

2. Privredna aktivnost

Privredna aktivnost u Q3 ostvarila je solidan međugodišnji rast od 2,1% koji je najveći od početka godine. I pored toga što je rast BDP-a u Q3 osetno ubrzao u odnosu na prethodne kvartale i što su njegovi pokretači održiviji (prednjačile su investicije), to neće značajno promeniti našu nepovoljnu ocenu privrednih kretanja u 2017. godini. Naime, rast BDP-a u 2017. će iznositi približno 1,8% što je praktično najniži rast privredne aktivnosti u čitavoj Centralnoj i Istočnoj Evropi (izuzev Makedonije). Međutim, iako je ubrzanje privrednog rasta u Q3 došlo prekasno da bi značajnije promenilo rezultate BDP-a u 2017, ono je važno za narednu godinu. U 2018. dodatno bi trebalo očekivati i oporavak poljoprivrede nakon suše i uspostavljanje uobičajenog nivoa proizvodnje električne energije nakon dubokog pada u prvoj polovini 2017. godine. Ovi jednokratni činioci, uz sadašnje trendove, trebalo bi da dovedu do toga da rast BDP-a u 2018. bude oko 4%, što bi bio najveći privredni rast Srbije od izbijanja krize u drugoj polovini 2008. godine. Međutim, ne bi trebalo zaboraviti da rast od 4%, ukoliko se ostvari u 2018, još ne bi bio potpuno održiv (počiva delom na jednokratnom oporavku poljoprivrede), a u odnosu na druge uporedive zemlje ne bi bio ni toliko impresivan – zemlje CIE u 2017. u proseku rastu 4,5%. Ključ za dugoročno visok i održiv privredni rast od preko 4% u Srbiji trebalo bi tražiti u sistematskom povećanju učešća investicija u BDP-u sa sadašnjih ispod 18% na oko 25%. Relativno visok međugodišnji rast investicija u Q3 od preko 6%, dobar je nagoveštaj takvih poboljšanja, ali bi ovaj trend Vlada trebalo da podrži strukturnim reformama javnog sektora i javnih preduzeća, povećanjem efikasnosti u izvršenju javnih investicija i unapređenjem privrednog ambijenta (vladavina prava, smanjenje korupcije, povećanje efikasnosti državne administracije i drugo). NBS bi sa svoje strane morala da spreči dalje jačanje dinara koje se negativno odražava na međunarodnu cenovnu konkurentnost privrede.

Bruto domaći proizvod

U Q3 ostvaren je rast BDP-a od 2,1% koji ocenjujemo kao solidan

Po poslednjim podacima RZS-a, međugodišnji rast BDP-a u Q3 iznosio je 2,1% što je solidan rezultat. Naime, međugodišnji rast osetno je ubrzao, za skoro 1 p.p. u odnosu na prvu polovinu godine kada je iznosio 1,2%. Trebalo bi takođe imati u vidu i to da je ovaj rezultat u Q3 ostvaren uprkos nešto većem negativnom uticaju sušne poljoprivredne sezone nego u prethodnim kvartalima – učešće poljoprivrede u bruto dodatoj vrednosti najveće je upravo u Q3 (preko 10%), a u ovom kvartalu ostvaren je i najveći međugodišnji pad poljoprivredne proizvodnje u 2017. od oko 11%. Dakle, uzimajući u obzir i to da je poljoprivreda u Q3 delovala nešto nepovoljnije na privredna kretanja nego u prethodnim kvartalima, a da je i pored toga ostvaren znatno veći privredni rast, ocena privrednih kretanja u Q3 nešto je povoljnija. Na kraju, važno je istaći i još jedan pozitivan trend u ostvarenom privrednom rastu u Q3, a to je njeno poboljšana struktura. U ukupnom rastu od 2,1% ponovo prednjače investicije koje su imale rast od preko 6% (nakon neubedljivog rasta od oko 2,5% u prvoj polovini godine).

U 2017. očekujemo ukupan rast BDP-a od oko 1,8%

Nakon što su objavljeni rezultati privredne aktivnosti u prva tri kvartala 2017, sa nešto većom pouzdanošću možemo da procenimo rast BDP-a u čitavoj godini. U prva tri kvartala 2017. BDP je porastao u odnosu na isti period prethodne godine za 1,6%. Budući da u Q4 očekujemo međugodišnju stopu rasta sličnu onoj iz Q3, od nešto preko 2% – to bi rezultiralo ukupnom stopom rasta BDP-a u 2017. od približno 1,8%. Ovim se potvrđuje naša prognoza iz prethodnog QM-a da će rast BDP-a u 2017. iznositi između 1,5-2% (mada su se u međuvremenu u javnosti često pojavljivale optimističnije prognoze da će rast BDP-a biti preko 2%).

