



UNIVERZITET U BEOGRADU  
Ekonomski fakultet

**FREN**

# **kvartalni monitor** ekonomskih trendova i politika u Srbiji

januar - mart 2018

**52**



# **kvartalni monitor**

**EKONOMSKIH TRENDOVA I POLITIKA U SRBIJI**

**Broj 52 • januar–mart 2018**

**Beograd, jun 2018**

## 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, Tržište rada  
Danko Brčerević, Privredna aktivnost  
Mirjana Gligorić, Platni bilans i spoljna trgovina  
Slobodan Minić, 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

<b>Uvodnik</b> .....	5
----------------------	---

## TRENDOVI

1. Pregled .....	7
2. Privredna aktivnost .....	11
3. Tržište rada .....	19
4. Platni bilans i spoljna trgovina .....	24
5. Cene i devizni kurs .....	32
6. Fiskalni tokovi i politika .....	38
7. Monetarni tokovi i politika .....	43

## OSVRTI

<b>Osvrt 1. Kretanje sive ekonomije u Srbiji: 2012-2017.</b> .....	50
<i>Milojko Arsić, Saša Randelović, Nikola Altiparmakov</i>	
<b>Osvrt 2. Analiza finansijskih performansi privrede Srbije</b> .....	58
<i>Milutin Živanović</i>	

# 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 prapopisni 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



Rast privrede Srbije u prvom kvartalu iznosi 4,6%, što je iznad proseka zemalja Centralne i Istočne Evrope (CIE), koje su u istom periodu ostvarile rast od 3,8%. Rast privredne aktivnosti u prvom kvartalu u skladu je sa našom prošlogodišnjom prognozom da se na nivou cele 2018. godine može očekivati rast od oko 4%, što je inače približno jednako očekivanom rastu zemalja CIE. Pri tome, rast privrede Srbije u ovoj godini je jednim delom pod uticajem jednokratnih faktora kao što su oporavak poljoprivrede, proizvodnje struje i uglja, građevinarstva i dr. Kada se isključi uticaj jednokratnih faktora rast BDP u ovoj godini iznosiće verovatno tek nešto iznad 3%, što znači da je trend rasta i dalje sporiji nego u zemljama CIE. Neposredni uzrok sporijeg rasta privrede Srbije, o čemu smo u više navrata pisali, je nizak nivo ukupnih investicija, dok su fundamentalni problemi koji usporavaju rast privrede vezani za slabe institucije, visoku korupciju i dr.

Osim što je trend rasta sporiji nego u zemljama Regiona on pokazuje određene karakteristike koje mogu da dovedu u pitanje njegovu održivost u budućnosti. Tokom prethodne i u prvom kvartalu ove godine domaća tražnja je rasla brža od BDP. U prošloj godini uz rast BDP od 1,9% domaća tražnja je povećana za 2,9%, dok je na početku ove godine razlika između rasta BDP i tražnje dodatno povećana tako da rast BDP od 4,6% prati rast tražnje od 6,8%. Mada rast domaće tražnje tokom prošle i na početku ove godine nije dramatičan on je zabrinjavajući jer je ona u Srbiji već visoka u odnosu na BDP. Domaća tražnja je u Srbiji u 2017. godini bila za oko 9% veća od BDP, dok je u 11 novih članica EU iz Centralne i Istočne Evrope bila u proseku za 3,4% manja od BDP. Rumunija u kojoj je tražnja prošle godine bila za 2,1% veća od BDP, već je u ovoj godini preduzela mera za "hlađenje" privrede.

Druga strana preteranog rasta tražnje je povećanje spoljnotrgovinskog deficita Srbije, koji se velikim delom preslikava na rast deficita u tekućem platnom bilansu. Deficit u razmeni roba i usluga povećan je sa 6,4% BDP u 2016. na 8,2% BDP u prošloj godini da bi na prvom kvartalu ove godine dostigao 9,8% BDP. Kvartalna dinamika domaće tražnje i deficita u spoljnotrgovinskom bilansu tokom prošle i na početku ove godine upućuje na zaključak da se ne radi o jednokratnim promenama,

generisanim nekim vanrednim faktorima, nego da se radi o postojanijem trendu.

Generalno, model rasta privrede tokom prošle i na početku ove godine ima određene sličnosti, ali i razlike sa modelom rasta koji je postojao u Srbiji u pretkriznom periodu 2005–2008. godina. Sličnost je u tome što i sada kao i u pretkriznom periodu rast privrede praćen još bržim rastom domaće tražnje, jačanjem dinara, rastom spoljnotrgovinskog i deficita u tekućem platnom bilansu, niskim kamatnim stopama u svetu, visokim prilivom stranog kapitala i dr. Razlika je u tome što je u pretkriznom periodu ostvarivan relativno visok fiskalni deficit dok se sada ostvaruje fiskalni suficit, kao i u tome što su tada plate u javnom sektoru i penzije rasle znatno brže od BDP, što sada nije slučaj, mada predstavnici vlasti to najavljuju. Prema tome ako bi se u narednom periodu ostvarile najave o visokom rastu plata i penzija, smanjenju poreza i dr. to bi imalo za posledicu povećanje fiskalnog deficita, što bi vrlo malo uticalo na rast privrede, ali bi dodatno povećalo domaću tražnju i spoljne deficite. Međutim, odnosi javnog duga i međunarodne neto imovinske pozicije zemlje prema BDP-u sada su znatno nepovoljniji nego u pretkriznom periodu zbog čega je mogućnost rasta privrede baziranog na rastu domaće tražnje sada vremenski vrlo ograničena.

U okviru rasta domaće tražnje tokom prošle i na početku ove godine najbrže su rasle investicije, iz čega bi se moglo zaključiti da je to dugoročno održiv proces, bez obzira na to što generiše povećanje spoljnotrgovinskog i tekućeg deficita. Takav zaključak bi bio tačan samo pod uslovom da se pretežan deo investicija ulaže u sektore razmenjivih dobara, dakle u sektore koji su velikim delom usmereni ka izvozu. Međutim, podaci o strukturi stranih direktnih investicija u prošloj i ovoj godini ukazuju na to da je veći deo investicije usmeren u sektor nerazmenjivih dobara. U prošloj godini je približno trećina investicija uložena u industriju, poljoprivredu i druge delatnosti koje proizvode razmenjiva dobra, dok je oko dve trećine uloženo u nerazmenjive delatnosti kao što su građevinarstvo, poslovi sa nekretninama, finansijske usluge, trgovina i dr. Prema tome veliki deo stranih investicija u Srbije neće uticati na povećanje izvoza u budućnosti, ali će uticati na odliv kapitala iz Srbije po osnovu povlačenja dividendi. Strane direktne investi-

cije u prerađivačku industriju su relativno niske i pretežno su praćene visokim državnim subvencijama, kao i medijskom promocijom zbog čega se stvara utisak da ovakve investicije dominiraju. Visoke investicije u sektor nerazmenjivih dobara predstavljaju relativno pouzdan signal o precenjenosti realne vrednosti dinara. Naime kada je dinar precenjen to smanjuje isplativost ulaganja u delatnosti koje pretežno rade za izvoz, što je jedan od razloga zbog čega se stranim investitorima odobravaju visoke subvencije da bi investirali u industriju.

Postoje mišljenja da rast deficita tekućeg platnog bilansa nije zabrinjavajući sve dok se on pokriva stranim direktnim investicijama. Nesumnjivo je povoljnije ako se deficit tekućeg bilansa pokriva stranim direktnim investicijama nego kreditima jer krediti sasvim sigurno u budućnosti generišu odliv kapitala po osnovu kamata i glavnice. U slučaju stranih direktnih investicija nije sigurno, ali je prilično verovatno, da će investitori u budućnosti povlačiti dividende, a možda i deo kapitala iz Srbije. Krajem prošle godine ukupna vrednost stranog kapitala u Srbiji iznosila je 23 milijarde evra, na osnovu čega su vlasnici u prošloj godini ostvarili dobit u iznosu od 2,1 milijarde evra. Od ukupne dobiti koju su stranci ostvarili u prošloj godini je 0,9 milijardi evra povučeno u inostranstvo u obliku dividendi, dok je 1,2 milijarde evra reinvestirano u Srbiju. Isplaćene dividende stranim vlasnicima u prošloj godini bile su tek nešto manje od ukupnih rashoda za kamate koje su stranim kreditorima platili domaći privatni dužnici i država. Ipak, ukupna neto dobit stranog kapitala u Srbiji iznosila preko dve milijarde evra, i ona bi u principu mogla da bude povučena, u slučaju krize u svetu ili u Srbiji, što bi značajno pogoršalo platnobilansnu poziciju Srbije.

Međunarodna neto investiciona pozicija zemlje predstavlja važan pokazatelj makroekonomskih rizika u budućnosti, jer osim neto obaveza po osnovu stranih kredita obuhvata i obaveze po osnovu stranog kapitala. Međunarodna neto investiciona pozicija predstavlja razliku između deviznih rezervi, kredita datih inostranstvu i kapitala uloženog u inostranstvo sa jedne strane i kredita uzetih iz inostranstva i stranog kapitala uloženog u zemlju, sa druge strane. Krajem prošle godine međunarodna neto imovinska pozicija Srbije iznosila je -35,8 milijardi evra, što je -97,4 % BDP, dok u 11 članica EU iz Centralne i Istočne Evrope ona u proseku iznosila

-46% BDP, pri čemu najnepovoljniju vrednost ima Slovačka sa -64% BDP. Nepovoljniju međunarodnu neto imovinsku poziciju od Srbije imaju samo četiri zemlje u Evropi – Irska, Grčka, Kipar i Portugalija, koje su inače prethodnih godina imale probleme sa dugovima.

Neposredan uzrok nepovoljne međunarodne neto imovinske pozicije Srbije je visok deficit u tekućem platnom bilansu u skoro svim godinama nakon 2000. Ako u narednom periodu Srbija nastavi sa ostvarivanjem visokog deficita u tekućem platnom bilansu od 6-7% BDP, to bi uz rast BDP za 3-4%, vodilo ka dodatnom pogoršanju neto imovinske pozicije Srbije za oko 2,5 procentnih poena godišnje. Svako dodatno pogoršanje neto imovinske pozicije imalo bi za posledica rast odliva kapitala po osnovu kamata i dividendi u budućnosti, koji bi naročito mogao da se pojača u uslovima neke buduće ekonomske krize.

Fundamentalni uzrok visokog deficita tekućeg platnog bilansa i nepovoljne imovinske pozicije je nizak nivo domaće štednje. Stoga se znatan deo, inače skromnih investicija, koje su u poslednjih 18 godina retko prelazile 20% BDP, finansira stranim sredstvima – kreditima ili stranim investicijama. Mada je tokom prethodne decenije domaća štednja povećana ona je i sada tek nešto iznad 10% BDP, što je nedovoljno za finansiranje inače skromnih investicija od oko 18% BDP. Ekonomska politika može neposredno da utiče na povećanje domaće štednje tako što će obezbediti da plate, penzije i tekuća državna potrošnja u nekoliko narednih godina rastu nešto sporije od rasta BDP. Osim toga za rast domaće štednje važno je da se unapredi investicioni ambijent za sve učesnike u privredi, što podrazumeva uklanjanje raznih administrativnih barijera, smanjenje korupcije, ravnopravnost učesnika na tržištu i dr.

U ovom broju Kvartalnog monitora, osim redovnih tekstova nalaze se i dva Osvrta. U prvom Osvrtu Arsić, Randelović i Altriparmakov procenjuju dinamiku sive ekonomije u periodu 2012-2017. godina, dok u drugom Živanović analizira finansijske performanse privrede Srbije u periodu 2013-2017. godina.

# TRENDОВИ

## 1. Pregled

Premda je međugodišnji rast BDP-a u Q1 ubrzao na 4,6%, osnovni makroekonomski trendovi zapravo su dosta slični kao u prethodnoj godini. Naime, na ubrzanje privrednog rasta početkom godine uticali su privremeno dobri rezultati poljoprivrede, građevinarstva i proizvodnje električne energije koji su se poredili sa lošim prvim kvartalom iz prethodne godine. Izuzimajući pomenute sektore, najveći deo privrede nastavio je sličan rast od oko 3% sa kojim je završio 2017. godinu. Taj trend rasta najvećeg dela privrede od 3% osetno je niži od drugih uporedivih zemalja Centralne i Istočne Evrope, tako da privreda Srbije i u 2018. nastavlja suštinski da zaostaje za uporedivim zemljama. Početkom 2018. inflacija je ostala niska i relativno stabilna (na donjoj granici ili nešto ispod ciljnog koridora NBS), a nastavlja se i trend pogoršanja spoljnotrgovinske razmene Srbije. Relativno nizak rast najvećeg dela privrede i povećanje spoljnotrgovinske neravnoteže dovoljne su indikacije da Vlada i NBS reaguju merama ekonomske politike, tj. da se ubrzaju strukturne reforme, da se radi na poboljšanju privrednog ambijenta i da se preispita politika puštanja kursa dinara da jača. Međutim, za sada nema nagoveštaja da će do toga doći. Nosioi ekonomskih politika još uvek se zadovoljavaju makroekonomskom stabilnošću koja je postignuta uspešnim sprovođenjem fiskalne konsolidacije, a, umesto potrebnih reformi, najavljuju se čak i neke fiskalno neodgovorne i ekonomski neefikasne mere poput prekomernog povećanja plata u javnom sektoru i penzija. Započeti pregovori o novom aranžmanu sa MMF-om jesu dobrodošli, ali dobra fiskalna i ekonomska politika u Srbiji ne bi smela da zavisi samo od prisustva MMF-a.

Privredni rast u Q1 iznosio je 4,6% i to predstavlja najveći međugodišnji rast BDP-a u prethodnih deset godina (još izbijanja krize u drugoj polovini 2008. godine). Budući da u narednim kvartalima očekujemo postepeno usporavanje privredne aktivnosti u odnosu na Q1, zadržavamo našu prognozu iznetu u prethodnim izdanjima QM-a da će rast BDP-a na nivou čitave 2018. godine da iznosi oko 4%. Privredni rast Srbije od oko 4%, koliko očekujemo da će da iznosi u 2018, na nivou je proseka prognoziranog privrednog rasta drugih zemalja CIE (v. odeljak 2. „Privredna aktivnost“).

I pored relativno visokog rasta BDP-a u Q1 od 4,6%, tekuće privredne trendove ne možemo oceniti potpuno povoljno. Kao što smo nagovestili, ostvareni privredni rast u Q1 nije potpuno održiv, budući da dobrim delom počiva na snažnom jednokratnom rastu ograničenog broja sektora koji su se poredili sa lošim rezultatima iz prethodne godine. Najveći deo privrede Srbije i dalje ostvaruje stope rasta kao u 2017. od oko 3%, što je osetno niže od uporedivih zemalja. Takođe, struktura rasta BDP-a nastavlja da se pogoršava početkom 2018, budući da domaća tražnja raste osetno brže od rasta BDP-a, a primetno je i preusmeravanje investicija od proizvodnje razmenljivih proizvoda ka ulaganjima u nerazmenljive sektore (trgovina, bankarstvo, građevinarstvo). Sličan model rasta privrede zasnovan na domaćoj tražnji Srbija je već iskusila u periodu 2005–2008. i nije se pokazao kao održiv (ne bi mogao da potraje i da nije bilo svetske ekonomske krize). Zato ne bi bilo dobro da Srbija prolazi ponovo kroz iste greške, odnosno Vlada i NBS ne bi smeli da ignorišu ove indikatore.

Početkom 2018. nastavlja se dosta snažno pogoršanje spoljnotrgovinskog deficita. Deficit Srbije u trgovini robom sa inostranstvom povećan je u prva četiri meseca 2018. godine za 450 mln evra (sa 1.250 mln evra na 1.700 mln evra). Do povećanja robnog trgovinskog deficita došlo je zbog gotovo dva puta većeg rasta uvoza od izvoza (uvoz robe u prva četiri meseca 2018. porastao je 13,5%, a izvoz 7,5%). Ovakvi trendovi uvoza i izvoza mogu se delom objasniti objektivnim okolnostima. Zbog loše poljoprivredne sezone 2017. izvoz poljoprivrednih proizvoda u prva četiri meseca 2018. ima snažan međugodišnji pad od preko 30% što je smanjilo suficit koji Srbija ostvaruje u razmeni poljoprivrednih dobara sa svetom za 100 mln evra u odnosu na prethodnu godinu.



Takođe, svetski rast cena energenata doprineo je pogoršanju trgovinskog deficita Srbije za oko 50 mln evra. Međutim, kada se isključe objektivni činioci, vidi se da je pogoršanje spoljnotrgovinske razmene ipak trajniji trend izazvan povećanjem domaće tražnje i preteranim jačanjem dinara.

I pored osetnog pogoršanja spoljnotrgovinske razmene tekući deficit platnog bilansa u Q1 iznosio je 650 mln evra (7% BDP-a), odnosno bio je nešto manji nego u istom periodu prethodne godine (680 mln evra, 8,2% BDP-a). Na poboljšanje tekućeg deficita u Q1 uticali su smanjenje deficita na računu primarnog dohotka i manji porast suficita na računu sekundarnog dohotka (v. odeljak 4. „Platni bilans i spoljna trgovina“). Ono što ovom prilikom ističemo je to da je pogoršanje trendova u trgovinskoj razmeni, po svemu sudeći, trajnije prirode, a da su poboljšanja primarnog i sekundarnog dohotka posledica njihove volatilnosti, odnosno na njihova poboljšanja ne može se računati u dužem roku. Zbog toga poboljšanje tekućeg deficita u Q1 ocenjujemo kao privremeno, odnosno sa sadašnjim spoljnotrgovinskim trendovima ne očekujemo da će poboljšanje tekućeg deficita da se nastavi do kraja godine. Neto SDI su u Q1 iznosile oko 570 mln evra i nisu bile dovoljne da pokriju deficit tekućeg računa.

Dinar je u prvoj polovini 2018. nastavio da realno jača u odnosu na evro (v. odeljak 5. „Cene i devizni kurs“). Od početka godine do sredine juna dinar je blago nominalno ojačao u odnosu na evro za oko 0,8%. Zbog razlika u inflaciji u Srbiji u odnosu na Evrozonu, realno jačanje dinara u prvih pet meseci 2018. iznosilo je oko 1,5%. Ovo jačanje dinara početkom 2018. ne prvi pogled ne izgleda preterano veliko. Međutim, kada se uzme u obzir da se trend realnog jačanja dinara u 2018. nadovezuje na snažnu apresijaciju dinara iz druge polovine 2017, ova ocena je nešto drugačija. Naime, prosečan kurs u prvih pet meseci 2017. iznosio je 123,6 dinara za evro, a u prvih pet meseci 2018. prosečan kurs bio je 118,3 dinara za evro. To znači da je za svega godinu dana dinar realno ojačao u odnosu na evro za oko 5%. Ovako izražena realna apresijacija dinara u prethodnih godinu dana nije bila u skladu s kretanjem produktivnosti domaće ekonomije i ozbiljno narušava cenovnu konkurentnost Srbije, što se odražava na rast spoljnotrgovinskog deficita. Smatramo da bi NBS pri donošenju odluka o monetarnoj politici i intervencijama na međubankarskom deviznom tržištu ubuduće morala više pažnje da obrati na ekonomski nepovoljan trend realnog kursa dinara koji se nastavlja i tokom 2018. godine.

Rast cena u prvih pet meseci 2018. iznosio je 1,7%, što je odgovarajući trend inflacije za Srbiju (v. odeljak 5. „Cene i devizni kurs“). Međugodišnja inflacija u tom periodu uglavnom se kretala na donjoj granici ciljnog koridora NBS ( $3 \pm 1,5\%$ ), a u martu i aprilu je zbog visoke baze iz prethodne godine privremeno bila ispod donje granice ciljnog koridora. Na rast cena u prvih pet meseci 2018. uticalo je povećanje cena prehrambenih proizvoda, ali ocenjujemo da je ovo povećanje sezonske prirode. Nešto trajnije moglo bi da bude ubrzanje cena energenata zbog svetskog rasta cena nafte i nedavnog jačanja kursa dolara. Uz ova dva činioca na ubrzanje inflacije početkom 2018. delovao je rast domaće tražnje i relaksacija monetarne politike NBS. Sa druge strane, rast cena je usporavala apresijacija dinara. Uzimajući sve navedeno u obzir, ipak ocenjujemo da je inflacija u Srbiji stabilno niska i pod kontrolom, i ne očekujemo neke značajnije promene u narednim mesecima.

Na tržištu rada u Q1 2018. dolazi do nespornih poboljšanja (v. odeljak 3. „Tržište rada“). Po Anketi o radnoj snazi (ARS) rast zaposlenosti u odnosu na isti period prethodne godine iznosio je 1,1% i bio je (u skladu sa ekonomskim očekivanjima) niži od rasta BDP-a. Takođe, formalna zaposlenost po ARS-u (bez poljoprivrede) imala je konzistentan rast sa kretanjem uporedive registrovane zaposlenosti koja se nezavisno prati na osnovu podataka iz Centralnog registra obaveznog socijalnog osiguranja (CROSO) – oba indikatora pokazuju rast registrovane/formalne zaposlenosti (bez poljoprivrede) od nešto preko 3% međugodišnje. Veoma važna vest, uz poboljšanja kretanja na tržištu rada, dakle je i to što ARS po prvi put posle duže vremena daje ekonomski očekivane podatke koji su konzistentni sa drugim, nezavisnim izvorima. To bi mogla biti dobra naznaka poboljšanja kvaliteta podataka iz ove važne Ankete.

Prosečna neto zarada u prva tri meseca 2018. imala je nominalni rast od 5,5% (realno od 3,8%). Na rast prosečne neto zarade u 2018. utiče više različitih činilaca, od kojih neki nisu tržišni. Na

primer, nešto većem rastu prosečne zarade doprinele su zarade zaposlenih u opštoj državi kojima su u 2018. povećane zarade za 9% (u proseku), što je znatno iznad nominalnog rasta BDP-a, ali i rasta plata u privatnom sektoru. Takođe, država je propisala i relativno snažno (za 10%) povećanje minimalne zarade u 2018, što takođe utiče na ubrzanje rasta prosečne zarade. I pored solidnog rasta prosečne zarade u prva tri meseca 2018, nije realno očekivati da će do kraja godine prosečne plate dostići nivo od 500 evra (što se u javnosti najavljuje). Naime, sa sadašnjim kursom od oko 118 dinara za evro, to bi značilo da u decembru 2018. prosečne plate međugodišnje porastu za oko 20%, za šta niti ima ekonomskog utemeljenja, niti ima naznaka da bi se moglo desiti (nominalni rast zarada u prva tri meseca je iznosio 5,5%). Čak i ukoliko bi se to, malo verovatno, povećanje prosečnih neto zarada do kraja godine na 500 evra desilo, ono bi bilo ekonomski veoma štetno. Naime, zbog apresijacije dinara, prosečna neto plata u prva tri meseca 2018. već je porasla u evrima u odnosu na prethodnu godinu za oko 10% (dostigla je nivo od 415 evra). Rad predstavlja najvažnije nerazmenljivo dobro u privredi, pa je ovako visoko povećanja zarada u evrima (znatno iznad rasta produktivnosti), već značajno pogoršalo međunarodnu konkurentnost ekonomije Srbije, a dalji nastavak i pojačavanje ovog trenda bio bi veoma ekonomski opasan.

Niska inflacija uz izbalansiran budžet države, omogućili su NBS da nastavi sa popuštanjem monetarne politike (v. odeljak 7. „Monetarni tokovi i politika“). Referentna kamatna stopa u 2018. smanjena je dva puta tako da sada iznosi rekordno niskih 3% (što je i sredina ciljnog koridora inflacije). Ovo ocenjujemo kao ispravnu politiku NBS-a. Uz to, bankarski sektor je na uzlaznoj putanji. Za sada se to najbolje vidi po porastu kreditnih plasmana stanovništvu, dok su podaci o stvarnoj kreditnoj aktivnosti privrede još uvek zamagljeni otpisom i prodajom loših kredita koji su bili u bilansima banaka. Procenat loših kredita po prvi put od izbivanja krize u 2008. godine smanjen je na jednocifrenu vrednost. Budući da je bankarski sektor u Srbiji sada konsolidovan, u načelu zdrav (relativno nizak udeo nenaplativih kredita), nema rizika od makroekonomske nestabilnosti nakon sprovođenja fiskalne konsolidacije, a kamatne stope su i dalje veoma niske – do kraja godine mogla bi se očekivati postepena ekspanzija kreditne aktivnosti u Srbiji.

