fiskalne konsolidacije i odlaže oporavak privrede. U tom smislu, iskustvo Grčke, koja je od fiskalne konsolidacije i strukturnih reformi (privremeno) odustala u njihovoj poslednjoj fazi, pa se zatim vratila na program reformi ali pod lošijim uslovima, može biti poučno i za druge male, otvorene privrede koje ovakve reforme sprovode (npr. Srbija), u smislu da je za uspeh reformi neophodno istrajati na njihovoj doslednoj primeni do kraja, kako početni uspeh u njihovom sprovođenju ne bi bio izgubljen usled gubitaka povezanih sa zaustavljanjem reformi. Osim toga, nedavno iskustvo Grčke pokazuje da države male i srednje veličine (u ekonomskom smislu) ne mogu uticati na promenu principa na kojima funkcioniše globalna ekonomija, jer bi tako nešto bilo moguće tek u sklopu šireg simultanog delovanja većeg broja velikih i ekonomski snažnih zemalja, što je malo verovatno. Nasuprot tome, male i srednje države, na srednjem nivou razvijenosti bi trebalo napor da usmere ka optimizaciji svojih politika u datom kontekstu.

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