Aktuelni trend rasta je između 2,5 i 3%

Kao što smo već pomenuli, na loše rezultate privrede u Q3, kao i u čitavoj 2017. značajno utiče suša koja je (po poslednjim procenama RZS) oborila ukupnu poljoprivrednu proizvodnju za malo manje od 10%. Takođe, ne bi trebalo zaboraviti ni to da je loše upravljanje EPS-om dovelo do velikog pada proizvodnje uglja (Kolubara) krajem 2016. i u Q1 2017, a zatim i proizvodnje električne energije (termoelektrane) u prvoj polovini 2017. godine. Budući da su ovi činioci po svojoj

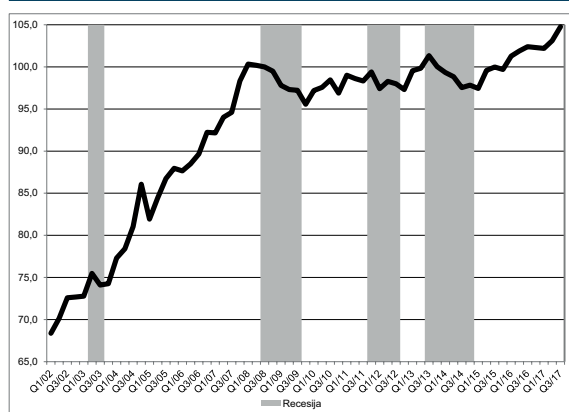
Desezonirani rast BDP-a u Q3 ukazuje na primetno ubrzanje privrednih trendova

Desezonirani BDP u Q3 veći je za oko 5% u odnosu na svoj pretkrizni nivo

prirodi jednokratni i nepredvidivi – za ocenu osnovnog trenda privredne aktivnosti, sa kojim se zapravo ulazi u 2018, ove činioce trebalo bi isključiti. Isključenjem poljoprivrede i EPS-a dobijamo da je međugodišnji rast trenda BDP-a u 2017. oko 2,8%. To bi, dakle, znatno poboljšalo ocenu privrednih kretanja u 2017, odnosno, videlo bi se da u 2017. uopšte ne dolazi do usporavanja trenda privrednog rasta u odnosu na 2016. godinu.¹

U Grafikonu T2-1 prikazana je serija desezoniranog rasta BDP-a koji nešto pouzdanije pokazuju kratkoročne trendove privredne aktivnosti od međugodišnjih indeksa (osenčeni periodi predstavljaju recesiju, ocenjenu na osnovu *Bry-Boschan* procedure). Za razliku od međugodišnjih indeksa BDP-a, koji će tokom čitave 2017. biti umanjani zbog pada poljoprivredne proizvodnje, kod desezoniranih indeksa efekat jednokratnih činilaca uglavnom se iscrpeo još u Q1,² tako da desezonirani rast BDP-a od Q2 može da bude dodatna indikacija „nosećih” privrednih trendova (bez privremenih činilaca). Desezonirani rast BDP-a u Q3 u odnosu na Q2 iznosio je čak 1,6%, što bi analizovano ukazivalo na snažan tempo rasta privredne aktivnosti od preko 6% godišnje. Premda je na nešto veći rast ovog indikatora u Q3 uticao oporavak proizvodnje električne energije u odnosu na Q2 (što će se iscrpeti već u narednom kvartalu), nesporno je da vrednost desezoniranog BDP-a u Q3 potvrđuje već iznetu ocenu o osetnom ubrzanju privrednog rasta na koju su nam ukazivali i međugodišnji indeksi.

Grafikon T2-1. Srbija: desezonirani rast BDP-a, 2002-2017. godina (2008=100)



Izvor: procena QM-a na osnovu podataka RZS

U Grafikonu T2-1 trendovi privredne aktivnosti i desezonirani BDP mogu se porediti i sa svojim istorijskim rezultatima. U Grafikonu se vidi da, nakon izbijanja krize u drugoj polovini 2008, Srbija veoma dugo (sedam godina) nije mogla da izađe iz stagnacije, jer su epizode skromnog privrednog oporavka bile prekidane recesijama. Od Q2 2015. započela je poslednja epizoda privrednog rasta koji je ne samo nešto brži nego u prethodnim slučajevima (posle 2009. godine), već i znatno dugotrajniji, a desezonirani BDP u Q3 ove godine je dostigao nivo koji je skoro 5% iznad pretkriznog (Grafikon T2-1). Takođe, nema nikakvih naznaka da će se ovaj trend, započet pre skoro tri godine, uskoro

prekinuti i da će doći do nove recesije. Ovo naročito ističemo pošto je od 2015. do 2017. sprovedena snažna fiskalna konsolidacija kojom je deficit opšte države smanjen za preko 6 p.p. BDP-a, čime je ujedno obezbeđena makroekonomska stabilnost i otpočelo je smanjenje učešća javnog duga u BDP-u. Podsećamo, međutim, na to da je prilikom započinjanja fiskalne konsolidacije (krajem 2014. godine) u javnosti često moglo da se čuje da će ona negativno uticati na privredni rast. Grafikon T2-1 pokazuje ne samo da fiskalna konsolidacija nije oborila privredni rast, već da je omogućila trajni izlazak Srbije iz stagnacije, odnosno naizmeničnih ciklusa blažih privrednih oporavaka i recesija. U nastavku teksta više detalja ćemo posvetiti strukturnim problemima koji sprečavaju da privredni rast u Srbiji bude još veći.