Fiskalni trendovi u prva četiri meseca 2018. načelno su slični kao u prethodnoj godini (v. odeljak 6. „Fiskalni tokovi i politika“). Naime, i javni prihodi i javni rashodi imaju relativno sličan rast u odnosu na isti period prethodne godine (5,5 i 8%), tako da je fiskalni rezultat ostao u blagom suficitu (oko 7 mlrd dinara, približno 0,4% uporedivog BDP-a). Na strani javnih prihoda, snažan rast imaju porez na dobit, akcize i doprinosi, dok je naplata neto PDV-a nešto smanjena u odnosu na prethodnu godinu. Na strani javnih rashoda, najznačajniji rast imaju kapitalni rashodi (prvenstveno zbog poređenja sa niskom bazom iz prethodne godine), nabavka robe i usluga i rashodi za zarade zaposlenih. U odnosu na prethodnu godinu osetno su smanjeni javni rashodi za kamate (smanjenje javnog duga, pad kamatnih stopa, apresijacija dinara) i za otplatu garantovanog duga javnih preduzeća (najveći deo duga Srbijagasa koji je umesto ovog preduzeća vraćala država otplaćen je do kraja 2017. godine).

Uspešan završetak fiskalne konsolidacije otvara mogućnost Vladi da izađe iz privremenih mera štednje – pre svega da ukine Zakon o privremenom umanjenju penzija. Ono što, međutim, nije dobro je to što se uz ukidanje ovog privremenog Zakona najavljuje i vanredno povećanje samo ispodprosečnih penzija. Ovakav pristup ekonomski je pogrešan, budući da bi se narušila veza između isplaćenih penzija i uplaćenih doprinosa. Zbog toga je daleko bolje preostali fiskalni prostor (nakon ukidanja Zakona o umanjenju penzija) ravnopravno rasporediti na sve penzionere. Penzijski sistem u Srbiji, baš kao u drugim evropskim zemljama, uređen je na osnovu jasnih i objektivnih parametara i to je deo javnih finansija koji nikako ne bi smeo da se proizvoljno (i trajno) narušava u zavisnosti od političkih prioriteta.

Javni dug na kraju aprila iznosio je 23,6 mlrd. evra (61,5% BDP-a), što predstavlja rast za skoro pola milijarde evra u odnosu na kraj 2017. godine. Na rast javnog duga u prva četiri meseca 2018. uticalo je zaduživanje države radi finansiranja budućih obaveza, dok je nastavak apresijacije dinara imao suprotan efekat. Povećanje javnog duga početkom 2018. je privremeno, jer je budžet u načelu uravnotežen (verovatan je i blagi suficit u 2018. godini) – a izbalansiran budžet vodi ka trajnijem trendu smanjenja javnog duga u odnosu na BDP. Trend smanjenja javnog duga u



## 2. Privredna aktivnost

Početak 2018. obeležavaju načelno pozitivna privredna kretanja. Rast BDP-a u Q1 iznosio je 4,6%, pa je ovo kvartal sa najvećim međugodišnjim rastom u prethodnih deset godina. Ostvareni rezultat u Q1 pokazuje i to da naša prognoza da će privredni rast u 2018. iznositi oko 4% nije bila optimistična, već objektivna. Naime, iako u narednim kvartalima očekujemo nešto niže stope rasta BDP-a nego u Q1, malo je verovatno da će ukupan rast BDP-a u 2018. biti manji od 4%. Ono što, međutim, posebno ističemo u ovom izdanju QM-a je to da privredni rast od oko 4% u 2018. i dalje nije zadovoljavajući rezultat za Srbiju i da postoje neki zabrinjavajući privredni trendovi o kojima bi trebalo voditi računa. Druge zemlje Centralne i Istočne Evrope (CIE) u 2017. su ostvarile u proseku privredni rast od 4,6%, a u 2018. očekuje se da će imati rast od najmanje 4%. Zbog toga je prognozirani privredni rast u Srbiji tek na nivou proseka uporedivih zemalja. Uz to, privredni rast od 4% koji prognoziramo za Srbiju u 2018. nije potpuno održiv jer delom počiva na oporavku poljoprivrede od suše i oporavku elektroenergetskog sektora koji je takođe u 2017. imao privremeni pad. Rast najvećeg dela privrede Srbije zapravo je oko 3%. Detaljnija analiza privrednog rasta u Q1 potvrđuje ove nalaze. Relativno visok privredni rast u Q1 od 4,6% posledica je prvenstveno visokog rasta u tri sektora koja su se poredila sa niskom osnovom iz Q1 2017: građevinarstva, proizvodnje električne energije i poljoprivrede. Da nije bilo ovoga, rast BDP-a iznosio bi oko 3%. Uz to, u Q1 se nastavljaju negativni trendovi smanjenje neto izvoza, odnosno bržeg rasta uvoza od izvoza. Na kraju, zabrinjavajuće deluju i trendovi prerađivačke industrije čiji desezonirani indeksi proizvodnje pokazuju osetan pad od januara do aprila. Vlada zato ne bi trebalo da se „opušta“ zbog privremeno i prividno dobrih rezultata privrede, već da ulaže više napora u podsticanje privrednog rasta sprovođenjem strukturnih reformi javnog sektora i unapređenjem privrednog ambijenta (vladavina prava, smanjenje korupcije, povećanje efikasnosti državne administracije i drugo). Takođe, veoma je važno i da NBS odlučnije sprečava preterano jačanje dinara koje se negativno odražava na međunarodnu cenovnu konkurentnost privrede i pogoršanje neto izvoza. Smatramo da bi za ostvarenje ovih ciljeva bilo veoma dobro da se dogovori novi aranžman sa MMF-om koji bi bio prvenstveno usmeren na strukturne reforme koje su u prethodnom aranžmanu podbacile.

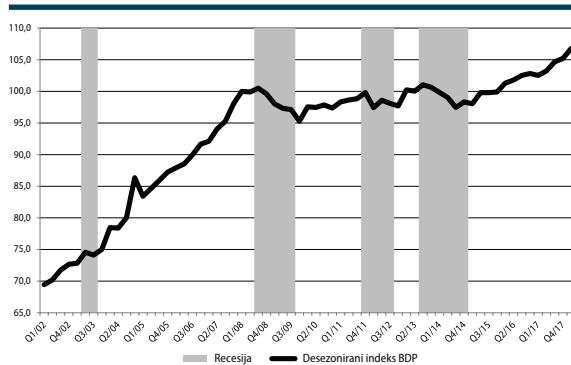
### Bruto domaći proizvod

*U Q1 ostvaren relativno visok rast od 4,6%*

Po poslednjim podacima RZS-a, međugodišnji rast BDP-a u Q1 iznosio je 4,6% što je u osnovi dobar rezultat. Naime, međugodišnji rast osetno je ubrzao, za preko 2,5 p.p, u odnosu na 2017. kada je u proseku iznosio 1,9%. Takođe ostvareni privredni rast u Q1 najveći je još od izbijanja krize u 2008, što znači da u prethodnih deset godina privreda Srbije ni u jednom kvartalu nije imala ni približne stope rasta kao u Q1 2018. godine (u prethodnih deset godina samo u tri kvartala međugodišnji privredni rast bio je veći od 3% i nijednom nije dostigao granicu od 4%). Međutim, veoma je opasno ove, na prvi pogled, dobre pokazatelje preterano optimistično tumačiti, jer se ispod njih kriju i neki nepovoljni i nezadovoljavajući trendovi koji su privremeno zamaskirani relativno visokim rastom međugodišnjeg BDP-a.

*Desezonirani rast BDP-a u Q1 u odnosu na prethodni kvartal bio je 1,5%*

U Grafikonu T2-1 prikazana je serija desezoniranog rasta BDP-a koji nešto pouzdanije pokazuju kratkoročne trendove privredne aktivnosti od međugodišnjih indeksa (osenećeni periodi predstavljaju recesiju, ocenjenu na osnovu Bry-Boschan procedure). Desezonirani rast BDP-a u Q1, u odnosu na prethodni kvartal, iznosio je solidnih 1,5%, ali nam već on, za razliku od međugodišnjih indeksa, nagoveštava da u Q1 ipak nije došlo do zaokreta u dugoročnim privrednim trendovima, odnosno da nije bilo toliko neuobičajenih promena na koje ukazuje snažno povećanje međugodišnjeg rasta BDP-a. Naime, iako i desezonirani rast BDP-a u Q1 pokazuje ubrzanje trenda rasta BDP-a u odnosu na Q4 2017. (kada je iznosio 0,6%), ovakvo ubrzanje desezoniranog BDP-a nije toliko neuobičajeno, odnosno dešavalo se povremeno u prethodnim kvartalima (Grafikon T2-1), naročito na početku godine kada se unose novi podaci o poljoprivrednoj

**Grafikon T2-1. Srbija: desezonirani rast BDP-a, 2002-2018. godina (2008=100)**

Izvor: QM na osnovu podataka RZS

**U ostvarenom rastu BDP-a u Q1 prednjače građevinarstvo, proizvodnja električne energije i poljoprivreda**

no – analizom BDP-a po *proizvodnom* principu. Podatke o rastu proizvodnje po pojedinačnim sektorima privrede prikazali smo u Tabeli T2-2. U Tabeli se vidi da od svih sektora privrede ubedljivo najveći rast ima građevinarstvo sa međugodišnjim realnim rastom BDV-a od čak 26,4%. Za građevinarstvo jeste specifično to da u svake godine u Q1 ima velike oscilacije u proizvodnji pod uticajem promenljivih meteoroloških okolnosti (različiti broj radnih dana tokom zime kada je moguća građevinska aktivnost). Upravo je nešto toplija zima 2018. u odnosu na prethodnu godinu važan razlog zbog kog je građevinska aktivnost imala veoma visok rast. Uz to, smatramo da je jedan od razloga za prikazani ekstremno visok rast građevinarstva u Q1 i nepouzdanost statističkog merenja ovog sektora, o čemu će više biti reči u posebnom poglavlju ovog teksta. Drugi sektor koji je imao relativno visok rast u Q1 od preko 6% je poljoprivreda, koja se poredi sa sušnom 2017. godinom.<sup>2</sup> Na kraju, iako se u Tabeli T2-2 sektor proizvodnje električne energije ne vidi neposredno jer je spojen sa prerađivačkom industrijom i rudarstvom u zajednički sektor industrije – proizvodnja električne energije takođe je svojim visokim međugodišnjim rastom od preko 10% bila treći pojedinačni sektor koji je značajno doprineo nešto boljim rezultatima privredne aktivnosti u Q1. Međugodišnji rast proizvodnje električne energije u Q1 bio je visok jer se poredio sa niskom proizvodnjom iz istog kvartala prethodne godine, kada je zbog problema u poslovanju EPS-a došlo do privremenog dubokog pada u proizvodnji električne energije.

proizvodnji.<sup>1</sup> Zbog toga što je ubrzanje desezoniranog rasta BDP-a u Q1 bilo delom posledica privremenih činilaca, najverovatnije će se iscrpeti već u sledećem kvartalu, pa će se rast desezoniranog BDP vrlo brzo vratiti na svoju srednjoročnu putanju rasta i potvrditi da je trend privrednog rasta Srbije niži od 4,6%.

Kao što smo nagovestili, ključ za razumevanje snažnog ubrzanja međugodišnjeg privrednog rasta u Q1 je u kretanju pojedinačnih sektora privrede i njihovih lokalnih trendova. Zbog toga detaljniju analizu privrednih kretanja u Q1 započinjemo netipično

**Tabela T2-2. Srbija: bruto domaći proizvod po delatnostima, 2009–2018<sup>1)</sup>**

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2017				2018	Učešće
										Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	2016
Ukupno	96,9	100,6	101,4	99,0	102,6	98,2	100,8	102,8	101,9	101,1	101,6	102,3	102,4	104,6	100,0
Porezi minus subvencije	98,6	99,5	101,1	97,8	98,9	99,2	100,9	101,0	102,1	102,1	101,8	102,4	102,1	103,2	15,7
Bruto dodata vrednost	96,6	100,8	101,5	99,2	103,3	98,0	100,7	103,2	101,8	100,9	101,6	102,3	102,4	105,0	84,3
Bruto dodata vrednost bez poljoprivrede	96,7	100,2	101,5	101,1	101,6	97,5	101,7	102,7	103,1	101,5	102,6	104,2	103,8	104,9	90,1 <sup>2)</sup>
Poljoprivreda	95,2	106,4	100,9	82,7	120,9	102,0	92,3	108,1	90,5	93,7	90,9	88,1	90,5	106,1	9,9 <sup>2)</sup>
Industrija	96,8	100,8	103,2	105,6	106,0	92,4	103,2	102,6	103,5	101,3	103,5	106,4	102,8	105,3	24,3 <sup>2)</sup>
Građevinarstvo	87,1	97,6	105,9	90,2	96,1	98,5	102,7	103,2	105,5	96,3	97,9	106,0	117,9	126,4	5,2 <sup>2)</sup>
Trgovina, saobraćaj i turizam	92,9	100,0	99,5	99,3	102,3	101,1	102,2	103,7	104,6	103,0	104,1	105,9	104,9	104,6	18,5 <sup>2)</sup>
Informisanje i komunikacije	97,0	103,2	102,6	102,8	99,9	96,1	101,7	105,8	101,2	99,9	101,3	100,9	102,7	105,1	5,2 <sup>2)</sup>
Finansijske delatnosti i osiguranje	102,6	101,9	98,4	92,0	90,5	97,2	102,3	104,0	102,4	104,8	101,7	101,8	101,1	101,1	3,2 <sup>2)</sup>
Ostalo	99,7	99,8	100,9	101,8	100,2	99,9	99,8	101,5	101,1	100,6	101,1	101,2	101,3	102,6	33,8 <sup>2)</sup>

Izvor: RZS

1) U cenama iz prethodne godine

2) Učešće u BDV

1 Metodologija RZS je takva da se očekivani međugodišnji rast poljoprivrede u 2018. u odnosu na 2017. približno ravnomerno raspodeljuje na sva četiri kvartala tokom godine. Imajući u vidu to da se u 2018. očekuje oporavak poljoprivrede od suše iz 2017. odnosno njen relativno visok rast, to se na desezoniranim indeksima odražava na jednokratni rast poljoprivrede i posledično ubrzanje BDP-a samo u Q1. U narednim kvartalima poljoprivredna proizvodnja će imati znatno sporiji rast pa stoga neće znatnije uticati na rast desezoniranog BDP iz kvartala u kvartal.

2 Iako u Q1 još uvek nisu izvesni rezultati poljoprivredne sezone u 2018. metodologija RZS je takva da se u Q1 poljoprivredna proizvodnja procenjuje na nivou svog višegodišnjeg proseka. Budući da je 2017. bila sušna godina i poljoprivredna proizvodnja je bila znatno ispod svog višegodišnjeg proseka, u Q1 je procenjen relativno visok međugodišnji rast poljoprivrede.

**Najveći deo privrede u Q1 ostvario je rast od oko 3%**

Dakle, relativno visok međugodišnji rast BDP-a u Q1 najvećim delom se duguje snažnom povećanju proizvodnje u manjem delu privrede (visokom rastu proizvodnje tri sektora koja zajedno čine tek nešto preko 15% privrede Srbije). Ostatak, odnosno ubedljivo najveći deo privrede, ostvario je u Q1 međugodišnji rast proizvodnje od oko 3%. Ovaj podatak ukazuje da u Q1 zapravo nije došlo do suštinskog ubrzanja trenda privredne aktivnosti u odnosu na prethodnu godinu (što nagoveštavaju i desezonirani indeksi). Naime i u 2017. najveći deo privrede Srbije ostvario je rast od oko 3% (Tabela T2-4), a niža stopa ukupnog privrednog rasta koja je ostvarena u toj godini od 1,9%, posledica je pre svega privremenog pada poljoprivrede usled suše i pada u proizvodnje električne energije (o čemu smo detaljno pisali u prethodnim izdanjima *QM*-a). Sada su ovi privremeni činioci okrenuli smer i privremeno utiču na nešto veće međugodišnje stope privrednog rasta tokom 2018, ali osnovni trendovi privredne aktivnosti Srbije za sada su veoma slični u 2018. kao u 2017. i nema jasnih naznaka njihovog ubrzanja.

**U narednim kvartalima očekujemo postepeno usporavanje međugodišnjeg rasta BDP-a**

Kretanje BDP-a će i u narednim kvartalima, baš kao u Q1, u velikoj meri zavistiti od promena u ograničenom delu privrede, odnosno u tri pomenuta sektora (poljoprivreda, građevinarstvo i proizvodnja električne energije). Od tri pomenuta sektora privrede samo će poljoprivreda zadržati visoke stope rasta do kraja godine, jer će se čitave godine porediti sa sušnom 2017. godinom (stope međugodišnjeg rasta će se verovatno i nešto ubrzati u narednim kvartalima). Proizvodnja električne energije i građevinska aktivnost osetno će se usporiti rast već u Q2 u odnosu na Q1, mada će i tada verovatno imati solidan međugodišnji rast, budući da će se i u tom kvartalu porediti sa relativno niskom bazom iz prethodne godine (i u Q2 2017. ovi sektori su imali osetan pad proizvodnje, samo je taj pad bio nešto manji nego u Q1 2017. godine). Pošto u drugoj polovini 2017. nije bilo pada proizvodnje u ova dva sektora, ne očekujemo da će oni više moći da toliko značajno doprinose rastu ukupnog BDP-a Srbije u Q3 i Q4. Uzimajući sve navedeno u obzir, očekujemo da će međugodišnji rast BDP-a i u Q2 biti oko 4%, a da će u drugoj polovini godine (ukoliko se ništa značajnije ne promeni u međuvremenu) međugodišnja stopa rasta BDP-a najverovatnije pasti ispod 4%.

**Za sada se ostvaruje prognoza QM-a da će rast BDP-a u 2018. iznositi oko 4%**

Kao što smo istakli, očekujemo da će u prvoj polovini 2018. rast privredne aktivnosti biti nešto iznad 4%, jer će se porediti sa niskom osnovom iz prethodne godine – a da će u drugoj polovini godine (ukoliko ne dođe do nekih značajnijih promena, poput na primer izuzetno dobre poljoprivredne sezone), međugodišnji rast BDP-a da se smanji na ispod 4%. Rezultat ovakvih kvartalnih kretanja BDP-a bio bi privredni rast u 2018. od oko 4%, što smo upravo i prognozirali u prethodna tri izdanja *QM*-a. Jedna od važnijih poruka ovog izdanja *QM*-a upravo je to da rast BDP-a od oko 4% kakav očekujemo u 2018. niti predstavlja iznenađenje (najavljivali smo ga još sredinom prethodne godine), niti je impresivan (posledica je dobrim delom visokog rasta manjeg broja sektora privrede koji se poredi sa niskom bazom iz 2017. a ne osetnog ubrzanja osnovnog trenda privredne aktivnosti). Ovo je važno istaći zbog toga što se u javnosti već neko vreme daju neumereno optimistične ocene privrednih kretanja početkom godine iz čega proizilaze i neka ekonomski neutemeljena obećanja Vlade – poput velikog povećanja penzija i plata u javnom sektoru. Što je još gore, uz precenjivanje ostvarenih rezultata privrede početkom 2018. zanemaruju se i neki važni, a prilično zabrinjavajući trendovi o kojima će više reči biti u nastavku ovog teksta.

**U Q1 se nastavlja snažan pad neto izvoza**

Strukturu ostvarenog rasta BDP-a u Q1 po *potrošnji* prikazali smo u Tabeli T2-3. U Tabeli se vidi da je u Q1 došlo do ubrzanja međugodišnjeg rasta investicija koji je u tom kvartalu dostigao 14,9%. Ovaj, načelno veoma pozitivan trend rasta investicija za sada tumačimo veoma oprezno, jer je posledica izuzetno snažnog rasta građevinarstva usled blage zime koje se neće održati do kraja godine. Uz to, kao što smo pomenuli, veoma visok realni rast građevinarstva u Q1 od preko 25% verovatno je jednim delom posledica i nepouzdanog merenja ovog sektora privrede od strane RZS-a (videti poglavlje o građevinarstvu). Određenu rezervu u pogledu održivosti i pouzdanosti prikazanog visokog rasta investicija imamo i zbog toga što domaća proizvodnja

i uvoz kapitalne opreme nemaju ni izbliza tako snažan trend rasta poput građevinarstva.<sup>3</sup> Za razliku od investicija, neto izvoz je u Q1 podbacio, jer je rast uvoza osetno brži od rasta izvoza (Tabela T2-3). Ovakvi trendovi neto izvoza početkom 2018. ne mogu se objasniti samo lošom poljoprivrednom sezonom u 2017. i manjkom poljoprivrednih proizvoda za izvoz, jer su trendovi smanjenja neto izvoza široko rasprostranjeni. Vlada i NBS bi zato morali obratiti posebnu pažnju na njih. Naročito ističemo to da je jačanje dinara u prethodnih godinu dana veoma opasno jer negativno utiče na kretanje neto izvoza. Tim kanalom mogao bi da se potkopava privredni rast Srbije, odnosno da dođe do ponovnog širenja spoljno-ekonomske neravnoteže koja su se od izbijanja krize 2008, pa do 2016. snažno smanjila. Stoga bi u narednom periodu NBS morala da preduzme daleko snažnije mere za sprečavanje jačanja dinara.

**Tabela T2-3. Srbija: bruto domaći proizvod po rashodnom principu, 2009-2018. godine**

	Međugodišnji indeksi															
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2017				2018		Učešće
										Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	2016	
BDP	96,9	100,6	101,4	99,0	102,6	98,2	100,8	102,8	101,9	101,1	101,6	102,3	102,4	104,6	100,0	
Privatna potrošnja	99,4	99,4	100,9	98,2	99,4	98,7	100,5	101,0	101,8	102,1	101,6	101,8	101,8	103,0	72,4	
Državna potrošnja	100,6	100,8	101,1	102,4	98,9	99,4	98,5	102,2	101,0	100,4	101,6	101,0	101,1	102,3	16,0	
Investicije	77,5	93,5	104,6	113,2	88,0	96,4	105,6	105,1	106,2	102,4	102,6	106,2	112,4	114,9	17,7	
Izvoz	93,1	115,0	105,0	100,8	121,3	105,7	110,2	112,0	109,8	109,1	111,2	111,6	107,5	109,3	50,0	
Uvoz	80,4	104,4	107,9	101,4	105,0	105,6	109,3	109,0	110,7	111,3	108,9	110,7	112,1	112,5	57,5	

Izvor: RZS

**Privatna potrošnja u Q1 ima nešto brži rast nego što je uobičajeno i poželjno**

Realni rast privatne potrošnje u Q1 iznosio je 3%, što je najbrži kvartalni rast ove komponente BDP-a još od izbijanja krize u drugoj polovini 2008. godine. Ovakav trend ubrzanja rasta privatne potrošnje zapravo nije toliko povoljan budući da privreda Srbije ima i dalje izraženu strukturnu neravnotežu koja proizilazi iz znatno veće potrošnje od proizvodnje (relativno visok tekući deficit platnog bilansa) i visoko učešće privatne potrošnje u BDP-u (privatna potrošnja učestvuje u BDP-u Srbije sa preko 70%, dok je prosečno učešće ove komponente u BDP-u drugih zemalja CIE ispod 60%). Za Srbiju bi dakle optimalno bilo da privatna potrošnja u dužem periodu raste makar jedan procentni poen sporije od dugoročnog rasta BDP-a. Iako na prvi pogled izgleda da je rast potrošnje u Q1 zadovoljavao ovaj uslov, odnosno da je bio za oko 1,5 p.p. niži od rasta BDP-a (potrošnja je porasla 3%, a BDP 4,6%), podsećamo još jednom da je osnovni trend rasta privrede Srbije zapravo 3%, a ne 4,6% (dodatno ubrzanje privrednog rasta u Q1 posledica je privremenih činilaca). Ubrzanju potrošnje u Q1 najverovatnije je doprinela Vlada Srbije svojom odlukom da plate u opštoj državi poveća u 2018. u proseku za oko 9% iako je to ne samo osetno brže od rasta nominalnog BDP-a, već i od rasta plata u privatnom sektoru koji u prva četiri meseca 2018. godine iznosi svega 4,5% međugodišnje.

**Očekujemo da će privredni rast Srbije u 2018. biti na nivou regionalnog proseka.**

U Tabeli T2-4 pokazali smo rast BDP-a Srbije i drugih zemalja iz regiona od 2014, zaključno sa prognozama za 2018. godinu. Podaci iz Tabele jasno pokazuju da Srbija sistematski znatno zaostaje za stopama rasta uporedivih zemalja, jer je u prethodne četiri godine gotovo uvek imala najniži privredni rast u čitavoj CIE. Iako u 2018. očekujemo da će rast BDP-a Srbije ubrzati na oko 4%, ni to neće predstavljati toliko impresivan rezultat u regionalnom kontekstu – po prognozama Evropske komisije to bi predstavljalo tek prosečan privredni rast uporedivih zemalja.<sup>4</sup>

U Tabeli T2-4 smo pored rasta BDP-a Srbije dodatno prikazali i njen „trendni” privredni rast – iz kog smo isključili privremene činioce koji utiču na rast BDP-a (poljoprivredne sezone, prome-

<sup>3</sup> Nije sporno da građevinarstvo, kao i ukupne investicije rastu u Q1 2018. ali prikazane stope njihovog ekstremnog međugodišnjeg rasta ne odlikavaju dobro njihove tržišne trendove i nisu održive. Visok rast građevinarstva je privremena posledica blaže zime sa više radnih dana, a verovatno nije ni dobro izmeren od strane RZS-a. Budući da rast građevinarstva pd preko 25% nije održiv, samim tim nije održiv ni rast investicija od oko 15%. Zapravo već i sami ovi podaci – da je građevinarstvo poraslo preko 25%, a ukupne investicije gotovo upola manje, oko 15% – ukazuju na neprirodan disbalans između investiranja u građevinske radove i investiranje u opremu. Naime, građevinarstvo čini skoro polovinu ukupnih investicija u Srbiji, tako da gotovo upola sporiji rast ukupnih investicija implicira da su sve druge investicije imale veoma skroman rast. Da je snažno povećanje ukupne investicione aktivnosti opšti i održiv privredni trend onda razlike u investiranju građevinske radove i investiranje u opremu ne bi bile ovoliko velike.

<sup>4</sup> Napominjemo i to da su prognoze Evropske komisije po pravilu konzervativne, tako da je vrlo verovatno da će privredni rast zemalja CIE biti i u 2018. kao u prethodne tri godine nešto veći od prognoza Komisije koje trenutno iznose 4% (Tabela T2-4). Na primer, Komisija je u istom izveštaju za Srbiju prognozirala rast BDP-a u 2018. od svega 3,3% koji je niži čak i od konzervativnih prognoza Vlade i MMF-a od 3,5%. Sada je već gotovo izvesno da se prognoza EU za Srbiju neće ostvariti, odnosno da će rast BDP-a u Srbiji biti veći, a slično bi moglo da se desi i za većinu drugih zemalja CIE.

**Nakon isključenja  
jednokratnih činilaca  
privredni rast Srbije  
i dalje je sporiji od  
proseka regiona**

ne proizvodnje električne energije i iskopavanja uglja koje su bile pod velikim uticajem poplava iz 2014, i problema u poslovanju EPS-a u prvoj polovini 2017. godine). U Tabeli se vidi da je trendni privredni rast Srbije u 2018. zapravo niži od 4% i da iznosi oko 3% (Tabela T2-4). To zapravo znači da privredni rast u Srbiji i u 2018. nastavlja strukturno da zaostaje u odnosu na druge uporedive zemlje, baš kao u prethodne četiri godine za koje smo prikazali podatke.

**Tabela T2-4. Srbija i zemlje okruženja: Rast BDP-a, 2014-2018. godina**

	2014	2015	2016	2017	2018 <sup>1)</sup>
Srbija	-1,8	0,8	2,8	1,9	4,0
Srbija – trendni privredni rast <sup>2)</sup>	-0,8	1,2	2,3	2,9	3,1
Centralna i Istočna Evropa (ponderisani prosek)	2,9	3,8	3,1	4,6	4,0
Zemlje okruženja (ponderisani prosek)	2,7	3,5	3,7	4,9	4,0
Albanija	1,8	2,2	3,4	3,9	3,6
Bosna i Hercegovina	1,1	3,1	3,1	3,1	-
Bugarska	1,3	3,6	3,9	3,6	3,8
Hrvatska	-0,1	2,3	3,2	2,8	2,8
Mađarska	4,2	3,4	2,2	4,0	4,0
Makedonija	3,6	3,9	2,9	0,0	3,1
Crna Gora	1,8	3,4	2,9	4,4	3,0
Rumunija	3,1	4,0	4,8	6,9	4,5

1) Prognoza Evropske komisije za zemlje CIE, za Srbiju prognoza QM. Za BiH se još uvek ne prognozira rast BDP-a, jer ova zemlja još nije dobila status kandidata za EU

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

Izvor: Eurostat, Evropska komisija (*European Economic Forecast*, Spring 2018)

**Ključni strukturni  
problemi privrede Srbije  
su manjak investicija i  
relativno nizak izvoz**

Razloge za sistematski znatno niži privredni rast Srbije u odnosu na uporedive zemlje odavno smo prepoznali u znatno lošijoj strukturi BDP-a Srbije od drugih zemalja. Naime, Srbija se u odnosu na uporedive zemlje izdvaja po niskom učešću investicija u BDP-u i niskom učešću izvoza, dok je sa druge strane učešće privatne potrošnje u BDP-u izuzetno veliko, čak 15 p.p. iznad proseka CIE. Ova komparativna analiza jasno ukazuje da Srbija oslonac za trajno ubrzanje privrednog rasta ne može da traži u daljem povećanju privatne potrošnje koja je već sada predimenzionirana u odnosu na proizvodnju. Umesto toga, glavni pokretači rasta Srbije u srednjem roku trebalo bi da budu investicije i (neto) izvoz, a potrošnja bi morala da raste nešto sporije od rasta BDP-a. Zbog toga bi Vlada i NBS za potrebno održivo ubrzanje privrednog rasta morali da vode politike koje bi podstakle razvoj investicija u razmenjiva dobra i neto izvoza, a ne potrošnje.

Preveliko oslanjanje na domaću tražnju uz tolerisanje jačanja dinara i snažno povećanje spoljnotrgovinske neravnoteže upravo su bile osnovne greške u vođenju ekonomije Srbije u periodu 2005-2008. godine. Ovi, u osnovi neodrživi trendovi, bili su oštro prekinuti izbijanjem svetske ekonomske krize u drugoj polovini 2008, kada je došlo do snažnog pada vrednosti dinara uz naglo smanjenje BDP-a, potrošnje, uvoza i zaposlenosti. Međutim, važno je istaći i to da bi se privreda Srbije vrlo brzo suočila sa ograničenjima privrednog rasta zasnovanog na domaćoj potrošnji i da nije bilo svetske krize, odnosno morala bi da se prilagodi i restrukturira uz usporavanje ili smanjenje BDP-a. Ovu epizodu (2005-2008. godina) sada naročito ističemo, jer se pojavljuju prve naznake da se privreda Srbije ponovo okreće na istu stranu. Kurs dinara apesira, spoljnotrgovinska neravnoteža se otvara, a podaci o strukturi SDI za 2017. ukazuju da se smanjuje interes stranih ulagača za ulaganje u prerađivačku industriju, a raste ulaganje u trgovinu, bankarstvo i građevinarstvo. Sada postoje i određene razlike u odnosu na taj period, pre svega jer je rast BDP-a znatno niži, a fiskalna politike restriktivnija. Ipak, još jednom napominjemo da održiv način za ubrzanje privrednog rasta vodi kroz povećanje investicija u razmenjivu proizvodnju i rast izvoza, a da su se „prečice“ koje vode preko povećanja domaće tražnje i investicija u nerazmenjivi deo privrede pokazale pogrešnim u ne tako dalekoj budućnosti, pa tu grešku ne bi trebalo ponavljati.



## Industrijska proizvodnja

**Solidan rast industrijske proizvodnje u Q1 od oko 6% dobrim delom zbog proizvodnje električne energije**

Industrijska proizvodnja u Q1 imala je rast od 5,9% (Tabela T2-5), koji je nešto veći od proseka 2017. godine (3,5%). Međutim, ovo ubrzanje privredne aktivnosti početkom 2018. u odnosu na 2017. posledica je oporavka proizvodnje električne energije nakon dubokog pada u Q1 2017. godine, zbog čega je samo ovaj deo industrijske proizvodnje ostvario rast od preko 10%. Sa druge strane, prerađivačka industrija koja predstavlja najvažniji deo industrijske proizvodnje i koja proizvodi najveći deo razmenjivih dobara privrede Srbije usporila je svoj rast u Q1 2018. u odnosu na prosek 2017. godine (ostvaren je međugodišnji rast prerađivačke industrije u Q1 od 5%, dok je prosečan rast u 2017. bio 6,4%).

**Tabela T2-5. Srbija: indeksi industrijske proizvodnje, 2009–2018. godine**

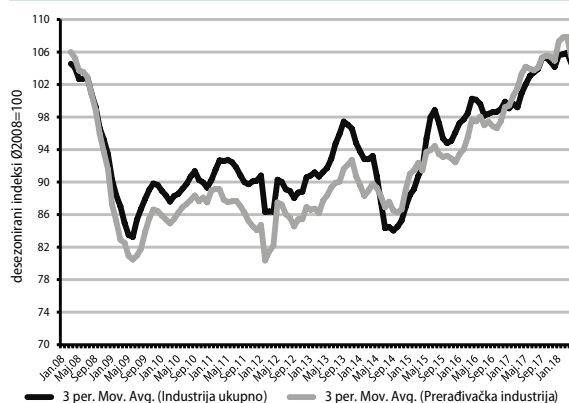
	Međugodišnji indeksi										Učešće				
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018		2016			
										Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	
Ukupno	87,4	102,5	102,2	97,1	105,5	93,5	108,2	104,7	103,5	100,7	103,1	106,3	103,5	105,9	100,0
Rudarstvo	96,2	105,8	110,4	97,8	105,3	83,3	110,5	104,0	102,7	93,7	107,3	105,3	105,4	103,0	6,5
Prerađivačka industrija	83,9	103,9	99,6	98,2	104,8	98,6	105,3	105,3	106,4	107,3	105,1	107,7	104,9	105,0	80,0
Snabdevanje el. energijom, gasom i klimatizacija	100,8	95,6	109,7	92,9	108,1	79,9	118,8	102,7	93,8	85,5	94,1	100,7	97,4	110,9	13,5

Izvor: RZS

**Desezonirani podaci pokazu usporavanje prerađivačke industrije**

Detaljniju ocenu trendova industrijske proizvodnje u Q1 možemo dati na osnovu desezoniranih indeksa koje smo prikazali u Grafikonu T2-6. Posebno skrećemo pažnju na kretanje prerađivačke industrije (tamnija linija na Grafikonu). Prerađivačka industrija je nakon relativno visokog rasta tokom većeg dela 2017. usporila krajem godine da bi se njen rast zaustavio početkom 2018. godine. Ono što se, međutim, ne vidi toliko dobro na Grafikonu T2-6 su pojedinačni mesečni indeksi desezonirane industrijske proizvodnje (budući da smo u Grafikonu prikazali tromesečne pokretne proseke u cilju smanjenja mesečne volatilnosti indikatora). Pojedinačne mesečne desezonirane indekse proizvodnje prerađivačke industrije u 2018. prikazali smo zato posebno u Tabeli T2-7 zaključno sa poslednjim dostupnim podatkom za april. Desezonirana proizvodnja prerađivačke industrije je u januaru 2018. dostigla svoj maksimum, kada je bila za 6,4% veća od proseka 2017. godine. U svakom narednom mesecu 2018. desezonirana proizvodnja prerađivačke industrije imala je osetan pad, da bi u aprilu (poslednji dostupan podatak) pala ispod proseka 2017. godine. Slične trendove pokazuju i međugodišnji indeksi proizvodnje prerađivačke industrije po mesecima. Međugodišnji rast bio je najveći u januaru kada je iznosio preko 11%, da bi se do aprila smanjio na svega 1% (Tabela T2-7).

**Grafikon T2-6. Srbija: desezonirani indeksi industrijske proizvodnje, 2008–2018. godine**



Izvor: RZS

**Tabela T2-7. Srbija: desezonirani i međugodišnji indeksi prerađivačke industrije u 2018. godini**

	januar	februar	mart	april
Prerađivačka industrija (desezonirani indeksi)	106,4	103,0	101,4	99,2
Prerađivačka industrija (međugodišnji indeksi)	111,3	104,7	100,0	101,0

Izvor: RZS

### Usporavanje prerađivačke industrije je relativno široko rasprostranjeno

Sledeće pitanje na koje smo potražili odgovor je šta stoji iza izraženog trenda usporavanja prerađivačke industrije tokom prva četiri meseca 2018. godine. Naime, ukoliko je do usporavanja došlo usled nepovoljnog kretanja manjeg broja pojedinačnih oblasti (npr. pad proizvodnje prehrambene industrije zbog loše poljoprivredne sezone), a najveći deo prerađivačke industrije nastavlja sa visokim rastom i u 2018, onda ne bi trebalo da bude mnogo razloga za zabrinutost. Detaljnija analiza po sektorima, međutim, pokazuje suprotno – da je usporavanje prerađivačke industrije bilo relativno široko rasprostranjeno, pa je samim tim znatno opasnije. Pojedinačne oblasti koje su u prošlosti znale da svojim incidentnim padovima dovedu do privremenog usporavanja čitave prerađivačke industrije u prva četiri meseca 2018. zapravo su bile veoma stabilne. Tako je prehrambena industrija u prva četiri meseca imala relativno stabilan međugodišnji pad od 1% i njen trend se i pored loše prošlogodišnje poljoprivredne sezone zapravo nije značajnije promenio u odnosu na prethodnu godinu (u 2017. prehrambena industrija je imala blagi pad od 0,1%). Takođe, i proizvodnja motornih vozila, koja je u prošlosti znala da dovede do privremenog usporavanja čitave prerađivačke (kad dođe do zastoja u proizvodnji FAS-a) imala je relativno stabilne rezultate u prva četiri meseca 2018. odnosno minimalan, ali stabilan, međugodišnji rast od 0,2%. Ovaj rezultat proizvodnje motornih vozila u 2018. čak je i nešto bolji nego prethodne godine kada je ova oblast prerađivačke industrije imala pad od 3,3%. Analiza po pojedinačnim oblastima nam sugerise da je postepeno usporavanje industrijske proizvodnje tokom 2018. zajednički trend najvećeg dela prerađivačke industrije i da nije posledica incidentnih padova ograničenih na samo nekoliko delatnosti. Iako je još rano izvlačiti dalekosežnije zaključke iz podataka za svega četiri meseca 2018. godine (od kojih su januar i februar bili zapravo relativno dobri), trendove prerađivačke industrije ćemo u narednim kvartalima pratiti sa nešto većim oprezom.

### Proizvodnja investicionih proizvoda beleži pad

Posmatrano po nameni industrijskih proizvoda (Tabela T2-8), u Q1 je došlo do određenih promena u odnosu na prethodne kvartale. Pre svega, došlo je do relativno snažnog ubrzanja proizvodnje energije, ali je ovaj trend lako objasniti visokim međugodišnjim rastom proizvodnje EPS-a koja se poredila sa niskom bazom iz prethodne godine. Zbog toga očekujemo da je ovo ubrzanje međugodišnjeg rasta proizvodnje energije prolaznog karaktera i da će se iscrpeti do sredine godine. Sa druge strane, najveću negativnu promenu u Q1 imala je proizvodnja investicionih dobara koja je u Q1 prešla u međugodišnji pad od 1,3%, nakon što je u 2017. ostvarila rast od skoro 10% (Tabela T2-8). Kao što smo pomenuli, analiza proizvodnje u oblasti proizvodnje motornih vozila (koja pripada ovoj namenskoj grupi) ukazuje na to da se pad proizvodnje investicionih dobara u Q1 2018. ne može objasniti eventualnim zastojima u kompaniji FAS, budući da ova oblast u 2018. ima zapravo i nešto bolje rezultate nego u prethodnoj godini. Rasprostranjeni pad proizvodnje investicionih proizvoda dodatno dovodi u sumnju podatak iz nacionalnih računa da su investicije u Q1 imale izuzetno visok rast od 15%. Ostale namenske grupacije, proizvodnja intermedijarnih i potrošnih dobara, imale su u Q1 načelno slična kretanja kao u prethodnim kvartalima.

**Tabela T2-8. Srbija: proizvodnja industrijskih proizvoda po nameni, 2009–2018. godine**

	Međugodišnji indeksi										2017				2018
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2017				2018	
										Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	
Ukupno	87,4	102,5	102,1	97,1	105,5	93,5	108,2	104,7	103,5	100,7	103,1	106,3	103,5	105,9	
Energija	98,8	97,7	106,2	93,6	113,2	82,6	116,9	101,9	97,2	88,0	95,2	108,7	100,1	107,9	
Investiciona dobra	79,3	93,6	103,2	103,8	127,6	95,9	103,0	101,6	109,2	113,0	107,0	114,6	103,6	98,7	
Intermedijalna dobra	78,4	109,2	102,2	91,2	99,0	96,8	105,3	109,5	110,0	110,3	109,5	110,3	109,3	110,7	
Potrošna dobra	86,8	102,1	95,4	103,2	100,7	100,7	104,0	105,6	102,4	105,8	105,3	98,7	100,9	103,3	

Izvor: RZS

## Građevinarstvo

Po proceni RZS-a građevinarstvo je u Q1 ostvarilo izuzetno visok realni međugodišnji rast od 26,4% (Tabela T2-5). Taj podatak uticao je presudno na uočeno snažno ubrzanje rasta investicija i značajno je doprineo povećanju rasta ukupne privredne aktivnosti u Q1. Međutim, prave trendove građevinarstva zapravo je veoma teško ispravno oceniti. Problem sa praćenjem ovog sektora privre-

**Građevinarstvo  
po RZS-u snažno  
ubrzava rast u Q1  
na preko 25%**

**Tabela T2-9. Srbija: proizvodnja cementa,  
2001–2018**

	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	118,7	105,9
2018	107,5	-	-	-	-

Izvor: QM na osnovu podataka RZS

de 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 svojoj zoni, van vidokruga statistike. Uz sve to, građevinska aktivnost u Q1 sezonski dosta zavisi i od meteoroloških uslova, odnosno broja radnih dana u kojima se građevinski radovi mogu izvoditi neometano od vremenskih uslova. Detaljnija analiza QM-a pokazuje da je građevinarstvo nesporno imalo visok rast u Q1, ali da je ipak malo verovatno da je taj rast iznosio preko 25% kao što RZS pokazuje.

Za nešto pouzdanije praćenje kretanja građevinarstva u QM-u analizirali smo pored vrednosti izvedenih građevinskih radova (koja se koristi kao glavni indikator za procenu kvartalnog rasta proizvodnje ovog sektora privrede) i čitav niz dodatnih indikatora povezanih sa ovom delatnošću (kretanje registrovane zaposlenosti, plata zaposlenih u građevinarstvu, proizvodnju cementa i drugo). Dakle, vrednost izvedenih građevinskih radova u Srbiji imala je u Q1 vi-

sok međugodišnji rast od čak 28% u stalnim cenama i to je bio glavni pokazatelj na osnovu kog je statistika prikazala izuzetno visok rast ove delatnosti. Međutim, ostali indikatori građevinske aktivnosti ukazuju da rast građevinarstva u Q1, iako nesporno visok, najverovatnije nije bio toliko ekstremno. Tako je registrovana zaposlenost u građevinarstvu u Q1 imala međugodišnji rast od 5,7%, a plate u građevinarstvu realno su porasle za oko 2,7%. Proizvodnja cementa u Q1 zabeležila je međugodišnji rast od 7,5% (Tabela T2-9).

Kao što smo istakli, dugoročnije trendove građevinske aktivnosti veoma je teško precizno oceniti samo na osnovu podataka iz Q1. Naime, zima 2018. jeste bila nešto toplija od one iz prethodne godine tako da je to bio važan jednokratni činilac koji je doprineo međugodišnjem povećanju časova rada u ovom sektoru i, posledično, privremenom ubrzanju rasta građevinarske delatnosti u Q1. Drugi važan činilac za koji smatramo da je takođe privremeno povećao građevinsku aktivnost u Q1 je pristrasnost u statističkom merenju ovog sektora ka velikim i državnim građevinskim preduzećima. Pošto zvanična statistika teško građevinsku aktivnost privatnog i neformalnog sektora, pristrasna je ka velikim i državnim kompanijama, koje obavljaju veće i lakše vidljive radove (obično javne investicije). Tako se dešava da zvanična procena kretanja građevinske aktivnosti u većoj meri nego što bi trebalo odražava dinamiku izvršenja javnih investicija, što mislimo da je upravo bio slučaj i u Q1. Naime, u Q1 izvršenje kapitalnih rashoda države imalo je izuzetno veliko povećanje od čak 2,3 puta u odnosu na isti period prethodne godine, što se prenelo i na neuobičajeno veliki rast čitavog sektora građevinarstva.<sup>5</sup> Međutim, i kad uzmemo u obzir da je visok rast građevinarstva u Q1 bio privremen i delom posledica nepouzdanog merenja od strane RZS-a, postoji dovoljno drugih i pouzdanih indikatora koji nagoveštavaju ubrzanje građevinske aktivnosti u 2018. u odnosu na 2017. godinu (proizvodnja cementa, ubrzanje rasta registrovane zaposlenosti u građevinarstvu i drugo). Na sve to trebalo bi dodati i dobre eksterne uslove za brz rast ovog sektora (povoljan privredni ciklus u čitavoj Evropi, još uvek niske kamatne stope na zaduživanje i drugo). Uzimajući sve navedeno u obzir ocenjujemo da će građevinarstvo u 2018. imati najverovatnije visok dvocifren rast od preko 10%.

<sup>5</sup> Javne investicije bile su rekordno niske u Q1 2017, pa je zbog toga došlo do njihovog izuzetno velikog međugodišnjeg rasta u Q1 2018. godine. U narednim kvartalima izvesno će doći do smanjenja međugodišnjeg rasta javnih investicija, koje će po svemu sudeći snažno uticati i na smanjenje međugodišnjeg rasta građevinske aktivnosti u zvaničnoj statistici. Napominjemo i to da je u vreme oštrog smanjenja javnih investicija u Q1 2017, građevinska aktivnost zabeležila neočekivani pad, koji smo u tadašnjim analizama (QM48) pripisali nepouzdanom merenju građevinarstva i ocenili kao privremen – što se pokazalo tačnim.