Rast BDP-a u Srbiji znatno je ispod regionalnog proseka

Rezultate privredne aktivnosti u Srbiji u 2017. i prethodnim godinama posmatrali smo i u međunarodnom kontekstu. U tom cilju u Tabeli T2-2 prikazali smo rast BDP-a Srbije, zemalja okruženja Srbije i drugih zemalja Centralne i Istočne Evrope (CIE). U Tabeli smo dodatno prikazali i stopu rasta BDP-a Srbije koju smo nazvali „noseći” privredni rast – iz kog smo isključili promene u rastu BDP-a izazvane poljoprivrednim sezonama i promenama proizvodnje elek-

¹ Zapravo, kada se uzme u obzir da je poljoprivredna sezona u 2016. bila natprosečno dobra, odnosno da je „noseći” rast BDP-a u 2016. bio nešto niži od ostvarenih 2,8%, dolazimo do zaključka da trajni trendovi privredne aktivnosti u 2017. čak blago i ubrzavaju (Tabela T2-2).

² Metodologija RZS je takva da se međugodišnji uticaj loše poljoprivredne sezone približno ravnomerno raspodeljuje na sva četiri kvartala tokom godine. To se sa druge strane odražava na veći jednokratni desezonirani pad BDP-a samo u prvom kvartalu, dok je uticaj poljoprivrede na desezonirani kvartalni rast u narednim kvartalima relativno mali. Slično tome, efekat pada proizvodnje u EPS-u u desezoniranim indeksima iscrpljen je u Q4 2016. i Q1 2017. godine.

trične energije i iskopavanja uglja koje su bile pod velikim uticajem poplava iz 2014, i problema u poslovanju EPS-a u prvoj polovini 2017. godine. Praktično jedina zemlja koja u 2017. ima nižu stopu rasta od Srbije je Makedonija, ali je razlog za ovakav rezultat makedonske privrede politička nestabilnost koja je obeležila prvu polovinu godine u ovoj zemlji. Ono što je uočljivo takođe je to da Srbija ne samo u 2017, već i u prethodnim godinama zaostaje za privrednim rastom u regionu, čak i kad uzmemo u obzire činioce koji su privremeno usporavali privredni rast Srbije (v. Tabelu T2-2, red: Srbija – noseći privredni rast). Kumulativni rast Srbije u periodu 2014-2017. iznosio je nešto oko 5%, dok je rast uporedivih zemalja okruženja i CIE iznosio u istom periodu oko 15%.³ Ovaj podatak ukazuje da postoje sistematski, strukturni, problemi zbog kojih privredni rast dugoročno zaostaje za uporedivim zemljama.

Tabela T2-2. Srbija i zemlje okruženja: Rast BDP-a, 2014-2017. godina

	2014	2015	2016	2017 ¹⁾
Srbija	-1,8	0,8	2,8	1,8
Srbija – noseći privredni rast ²⁾	-0,8	1,2	2,3	2,8
Zemlje okruženja (ponderisani prosek)	2,7	3,6	3,6	4,3
Albanija	1,8	2,2	3,4	4,0
Bosna i Hercegovina	0,3	3,8	3,1	2,3
Bugarska	1,4	3,6	3,9	3,9
Hrvatska	-0,5	2,2	3,0	3,2
Mađarska	4,2	3,4	2,2	3,7
Makedonija	3,6	3,9	2,9	0,0
Crna Gora	1,8	3,4	2,9	3,9
Rumunija	3,1	4,0	4,6	5,7
Centralna i Istočna Evropa (ponderisani prosek)	2,9	3,8	3,1	4,2

1) Prognoze za 2017. EU Komisija (European Economic Forecast – Autumn 2017) izuzev za Srbiju, BiH i Makedoniju za koje su date prognoze QM-a na osnovu podataka njihovih statističkih zavoda