**Očekujemo rast  
građevinarstva u 2018.  
od preko 10%**

### 3. Tržište rada

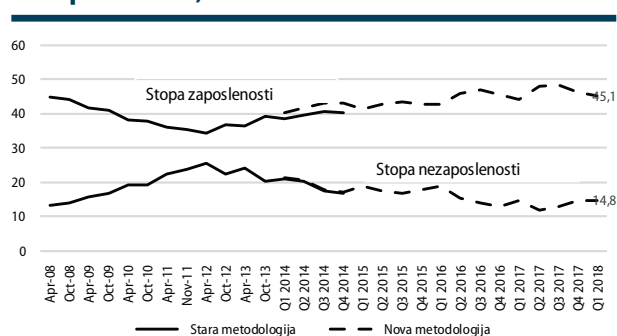
Prema podacima Ankete o radnoj snazi (ARS), primetna su blaga poboljšanja osnovnih indikatora tržišta rada u Srbiji u Q1 2018. u odnosu na isti kvartal prethodne godine. Stopa aktivnosti, stopa zaposlenosti i stopa nezaposlenosti beleže blagi međugodišnji rast. Stopa zaposlenosti iznosi 45,1%, dok stopa nezaposlenosti iznosi 14,8%. Broj zaposlenih lica iznosi 2.688 hiljada, dok je broj formalno zaposlenih 2.188 hiljada. Stopa neformalne zaposlenosti iznosi 18,6%. Ukupna i formalna zaposlenost je povećana u odnosu na isti kvartal prethodne godine, dok je neformalna zaposlenost smanjena međugodišnje. Podaci Centralnog registra obaveznog socijalnog osiguranja (CROSO) pokazuju rast zaposlenosti u odnosu na isti kvartal prethodne godine za 3,3%. Registrovana zaposlenost beleži veći rast u odnosu na formalnu zaposlenost prema ARS (1,9%). Prema podacima CROSO, broj zaposlenih u javnom sektoru opada u poslednjih godinu dana, dok broja zaposlenih van javnog sektora raste. U posmatranom periodu realna stopa rasta bruto dodate vrednosti (BDV) je iznosila 5%. Rast zaposlenosti (ARS) je manji od rasta BDV-a, što nije bio slučaj i prethodnom periodu. Zaposlenost je najviše porasla u građevinarstvu, za 20,5% međugodišnje, dok je rast BDV-a u toj delatnosti iznosila 26,4%. Zaposlenost je takođe porasla u industriji, dok je smanjena u poljoprivredi i uslugama. U 2018. Republički zavod za statistiku (RZS) preuzima podatke o zaradama iz Poreske uprave (PU) i prestaje sa sprovođenjem RAD-1 istraživanja. Podaci prema novoj metodologiji postoje i za 2017, ali bez mesečnih podataka po delatnostima, što nam onemogućava adekvatno međugodišnje poređenje zarada prema delatnostima, kao i uporedive jedinične troškove rada bez poljoprivrede. Prosečne neto zarade su nominalno veće za 5,5%, a realno za 3,8% u Q1 2018. u odnosu na isti kvartal prethodne godine (podaci PU u 2017). Prosečne zarade u javnom sektoru su 20,6% veće nego van javnog sektora u Q1 2018. Produktivnost rada je povećana međugodišnje za 1,6%, dok su jedinični troškovi rada povećani za 4,7% (podaci RAD-1 u 2017). U odnosu na prosek 2014. produktivnost je smanjena, realne zarade su povećane, dok jedinični troškovi rada su značajno povećani za 15% za ukupnu privredu, odnosno 12,3% bez poljoprivrede. Značajniji rast realnih zarada u Q1 2018. u odnosu na prosek 2014. od 3,3% je posledica promene metodologije obračuna zarada. Stoga smatramo da je rast jediničnih troškova rada manji, i da je na nivou prethodnih godina. Neophodno je da RZS objavi i mesečne podatke prema delatnostima za 2017. prema PU, kako bi bilo u potpunosti moguće analizirati zarade sa prethodnom godinom.

#### Zaposlenost i nezaposlenost

**Stopa zaposlenosti i stopa nezaposlenosti beleže međugodišnji rast**

Osnovni indikatori tržišta rada prema ARS pokazuju umerena poboljšanja. Stopa aktivnosti iznosi 52,9% u Q1 2018. i veća je za 1,1 pp u odnosu na isti kvartal prethodne godine. Stopa zaposlenosti iznosi 45,1%, što je rast od 0,8 pp, dok je stopa nezaposlenosti povećana za 0,3 pp u Q1 2018. u odnosu na Q1 2017. Stopa nezaposlenosti iznosi 14,8%. Grafikon 3. 1 prikazuje kretanje stope zaposlenosti i stope nezaposlenosti prema ARS.

**Grafikon 3-1. Kretanje stope zaposlenosti i stope nezaposlenosti, 15+**



Napomena: Zbog promene metodologije, podaci za period pre i nakon 2014. godine nisu u potpunosti uporedivi.

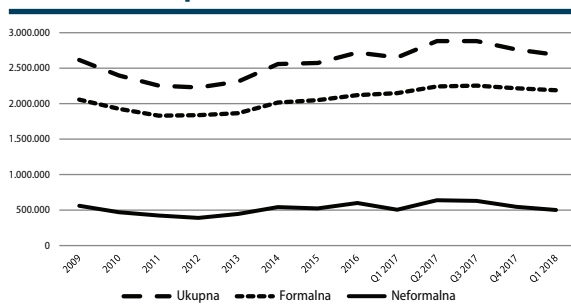
Izvor: RZS, ARS

Broj nezaposlenih lica u Q1 2018. iznosi 469 hiljada, što je 16 hiljada više u odnosu na isti kvartal prethodne godine, odnosno 3,5% više. U odnosu na Q1 2017, broj aktivnih lica se povećao, dok se ukupno stanovništvo smanjilo, što je za posledicu imalo rast stope aktivnosti za 1,1 pp. Ukupan broj zaposlenih iznosi 2.688 (u hiljadama), broj formalno zaposlenih iznosi 2.188 (u

**Ukupna i formalna zaposlenost raste, neformalna zaposlenost opada**

**Registrovana zaposlenost (CROSO) raste za 3,3% međugodišnje**

**Grafikon 3-2. Kretanje ukupne, formalne i neformalne zaposlenosti, 15+**



Napomena: Zbog promene metodologije, podaci za period pre i nakon 2014. godine nisu u potpunosti uporedivi.  
Izvor: RZS, ARS

**Rast registrovane zaposlenosti (CROSO) je veći od rasta formalne i ukupne zaposlenosti (ARS)**

**Posmatrano prema delatnostima, zaposlenost raste u industriji i građevinarstvu, a opada u poljoprivredi i uslugama**

**U građevinarstvu, rast zaposlenosti je izrazito veliki, 20,5% međugodišnje**

iznosi 5% međugodišnje, i veća je od stope rasta ukupne i formalne zaposlenosti (ARS) i registrovane zaposlenosti (CROSO). U prethodnom periodu (Q2 2016-Q3 2017), trend je bio obrnut, stopa rasta ukupne zaposlenosti prema ARS je bila značajno veća od stope rasta BDV-a. Rast zaposlenosti je ostvaren u industriji i građevinarstvu, dok su poljoprivreda i usluge zabeležile pad zaposlenosti. Rast zaposlenosti u građevinarstvu je izrazito veliki 20,5% međugodišnje, ali je u posmatranom periodu i BDV porasla za 26,4%. Podaci CROSO pokazuju da je registrovana zaposlenost povećana za 3,3%, što je u skladu sa kretanjem privredne aktivnosti.

**Tabela 3-1. Kretanje broja zaposlenih i realne BDV prema sektorima delatnosti, 15+, međugodišnja promena, %**

	2016				2017				2018
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1
Zaposlenost ukupno CROSO	-0,3	1,2	1,3	2,1	2,3	2,6	2,7	2,8	3,3
Formalna zaposlenost ARS	1,9	2,7	3,8	5,2	4,9	5,1	5,5	2,6	1,9
Zaposlenost ukupno ARS	2,7	6,7	7,2	5,8	3,2	4,3	2,4	1,2	1,4
BDV ukupno	4,6	2,1	3,3	2,8	0,6	1,5	2,3	2,6	5,0
Zaposlenost poljoprivreda	-3,7	6,0	6,1	-3,4	-8,0	-1,6	-2,9	-7,8	-7,1
BDV poljoprivreda	7,5	4,4	11,6	7,8	-6,3	-9,1	-11,9	-9,5	6,1
Zaposlenost industrija	4,2	7,8	7,9	7,6	9,3	8,4	7,7	6,3	12,0
BDV industrija	6,6	-0,8	2,0	2,9	0,4	3,5	6,4	3,7	5,3
Zaposlenost građevinarstvo	-2,9	4,0	-2,1	-1,8	-12,6	8,2	-0,6	2,5	20,5
BDV građevinarstvo	9,5	4,6	5,4	-3,5	-3,7	-2,1	6,0	17,9	26,4
Zaposlenost usluge	4,7	6,8	8,2	9,1	5,7	4,6	2,7	2,0	-1,2
BDV usluge	3,2	2,7	2,2	2,6	2,4	3,1	2,8	2,8	3,3

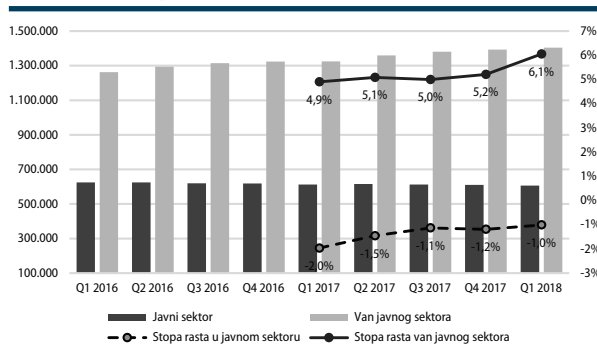
Napomena: Izvor za zaposlenost je ARS, osim za ukupnu zaposlenost koja je navedena i prema ARS i prema CROSO. Podaci za BDV u 2017. i 2018. su ocenjene vrednosti.

Izvor: Proračun autora na podacima RZS-a (ARS, CROSO i SNR).

**Međugodišnje smanjenje broja zaposlenih u javnom sektoru iznosi 1%, dok rast van javnog sektora iznosi 6,1%**

**Tokom 2017. i u Q1 2018, zaposlenost u javnom sektoru opada, a raste u privatnom**

**Grafikon 3-3. Kretanje zaposlenosti u javnom sektoru i privatnom sektoru, broj (leva osa) i međugodišnja promena u % (desna osa)**



Napomena: Podatak za Q1 2018. je prethodni podatak.

Izvor: CROSO, RZS.

hiljadama), dok preostalih 500 (u hiljadama) je neformalno zaposleno. Kretanje ukupne, formalne i neformalne zaposlenosti je prikazano grafički (Grafikon 3. 2).

Ukupna zaposlenost je porasla međugodišnje za 1,4%, dok je formalna zaposlenost povećana za 1,9%, a neformalna zaposlenost je smanjena za 0,8%. Stopa neformalne zaposlenosti iznosi 18,6%, i manja je za 0,4 pp u odnosu na isti kvartal prethodne godine. Stopa neformalne zaposlenosti ima najnižu vrednost nakon 2012. Tabela 3. 1 pokazuje kretanje zaposlenosti i BDV-a prema sektorima. Realna stopa rasta BDV-a

prema sektorima. Realna stopa rasta BDV-a iznosi 5% međugodišnje, i veća je od stope rasta ukupne i formalne zaposlenosti (ARS) i registrovane zaposlenosti (CROSO). U prethodnom periodu (Q2 2016-Q3 2017), trend je bio obrnut, stopa rasta ukupne zaposlenosti prema ARS je bila značajno veća od stope rasta BDV-a. Rast zaposlenosti je ostvaren u industriji i građevinarstvu, dok su poljoprivreda i usluge zabeležile pad zaposlenosti. Rast zaposlenosti u građevinarstvu je izrazito veliki 20,5% međugodišnje, ali je u posmatranom periodu i BDV porasla za 26,4%. Podaci CROSO pokazuju da je registrovana zaposlenost povećana za 3,3%, što je u skladu sa kretanjem privredne aktivnosti.

Dostupni su nam podaci o broju zaposlenih u javnom sektoru i u privatnom sektoru od Q1 2016. prema CROSO izvoru. Broj zaposlenih, kao i stopa rasta su prikazani grafički (Grafikon 3. 3). U javnom sektoru u Q1 2016. je bilo zaposleno skoro 625 hiljada, dok u Q1 2018. taj broj je smanjen na oko 606 hiljada (u apsolutnom iznosu smanjen je broj zaposlenih za 18.448, odnosno za 3%). Van javnog sektora broj zaposlenih je povećan za oko 142 hiljade, odnosno 11,3% u istom periodu. Tokom 2017. i u Q1 2018. vidimo da je u svim kvartalima došlo do međugodišnjeg smanjenja broja zaposlenih u javnom

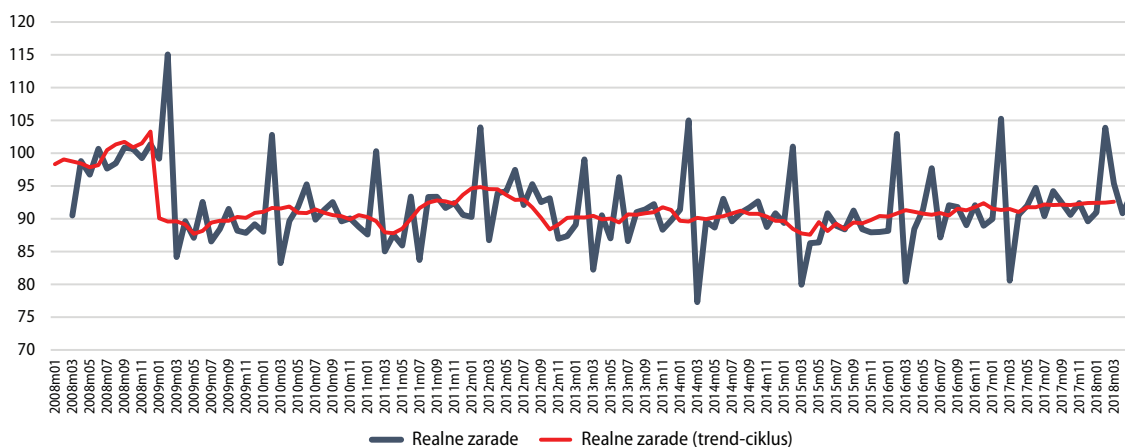
sektoru i rasta broja zaposlenih van javnog sektora. Najveći međugodišnji rast broja zaposlenih van javnog sektora je ostvaren u Q1 2018, kad iznosi 6,1%.

## Zarade<sup>1</sup>

**Zarade rastu nominalno za 5,5%, realno za 3,8% međugodišnje**

Prosečna neto zarada za prvi tri meseca 2018. iznosi 49.088 RSD, nominalno je veća za 5,5%, dok realni rast iznosi 3,8% u odnosu na isti period prethodne godine (podaci PU za 2017). Grafikon 3. 4 prikazuje kretanje prosečnih realnih neto zarada, kao i trend kretanja u odnosu na bazni period (prosek 2008). Možemo primetiti da je indeks realnih zarada i dalje ispod 100, ali da postoji blagi rast.<sup>2</sup>

**Grafikon 3-4. Indeks realnih prosečnih neto zarada (2008=100)**



Napomena: Zbog promene metodologije obračuna zarada, podaci pre januara 2018. nisu uporedivi.  
Izvor: Proračun autora na podacima RZS-a.

**Prosečne zarade u javnom sektoru su veće za 20,6% nego u privatnom sektoru**

Prelaskom na podatke PU, objavljuju se podaci o prosečnim zaradama u javnom i privatnom sektoru od Q1 2018. Prosečne zarade u javnom sektoru iznose 55.345 RSD, dok u privatnom sektoru iznose 45.880 RSD. Prosečne zarade u javnom sektoru su veće za 20,6% u odnosu na prosečne zarade u privatnom sektoru. Poređenje prosečnih zarada ne uzima u obzir razlike u karakteristikama zaposlenih u javnom i privatnom sektoru, kao ni činjenicu da su registrovane zarade u privatnom sektoru potcjenjene, zbog velike neformalne zaposlenosti. Takođe, u privatnom sektoru je česta praksa da se deo zarada formalno zaposlenih lica isplaćuje na „ruke“, što nije obuhvaćeno zvaničnom statistikom.<sup>3</sup> Fiskalna konsolidacija, koja je podrazumevala smanjenje zarada u javnom sektoru za 10% početkom 2015. je dovela do smanjenja razlike u zaradama između zaposlenih u javnom i privatnom sektoru. Vladislavljević (2017) ispituje kako je fiskalna konsolidacija uticala na razlike u zaradama između javnog i privatnog sektora koristeći mikro podatke ARS. Prosečne zarade u javnom sektoru su bile 30,2% veće u odnosu na prosečne zarade u privatnom sektoru u 2014, dok u 2015. razlika je iznosila 24,5%. Premija na zarade u javnom sektoru u 2014. (pre fiskalne konsolidacije) je iznosila 17,4%, kada se kontroliše za karakteristike zaposlenih u javnom i privatnom sektoru (obrazovanje, radno iskustvo, pol, itd.). Kao posledica smanjenja zarada za 10% u javnom sektoru, premija na zarade u javnom sektoru je smanjena na 11,3% u 2015.<sup>4</sup> Razlika prosečnih zarada između javnog i privatnog sektora je smanjivana tokom 2016. i 2017. godine tako da je u 2017. godini iznosila 18,2%. Međutim, od početka 2018. godine

**Fiskalna konsolidacija je uticala na smanjenje razlike u zaradama u javnom i privatnom sektoru**

<sup>1</sup> Od januara 2018. RZS koristi novi izvor podataka za zarade o čemu smo pisali u prethodnom broju QM-a. Podaci za 2017. postoje prema novoj metodologiji, ali podaci su dostupni samo za prosečne mesečne neto i bruto zarade, dok prosečne mesečne zarade po delatnostima nisu dostupne za 2017. S obzirom na to da nismo u mogućnosti da ceo deo o zaradama, kao ni jedinične troškove rada analiziramo koristeći revidirane podatke za 2017, koristimo nerevidirane podatke za 2017, osim ukoliko nije drugačije navedeno. Podaci pre januara 2018. nisu direktno uporedivi.

<sup>2</sup> Promena statističke metodologije na početku 2009. godine je imala za posledicu smanjenje zarada za oko 10%. Stoga ocenjujemo da su realne zarade sada, ipak približno jednake zaradama u 2008. godini.

<sup>3</sup> U definiciju neformalne zaposlenosti ne ulaze zaposleni kojima se deo zarade isplaćuje na „ruke“, a prijavljeni su najčešće na minimalnu zaradu ili nešto veću zaradu od minimalne. Neformalno zaposlenost obuhvata zaposlene u neregistrovanim preduzećima, zaposlene u registrovanim preduzećima, ali bez ugovora o radu i pomažuće članove domaćinstva (RZS).

<sup>4</sup> Vladislavljević, M. (2017), „The public sector wage premium and fiscal consolidation in Serbia“, Economic Annals, Vol. LXII, No. 215/ October-December 2017, <http://www.ekof.bg.ac.rs/wp-content/uploads/2014/04/492.pdf>

**Visok rast zarada u javnom sektoru pogoršava konkurentnost privrede i povećava distorzije na tržištu rada**

**Rast prosečnih neto zarada u EUR iznosi 10,4% međugodišnje**

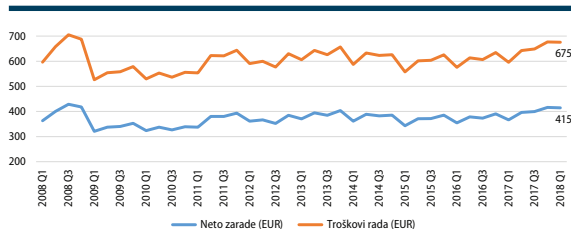
**Rast zarada u EUR je značajno veći u odnosu na nominalni rast u RSD koji iznosi 5,5%, što je posledica jačanja dinara**

u sektoru opšte države zarade su povećane za 9%, usled čega je ponovo povećana razlika između zarade ostvarenih i javnom i privatnom sektoru, tako da u prvom kvartalu iznosi 20,6%.

Rast realnih zarada u određenoj zemlji određen je rastom produktivnosti.<sup>5</sup> Pri tome rast ukupne produktivnosti u zemlji presudno zavisi od rasta produktivnosti u sektoru razmenjivih dobara (industrija, poljoprivreda i dr.), koji se u tržišnim privredama dominantno nalaze u privatnom sektoru. Najveći deo aktivnosti u javnom sektoru (bezbednost, pravosuđe, obrazovanje, zdravstvo i dr.) pripada sektoru nerazmenjivih dobara koji se karakterišu odsustvom rasta ili sporim rastom produktivnosti.<sup>6</sup> Iz prethodnog sledi da održiv<sup>7</sup> rast zarada u zemlji podrazumeva da rast produktivnosti u sektoru razmenjivih dobara određuje rast zarade u tom sektoru, a da zarade u sektoru nerazmenjivih dobara, uključujući i javni sektor, prate njihov rast. Ako zarade u javnom sektoru rastu brže nego u privatnom, sa obzirom na činjenicu da je država najveći poslodavac, to na tržištu rada stvara pritisak da i zarade u privatnom sektoru rastu preterano brzo, usled čega ukupne zarade u zemlji rastu brže od produktivnosti. Brži rast zarada od rasta produktivnosti slabi konkurentnost privrede, usled čega raste spoljni deficit, povećava se spoljni dug i pogoršava ukupna imovinska pozicija zemlje. Naravno, to može da traje nekoliko godina i završava se realnim smanjenjem zarada kroz inflaciju, a ponekad i nominalnim smanjenjem zarada, do koga dolazi usled fiskalne ili platnobilansne krize. Stoga je za stabilnost javnih finansija, ali i za ukupnu makroekonomsku stabilnost važno da zarade u javnom sektoru prate kretanje zarada u privatnom, a ne obrnuto.<sup>8</sup>

Prosečna neto zarada u evrima u Q1 2018. iznosi 415 evra, dok troškovi poslodavca iznose 675 evra. Prosečne zarade u evrima i troškovi poslodavca su porasli međugodišnje za 10,4% i 9,9% (podaci PU), respektivno. Znatno veći rast zarada u evrima u odnosu na rast u dinarima je posledica jačanja dinara. Prosečni kurs u Q1 2017. je bio 123,9 RSD/EUR, dok u Q1 2018. je iznosio 118,4 RSD/EUR. Kretanje zarada i troškova rada u evrima je značajno sa aspekta

### Grafikon 3-5. Kretanje neto zarada i troškova rada u evrima



Napomena: Zbog promene metodologije obračuna zarada, podaci pre januara 2018. nisu uporedivi.

Izvor: Proračun autora na podacima NBS-a.

konkurentnosti privrede, koja u velikoj meri zavisi od toga da li je cena rada konkurentna. Rad predstavlja najvažnije nerazmenjivo dobro u svetskoj privredi<sup>9</sup>, pa međunarodna konkurentnost neke zemlje velikim delom zavisi od toga da li su prosečne zarade u njoj iskazane u nekoj svetskoj valuti usklađene sa prosečnom produktivnošću. Usled značajnog jačanja dinara, zarade u evrima i troškovi rada u Srbiji, rastu znatno brže od rasta produktivnosti, usled čega se međunarodna konkurentnost zemlje pogoršava.

## Produktivnost rada

**U poređenju sa istim kvartalom prethodne godine, jedinični troškovi rada rastu za oko 5%**

U Q1 2018. u odnosu na isti kvartal prethodne godine, produktivnost je blago porasla za 1,6%, ali i jedinični troškovi rada takođe rastu (4,7%), usled većeg rasta zarada od rasta produktivnosti rada. Jedinični troškovi rada takođe rastu i u nepoljoprivrednim delatnostima, rast iznosi 5%. Nivo produktivnosti rada u Q1 ove godine u odnosu prosek 2014. godine, prema podacima

<sup>5</sup> Videti tekst Vuksanović i Arsić iz prošlog broja QM-a.

<sup>6</sup> U ovim delatnostima (obrazovanje, zdravstvo, i dr.) napredak se ostvaruje rastom kvaliteta usluga, dok je rast produktivnosti, ako postoji, vrlo spor.

<sup>7</sup> Održiv rast zarada podrazumeva takav rast koji ne dovodi do velikog rasta spoljne zaduženosti, niti istiskivanja investicija, kojima se potkopava budući rast privrede.

<sup>8</sup> Detaljniju argumentaciju videti u analizi Fiskalnog saveta "Zarade u državnom sektoru: stanje i smernice", (2018).