2) Isključen efekat suše, poplava i lošeg upravljanja EPS-om

Izvor: Eurostat, zavodi za statistiku pojedinačnih zemalja i EU Komisija

**Strukturni problem
zbog kog privreda
Srbije ostvaruje niske
stope rasta je manjak
investicija**

Dakle, čak i da je Srbija imala rast u 2017. od oko 2,8% (da nije bilo suše i problema u poslovanju EPS-a) to bi opet bio jedan od najlošijih rezultata u odnosu na zemlje Centralne i Istočne Evrope koje u proseku rastu oko 4,5% – a podsećamo i na to da zaostajanje Srbije za regionom traje duži niz godina. Zbog toga zaključujemo da nisu samo privremeni činioći bili razlog za relativno nizak rast BDP-a u 2017, već da je takav rezultat samo nastavak dugoročnijih nepovoljnih privrednih trendova. Strukturni razlog zbog kog Srbija zaostaje u privrednom rastu vidimo u niskom nivou investicija koje su u Srbiji na nivou od 17,7% BDP-a (podatak za 2016. godinu), a u drugim uporedivim zemljama u proseku su oko 22% BDP-a. Srbija bi za dostizanje trajno održivih stopa rasta na nivou zemalja CIE morala da poveća investicije približno na prosek regiona. Za nešto veće stope rasta od proseka regiona učešće investicija u Srbiji moralo bi da se poveća još više, na nivo od oko 25% BDP-a (koliko je npr. imala Rumunije pre snažnog ubrzanja rasta u 2015. godini). O razlozima za niske investicije pisali smo detaljno u više navrata u prethodnim izdanjima QM-a, pa ih ovde nećemo ponovo opisivati. Ono što je važno napomenuti je da su ti razlozi uglavnom strukturnog karaktera (vladavina prava, neefikasnost državne administracije, visok nivo korupcije, loše stanje infrastrukture i drugo) i mogu se otkloniti samo srednjoročnim reformama ovih oblasti koje se u Srbiji uporno izbegavaju.

Strukturu ostvarenog rasta BDP-a u Q3 po *potrošnji* prikazali smo u Tabeli T2-3. U Tabeli se vidi da je u Q3 došlo do značajnog poboljšanja strukture ostvarenog privrednog rasta. Naime, u prethodnim kvartalima privatna potrošnja (a u Q2 i državna potrošnja), rasle su brže od rasta ukupnog BDP-a, dok su investicije, čije je strukturno povećanje najpotrebnije, imale relativno neubedljiv rast od oko 2,5%. U Q3 to se menja na način da investicije ubrzavaju svoj međugodišnji rast na preko 6% (Tabela T2-3), dok privatna i državna potrošnja, iako zadržavaju slične stope rasta kao u prethodnim kvartalima, sada ponovo rastu našto sporije od rasta BDP-a – što

3 Napominjemo i to da su prognoze rasta BDP-a zemalja Centralne i Istočne Evrope za 2017. preuzete iz oktobarskog izveštaja EU Komisije, a da se u međuvremenu ispostavilo da je rast BDP-a većine zemalja CIE u Q3 bio još veći od očekivanja. Zbog toga je vrlo verovatno da će rast BDP-a zemalja CIE biti još veći od onog prikazanog u Tabeli T2-2 i da će verovatno premašiti 4,5%.

znači da se njihovo učešće u BDP-u smanjuje. Neto izvoz i u Q3 i dalje negativno doprinosi rastu BDP-a, ali ohrabruje relativno visok rast izvoza od preko 11% koji je bio neznatno veći od rasta uvoza.⁴ Ovakva struktura rasta BDP-a, koji počiva na rastu investicija jeste održiva, zbog čega ubrzanje rasta BDP-a u Q3 ocenjujemo pozitivno i, nadamo se, da je nešto trajnije prirode.

Tabela T2-3. Srbija: bruto domaći proizvod po rashodnom principu, 2009-2017

	Međugodišnji indeksi														Učešće 2016	
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2016				2017			
									Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2		Q3
BDP	96,9	100,6	101,4	99,0	102,6	98,2	100,8	102,8	104,0	102,0	102,8	102,5	101,1	101,4	102,1	100,0
Privatna potrošnja	99,4	99,4	100,9	98,2	99,4	98,7	100,5	100,8	101,0	101,2	100,7	101,1	102,0	101,6	101,7	72,4
Državna potrošnja	100,6	100,8	101,1	102,4	98,9	99,4	98,5	102,3	102,3	103,7	100,9	102,3	100,4	101,5	101,0	16,0
Investicije	77,5	93,5	104,6	113,2	88,0	96,4	105,6	104,9	106,9	104,6	106,5	102,7	102,4	102,6	106,2	17,7
Izvoz	93,1	115,0	105,0	100,8	121,3	105,7	110,2	111,9	112,5	110,8	110,9	114,0	109,0	111,2	111,4	50,0
Uvoz	80,4	104,4	107,9	101,4	105,0	105,6	109,3	106,8	106,5	113,4	108,0	108,1	111,2	109,0	110,7	57,5

Izvor: RZS

Uz veliki pad poljoprivrede koji je obeležio čitavu 2017, u Q3 se beleži nešto veći rast građevinarstva

U Tabeli T2-4 prikazali smo rast BDP-a po *proizvodnom* principu. U Q3 jasno se uočava veliki pad poljoprivrede od oko 11% koji je posledica uticaja suše na ratarstvo. Sa druge strane, u Q3 ubrzava rast građevinarstva i industrijske proizvodnje, koji je konzistentan sa visokim rastom izvoza i investicija. Što se tiče industrije, tu zapravo i nema većih promena strukturnih trendova u odnosu na prethodne kvartale, a novost je jedino to što se proizvodnja električne energije, posle veoma loših rezultata u prvoj polovini godine, ponovo vratila u zonu blagog pozitivnog međugodišnjeg rasta. Zahvaljujući ovoj promeni postao je vidljiviji trend rasta prerađivačke industrije koji je tokom čitave 2017. bio iznad 5% (v. Tabelu T2-5). Najvažnija promena u *proizvodnom* BDP-u je ipak rast građevinarstva od preko 6%, nakon međugodišnjeg pada u prvoj polovini godine. Iako u ovom broju *QM*-a iznosimo određene sumnje da je dinamika građevinske aktivnosti u 2017. bila u potpunosti onakva kakvom je prikazuju zvanični podaci RZS-a, porast građevinarstva je dobra naznaka poželjnog ubrzanja investicione aktivnosti. Uz ove, povoljnije, rezultate nego u prethodnim kvartalima, u Q3 se nastavlja i blago ubrzava trend rasta usluga (trgovina, saobraćaj i turizam), koje su u ovom kvartalu imale međugodišnji rast od 5%. Ostali proizvodni sektori BDP-a nastavljaju sa sličnim stopama rasta kao u prethodnim kvartalima koje se kreću u relativno uskom rasponu od 1-2% (Tabela T2-4).

Tabela T2-4. Srbija: bruto domaći proizvod po delatnostima, 2009–2017¹⁾

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2016				2017			Učešće 2015
									Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	
	Ukupno	96,9	100,6	101,4	99,0	102,6	98,2	100,8	102,8	104,0	102,0	102,8	102,5	101,1	101,4	102,1
Porezi minus subvencije	98,6	99,5	101,1	97,8	98,9	99,2	100,9	101,0	101,0	101,7	100,2	101,2	102,3	101,9	102,2	15,7
Bruto dodata vrednost	96,6	100,8	101,5	99,2	103,3	98,0	100,7	103,2	104,6	102,1	103,3	102,8	100,8	101,3	102,1	84,3
Bruto dodata vrednost bez poljoprivrede	96,7	100,2	101,5	101,1	101,6	97,5	101,7	102,7	104,1	102,0	102,3	102,1	101,6	102,4	103,9	90,1 ²⁾
Poljoprivreda	95,2	106,4	100,9	82,7	120,9	102,0	92,3	108,1	107,5	104,4	111,6	107,8	92,2	89,8	88,9	9,9 ³⁾
Industrija	96,8	100,8	103,2	105,6	106,0	92,4	103,2	102,6	106,6	99,2	102,0	102,9	101,2	103,0	106,1	24,3 ²⁾
Građevinarstvo	87,1	97,6	105,9	90,2	96,1	98,5	102,7	103,2	109,5	104,6	105,4	96,5	96,3	98,0	106,1	5,2 ²⁾
Trgovina, saobraćaj i turizam	92,9	100,0	99,5	99,3	102,3	101,1	102,2	103,7	105,0	103,0	103,2	103,8	103,0	104,1	105,0	18,5 ²⁾
Informisanje i komunikacije	97,0	103,2	102,6	102,8	99,9	96,1	101,7	105,8	106,6	106,7	105,5	104,2	99,9	101,4	101,6	5,2 ²⁾
Finansijske delatnosti i osiguranje	102,6	101,9	98,4	92,0	90,5	97,2	102,3	104,0	103,6	104,0	104,6	104,1	104,8	101,6	101,8	3,2 ²⁾
Ostalo	99,7	99,8	100,9	101,8	100,2	99,9	99,8	101,5	101,7	101,8	101,0	101,5	100,6	101,1	101,2	33,8 ²⁾

Izvor: RZS

1) U cenama iz prethodne godine

2) Učešće u BDV

Očekujemo da rast BDP-a u 2018. bude oko 4%

Kao što smo pokazali na nizak rast BDP-a od oko 1,8% (koji očekujemo u 2017. godini), uticali su delom i neki jednokratni činioci (suša i pad proizvodnje EPS-a u prvoj polovini godine). Zbog toga je stvarni trend privrede sa kojim se ulazi u 2018. ipak nešto veći i iznosi skoro 3%. Uz to, u 2018. očekujemo da uticaj jednokratnih činilaca promeni smer u odnosu na 2017. godinu. Naime, oporavak poljoprivrede od suše koji očekujemo u 2018, uz uspostavljanje uobičajenog nivoa proizvodnje električne energije, dovešće do jednokratnog povećanja BDP-a za nešto preko 1 p.p. To bi, uz nastavak uspostavljenog „nosećeg“ trenda privredne aktivnosti iz 2017. od oko 3%, dovelo do ukupnog rasta BDP-a od preko 4%. Ovakvo povećanje privrednog rasta u 2018, ukoliko se desi, jeste dobro, ali nikako ga ne bi trebalo nekritički pozitivno tumačiti. Dovoljno je

⁴ Zbog većeg učešća uvoza od izvoza u BDP-u potrebno je da izvoz raste bar 15% brže od uvoza da bi neto izvoz pozitivno doprinosio rastu BDP-a, a u Q3 izvoz je rastao 6,5% brže od uvoza.

samo istaći to da se i u 2018. očekuje približno nepromenjen osnovni trend privrednog rasta od oko 3%, a da je prosečan rast zemalja CIE u 2017. oko 4,5%, što nagoveštava da će privredni rast Srbije i u 2018. strukturno zaostajati u odnosu na uporedive zemlje.