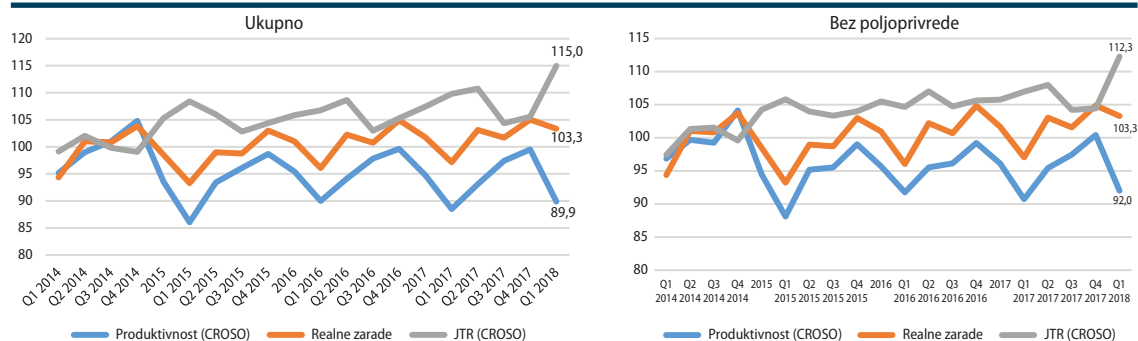
<sup>9</sup> Tržišta rada su još uvek dominantno nacionalna, jer ne postoji svetsko tržište rada, osim u nekim segmentima koji još uvek obuhvataju mali procenat radne snage, pa se nivo prosečnih zarada od jedne do druge zemlje razlikuje i po nekoliko desetina puta. Usled globalizacije razlike u cenama drugih proizvoda (sirovina, opreme, gotovih proizvoda) po zemljama se manje razlikuju i obično se kreću u intervalu od nekoliko procenata do nekoliko desetina procenata.

**U odnosu na prosek 2014, produktivnost opada, realne zarade rastu, jedinični troškovi rada značajno rastu**

**Rast realnih zarada u odnosu na prosek 2014. u Q1 2018. je značajno veći u odnosu na prve kvartale prethodnih godina, što je posledica promene metodologije obračuna zarada**

CROSO, je niži za 11,1%.<sup>10</sup> Realne zarade su porasle za 3,3% u istom periodu, što je dovelo do rasta jediničnih troškova rada za 15%. U prvom kvartalu prethodnih godina (2014-2017), realne zarade su bile manje u odnosu na prosek 2014, dok u Q1 2018. to nije slučaj. Razlog je promena metodologije obračuna zarada, gde ne postoji tolika razlika na prelazu godine.<sup>11</sup> Kada posmatramo nepoljoprivredni sektor, produktivnost je nešto manje opala u odnosu na ukupnu produktivnost, za 8% u odnosu na prosek 2014, jedinični troškovi rada su porasli za 12,3%. Kretanje indeksa produktivnosti rada, realnih zarada i jediničnih troškova rada su prikazani grafički (Grafikon 3. 6).

**Grafikon 3-6. Produktivnosti rada, realne zarade i jedinični troškovi rada, indeksi (2014=100), 2014-Q1 2018.**



Napomena: Korišćeni su CROSO podaci o broju zaposlenih. Podaci za BDV u 2017. i 2018. nisu direktno uporedivi, zbog promene metodologije obračuna zarada. Podaci za BDV u 2017. i 2018. su ocenjene vrednosti.  
Izvor: Proračun autora na podacima RZS-a.

## Prilozi

### Prilog 3-1. Osnovni indikatori tržišta rada prema ARS i CROSO

	2014					2015					2016					2017					2018
	Q1	Q2	Q3	Q4	prosek	Q1	Q2	Q3	Q4	prosek	Q1	Q2	Q3	Q4	prosek	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	
Stopa aktivnosti (%)	51,0	52,6	52,5	51,6	51,6	50,8	51,5	52,0	51,9	53,3	52,6	54,1	54,3	52,3	54,0	51,8	54,5	55,3	54,2	52,9	
Stopa zaposlenosti (%)	40,2	41,8	43,1	42,9	42,5	41,2	42,6	43,4	42,7	45,2	42,6	45,9	46,8	45,5	46,7	44,2	48,1	48,2	46,3	45,1	
Stopa nezaposlenosti (%)	21,3	20,7	17,9	17,0	17,7	19,0	17,3	16,6	17,7	15,3	19,0	15,2	13,8	13,0	13,5	14,6	11,8	12,9	14,7	14,8	
Stopa neformalne zaposlenosti (%)	19,7	20,4	22,8	21,8	20,4	19,7	19,7	21,5	20,4	22,5	20,3	22,7	24,1	20,9	20,7	19,0	22,1	21,8	19,8	18,6	
Broj zaposlenih u 000, (ARS)	2.454	2.548	2.627	2.609	2.574	2.504	2.588	2.624	2.581	2.719	2.571	2.762	2.814	2.731	2.795	2.652	2.881	2.881,9	2.763,6	2.688,3	
Indeks zaposlenosti (2014=100), (ARS)	95,9	99,6	102,6	101,9	100,6	97,8	101,1	102,5	100,8	106,3	100,4	107,9	109,9	106,7	109,2	103,6	112,6	112,6	108,0	105,0	
Broj formalno zaposlenih u 000, (ARS)	1.969	2.030	2.028	2.041	2.050	2.011	2.078	2.059	2.054	2.137	2.049	2.135	2.137	2.161	2.215	2.148	2.243	2.253,5	2.217,2	2.188,2	
Indeks formalno zaposlenih (2014=100), (ARS)	97,6	100,6	100,5	101,2	101,7	99,7	103,0	102,1	101,8	105,9	101,6	105,9	105,9	107,1	109,8	106,5	111	112	110	108	
Broj zaposlenih u 000, (CROSO)	1.836	1.845	1.850	1.851	1.987	1.977	1.982	1.994	1.994	2.010	1.978	2.008	2.023	2.030	2.061	2.024	2.062	2.078	2.087	2.092	
Indeks zaposlenosti (2014=100), (CROSO)	99,5	100,0	100,3	100,3	107,6	107,1	107,4	108,0	108,0	108,9	107,2	108,8	109,6	110,0	111,7	109,7	111,7	112,6	113,1	113,4	

Izvor: Proračun autora na podacima RZS-a.

### Prilog 3-2. Realne neto zarade i produktivnost rada

	2014				2015				2016				2017				2018
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1
Prosečne realne neto zarade, indeks (2014=100)	94,3	101,0	100,8	103,8	93,3	99,0	98,8	103,0	96,1	102,2	100,7	104,9	97,2	103,1	101,7	105,0	103,3
Prosečne neto zarade ukupno (€)	361	389	383	386	343	371	372	386	355	378	373	391	367	399	398	416	415
Prosečne neto zarade industrija (€)	359	382	378	378	351	376	379	389	369	391	382	399	376	417	411	429	404
Troškovi poslodavca ukupno (€)	588	633	623	626	557	601	603	626	576	613	607	635	596	648	647	677	676
Troškovi poslodavca industrija (€)	582	622	617	615	570	611	617	632	599	635	623	649	611	677	669	699	658
Produktivnost (bez poljoprivrede) (2014=100)	96,9	99,7	99,3	104,2	88,1	95,2	95,5	99,0	91,8	95,5	96,1	99,2	90,7	95,4	97,5	100,4	92,0
Produktivnost ukupno (2014=100)	95,2	99,0	101,0	104,8	86,1	93,4	96,1	98,7	90,0	94,1	97,8	99,6	88,5	93,1	97,4	99,5	89,9

Napomena: Industrija obuhvata delatnosti B, C i D, ponderisani prosek zarada. Kurs dinara prema evru, prosek perioda (NBS). Produktivnost rada je računata na osnovu podataka o registrovanoj zaposlenosti. Podaci za BDV u 2017. i 2018. su ocenjene vrednosti. Zbog promene metodologije obračuna zarada, podaci pre januara 2018. nisu uporedivi.

Izvor: Proračun autora na podacima RZS-a i NBS-a.

<sup>10</sup> Mada ocenjujemo da CROSO sada dobro meri registrovanu zaposlenost, moguće je da na početku njegovog rada još uvek nije bio dostignut potpun obuhvat registrovane zaposlenosti. U tom slučaju stvarni rast registrovane zaposlenosti u periodu 2014-2018. je manji nego što to sledi iz podataka CROSO, pa je time i pad produktivnosti i rast jediničnih troškova rada u ovom periodu manji nego što to sledi iz navedenih podataka.

<sup>11</sup> Podsetimo da poređenje prosečnih neto zarada prema podacima PU i RAD-1 za 2017. pokazuju da u januaru zarade prema PU su 12,4% veće u odnosu na RAD-1, dok u decembru zarade prema PU su 10,3% manje u odnosu na RAD-1 (<http://publikacije.stat.gov.rs/G2018/Pdf/G201822001.pdf>).



## 4. Platni bilans i spoljna trgovina

U Q1 2018. godine deficit tekućeg računa iznosi 650 miliona evra, tj. 7,0% BDP-a, i niži je od ostvarenog deficita u istom periodu prethodne godine. Sa jedne strane je došlo do izraženijeg povećanja spoljnotrgovinskog deficita, dok je sa druge strane zabeleženo znatnije smanjenje deficita na računu primarnog dohotka, i mali porast suficita na računu sekundarnog dohotka. Rast spoljnotrgovinskog deficita je rezultat činjenice da je tokom Q1 uvoz roba i usluga imao nešto brži rast od izvoza, iako su obe stope rasta dvocifrene. U pravcu porasta spoljnotrgovinskog deficita delovao je odložen efekat realne aprecijacije dinara iz 2017. godine, više svetske cene energenata, rast domaće tražnje, dok je njegovom smanjenju doprineo solidan rast zemalja evrozone i povoljne svetske cene domaćih izvoznih proizvoda (metala, žitarica). Dalje kretanje spoljnotrgovinskih komponenti biće uslovljeno budućim nivoom cena primarnih proizvoda na svetskom tržištu, tempom rasta evrozone, daljim rastom investicija i proizvodnje u Srbiji, kao i domaćom ekonomskom politikom (fiskalnom politikom, politikom deviznog kursa). Priliv direktnih investicija i portfolio investicija tokom Q1 veći je od deficita u tekućem bilansu, te je nivo deviznih rezervi povećan od početka godine.

**U Q1 2018. deficit tekućeg računa iznosi 650 miliona evra, tj. 7,0% BDP-a...**

**...sa jedne strane spoljnotrgovinski deficit raste...**

**...sa druge znatnije deficit na računu primarnog dohotka je smanjen, dok je suficit na računu sekundarnog dohotka blago povećan**

**U Q1 spoljnotrgovinski deficit iznosi 906,5 miliona evra, tj. 9,8% BDP-a....**

U Q1 2018. deficit tekućeg računa iznosi 650 miliona evra, tj. 7,0% BDP-a. Stoga, tekući deficit je na nižem nivou za 44 miliona evra, tj. za 1,3 pp BDP-a u poređenju sa nivoom iz Q1 2017. godine (Tabela T4-1). Sa jedne strane je došlo do izraženijeg povećanja spoljnotrgovinskog deficita, dok je sa druge strane zabeleženo znatnije smanjenje deficita na računu primarnog dohotka (najvećim delom kao posledica manjih rashoda po osnovu dividendi)<sup>1</sup>, i mali porast suficita na računu sekundarnog dohotka.

Ipak, treba imati u vidu da je nivo deficita tekućeg računa bio posebno visok u Q1 2017. godine. Tada je tekući deficit iznosio 694 miliona evra, tj. činio je 8,3% BDP-a. To je predstavljalo nagli skok imajući u vidu da je u 2016. godini tekući deficit iznosio 3,1% BDP-a. Takav skok na početku prethodne godine bio je posledica porasta spoljnotrgovinskog deficita (usled rasta uvoza zbog pogoršanja odnosa razmene, kao efekta porasta cene energenata), kao i porasta primarnog dohotka (usled odliva sredstva po osnovu dividendi).

U Q1 2018. robni deficit iznosi 1.133 miliona evra (12,2% BDP-a) i za 206 miliona evra, tj. za 1,1 pp BDP-a, je viši od deficita ostvarenog u istom periodu 2017. godine. Tokom Q1 na računu usluga ostvaren je suficit od 226 miliona evra, te deficit spoljnotrgovinske razmene iznosi 906,5 miliona evra (9,8% BDP-a), što je za 1,3 pp BDP-a iznad deficita ostvarenog u Q1 godinu dana ranije (Grafikon T4-2). Treba napomenuti da je tokom 2017. godine spoljnotrgovinski deficit takođe bio relativno visok. Naime ovaj deficit je imao relativno visoke vrednosti u Q1 i Q4 2017: 8,5% BDP-a i 10,6% BDP-a, respektivno, dok je bio na relativno nižem nivou u Q2 (7,7% BDP-a) i u Q3 (6,1% BDP-a).

Zapravo, rast spoljnotrgovinskog deficita traje još od 2016 (v. Grafikon T4-2), te nije rezultat jednokratnih faktora, već neki sistemski problem (devizni kurs i sl.), koji utiče da se spoljnotrgovinski deficit povećava. Takođe, napominjemo da je ovaj nivo spoljnotrgovinskog deficita prilično visok, posebno imajući u vidu da je u prethodnom periodu vođena restriktivna fiskalna politika. Stoga, sa svakim rastom fiskalnog deficita, realno je očekivati efekat u pravcu povećanja spoljnotrgovinskog deficita.

Porast spoljnotrgovinskog deficita je rezultat činjenice da je tokom Q1 uvoz roba i usluga imao nešto brži rast od izvoza, iako su obe stope rasta dvocifrene. U pravcu ubrzanja rasta izvoza u Q1 u bitnoj meri je delovao solidan rast zemalja evrozone, dok je rast izvoza usporen usled odloženog efekta aprecijacije dinara u odnosu na evro iz 2017. godine. Istovremeno, rast uvoza je velikim delom bio opredeljen višim svetskim cenama energenata, rastom domaće tražnje, kao i efektima realne aprecijacije dinara.

<sup>1</sup> Primarni dohoci obuhvataju dohotke od faktora proizvodnje kao što su dohoci po osnovu dividendi, kamata i druge dohotke od kapitala i rada.

**Tabela T4-1. Srbija: platni bilans**

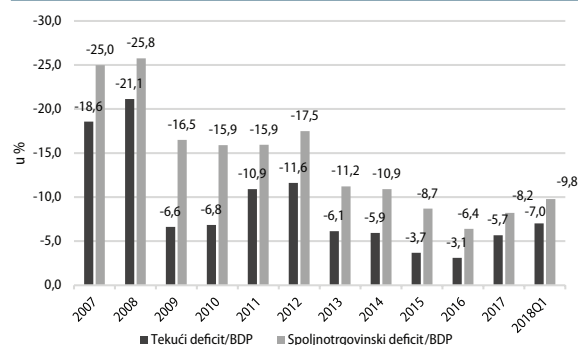
	2016	2017	2016				2017				2018
			Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1
<b>u milionima evra</b>											
<b>TEKUĆI RAČUN</b>	-1.075	-2.090	-305	-284	-239	-247	-694	-333	-384	-678	-650
Roba	-3.119	-3.986	-662	-849	-718	-890	-927	-883	-824	-1.352	-1.133
Izvoz robe	12.814	14.090	2.976	3.310	3.160	3.369	3.277	3.693	3.559	3.560	3.571
Uvoz robe	15.933	18.076	3.638	4.159	3.878	4.258	4.204	4.576	4.383	4.912	4.704
Usluge	907	951	186	196	268	258	220	167	236	327	226
Prihodi	4.571	5.240	993	1.068	1.258	1.252	1.106	1.241	1.424	1.470	1.274
Rashodi	3.664	4.289	807	872	990	994	886	1.074	1.187	1.143	1.048
Primarni dohodak	-2.022	-2.570	-499	-524	-581	-418	-700	-564	-638	-668	-544
Prihodi	630	568	142	185	140	164	105	153	132	179	116
Rashodi	2.653	3.138	641	709	721	583	805	717	769	847	660
Sekundarni dohodak	3.159	3.516	670	894	792	803	713	946	842	1.015	800
Prihodi	3.635	4.098	771	1.009	921	933	848	1.086	986	1.178	941
Rashodi	476	583	102	115	130	129	135	139	145	164	141
Lični transferi, neto <sup>1)</sup>	2.510	2.758	521	735	624	630	565	790	630	773	633
od čega: Doznake radnika	1.874	2.049	379	577	458	460	414	595	475	565	480
<b>KAPITALNI RAČUN- neto</b>	-10	5	5	-4	-1	-9	1	-3	11	-4	6
<b>FINANSIJSKI RAČUN</b>	-535	-1.690	-99	-180	-95	-162	-486	-328	-266	-610	-460
Direkne investicije	-1.899	-2.415	-470	-454	-533	-443	-558	-626	-660	-571	-569
Portfolio investicije	917	827	363	332	-10	232	219	-29	-92	728	-328
Finansijski derivati	9	-21	0	1	5	3	-5	-2	-9	-5	17
Ostale investicije	740	-310	845	257	110	-473	313	106	-566	-162	21
Ostali vlasnički kapital	-1	-1	0	-1	-1	0	0	-1	0	0	0
Gotov novac i depoziti	220	-623	318	20	-19	-99	-79	-23	-550	29	21
Kredit	303	-203	317	260	-1	-272	316	23	-317	-226	5
Centralna banka	23	9	12	7	4	0	4	0	4	0	4
Depozitne institucije osim centralne banke	279	-272	100	199	80	-99	271	-316	11	-239	94
Država	-308	30	30	11	5	-355	34	290	-314	20	-93
Ostali sektori	309	31	176	42	-91	182	6	49	-18	-7	0
Programi osiguranja i penzija i standardizovani garancijski programi	8	0	3	7	-6	4	0	0	0	0	0
Trgovinski krediti i avansi	209	518	207	-29	137	-105	75	106	301	36	-4
Ostala potraživanja i dugovanja	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Alokacija SPV	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Devizne rezerve</b>	-302	228	-836	-317	332	519	-455	222	1.061	-600	398
<b>GREŠKE I PROPUSTI- neto</b>	549	395	201	109	145	94	208	8	107	72	183
<b>u % BDP-a</b>											
Bilans tekućih transakcija	-3,1	-5,7	-3,8	-3,2	-2,7	-2,8	-8,3	-3,6	-4,0	-7,0	-7,0
Bilans robne razmene	-9,0	-10,8	-8,2	-9,7	-8,0	-10,0	-11,1	-9,6	-8,5	-14,0	-12,2
Izvoz robe	37,0	38,2	36,9	37,7	35,4	38,0	39,3	39,9	36,8	36,8	38,5
Uvoz robe	46,0	49,0	45,1	47,4	43,5	48,0	50,5	49,5	45,3	50,8	50,8
Bilans robe i usluga	-6,4	-8,2	-5,9	-7,5	-5,0	-7,1	-8,5	-7,7	-6,1	-10,6	-9,8
Lični transferi - neto	7,2	7,5	6,5	8,4	7,0	7,1	6,8	8,5	6,5	8,0	6,8
BDP u evrima <sup>2)</sup>	34.619	36.926	8.061	8.768	8.921	8.869	8.333	9.245	9.677	9.671	9.263

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).

....a izvoz robe i usluga je i početkom 2018. iznad 50% BDP-a

**Grafikon T4-2. Srbija: tekući i spoljnotrgovinski deficit, 2007-2018 Q1**


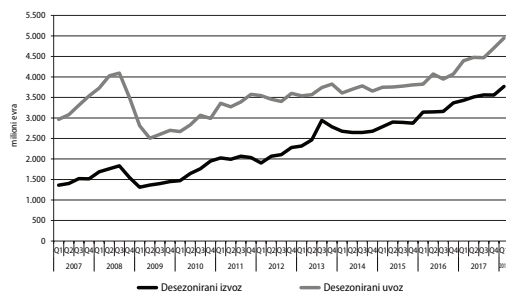
Izvor: NBS, QM

Izvoz robe i usluga u Q1 2018. iznosi 4,85 milijarde evra, te, i u ovom kvartalu, počevši od Q4 2016, čini više od polovine vrednosti ostvarenog kvartalnog BDP-a (tačnije 52,3%). Uvoz robe i usluga u prva tri meseca 2018. je na nivou od 5,75 milijardi evra, tj. čini 62,1% BDP-a. Izvoz robe i dalje beleži rast i u Q1 2018. dostiže 3,57 milijardi evra, tj. 38,5% BDP-a, dok uvoz robe iznosi 4,70 milijardi evra (50,8% BDP-a, v. Tabelu T4-1). Time, na početku 2018. godine pokrivenost uvoza izvozom u slučaju robe iznosi 75,9%, a 84,2% u slučaju roba i usluga.

Stoga, tokom Q1 2018. zabeležen je porast spoljnotrgovinskog deficita od 28,2% - gde je rast robnog deficita iznosio 22,2%, a rast suficita usluga 2,7%. I uvoz i izvoz robe i usluga beleže dvocifreni rast - 13,9% i 10,5%, respektivno. U

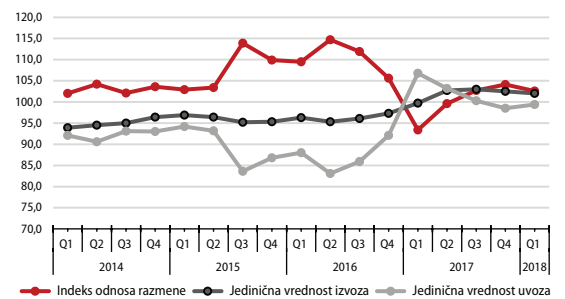
ovom periodu, rast robnog izvoza iznosi 9,0%, dok je uvoz robe porastao 11,9%<sup>2</sup>. U poređenju sa prethodnim kvartalom, desezonirani podaci takođe ukazuju na približan rast izvoza i uvoza robe, s tim da je uvoz ipak zabeležio sporiji rast od izvoza (Grafikon T4-3). Izvoz je u Q1 2018 za 5,9% iznad nivoa iz prethodnog kvartala, dok je istovremeno uvoz porastao za 5,1%.

**Grafikon T4-3. Srbija: desezonirani izvoz i uvoz, kvartalno, 2007-2018 Q1**



Izvor: NBS, RZS, QM

**Grafikon T4-4. Međugodišnji indeksi odnosa razmene, 2014-2018 Q1**



Izvor: RZS, QM

Na kretanje i nivoe vrednosti spoljnotrgovinskih tokova je velikim delom dovela promena odnosa izvoznih i uvoznih cena. Promena ovog odnosa predstavlja se kretanjem međugodišnjeg indeksa odnosa razmene. Na Grafikonu T4-4 prikazano je da ovaj indeks dostiže veoma visoke vrednosti (ukazuje na poboljšanje odnosa razmene) od sredine 2015. godine sve do početka 2017. (kada se odnosi razmene naglo pogoršavaju), da bi se opet poboljšali od druge polovine 2017. godine. U prva tri meseca 2018. godine indeks odnosa razmene iznosi 102,6. Iako je niži u poređenju sa prethodnim kvartalom (104,1), i dalje je iznad 100, što ukazuje na i dalje relativno povoljnije okolnosti i povoljniji odnos izvoznih i uvoznih cena nego godinu dana ranije. Zapravo, najvećim delom opisane promene indeksa odnosa razmene bile su opredeljene nivoom jedinične vrednosti uvoza, koji je velikim delom pod uticajem kretanja svetske cene energenata. Kako se očekuje da cena energenata u 2018. bude na višem nivou nego prethodne godine to će se odraziti i na odnos izvoznih i uvoznih cena, a time i na vrednost spoljnotrgovinske razmene naše zemlje. Stoga je važno da se ekonomskim politikama podstiče dalji rast izvoza u cilju neutralisanja eventualnih nepovoljnih promena svetskih cena na nivo spoljnotrgovinskog bilansa u tekućoj godini.

#### **Izraženije smanjenje neto odliva na račun primarnog dohotka**

Tokom Q1 zabeleženo je znatnije smanjenje deficita na račun primarnog dohotka. Iznos neto odliva na ovom računu iznosi 544 miliona evra (5,9% BDP-a), što je za 156 miliona evra (za 2,5 pp BDP-a) manje u poređenju sa istim tromesečjem 2017<sup>3</sup> (Tabela T4-1). Na račun sekundarnog dohotka (koji je najvećim delom opredeljen kretanjem ličnih transfera/doznaka) u Q1 2018. zabeležen je manji iznos neto priliva u odnosu na Q1 prethodne godine - iako je učešće neto priliva u BDP-u gotovo nepromenjeno. Neto priliv na račun sekundarnog dohotka tokom Q1 2018 iznosi 800 miliona evra i čini 8,6% BDP-a, te je zabeležen njegov blaži rast u odnosu na Q1 2017. godine (za 87 miliona evra, tj. za 0,1 pp BDP-a). Najveći deo tog priliva čini priliv po osnovu ličnih transfera od 633 miliona evra, tj. 6,8% BDP-a, od čega priliv doznaka radnika iznosi 480 miliona evra (5,2% BDP-a).