Industrijska proizvodnja

Rast industrijske proizvodnje osetno ubrzanje u Q3 zbog oporavka elektroenergetskog sektora

Industrijska proizvodnja u Q3 imala je relativno visok rast od 6,3% (Tabela T2-5), što predstavlja solidno ubrzanje u odnosu na 3,1% iz Q2. Iza ovog, povoljnijeg, rezultata kriju se uglavnom bolji trendovi elektroenergetskog sektora u odnosu na prethodni kvartal, uz nastavak veoma dobrog međugodišnjeg rasta prerađivačke industrije koji je u Q3 dostigao 7,7% (Tabela T2-5).

Tabela T2-5. Srbija: indeksi industrijske proizvodnje, 2009–2017

	Međugodišnji indeksi													Učešće		
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2016				2017			2016
									Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	
Ukupno	87,4	102,5	102,2	97,1	105,5	93,5	108,2	104,7	110,5	102,4	103,7	102,8	100,7	103,1	106,3	100,0
Rudarstvo	96,2	105,8	110,4	97,8	105,3	83,3	110,5	104,0	114,3	99,2	103,4	100,5	93,7	107,3	105,3	6,5
Prerađivačka industrija	83,9	103,9	99,6	98,2	104,8	98,6	105,3	105,3	106,5	105,9	104,4	105,3	107,3	105,1	107,7	80,0
Snabdevanje el. energijom, gasom i klimatizacija	100,8	95,6	109,7	92,9	108,1	79,9	118,8	102,7	120,9	90,2	102,1	95,9	85,5	94,1	100,7	13,5

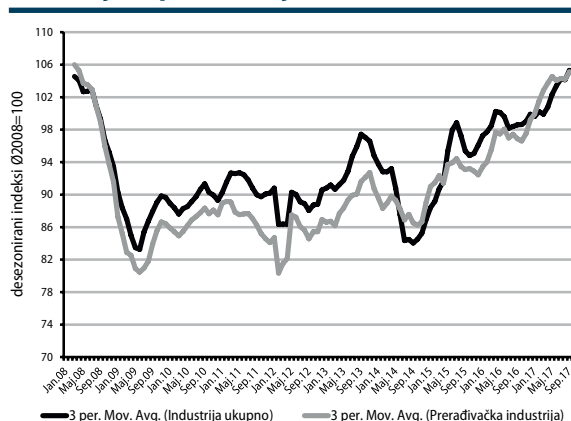
Izvor: RZS

Još je neizvesno kako će EPS poslovati u narednoj grejnoj sezoni

Proizvodnja električne energije u Q3 prešla je u zonu blagog međugodišnjeg rasta nakon pada od preko 10% u prvoj polovini godine (u Q1 od skoro 15%), koji je bio posledica problema u iskopavanju uglja. Iako je došlo do oporavka međugodišnjeg indeksa proizvodnje električne energije u Q3, još uvek nije potpuno poznato da li ovi indeksi ukazuju da je EPS uspeo da otkloni probleme u svom poslovanju koji su doveli do snažnog pada njegove proizvodnje u prvoj polovini godine. Naime, u letnjim mesecima EPS sezonski proizvodi oko 50% manje električne energije nego tokom grejne sezone, tako da dostizanje približno istog nivoa proizvodnje kao u Q3 2016. godini (što se desilo u Q3 2017. godine) i nije bio preterano veliki izazov. Pravo je pitanje da li je EPS uspeo da tokom leta i jeseni dopuni rezerve na deponijama uglja kako bi se na vreme pripremio za povećanu tražnju koja se očekuje s novom grejnom sezonom, a konačan odgovor na ovo pitanje ćemo dobiti tek u poslednjim mesecima 2017. godine. Otežavajuća okolnost za EPS bila je to što je ovo leto bilo veoma sušno, pa su vodostaji reka bili niski – zbog čega su tokom letnjih meseci termoelektrane trošile više uglja nego što je uobičajeno, a njihovi remontu su nešto kasnili. Ipak, loša hidrološka situacija nije trajala preterano dugo, pa smatramo da je EPS-u ipak bilo ostalo dovoljno vremena da napravi dovoljne depozite uglja i tako se pripremi za novu grejnu sezonu.

Ocenu kretanja industrijske proizvodnje u Q3 koju smo dali na osnovu kretanja međugodišnjih indeksa potvrđuju i desezonirani indeksi koje smo prikazali u Grafikonu T2-6. U Grafikonu

Grafikon T2-6. Srbija: desezonirani indeksi industrijske proizvodnje, 2008–2017



Izvor: RZS

se vidi da ukupna industrijska proizvodnja (tamnija linija na Grafikonu) povećava svoj desezonirani rast tokom Q3 nešto više od prerađivačke industrije (zbog oporavka proizvodnje električne energije). Prerađivačka industrija (svetlija linija na Grafikonu), sa svoje strane, nastavlja desezonirani rast u Q3, ali nešto skromnije i uz određene oscilacije, pa ćemo u narednim mesecima videti da li su to prve naznake usporavanja njenog trenda rasta ili samo privremeni, mesečni, zastoji. Takođe, u Grafikonu se vidi da je ukupna industrijska proizvodnja u Q3 približno dostigla svoj najveći, pretkrizni, nivo proizvodnje iz prve polovine 2008. godine. Ipak, iako je ukupan obim proizvodnje jed-

**U Q3 pad
proizvodnje
motornih vozila
i prehrambene
industrije, ali
snažan rast
naftne industrije**

nak, za razliku od 2008. godine, struktura ove proizvodnje u 2017. je mnogo povoljnija, jer je daleko više okrenuta ka izvozu.

Ubrzanje međugodišnjeg rasta prerađivačke industrije u Q3 (sa 5,1% iz Q2 na 7,7% u Q3) posljedica je divergentnih trendova pojedinačnih oblasti prerađivačke industrije. Sa jedne strane, najveći broj oblasti prerađivačke industrije u Q3 imao je nešto nepovoljnije trendove nego u Q2, dok je manji broj oblasti imao izuzetno snažan rast koji je povukao čitavu prerađivačku industriju naviše. Prehrambena industrija, koja ima najveće učešće u prerađivačkoj industriji u Q3 je prešla u zonu međugodišnjeg pada od oko 4% nakon što je u prvoj polovini godine ostvarila rast od oko 3%. Mogući razlog za ovo smanjenje (koje je naročito bilo izraženo u septembru kada je međugodišnji pad prehrambene industrije iznosio oko 8%) jeste sušna poljoprivredna sezona i loš prinos kasnih letnjih (i jesenjih) kultura. Druga važna oblast koja je imala pad u Q3 je proizvodnja motornih vozila i taj pad je iznosio oko 7%. Mi smo u prethodnom izdanju QM-a očekivali da će rezultati ove oblasti biti povoljniji u Q3 budući da je štrajk zaposlenih u kompaniji FAS završen u julu. Međutim, uprkos završetku štrajka rezultati ove oblasti nisu se značajno popravili (u septembru je zabeležen međugodišnji pad od 12%). To ukazuje da ipak postoji strukturni razlog za smanjenje proizvodnje ove kompanije – smanjenje tražnje na tržištu za njenim proizvodima – a ne samo privremeni uticaj obustave proizvodnje zbog štrajka. Na drugoj strani, ubedljivo najveći doprinos povećanju međugodišnjeg rasta prerađivačke industrije dala je proizvodnja derivata nafte, koja je u Q3 povećana za oko trećinu u odnosu na isti period prethodne godine. Ovo ubrzanje je međutim bilo privremeno, jer je posledica poređenja sa niskom bazom iz 2016. godine. Naime, u septembru 2016. privremeno je bila obustavljena proizvodnja u NIS-u zbog remonta postrojenja za preradu nafte, pa je u tom mesecu proizvodnja naftnih derivata pala za preko 80% od njenog uobičajenog nivoa. Zbog toga je u septembru 2017. proizvodnja ove oblasti bila povećana čak šest puta u odnosu na septembar 2016, što je značajno podiglo međugodišnji rast čitave prerađivačke industrije.

**Relativno visok rast
većine namenskih
grupa industrijske
proizvodnje, uz
pad proizvodnje
potrošnih dobara**

Posmatrano po nameni industrijskih proizvoda (Tabela T2-7), jedina grupa koja je zabeležila međugodišnji pad u Q3 jeste proizvodnja potrošnih dobara, a ostale grupe imale su relativno visok rast – od oko 9% (proizvodnja energije) do oko 15% (investiciona dobra). Promene koje smo uočili analizirajući industrijsku proizvodnju po oblastima odražavaju se i na kretanje proizvodnje industrijskih proizvoda po nameni. Najveću promenu u odnosu na prethodne kvartale imala je proizvodnja energije. U Q3 je završen pad proizvodnje EPS-a iz prve polovine godine, što je, uz visok rast proizvodnje derivata nafte uticalo na rast proizvodnje energije od oko 9% (nakon pada od oko 8% u prvoj polovini godine). Na ubrzanje investicione aktivnosti nije toliko uticala proizvodnja motornih vozila (kao što smo očekivali u prethodnom izdanju QM-a), ali je proizvodnja ostalih mašina i opreme u ovom kvartalu ostvarila međugodišnji rast od preko 50% koji je podigao stopu rasta čitave grupacije.⁵ Na drugoj strani, proizvodnja potrošnih dobara prešla je u zonu međugodišnjeg pada zbog prehrambene industrije koja je ubedljivo najvažnija oblast koja spada u ovu namensku grupu.