#### **Znatan neto priliv kapitala tokom Q1....**

U Q1 zabeležen je znatan neto priliv kapitala od 865 miliona evra<sup>4</sup> (Tabela T4-1). Ostvareni neto priliv kapitala posledica je priliva portfolio investicija (328 miliona evra) i priliva stranih investicija (569 miliona evra), a praćen je manjim odlivom na račun Finansijskih derivata (17 miliona evra) i Ostalih investicija (21 miliona evra). Priliv SDI je znatan, ali je nešto niži od iznosa tekućeg deficita. Neto odliv na račun ostalih investicija iznosi 21 miliona evra, gde je zabeležen neto priliv trgovinskih kredita u iznosu od 4 miliona evra i neto odliv finansijskih kredita od 5 miliona evra. Banke su se neto razdužile za 94 miliona evra, što je kompenzovano zaduživanjem države

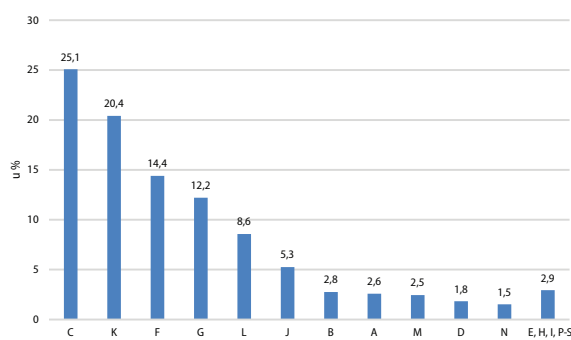
#### **.... posledica priliva portfolio i direktnih investicija**

<sup>2</sup> Podaci NBS za uvoz i izvoz robe, kao i robni bilans, razlikuju se od podataka RZS-a (koje koristimo u narednim delovima teksta: Izvoz i Uvoz) jer ne uključuju robu na doradi (v. Okvir 1 o izmeni metodologije obračuna Platnog bilansa u QM37). Stoga postoji određena razlika u nivoima izvoza i uvoza, kao i stopama rasta, u zavisnosti da li je izvor podataka NBS ili RZS.

<sup>3</sup> Moguće je da je visok odliv u prvom kvartalu 2007. godine jednim delom bio posledica neizvesnosti uoči održavanja predsedničkih izbora.

<sup>4</sup> 1,05 milijardi evra sa računom Greške i propusti 2017. godine.

### Grafikon T4-5. Neto povećanje finansijskih obaveza po osnovu SDI u 2017: učešće povećanja po pojedinim privrednim granama u ukupnom povećanju



Izvor: NBS, QM

Napomena:

1. C - Prerađivačka industrija, K - Finansijske delatnosti i delatnost osiguranja, F - Građevinarstvo, G - Trgovina na veliko i trgovina na malo, popravka motornih vozila i motocikala, L - Poslovanje nekretninama, J - Informisanje i komunikacije, B - Rudarstvo, A - Poljoprivreda, šumarstvo i ribarstvo, M - Stručne, naučne, inovacione i tehničke delatnosti, D - Snabdevanje električnom energijom, gasom, parom i klimatizacija, N - Administrativne i pomoćne uslužne delatnosti, E, H, I, P-S: Snabdevanjem vodom, upravljanje otpadnim vodama, kontrolisanje procesa uklanjanja otpada i slične aktivnosti (E), Saobraćaj i skladištenje (H), Usluge smeštaja i ishrane (I), Obrazovanje (P), Zdravstvena i socijalna zaštita (Q), Umetnost, zabava i rekreacija (R), Ostale uslužne delatnosti (S) i Nerazvrstano.
2. Metodologija stranih direktnih ulaganja je u saglasnosti sa MMF-ovim Priručnikom za platni bilans i međunarodnu investicionu poziciju, šesto izdanje.
3. Privredne grane razvrstane prema statističkoj klasifikaciji ekonomskih delatnosti Evropske zajednice revizija 2 iz 2008. (NAACE Rev. 2, 2008).
4. Strana direktna ulaganja obuhvataju ulaganja u novcu, robi, pravima, konverziju duga u kapital, međukompanijske kredite i reinvestiranu dobit.
5. Grafikon je izrađen na osnovu podataka NBS, a oni na osnovu podataka koji su bili dostupni do 30. marta 2018. i podložni su izmenama u skladu sa promenama zvaničnih izvora podataka.

znatno zavisi od nivoa realnog kursa dinara. Precenjenost realnog kursa dinara čini ulaganja u delatnosti koje proizvode nerazmenljiva dobra isplativijim nego ulaganja u sektore koji proizvode razmenljiva dobra. Osim toga za ulaganja u sektor razmenljivih dobara važno je da se unapredi regulatorni okvir, smanje administrativne i carinske procedure, obezbedi obrazovna radna snaga i dr.

Takođe, treba imati u vidu da se neto dohodak po osnovu stranih investicija evidentira u tekućem delu platnog bilansa u okviru računa Primarni dohodak, dok se neto priliv SDI evidentira u okviru finansijskog dela platnog bilansa. Prilikom plaćanja i analiziranja stranih ulaganja treba imati u vidu da je pozitivan efekat priliva SDI na platni bilans: a) znatno manji od onog vidljivog samo u finansijskom računu, b) da se vremenom smanjuje. Tako je u 2016. godini neto priliv kapitala po osnovu SDI iznosio 1.899 miliona evra, a rashodi po osnovu SDI zabeleženi na računu primarnog dohotka 1.416 miliona evra, te njihova razlika iznosi 483 miliona evra. U 2017. neto priliv SDI je 2.415, dok je neto odliv po osnovu dohotka od SDI u okviru računa primarnog dohotka 2.075 miliona evra, te je njihov saldo 340 miliona evra. Kako je neto priliv SDI tokom Q1 2018. iznosio 569 miliona evra, a odliv na po osnovu dohotka od SDI 400 miliona evra, razlika je pozitivna i iznosi 169 miliona evra. Stoga, treba imati u vidu da postoji znatan negativan iznos na računu dohotka od SDI u okviru Primarnog dohotka koji ukazuje na obaveze po tom osnovu. Kako je razlika priliva SDI i neto odliva dohotka od SDI i dalje pozitivna, SDI je i dalje povoljno utiču na platni bilans Srbije, ali se taj uticaj tokom vremena smanjuje.

### Povećan nivo deviznih rezervi od početka godine

Povećanje deviznih rezervi tokom Q1 2018. iznosi 398 miliona evra, i nastavlja se u aprilu. Zapravo u januaru je došlo do smanjenja deviznih rezervi za 173 miliona evra, praćeno njihovim povećanjem u februaru i martu za 99 i 472 miliona evra. Tako, na kraju aprila devizne rezerve iznose 10,43 milijardi evra, čime se obezbeđuje pokrivenost više od pet meseci uvoza robe i usluga i pokrivenost novčane mase M1 od 189%<sup>5</sup>.

<sup>5</sup> <https://www.nbs.rs/internet/cirilica/scripts/showContent.html?id=12777&konverzija=no>

## Izvoz

**Izvoz u Q1 2018.** Iznosi 3,8 milijardi evra i u ovom kvartalu beleži međugodišnji rast od 8,5%. **3,8 milijardi evra, ostvaruje rast od 8,5% međugodišnje...** Stoga, rast izvoza blago ubrzava tokom Q1 i ponovo usporava u aprilu (međugodišnji rast izvoza u aprilu 4,2%, Tabela T4-6). Vrednost izvoza po isključenju drumskih vozila takođe ubrzava rast tokom Q1 (međugodišnji porast po stopi od 11,0%) i usporava u aprilu (6,6%).

... i usporava rast u aprilu

**Tabela T4-6. Srbija: izvoz, međugodišnje stope rasta, 2016–2018**

	Učešće u ukupnom izvozu u 2017	2016	2017	2017		2018		2017		2018	
				Q3	Q4	Q1	april	Q3	Q4	Q1	april
	u %	u milionima evra						u %			
Ukupno	100,0	13.432	15.047	3.778	3.786	3.815	1.303	12,7	7,8	8,5	4,2
Ukupno bez drum. vozila	91,7	12.057	13.797	3.536	3.511	3.502	1.195	14,6	8,6	11,0	6,6
Energija	2,5	329	379	107	117	77	35	24,0	55,7	11,8	41,9
Intermedijarni proizvodi	38,2	4.669	5.743	1.496	1.445	1.555	508	24,7	18,8	19,4	4,8
Kapitalni proizvodi	24,1	3.352	3.633	821	979	956	336	7,8	17,4	9,6	9,3
Kapitalni proizvodi bez drum. vozila	15,8	1.977	2.383	579	703	642	228	17,5	26,8	25,6	28,2
Trajni proizvodi za široku potrošnju	5,4	739	811	204	207	196	73	6,5	1,2	5,4	10,2
Netrajni proizvodi za široku potrošnju	22,3	3.198	3.358	888	860	813	270	6,2	2,0	5,0	5,1
Ostalo	7,5	1.145	1.124	262	179	219	82	-5,8	-47,2	-30,1	-26,1

Izvor: RZS

Porast ukupnog izvoza od početka godine posledica je povećanja izvoza svih proizvodnih grupa sa izuzetkom neklasifikovanog izvoza (v. stavku *Ostalo* u Tabeli T4-6). Zapravo, investicije iz prethodnog perioda, kao i oporavak zemalja evrozone i Regiona, kao naših najvažnijih spoljnotrgovinskih partnera, ključne su determinante zabeleženog međugodišnjeg rasta izvoza od početka godine, kao i značajnog sezonskog rasta od 5,6% u Q1 2018. u odnosu na Q4 2017. Doprinos prethodnih investicija izvozu i njegovoj održivosti može se videti i u činjenici da u gotovo svim oblastima prerađivačke industrije izvoz ostvaruje rast. Takođe, rastu vrednosti izvoza od početka godine u velikoj meri su doprinele više cene primarnih proizvoda na svetskom tržištu, kao što su cene metala i žitarica. Zapravo, najveći doprinos rastu izvoza u Q1 dao je visok porast izvoza metala, delom usled povećane proizvodnje Železare Smederevo - delom usled rasta svetskih cena, dok usled rasta cena kukuruza i pšenice došlo je do bitnog rasta izvoza žitarica od početka godine<sup>6</sup>.

Sa druge strane, u pravcu usporavanja rasta izvoza od početka 2018. godine delovala je realna aprecijacija dinara iz prethodne godine. U Q1 međugodišnje smanjenje vrednosti izvoza drumskih vozila je negativno uticalo na rast izvoza. Inače izvoz drumskih vozila, sa izuzetkom Q1 2015., kao i Q2 i Q3 2016, beleži negativne stope počevši od druge polovine 2014. godine. U Q1 izvoz drumskih vozila je za 13%, a u aprilu za 17% ispod respektivnog perioda prethodne godine.

Na početku 2018. zabeležen je međugodišnji rast vrednosti izvoza *Energije*, od 11,8% u Q1 i čak za 41,9% u aprilu, kao usled rasta količine izvoza tako i usled rasta cena energenata. Rast izvoza *Kapitalnih proizvoda* od 9,6% međugodišnje u Q1 2018 usporava u odnosu na prethodni kvartal, a to usporavanje se nastavlja i u aprilu (međugodišnja stopa 9,2%). Sa druge strane, izvoz *Kapitalnih proizvoda po isključenju drumskih vozila*, nakon usporavanja rasta u prva tri meseca, blago ubrzava u četvrtom mesecu 2018. godine (međugodišnji porast izvoza ovih proizvoda u Q1 25,6%, zatim 28,2% u aprilu, v. Tabelu T4-5). Izvoz *Intermedijarnih proizvoda* blago ubrzava u Q1 2018. u poređenju sa Q4 2017. i beleži međugodišnji rast od 19,4%, da bi u aprilu znatnije usporio i zabeležio rast po stopi 4,8%. Izvoz *Proizvoda široke potrošnje* beleži određeno ubrzanje rasta u Q1 2018. u poređenju sa istim periodom 2017, koje se nastavlja u aprilu. Međugodišnji porast izvezenih vrednosti *Trajnih* i *Netrajnih proizvoda za široku potrošnju* u Q1 2018. iznosi 5,4% i 5,0%, a u aprilu iznosi 10,2% i 5,1%, respektivno. Jedino vrednost *Ostalog izvoza* od početka godine beleži međugodišnje smanjenje, tj. vrednost izvoza proizvoda svrstanih u ovu grupu je za 30,1% u Q1 i 26,1% u aprilu niža od one ostvarene u istom periodu 2017.

U narednom periodu će se na izvoz nepovoljno odraziti aprecijacija domaće valute. Sa druge strane, povoljno bi se odrazila realizacija dobrih prognoza rasta privredne aktivnosti u svetu (EU, zemlje

<sup>6</sup> Izveštaju o inflaciji, NBS, maj 2018, str. 34.

regiona, Rusija i dr.). Dalja dinamika izvoza će u velikoj meri zavistiti od kretanje cena važnih izvoznih proizvoda (poljoprivredni proizvodi, bazični materijali i dr.), dok, dugoročno gledano, biće bitno određena i nastavkom rasta investicija i proizvodnje u sektorima koji proizvode razmenljiva dobra.

## Uvoz

**U Q1 uvoz beleži rast od 12,5% međugodišnje, koji se u aprilu ubrzava**

Vrednost uvezene robe u prva tri meseca 2018. je 5,07 milijardi evra. Time je od početka godine rast uvoza blago usporen u Q1 (međugodišnji rast od 12,5% u Q1 2018 nakon 15,5% u Q4 2017), da bi ubrzao u aprilu (međugodišnja stopa od 16,6%, v. Tabelu T4-7). Rast uvoza krajem 2017. i početkom 2018. je velikim delom određen višim svetskim cenama energenata, efektima realne aprecijacije dinara, ako i rastom domaće tražnje. U ovom periodu, struktura rasta uvoza je solidna, jer pored rasta potrošnih dobara usled oporavka domaće potrošnje, beleži se i rast intermedijarnih i kapitalnih dobara, što ukazuje na rast tekuće privredne aktivnosti, kao i na moguća ulaganja u cilju budućeg rasta.

Sve uvozne grupe proizvoda beleže rast tokom prva četiri meseca. Vrednost uvoza Energije u Q1 je gotovo jednaka prošlogodišnjem nivou iz prva tri meseca, da bi u aprilu bila čak 39,3% viša od vrednosti uvoza energetskih proizvoda iz aprila 2017. Uvoz *Intermedijarnih proizvoda* beleži određeno ubrzanje rasta – međugodišnji rast 16,4% u Q1, da bi zabeležio blago usporavanje u aprilu. Rast uvoza *Kapitalnih proizvoda* takođe ubrzava u Q1 (međugodišnja stopa od 9,7%) uz određeno usporavanje u aprilu. Sličnu dinamiku uvoza – ubrzanje u Q1 uz usporavanje u aprilu – beleže i *Trajni proizvodi za široku potrošnju*, dok uvoz *Netrajnih proizvoda za široku potrošnju* ubrzava od početka godine. Rast uvoza *Intermedijarnih* i *Kapitalnih* proizvoda ukazuje na potencijalni rast proizvodnje u narednom periodu, dok je rast potrošnih dobara u vezi sa oporavkom potrošnje domaćinstva. Uvoz bez energije već tri kvartala za redom raste po nepromenjenoj stopi od od 14-15% međugodišnje (Tabela T4-7).

**Tabela T4-7. Srbija: uvoz, međugodišnje stope rasta, 2016-2018**

	Učešće u ukupnom uvozu u 2017 u %	2016	2017	2017		2018		2017		2018	
				Q3	Q4	Q1	april	Q3	Q4	Q1	april
				u milionima evra		u %		u milionima evra		u %	
Ukupno	100,0	17.068	19.419	4.730	5.265	5.070	1.756	13,3	15,5	12,5	16,6
Energija	10,4	1.544	2.025	485	549	525	200	32,2	21,2	-0,2	39,3
Intermedijarni proizvodi	35,3	5.880	6.862	1.737	1.779	1.803	617	16,2	14,0	16,4	14,0
Kapitalni proizvodi	21,2	4.128	4.120	909	1.087	1.012	361	-6,9	4,5	9,7	6,8
Trajni proizvodi za široku potrošnju	2,1	380	411	100	115	103	34	10,7	4,1	13,4	9,7
Netrajni proizvodi za široku potrošnju	15,0	2.595	2.906	709	796	755	254	7,3	10,3	12,7	16,2
Ostalo	15,9	2.541	3.095	790	940	873	289	34,7	39,2	16,3	24,4
Uvoz bez energije	89,6	15.524	17.393	4.245	4.716	4.546	1.556	11,5	14,8	14,1	14,2

Izvor: RZS

**Tokom 2018. očekuje se nastavak rasta uvoza**

Očekujemo rast uvoza u narednim kvartalima 2018. godine, kako usled visoke verovatnoće da će cene energije biti iznad prošlogodišnjih cena, tako i usled izvesnog rasta domaće tražnje. Takođe u pravcu povećanja uvoza u narednom periodu delovaće realna aprecijacija dinara.

## Spoljni dug

Na kraju 2017. godine<sup>7</sup> spoljni dug je iznosio 25,74 milijardi evra, tj. 69,7% BDP-a. Tokom 2017. spoljni dug je smanjen za 759 miliona evra, po osnovu smanjenja spoljnog duga javnog sektora, koje je delom kompenzovano rastom spoljnog duga privatnog sektora (Tabela T4-8). Veliki deo promena ukupnog spoljnog duga i njegovog odnosa prema BDP posledica je valutnih promena - aprecijacije evra u odnosu na dolar i jačanja dinara u odnosu na evro.

Inostrana zaduženost javnog sektora u 2017. je smanjena za 1.786 miliona evra, a privatnog sektora povećana za 1.027 miliona evra. U ovom periodu od 12 meseci dugoročni spoljni dug

<sup>7</sup> Izvor podataka za spoljni dug i međunarodnu investicionu poziciju je NBS, a poslednji raspoloživi podaci se odnose na kraj 2017. godine.

**U 2017, tokom cele godine, kao i u poslednjem tromesečju, smanjen je nivo spoljnog duga...**

**... što je neto rezultat smanjenja inostranog duga javnog sektora i povećanja duga privatnog sektora**

privatnog sektora je povećan za 815 miliona evra, od čega 690 miliona evra je rast iznosa dugoročnog duga privrede. Istovremeno, po osnovu dugoročnog duga, banke su povećale spoljnu zaduženost za 122 miliona evra. Kratkoročni dug banaka na kraju 2017. viši je za 212 miliona evra, a privrede za jedan milion evra u poređenju sa stanjem godinu dana ranije (Tabela T4-8).

Tokom Q4 2017. godine inostrani dug uvećan je za 354 miliona evra. Izraženo kao procenat BD-P-a, spoljni dug je na kraju 2017. niži za 2,5 pp u odnosu na stanje tri meseca ranije. Smanjenje zaduženosti u Q4 zabeležio je javni sektor za 759 miliona evra usled smanjenja iznosa po osnovu dugoročnog duga, što je dominantno posledica otplate duga po osnovu evroobveznica emitovanih 2012. godine. Sa druge strane, privatni sektor se u poslednja tri meseca 2017. zadužio za 405 miliona evra. Povećan je nivo dugoročnog duga za 245 miliona evra, gde su se banke dodatno zadužile za 115 miliona evra, a privreda za 129 miliona evra (Tabela T4-8). Nivo kratkoročnog duga viši je za 160 miliona evra u odnosu na Q3 2017, isključivo kao rezultat višeg kratkoročnog duga banaka.

**Tabela T4-8. Srbija: dinamika kretanja spoljnog duga, 2014–2017**

	2014	2015	2016				2017			
			Mar.	Jun	Sep.	Dec.	Mar.	Jun	Sep.	Dec.
			<b>stanja, u milionima evra, kraj perioda</b>							
Ukupan spoljni dug	25.679	26.234	25.682	25.621	25.603	26.494	26.143	25.462	26.089	25.735
(U% BDP-a) <sup>4)</sup>	76,8	78,2	75,5	75,0	74,5	76,5	74,9	72,0	72,2	69,7
Javni spoljni dug <sup>1)</sup>	14.145	15.295	14.934	15.031	14.923	15.680	15.508	14.590	14.652	13.894
(U% BDP-a) <sup>4)</sup>	42,3	45,6	43,9	44,0	43,4	45,3	44,4	41,3	40,6	37,6
Dugoročni	14.140	15.295	14.934	15.031	14.923	15.680	15.508	14.590	14.652	13.894
od čega MMF	152	15	7	0	0	0	0	0	0	0
specijalna prava vučenja	463	493	483	488	484	494	495	472	465	462
Kratkoročni	5	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Privatni spoljni dug <sup>2)</sup>	11.534	10.939	10.748	10.589	10.680	10.815	10.636	10.872	11.437	11.842
(U% BDP-a) <sup>4)</sup>	34,5	32,6	31,6	31,0	31,1	31,2	30,5	30,7	31,7	32,1
Dugoročni	11.441	10.636	10.436	10.314	10.231	10.138	10.114	10.184	10.708	10.953
od čega banke	2.503	2.057	1.912	1.730	1.514	1.408	1.347	1.392	1.415	1.530
od čega privreda	8.935	8.576	8.520	8.580	8.711	8.725	8.760	8.785	9.285	9.414
od čega ostali	3	4	4	4	6	6	7	7	9	9
Kratkoročni	94	303	312	275	450	676	522	688	729	889
od čega banke	57	186	237	220	404	590	382	602	641	802
od čega privreda	37	116	75	55	46	86	139	86	87	87
Neto spoljni dug <sup>3)</sup> , (u% BDP-a) <sup>4)</sup>	47,2	47,2	47,6	47,8	46,7	47,1	47,0	44,7	42,8	42,7

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 (934,8 miliona evra, od čega se 402,0 miliona evra odnosi na domaće banke, a 532,8 miliona evra na domaće preduzeća).

3) Ukupni spoljni dug umanjeno za devizne rezerve NBS.

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

## Međunarodna investiciona pozicija

Međunarodna investiciona pozicija zemlje (MIP) obuhvata finansijsku aktivu (imovinu) i pasivu (obaveze) koje imaju međunarodni karakter<sup>8</sup>. Ona predstavlja razliku strane finansijske aktive u našem posedu (devizne rezerve, naše direktne i portfolio investicije u inostranstvu, odobreni krediti inostranstvu i dr.) i strane finansijske pasive u Srbiji (strane direktne i portfolio investicije, dugovi prema inostranstvu i dr.). Zemlja je neto kreditor ukoliko su njena potraživanja i imovina u inostranstvu veća od strane imovine u zemlji i dugova prema inostranstvu.

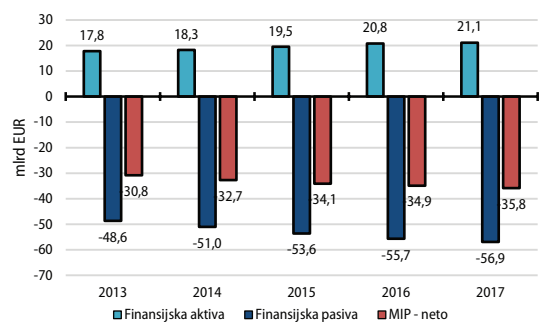
Međunarodna investiciona pozicija Srbije krajem 2017. godine je rezultat kapitalnih i finansijskih transakcija (uzeti i dati krediti, zatim strana ulaganja u Srbiju i naša u inostranstvo i dr.) koje su ostvarene tokom prethodnih nekoliko decenija. Stoga, MIP čini osnovu za procenu izloženosti riziku zemlje u ekonomskim odnosima sa inostranstvom.