Tabela T2-7. Srbija: proizvodnja industrijskih proizvoda po nameni, 2009–2017

	Međugodišnji indeksi														
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2016				2017		
									Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3
Ukupno	87,4	102,5	102,1	97,1	105,5	93,5	108,2	104,7	110,5	102,4	103,7	102,8	100,7	103,1	106,3
Energija	98,8	97,7	106,2	93,6	113,2	82,6	116,9	101,9	118,3	94,3	96,5	97,1	88,0	95,2	108,7
Investiciona dobra	79,3	93,6	103,2	103,8	127,6	95,9	103,0	101,6	97,7	100,3	104,7	102,6	113,0	107,0	114,6
Intermedijalna dobra	78,4	109,2	102,2	91,2	99,0	96,8	105,3	109,5	111,2	110,6	108,0	106,5	110,3	109,5	110,3
Potrošna dobra	86,8	102,1	95,4	103,2	100,7	100,7	104,0	105,6	107,4	103,9	107,0	105,6	105,8	105,3	98,7

Izvor: RZS

⁵ Ovako visok rast ove oblasti prerađivačke industrije dešavao se povremeno i u prethodnim godinama. Međutim, ova grupacije je toliko heterogena da je teško utvrditi konkretan uzrok ovolikog povećanja.

Građevinarstvo

Zvanična statistika pokazuje solidan rast građevinarstva u Q3 od preko 6%

Nakon (sumnjivog) međugodišnjeg pada građevinarstva koji je zvanična statistika prikazivala u prvoj polovini godine, u Q3 trendovi se preokreću i građevinarstvo ostvaruje relativno visok rast od preko 6% (Tabela T2-4). Međutim, problem sa praćenjem ovog sektora privrede je u tome što u njemu posluje veliki broj malih privatnih kompanija koje se brzo osnivaju i gase, što zvanična statistika otežano prati, a dobar deo aktivnost obavlja se i u sivoj zoni, van vidokruga statistike. Zbog toga je zvanična statistika prilikom objavljivanja podataka o građevinarstvu pristrasna ka velikim i državnim kompanijama, koje obavljaju veće i lakše vidljive radove (obično javne investicije). Tako se često dešava da zvanična procena kretanja građevinske aktivnosti u velikoj meri odražava dinamiku izvršenja javnih investicija, a ne stvarne tržišne trendove, što mislimo da je upravo bio slučaj u 2017. godini. Naime, u 2017. izvršenje javnih investicija je imalo pad u prvoj polovini godine, pa onda solidno ubrzanje u Q3 – a baš tako se kretala i ukupna građevinska aktivnost po podacima RZS.⁶

Najverovatnije građevinarstvo u 2017. ostvaruje blagi relativno stabilan rast od oko 2%

Mi ocenjujemo da je stvarni trend građevinske aktivnosti tokom 2017. najverovatnije ipak bio njen blagi i relativno stabilan rast koji procenjujemo na oko 2%, a ne pad u prvoj polovini godine i snažno ubrzanje u Q3. Na takav trend ukazuje nam više posrednih indikatora koji opisuju građevinarstvo. Na prvom mestu, Indeks proizvodnje cementa (Tabela T2-8) pokazuje da je u prva tri kvartala 2017. proizvedeno oko 2% više cementa nego u istom periodu prethodne godine. Ovaj indeks je dobar posredni indikator kretanja građevinske aktivnosti, jer se cement koristi

Tabela T2-8. Srbija: proizvodnja cementa, 2001–2017

	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	104,5	108,7	103,1
2016	120,2	109,8	109,9	100,4	108,9
2017	110,4	104,1	96,4	-	-

Izvor: QM na osnovu podataka RZS

kao građevinski materijal u gotovo svim građevinskim radovima, koriste ga i velika i mala preduzeća uključujući i sivu zonu. Ovaj indikator, međutim, nije potpuno pouzdan u kratkom roku (npr. u Q3 indeks proizvodnje cementa pokazuje manji međugodišnji pad), jer nekada cementare proizvode za zalihe, a ne za prodaju, a povremeno se proizvodnja smanjuje i zbog remonta proizvodnih postrojenja. Ipak, na kumulativnom nivou tri kvartala 2017. smatramo da proizvodnja cementa dovoljno dobro ukazuje da građevinarstvo ostvaruje blagi međugodišnji rast. Na isti zaključak o blagom i stabilnom rastu građevinarstva u 2017. ukazuju posredno i podaci o stabilnom rastu broja zaposlenih u ovoj oblasti u prvih osam meseci 2017. u odnosu na isti period prethodne godine (izvor CROSO) od oko 1%, kao i podaci o realnom rastu prosečnih zarada u ovoj delatnosti od oko 0,5%.

⁶ Mi smo zapravo u prethodnom izdanju QM-a upravo najavili ovakav scenario u zvaničnom prikazivanju kretanja građevinske aktivnosti: "...Sredinom godine dolazi do ubrzanja u realizaciji javnih investicija koje će, po svemu sudeći, uticati na povećanje građevinske aktivnosti do kraja godine. Budući da statistika lakše evidentira kretanja u ovom delu građevinskog sektora, ovo ubrzanje će se najverovatnije odraziti i na zvanične procene kretanja građevinske aktivnosti, za koje očekujemo da će, nakon pada iz prve polovine godine, preći u pozitivnu zonu."