Na grafikonima (Grafikon T4-9 i Grafikon T4-10) se može uočiti da je Srbija u 2017. godini bila neto dužnik prema inostranstvu, sa MIP od 35,84 milijardi evra. Na kraju 2017. potraživanja prema inostranstvu su iznosila 21,1 milijarde evra, a obaveze 56,9 milijardi evra. U okviru neto

<sup>8</sup> [https://www.nbs.rs/internet/latinica/80/ino\\_ekonomski\\_odnosi/mip/mip\\_definicije\\_i\\_pojmovi.pdf](https://www.nbs.rs/internet/latinica/80/ino_ekonomski_odnosi/mip/mip_definicije_i_pojmovi.pdf)

finansijske pasive SDI su iznosile 31,4 milijarde evra, krediti 16,1 milijardi evra, portfolio investicije 5,5 milijardi evra. U okviru SDI najveći deo čini vlasnički kapital, u okviru kog manji deo čini reinvestirana dobit. Uz to MIP Srbije se pogoršava, ona je za čak 5 milijardi evra nepovoljnija krajem 2017. godine u odnosu na kraj 2013. godine.

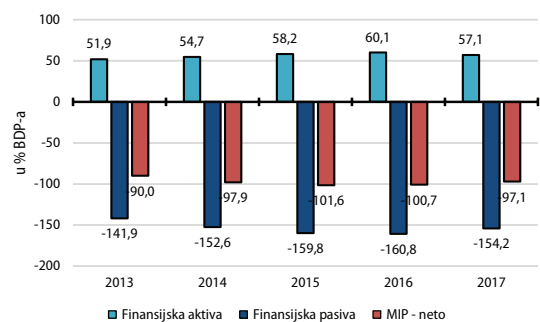
**Grafikon T4-9. Srbija: neto međunarodna investiciona pozicija, u mlrd EUR**



Izvor: NBS

Napomena: Neto finansijska pasiva prikazana kao negativna vrednost na grafikonu.

**Grafikon T4-10. Srbija: neto međunarodna investiciona pozicija, u % BDP-a**



Izvor: NBS, QM

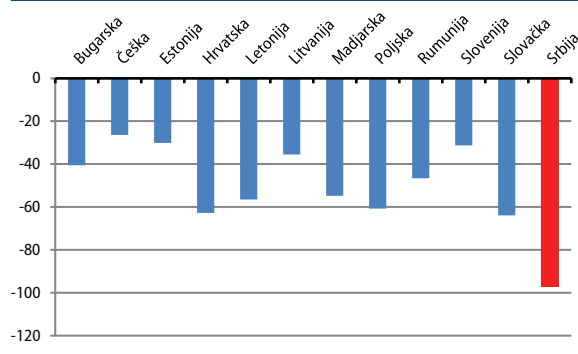
Napomena: Učešće neto finansijske pasive u BDP-u prikazano kao negativna vrednost na grafikonu.

Podaci ukazuju da Srbija ima visoku MIP, gotovo izjednačenu sa godišnjim BDP-om. Dodatno, značajan deo neto pasive čine inostrani krediti i drugi oblici dugova prema inostranstvu (25,74 milijardi evra).

Sve zemlje u centralnoj i istočnoj Evropi su tokom prethodnih nekoliko decenija bile neto uvoznici kapitala, pa su stoga krajem 2017. godine strana imovina i obaveze prema inostranstvu tih zemalja bile znatno veće od njihove imovine i potraživanja od inostranstva (Grafikon T4-10). To nije iznenađujući rezultat s obzirom na to da se radi o zemljama u razvoju koje su kroz visoke investicije nastojale da postepeno sustižu razvijene zemlje, a pri tome su u prvim godinama tranzicije raspolagale malim sopstvenim sredstvima za investicije. Međutim sa protekom vremena ove zemlje se sve više oslanjaju na sopstvena sredstva za investicija (sopstvenu štednju), tako da je tokom prethodne decenije većina njih razvoj finansirala uglavnom domaćom štednjom. Ove zemlje i dalje imaju visoke strane direktne investicije, ali sve više i same investiraju u inostranstvo.

Za razliku od njih Srbija i dalje stvara vrlo malo svojih sredstava (štednju) za investicije, pa stoga svoj razvoj još uvek veliki delom bazira na stranim sredstvima. Posledica toga je da neto vrednost stranog kapitala u Srbiji i naših obaveza prema inostranstvu i dalje rastu kako u evrima tako i u odnosu na BDP. Rast vrednosti strane imovine u Srbiji ima za posledicu veliki odliv sredstava iz Srbije po osnovu dividendi, kamata i drugih oblika dohodaka od kapitala, što već sada utiče na pogoršanje tekućeg platnog bilansa zemlje. Osim toga visoka zaduženost i veliki iznos stranog kapitala čine zemlju ranjivom u odnosu na poremećaje na svetskom finansijskom tržištu (kao što je to bio slučaj 2009. godine) ili na poremećaje u zemlji. U takvim okolnostima strani investitori (naročito portfolio investitori) mogu naglo da zaustave ulaganje u Srbiju, pa i da povuku značajan deo kapitala, što bi dovelo do recesije.

**Grafikon T4-11. Međunarodna investiciona pozicija, u % BDP-a, kraj 2017. godine**



Izvor: Eurostat i NBS.

Srbija ima znatno nepovoljniju međunarodnu investicionu poziciju od ostalih zemalja CEI (Grafikon T4-11.) što je čini ranjivijom od drugih zemalja u odnosu na finansijske poremećaje u svetu i zemlji. Ukoliko se u budućnosti bude ostvarivao visok deficit u tekućem platnom bilansu, međunarodna investiciona pozicija Srbije će se i dalje pogoršavati, a rizik od platnobilansne krize će rasti.



## 5. Cene i devizni kurs

U prvom kvartalu 2018. cene su kumulativno porasle za 0,8% najvećim delom zbog sezonskog poskupljenja svežeg voća i povrća, ali je međugodišnja inflacija vidno usporila i u martu se spustila na 1,4% - što je ispod donje granice odstupanja od cilja NBS ( $3 \pm 1,5\%$ ). Naglo usporavanje međugodišnje inflacije na početku 2018. bilo je i očekivano, budući da su iz njenog obračuna postepeno izlazila vanredno velika povećanja cena hrane i naftnih derivata u istom periodu prošle godine. Efekat visoke baze uticao je i na kretanje inflacije u aprilu – uprkos porastu cena u proseku za 0,4%, međugodišnja inflacija je u ovom mesecu dodatno smanjena i iznosila je 1%. Usporavanju ukupne inflacije u 2018. doprineli su slabi inflatorni pritisci što potvrđuje rekordno niska noseća inflacija (merena indeksom potrošačkih cena bez hrane, alkoholnih pića, duvana i energenata), koja se od marta prvi put spustila ispod 1%. Niska i opadajuća inflacija i izraženi aprecijacijski pritisci na dinar ohrabрили su NBS da u martu i aprilu umanju referentnu kamatnu stopu sa 3,5% na 3%, što je u skladu s našim prethodnim preporukama i smatramo da je to bio adekvatan odgovor monetarne politike. U narednim mesecima očekujemo ubrzanje međugodišnje inflacije i njeno vraćanje u granice ciljanog intervala jer se iscrpljuje efekat visoke baze koji je od početka godine umanjivao ukupnu inflaciju (majski podaci to i potvrđuju), a određeni doprinos povećanju nivoa cena trebalo bi da daju i rast cena energenata praćen jačanjem američkog dolara, dalji rast domaće tražnje i nedavna relaksacija monetarne politike. U prvih pet meseci 2018. nastavljani su aprecijacijski pritisci na dinar, tako da je domaća valuta ojačala u prema evru za 0,3%. Dinar je u posmatranom periodu bio jedna od stabilnijih valuta u CIE, čemu je znatno doprinela i NBS čestim intervencijama na međubankarskom deviznom tržištu – u januaru su ublažavani deprecijacijski pritisci prodajom 180 mln evra, a nakon toga i aprecijacijski pritisci kupovinom 785 mln evra. I realni kurs dinara ojačao je prema evru do aprila za 1,4%, prvenstveno zbog povećanog ulaganja stranih investitora u državne dužničke hartije od vrednosti i priliva stranih direktnih investicija. Međutim, izražena realna aprecijacija dinara u prošloj i ovoj godini nije bila u skladu s kretanjem produktivnosti domaće ekonomije i ozbiljno narušava cenovnu konkurentnost Srbije, što se odražava na rast spoljnotrgovinskog deficita u prethodnih nekoliko kvartala. Smatramo da bi NBS pri donošenju odluka o monetarnoj politici i intervencijama na međubankarskom deviznom tržištu ubuduće morala više pažnje da obrati na ekonomski nepovoljan trend realnog kursa dinara.

### Cene

*Inflacija je od početka 2018. očekivano usporila, usled poređenja sa relativno visokom inflacijom u istom periodu prošle godine*

Na kraju prvog kvartala 2018. godine međugodišnja inflacija spustila se ispod donje granice ciljanog koridora Narodne banke Srbije ( $3 \pm 1,5\%$ ) i iznosila je 1,4% (Tabela T5-1). Naglo usporavanje inflacije na početku 2018. smo i očekivali, kao rezultat veoma niskog trenda rasta cena s kojim se ušlo u ovu godinu i činjenice da je bilo malo verovatno da će se ponoviti neka neuobičajeno velika poskupljenja iz prvog kvartala 2017. (pre svega cene hrane i naftnih derivata). Na kvartalnom nivou, cene su u Q1 kumulativno porasle za 0,8% (mesečno po 0,2-0,3%), ali je zbog efekta baze međugodišnja inflacija više nego prepolovljena u odnosu na nivo s kraja 2017. Posmatrano po grupama proizvoda, ključan doprinos inflaciji u Q1 dalo je sezonski uobičajeno poskupljenje svežeg voća i povrća, a u manjoj meri i porast cena duvanskih proizvoda (usled januarskog redovnog povećanja akciza) i naftnih derivata. Slični trendovi zabeleženi su i u aprilu – cene su u proseku porasle za 0,4%, ali je međugodišnja inflacija zapravo je smanjena na svega 1%, zbog poređenja sa prošlogodišnjim visokim rastom cene u istom periodu. Efekat visoke baze koji je od početka godine uslovljavao pad međugodišnje inflacije iscrpljen je u maju, tako da je u ovom mesecu došlo do očekivanog skoka nivoa cena i povratka ukupne inflacije u granice dozvoljenog odstupanja od cilja NBS (2,2%). Postoji nekoliko razloga zbog kojih se u nastavku 2018. može očekivati dodatno ubrzanje inflacije. Najpre, od juna do decembra 2017. zabeležena je prilično niska inflacija od 0,4% tako da bi efekat niske baze mogao donekle da pogura inflaciju naviše. In-

**Tabela T5-1. Srbija: indeks potrošačkih cena, 2011-2018**

	Indeks potrošačkih cena				
	Bazni indeks (prosek 2006 =100)	međugodišnji rast	kumulativ (od početka godine)	mesečni rast	3m pokretne sredine, anualizovano*
<b>2011</b>					
dec	154,3	7,0	7,0	-0,7	2,5
<b>2012</b>					
dec	173,1	12,2	12,2	-0,4	9,9
<b>2013</b>					
dec	176,9	2,2	2,2	0,2	-0,9
<b>2014</b>					
dec	180,0	1,8	1,8	-0,4	-2,4
<b>2015</b>					
dec	182,8	1,6	1,6	-0,2	-1,9
<b>2016</b>					
mar	183,5	0,6	0,4	-0,1	1,5
jun	184,4	0,3	0,9	0,1	2,0
sep	184,8	0,6	1,1	-0,6	0,9
dec	185,6	1,5	1,5	-0,2	1,8
<b>2017</b>					
jan	188,3	2,4	1,5	1,5	4,8
feb	189,6	3,2	2,2	0,7	8,2
mar	190,0	3,5	2,4	0,2	9,8
apr	191,5	4,0	3,2	0,8	7,0
maj	190,6	3,4	2,7	-0,5	2,1
jun	191,0	3,6	2,9	0,2	2,1
jul	190,2	3,2	2,5	-0,4	-2,7
avg	190,6	2,5	2,7	0,2	-0,2
sep	190,7	3,2	2,7	0,1	-0,6
okt	191,2	2,7	3,0	0,3	2,1
nov	191,1	2,8	3,0	-0,1	1,1
dec	191,2	3,0	3,0	0,1	1,1
<b>2018</b>					
jan	191,8	1,9	0,3	0,3	1,3
feb	192,4	1,5	0,6	0,3	2,7
mar	192,7	1,4	0,8	0,2	3,2
apr	193,5	1,0	1,2	0,4	3,6
maj	194,7	2,2	1,8	0,6	4,9

\* 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.

kraja 2016. godine) nominalno ojačala u odnosu na evro za 4,3%, što je više nego neutralisalo ionako nisku uvoznu inflaciju. Na sličan način je i nominalno jačanje dinara u odnosu na američki dolar u posmatranom periodu za 13,5% u najvećoj meri predupredilo prelivanje porasta svetskih cena energenata na domaće cene. Međutim, najnoviji podaci ukazuju na to da je u narednim mesecima moguće očekivati zaokret postojećih trendova, kako na strani tražnje tako i na strani ponude, i postepeni rast inflatornih pritisaka i noseće inflacije u Srbiji. U Q1 je zabeležen solidan realni rast privatne potrošnje od 3%, što predstavlja osetno povećanje u poređenju sa 2017. godinom (na godišnjem nivou 1,8%). Takođe, čini se da je i izraženi trend ekonomski štetne nominalne aprecijacije dinara u odnosu na evro trenutno zaustavljen, što uz primetno ubrzanje inflacije u Evrozoni može uticati na blago povećanje uvoznih cena. Istovremeno, od maja meseca beležimo oporavak vrednosti američkog dolara, zbog čega je realno očekivati da će se i porast svetskih cena nafte u prethodnom periodu sa određenim vremenskim pomakom ipak prelići na troškove proizvodnje i samim tim na nivo domaćih cena. Na kraju, jačanju inflatornih pritisaka bi trebalo donekle da doprinese i dodatna relaksacija monetarne politike, budući da je NBS od početka godine u dva navrata umanjivala referentnu kamatnu stopu – ukupno za 0,5 p.p.

NBS je od početka 2018. godine smanjivala referentnu kamatnu stopu u dva navrata – u martu i aprilu – za po 25 baznih poena, sa 3,5% na 3% (Grafikon T5-3). Naime, noseća inflacija je od početka godine bila na rekordno niskom nivou od oko 1%, uz preovlađujuće aprecijacijske pritiske na dinar (deprecijacijski pritisaci zabeleženi su samo u januaru). Kako bi sprečila preko-

*Noseća inflacija je od početka 2018. takođe usporavala usled još uvek slabih inflatornih pritisaka, ali je u nastavku godine moguće očekivati njeno blago ubrzanje*

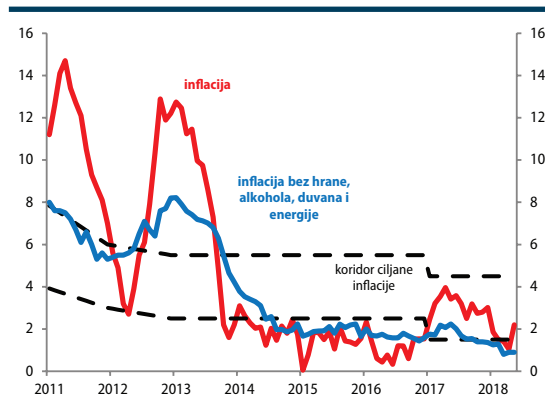
*Niska noseća inflacija i aprecijacijski pritisaci na dinar u prethodnom periodu ohrabрили su Narodnu banku Srbije da u 2018. umanjí referentnu kamatnu stopu sa 3,5% na 3%*

flatornim pritiscima trebalo bi da doprinese i rast cena energenata u prethodnom periodu koji je sad pojačan jačanjem dolara, dalji rast domaće tražnje usled povoljnih kretanja na tržištu rada (delom i zbog povećanja zarada u državnom sektoru) i nešto ekspanzivnija monetarna politike NBS.

Noseća inflacija (merena indeksom potrošačkih cena bez hrane, alkoholnih pića, duvana i energenata) postepeno se smanjivala od početka 2018. (Grafikon T5-2), što je nastavak trenda iz druge polovine prošle godine. Naime, već u oktobru 2017. noseća inflacija se spustila ispod donje granice ciljanog intervala NBS ( $3 \pm 1,5\%$ ), dok je od marta na rekordno niskom nivou – 0,8%, odnosno 0,9% u aprilu i maju. Procenjujemo da su osnovni faktori koji su uticali na usporavanje noseće inflacije u prethodnom periodu bili još uvek nedovoljno snažan oporavak domaće tražnje koji bi pojačao inflatorne pritiske, a tome je naročito doprinela izražena aprecijacija dinara u odnosu na evro i dolar. Domaća valuta je u poslednjih petnaest meseci (od

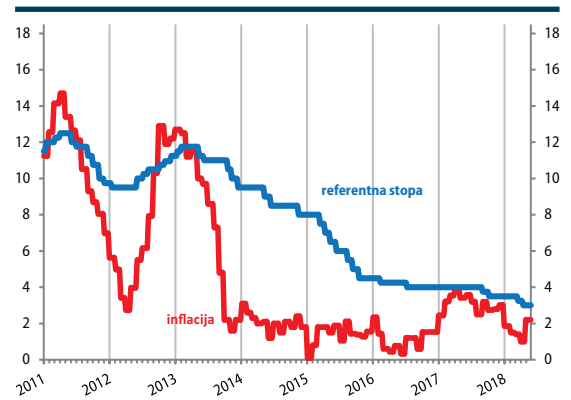
merno jačanje domaće valute u odnosu na evro, NBS je od februara do aprila intervenisala na međubankarskom deviznom tržištu kupovinom 785 mln evra. To su i osnovni razlozi zbog kojih smo u prethodnom broju Kvartalnog monitora sugerisali da postoji prostor za dodatnu relaksaciju monetarne politike i stoga povoljno ocenjujemo odluku NBS da umanjí referentnu kamatnu stopu. Uzimajući u obzir najnoviju srednjoročnu projekciju inflacije Narodne banke Srbije, inflacija bi do kraja 2019. godine trebala da ostane relativno niska – ispod sredine ciljanog intervala (3%). Uprkos tome, ne sugerišemo dalju relaksaciju monetarne politike u narednih nekoliko meseci. Identifikovali smo nekoliko potencijalnih izvora ubrzanja inflacije do kraja godine, a sledeći koraci biće snažno opredeljeni uslovima u međunarodnom okruženju – pre svega kretanja svetskih cena nafte i hrane i normalizacije monetarnih politika američkog FED-a i Evropske centralne banke.

**Grafikon T5-2. Srbija: međugodišnja stopa inflacije i noseće inflacije i ciljani koridor NBS, 2011-2018**



Izvor: NBS i proračun QM-a

**Grafikon T5-3. Srbija: referentna kamatna stopa NBS i međugodišnja stopa inflacije, u %, 2011-2018**

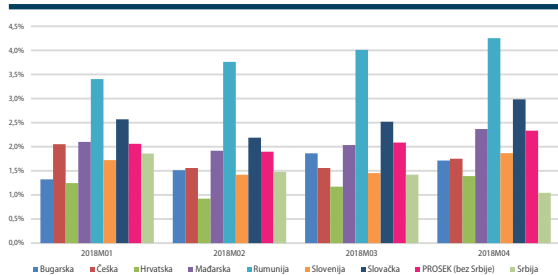


Izvor: NBS

*Inflacija u Srbiji je od početka 2018. niža u odnosu na uporedive zemlje CIE*

Od početka godine u većini zemalja CIE zabeleženo je postepeno ubrzanje međugodišnje inflacije, u proseku sa 2% na 2,3% (Grafikon T5-4). Posmatrano po pojedinačnim zemljama, međugodišnja inflacija u aprilu bila je iznad nivoa u Srbiji (1%) u čitavom regionu i kretala se između 1,4% u Hrvatskoj do čak 4,3% u Rumuniji. Sezonsko povećanje cena hrane i poskupljenje energenata uzrokovano kretanjem svetskih cena nafte su i u CIE bili među ključnim pokretačima inflacije od početka godine, ali je u mnogim zemljama takođe primetno postepeno jačanje inflatornih pritisaka usled snažnog rasta domaće tražnje. Tome doprinose veoma povoljna kretanja na tržištu rada i solidan rast domaće tražnje, a centralne banke Češke i Rumunije su već reagovala na ovakve trendove povećanjem referentnih kamatnih stopa. Imajući u vidu da je nastavljen dinamičan rast zarada u ovim zemljama, vrlo je moguće da će do kraja 2018. doći do dodatnog monetarnog zatezanja. S druge strane, Srbija tek polako hvata priključak s regionom kad je reč o osnovnim makroekonomskim pokazateljima – po realnom rastu BDP-a i privatne potrošnje, kao i rastu zaposlenosti i zarada još uvek zaostajemo. Posledično, ukupna i bazna inflacija su ispod nivoa u CIE i ne isključujemo mogućnost dodatne relaksacije monetarne politike u narednom periodu, suprotno tendencijama u regionu.

**Grafikon T5-4. Međugodišnja Inflacija u Srbiji i izabranim zemljama CIE u 2018. godini**



Izvor: Eurostat, RZS i proračun QM-a

*U prvom kvartalu 2018. zabeležena je umerena inflacija od 0,8% uglavnom zbog povećanja cena hrane i duvanskih proizvoda*

U Q1 2018. godine zabeležena je umerena inflacija od 0,8% (Tabela T5-4), zahvaljujući porastu nivoa cena u januaru i februaru za po 0,3% i martovskoj inflaciji od 0,2%. Posmatrano po grupama proizvoda, najveći doprinos inflaciji u Q1 dalo je povećanje cena hrane za 2,3% (doprinos 0,7 p.p.), prvenstveno zahvaljujući sezonskom poskupljenju svežeg povrća za 9% (doprinos 0,4 p.p.) i svežeg voća za 9,5% (doprinos 0,2 p.p.). Pored toga, porasle su i cene duvanskih proizvoda za

4,1% (doprinos 0,2 p.p.) usled redovnog povećanja akciza u januaru i naftnih derivata za 1,4% (doprinos 0,1 p.p.). U suprotnom smeru delovalo je sezonsko sniženje odeće i obuće za 3,7% (doprinos -0,2 p.p.), dok se cene ostalih proizvoda nisu bitnije menjale – što je potvrda preovlađujuće slabih inflatornih pritisaka od početka godine. O tome svedoči i pad noseće inflacije (merene indeksom potrošačkih cena bez hrane, alkoholnih pića, duvana i energenata) u Q1 za 0,4%. Ukoliko posmatramo tromesečni anualizovani prosek, koji je u Q1 iznosio 3,2% (Tabela T5-1), ne može se reći da je inflacija u posmatranom periodu bila izrazito niska. Međutim, zbog već objašnjene efekta baze, u Q1 je registrovano prilično oštro smanjenje međugodišnje inflacije – sa 3% u decembru 2017. godine na 1,4% u martu.

**U aprilu i maju došlo je do blagog ubrzanja inflacije (0,4% i 0,6%, respektivno), usled porasta cena ograničenog broja proizvoda**

U aprilu je zabeležena umerena inflacija od 0,4% (Tabela T5-4), zahvaljujući porastu cena istih grupa proizvoda koje su i tokom Q1 presudno uticale na kretanje inflacije. Cene hrane porasle u proseku za 0,7% (doprinos nešto preko 0,2 p.p.), što se praktično u celosti može pripisati poskupljenju svežeg povrća za 4,2% (doprinos gotovo 0,2 p.p.). Nastavilo se i postepeno povećanje cena naftnih derivata, koje je u aprilu iznosilo 1,1% (doprinos gotovo 0,1 p.p.), a došlo je i do sezonski uobičajenog poskupljenja odeće i obuće za 2,1% (doprinos 0,1 p.p.). Promene cena ostalih grupa proizvoda bile su zanemarljivo male i međusobno se potiru. Inflacija merena tromesečnim anualizovanim prosecima je u aprilu ubrzala na 3,6%, ali je zbog efekta visoke baze nastavljeno smanjenje međugodišnje inflacije na nivo od 1%. Međutim, u maju je efekat baze koji je u prethodnom delu 2018. doprinosio padu međugodišnje inflacije promenio smer delovanja. U ovom mesecu je zabeležena inflacija od 0,6%, uglavnom zbog porasta cena svežeg povrća za 6,6% (doprinos 0,4 p.p.) i naftnih derivata za 2,8% (doprinos 0,2 p.p.). S obzirom na to da je u maju prošle godine zabeležen pad nivoa cena za 0,5%, međugodišnja inflacija je više nego udvostručena u odnosu na aprilski nivo i iznosila je 2,2%.

**Tabela T5-5. Srbija: izabrane komponente IPC i doprinos rastu inflacije**

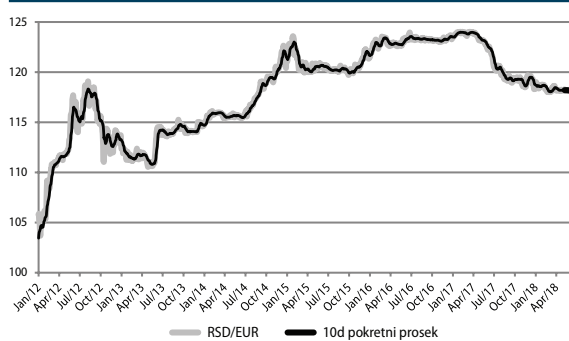
	učešće u IPC (u%)	porast cena u Q1 2018.	doprinos ukupnom porastu (procentni poeni)	porast cena u aprilu 2018.	doprinos ukupnom porastu (procentni poeni)	porast cena u maju 2018.	doprinos ukupnom porastu (procentni poeni)
Ukupno	100,0	0,8	0,8	0,4	0,4	0,6	0,6
Hrana i bezalkoholna pića	32,8	2,3	0,7	0,7	0,2	1,2	0,4
Hrana	29,2	2,3	0,7	0,7	0,2	1,3	0,4
Alkoholna pića i duvan	7,4	2,9	0,2	-0,1	0,0	0,1	0,0
Duvan	4,7	4,1	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Odeća i obuća	4,5	-3,7	-0,2	2,1	0,1	0,4	0,0
Stanovanje, voda struja	13,6	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Električna energija	4,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nameštaj i opremanje domaćinstva	4,6	0,1	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0
Zdravstvo	5,0	0,5	0,0	0,1	0,0	0,4	0,0
Transport	12,9	0,5	0,1	0,6	0,1	1,4	0,2
Goriva i maziva	5,8	1,4	0,1	1,1	0,1	2,8	0,2
Komunikacije	5,0	-0,7	0,0	0,4	0,0	-0,5	0,0
Ostalo	14,3		0,0		0,1		0,0

Izvor: RZS i proračun QM-a

## Devizni kurs

**Dinar je u Q1 zadržao gotovo istu vrednost u odnosu na evro, dok je u odnosu na američki dolar nominalno ojačao za oko 3%**

Nakon sezonski uobičajenih deprecijacijskih pritisaka u januaru 2018. godine, koje je NBS ublažila prodajom evra na međubankarskom deviznom tržištu u ukupnom iznosu od 180 mln evra, nastavljen je trend blagog jačanja domaće valute u odnosu na evro (Grafikon T5-6). Na kraju marta, dinar je nominalno ojačao prema evru za 0,1% u odnosu na kraj 2017. godine, dok je aprecijacija na nivou proseka kvartala bila nešto veća i iznosila je 0,6%. Jačanje dinara je u februaru i martu moglo da bude još izraženije, ali su aprecijacijski pritisci prilično ublaženi intervencijama NBS na međubankarskom deviznom tržištu (kupljeno ukupno 580 mln evra). Ključni faktori koji su u Q1 potpomogli jačanje domaće valute jesu blago međugodišnje povećanje priliva stranih direktnih investicija, ali i snažan neto priliv portfolio investicija od oko 330 mln evra – prvenstveno

**Grafikon T5-6. Srbija: dnevni kurs dinar/evro, 2012-2018**

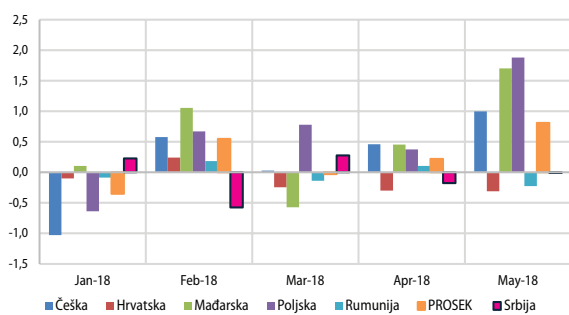
Izvor: NBS

**Nastavak trenda blage aprecijacije dinara u odnosu na evro tokom aprila i maja, ali i oštar zaokret u kretanju kursa dinara prema američkom dolaru**

Osnovni činioci koji su tokom Q1 uslovljavali aprecijacijske pritiske na dinar bili su prisutni i tokom aprila i maja, tako da je dinar nominalno ojačao u odnosu na evro za dodatnih 0,2% - uprkos tome što je NBS u posmatranom periodu kupila još 205 mln evra na međubankarskom deviznom tržištu. Od početka godine vrednost dinara u odnosu na evropsku valutu osciluje u relativno uskom koridoru između 118 i 118,5 dinara za evro, a NBS je sprečavala veće dnevne oscilacije kursa u prvih pet meseci 2018. godine kupovinom 785 mln evra i prodajom 180 mln evra. Međutim, finansijska tržišta su snažno reagovala na političku krizu u Italiji zbog čega je tokom maja meseca evro zabeležio osetan pad u odnosu na američki dolar, a to se automatski odrazilo i na slabljenje dinara u odnosu na američku valutu – ukupno za 5,4% u odnosu na kraj Q1. Nastavak trenda jačanja američkog dolara mogao bi imati nekoliko važnih posledica za Srbiju. Najpre, prošlogodišnje slabljenje dolara je u dobroj meri amortizovalo porast svetskih cena nafte, koji se do sada nije potpuno preneo na kretanje domaćih cena. U slučaju da se majsko jačanje dolara nastavi u narednim mesecima to bi svakako doprinelo jačanju inflatornih pritisaka u Srbiji, a to već potvrđuju nedavno najavljena poskupljenja naftnih derivata. Izraženo jačanje dolara bilo bi i fiskalni rizik, jer bi uticalo na povećanje budžetskih troškova za kamate i porast javnog duga izraženog u procentima BDP-a, uprkos prilično povoljnim fiskalnim kretanjima u dosadašnjem delu 2018. godine.

**Dinar je od početka 2018. godine bio jedna od najstabilnijih valuta (uz rumunski lev) u poređenju sa zemljama CIE sa fleksibilnim režimom deviznog kursa**

U prvih pet meseci 2018. godine dinar je nominalno ojačao prema evru za svega 0,3%, dok je volatilnosti valuta drugih zemalja CIE sa istim režimom deviznog kursa uglavnom bila izraženija (Grafikon T5-7). Tako je hrvatska kuna do kraja maja ojačala u odnosu na evro za 0,7%, dok su deprecirale češka kruna za 1%, mađarska forinta za 2,8% i poljski zlot za 3,1%. Uprkos tome što su valute nekih zemalja nominalno oslabile prema evru od početka godine, zbog veće inflacije nego u Evrozoni ceo region CIE uglavnom i dalje karakteriše trend realne aprecijacije nacionalnih valuta – uključujući i Srbiju. Zaključno sa aprilom, u realnom iznosu najviše je ojačala hrvatska kuna (za 2%), a zatim dinar (1,4%), češka kruna (1,3%), mađarska forinta (1,2%) i rumunski lev (0,65), pri čemu je jedino poljski zlot realno blago deprecirao (0,1%).

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

Izvor: Eurostat, NBS, proračun QM-a

Napomena: prirast označava deprecijaciju.

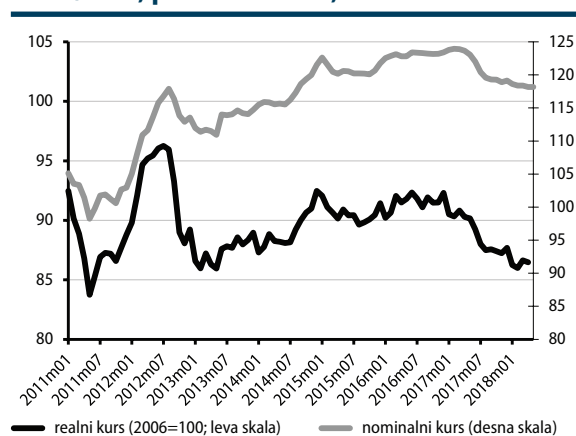
**Za razliku od nekih zemalja CIE u kojima je realna aprecijacija nacionalnih valuta čvrsto potkovan makroekonomskim fundamentima u Srbiji to nije slučaj**

zbog ulaganja stranih investitora u državne dužničke hartije od vrednosti. S obzirom na to da je istovremeno evro ojačao u odnosu na američki dolar i švajcarski franak, jačanje dinara u odnosu na ove valute bilo je još izraženije – što se dešavalo i tokom većeg dela 2017. godine. U odnosu na američki dolar, dinar je tokom Q1 ojačao za dodatnih 3,1% (na nivou proseka kvartala za 4,7%), nakon jačanja tokom 2017. godine za čak 15,4%. Slično, u odnosu na švajcarski franak, domaća valuta je ojačala za dodatnih 0,6% (na nivou proseka kvartala za 0,2%), nakon prošlogodišnje aprecijacije od gotovo 12%.

Realna aprecijacija dinara u prvih pet meseci 2018. za 1,3% samo je nastavak trenda koji je bio prisutan praktično u čitavoj 2017. godini, kad je dinar realno ojačao prema evru za oko 5%. Istorijski posmatrano, realni kurs dinara nije bio na ovom nivou još od početka 2013. godine (Grafikon T5-8). Izražena realna aprecijacija domaće valute nije nužno loša ukoliko ima podršku u drugim makroekonomskim trendovima, a kao dobra ilustracija takve situacije može da posluži pri-

mer Češke. Naime, realno jačanje češke krune u odnosu na evro u prethodnom periodu (5,9% u 2017. godini i dodatnih 1,3% u dosadašnjem delu 2018.) sasvim je uporedivo s kretanjem realnog kursa dinara. S obzirom na to da je češka privreda istovremeno ostvarila snažan rast produktivnosti rada zahvaljujući rastu investicija u modernizaciju proizvodnih kapaciteta, automatizaciju i robotizaciju proizvodnih procesa, realno jačanje krune nije se negativno odrazilo na konkurentnost češke ekonomije i otvaranje spoljnih neravnoteža. Međutim, realna aprecijacija dinara je po svemu sudeći dominantno posledica kretanja na finansijskim tržištima i priliva kapitala koji za sada ne dovodi do značajnijeg povećanja produktivnosti rada u Srbiji. Najnoviji

#### Grafikon T5-8. Srbija: nominalni i realni kurs dinar/evro, prosek meseca, 2011-2018



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

podaci ukazuju na skroman rast produktivnosti rada u Q1 od 1,6%, kao i da je ukupna produktivnost rada ispod nivoa u 2014. godini – a u međuvremenu je dinar realno ojačao gotovo za 3%. To ima za posledicu pogoršanje cenovne konkurentnosti srpske privrede u odnosu na zemlje Evropske unije, koje su naši najvažniji trgovinski partneri, što potvrđuju i trendovi u spoljnoj trgovini u poslednjih nekoliko kvartala. Na primer, u Q1 spoljnotrgovinski deficit iznosio je preko 900 mln evra, što je za više od 200 mln evra iznad nivoa zabeleženog u istom periodu 2017. Zbog toga smatramo da bi NBS pri donošenju odluka o monetarnoj politici u narednom periodu morala više pažnje da obrati na kretanje realnog deviznog kursa, što do sada nije bio slučaj.

## 6. Fiskalni tokovi i politika

U Q1 je nastavljen rast javnih prihoda, a posle duže vremena, zabeležen je i rast javnih rashoda, tako da je ostvaren fiskalni suficit od 3,7 mlrd. dinara (0,3% BDP)-a. Procenjuje se da su fiskalna kretanja u Q1 povoljnija od plana, pre svega po osnovu nešto bolje dinamike na prihodnoj strani. Rast javnih prihoda u Q1 posledica je znatnog povećanja poreskih prihoda, koje je bilo široko rasprostranjeno na gotovo sve poreske oblike, dok su neporeski prihodi opali. Posebno snažan rast zabeležen je kod prihoda od poreza na dobit preduzeća, akciza i doprinosa. Rast prihoda od poreza na dobit predstavlja posledicu veće profitabilnosti privrede u 2017. (videti *Osvrt 1*), dok se rast prihoda od doprinosa u celosti objašnjava rastom mase zarada. Ukupni javni rashodi u Q1 rastu, usled blagog rasta tekućih rashoda i snažnog rasta kapitalnih rashoda. Do povećanja tekućih rashoda je došlo pre svega po osnovu snažnog rasta rashoda na zaposlene, i robu i sluge, te umerenog rasta rashoda na penzije, dok su rashodi na kamate i subvencije zabeležili pad. Kapitalni rashodi su u Q1 zabeležili znatan rast, ali su u i dalje relativno niski (oko 2,6% BDP-a). Najavljeno ukidanje Zakona o privremenom umanjenju penzija i uvođenje nelinearnih povišica bi uticalo na rast godišnjih izdataka na penzije za oko 35 mlrd. dinara tj. oko 0,9% BDP-a. Umesto arbitrarnog povećanja, trebalo bi preći na redovnu godišnju indeksaciju penzija po unapred utvrđenom pravilu (npr. po Švajcarskoj formuli). Procenjuje se da bi u 2018. mogla da bude ostvarena fiskalna ravnoteža, ili blagi deficit, ako se sa isplatom uvećanih penzija krene od početka poslednjeg kvartala tekuće godine. Ukoliko u narednom periodu dođe do usporavanja procesa evropskih integracija smanjiće se i potencijalno delovanje tog procesa na vođenje održive fiskalne politike, što povećava značaj zaključenja novog aranžmana sa MMF-om. Javni dug na kraju Q1 2018. iznosio je 23,7 mlrd. evra (61,8% BDP-a), što predstavlja rast za oko pola milijarde evra u odnosu na kraj 2017. godine. Na rast javnog duga u Q1 uticalo je zaduživanje države radi finansiranja budućih obaveza, dok je nastavak aprecijacije dinara u Q1 imao suprotan efekat.

### Fiskalne tendencije i makroekonomske implikacije

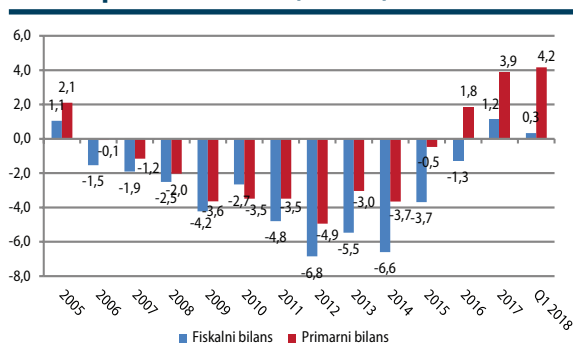
**U Q1 ostvaren je fiskalni suficit od 3,7 mlrd. dinara (0,3% BDP-a)**

U Q1 je ostvaren konsolidovani fiskalni suficit od 3,7 mlrd. dinara (0,3% kvartalnog BDP-a), a kada se isključe rashodi kamata, primarni suficit je iznosio oko 45,7 mlrd. dinara (oko 4,2% kvartalnog BDP-a). Fiskalni rezultat ostvaren u Q1 predstavlja neto efekat nastavka umerenog rasta javnih prihoda, usled povećanja poreskih prihoda, i osetnog rasta javnih rashoda, do kojeg je došlo usled blagog povećanja tekućih rashoda i znatnog rasta kapitalnih rashoda.

**Poreski prihodi u Q1 znatno rastu (za 7%)... i to po osnovu gotovo svih poreskih oblika**

Javni prihodi su u Q1 2018. zabeležili realan međugodišnji rast, za 3,6%, a sezonalizirani rast je zabeležen i u odnosu na prethodni kvartal (za 3,2%). Rast prihoda u Q1 predstavlja neto efekat značajnog rasta poreskih i znatnog pada neporeskih prihoda. Tako su poreski prihodi u Q1 zabeležili realan međugodišnji rast za 7%, usled rasta svih poreskih prihoda, osim prihoda od

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



Izvor: Obračun QM-a

PDV, koji su zabeležili blagi međugodišnji pad (za 0,9%). Najveći realan međugodišnji rast u Q1 je zabeležen kod prihoda od poreza na dobit preduzeća (19,5%), a veliki rast je zabeležen i kod prihoda od akciza (16,7%), kao i po osnovu doprinosa (8,2%). Znatni rast (5,3%) je ostvaren i po osnovu prihoda od poreza na dohodak građana, tim pre jer je u 2018. godini znatno povećan neoporezivi deo zarade. Veliki rast prihoda od poreza na dobit preduzeća posledica je znatnog rasta profitabilnosti privrede u 2017. u odnosu na 2016. (videti: *Osvrt 1*), dok rast prihoda od poreza na dohodak i doprinosa predstavlja

posledicu rasta mase zarada (za 6,9%), usled rasta formalne zaposlenosti i zarada. Rast prihoda od akciza je takođe bio široko rasprostranjen, budući da je znatan rast zabeležen i kod prihoda od akciza na naftne derivate i na cigarete. Osetan rast uvoza uticao je i na povećanje prihoda od carina u Q1. Posmatrano u odnosu na Q4 2018, sve vrste poreskih prihoda su zabeležile sezonski realan rast, pri čemu je rast najizraženiji kod prihoda od akciza i doprinosa za socijalno osiguranje. Rast svih poreskih prihoda, osim po osnovu akciza, se može objasniti rastom odgovarajućih makroekonomskih poreskih osnovica, tako da se, osim možda u delu koji se odnosi na promet akcizne robe, u Q1 ne uočava znatniji napredak u suzbijanju sive ekonomije.

#### **Neporeski prihodi beleže pad**

Neporeski prihodi su u Q1 2018. bili realno niži za 16,8% u odnosu na isti kvartal 2017. godine, a znatan pad sezonskih neporeskih prihoda (za 2,7%) je zabeležen i u odnosu na Q4 2017. Pad neporeskih prihoda u Q1 konzistentan je sa planom, definisanim Fiskalnom strategijom, prema kojem bi u 2018. godini neporeski prihodi (kao % BDP-a) u 2018. trebalo da opadnu za oko 10% u odnosu na prethodnu godinu. Smanjenje neporeskih prihoda se ocenjuje kao pozitivno, ukoliko predstavlja posledicu manje naplate dividende od javnih i državnih preduzeća.

#### **Javni rashodi takođe rastu – i tekući i kapitalni**

Nakon kontinuiranog pada u toku 2017, javni rashodi su u Q1 2018. godine zabeležili osetan realan međugodišnji rast (za 5,6%), a realan sezonski rast je zabeležen i u odnosu na prethodni kvartal. Rastu ukupnih rashoda u Q1 doprineo je blagi realan međugodišnji rast tekućih rashoda (za 2,7%), i veliki rast kapitalnih rashoda (za 136,8%).

#### **Naročito je snažan rast rashoda na zaposlene, što se ocenjuje kao ekonomski neopravdano**

Međugodišnjem rastu tekućih rashoda najviše je doprinelo snažno povećanje rashoda na zaposlene (za 11,4%), te nastavak znatnog rasta rashoda na robu i usluge (za 8,1%), kao i blagi rast rashoda na penzije (2,8%), dok su rashodi na subvencije i kamate zabeležili osetan pad. Rast rashoda na zaposlene koji je posledica, pre svega, povećanja zarada od početka godine, se ocenjuje kao suviše visok, budući da je stopa rasta rashoda na zaposlene više nego duplo veća od stope rasta BDP, što će dovesti do ponovnog rasta učešća rashoda na zaposlene u BDP-u. Rast rashoda na penzije je pak znatno sporiji, zbog njihove niže indeksacije, ali i zbog primene strožijih pravila za penzionisanje i obračun penzija, te zbog činjenice da je značajan deo *baby boom* generacije u Srbiji penzionisan prevremeno prethodnih decenija. Procenjuje se da podizanje starosnog uslova za penzionisanje žena i primena penala za prevremeno penzionisanje utiču povoljno na održivost penzijskog sistema, te da bi bilo ekonomski neopravdano odustati od njihove primene, tj. poništiti bitne parametarske reforme penzijskog sistema usvojene 2014. godine.

#### **Rashodi na kamate i subvencije opadaju, što je povoljno**

Rashodi kamata su u Q1 bili realno manji za 12,8% u odnosu na isti period prošle godine, što je posledica aprecijacije kursa dinara, kao i povoljnijih uslova pod kojima se država zadužuje radi otplate dospelih obaveza koje nose visoke kamatne stope. Od navedenih promena u dinamici rashoda, procenjuje se strukturni, odnosno trajni karakter ima znatan rast rashoda na zaposlene, te smanjenje rashoda na kamate i na penzije.

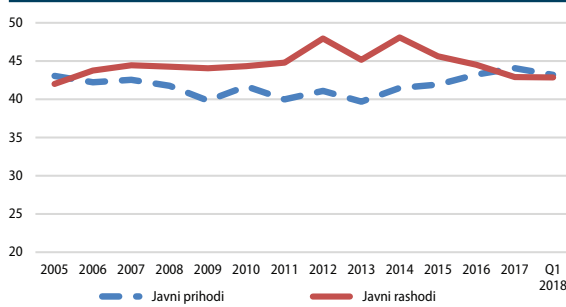
#### **Kapitalni rashodi snažno rastu, ali su u relativnom iznosu i dalje niski**

Kapitalni rashodi su u Q1 zabeležili vrlo visok rast, što je pre svega posledica niske osnove za poređenje, budući da su kapitalni rashodi u Q1 2017. bili vrlo niski. Na to ukazuje i činjenica da su kapitalni rashodi, i pored vrlo visokog rasta, u Q1 2018. iznosili 2,6% kvartalnog BDP-a. Ipak, sezonski kapitalni rashodi su u Q1 2018. godine bili za gotovo trećinu veći nego u prethodnom kvartalu, što se ocenjuje kao pozitivno. Za dostizanje ciljanog iznosa kapitalnih rashoda u 2018. godini (od 3,6% BDP-a), potrebno je da se i u narednim kvartalima nastavi njihov znatan rast. Kao što je više puta, u prethodnim brojevima Kvartalnog monitora istaknuto, povećanje kapitalnih rashoda, sa 3% BDP-a u 2017. na 4-5% BDP-a, imalo bi pozitivan uticaj na rast ukupnih investicija u zemlji, kao i na ubrzanje privrednog rasta. S obzirom na povoljnu fiskalnu situaciju, država bi trebalo da agilnije i sa više sistematičnosti pristupi planiranju i realizaciji kapitalnih rashoda.

#### **U aprilu je ostvaren suficit od 3,1 mlrd. dinara**

Fiskalna kretanja u aprilu uglavnom predstavljaju nastavak trendova iz prethodnih meseci. Tako su u pomenutom mesecu ukupni javni prihodi ostvarili realan međugodišnji rast za 4,9%, pri čemu je rast ostvaren i kod poreskih i kod neporeskih prihoda. Među poreskim prihodima, rast je i dalje bio široko rasprostranjen, pri čemu je blagi realan rast prihoda od PDV, nagovešten u prethodnim mesecima, u aprilu 2018. produbljen (i iznosio je 3%). Rast ukupnih rashoda u



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

Izvor: Obračun QM-a na osnovu podataka MF

**Fiskalna kretanja u Q1 su povoljnija od plana, tako da bi u 2018. mogao da bude ostvaren blagi suficit**

prva tri meseca 2018. godine povoljnija u odnosu na plan, te da su u tom periodu poreski prihodi naplaćeni u iznosu koji je za oko 20 mlrd. dinara veći od plana. Ukoliko bi se slična dinamika nastavila i u narednom periodu, u 2018. godini bi umesto planiranog fiskalnog deficita od 0,7% BDP-a, mogla da bude ostvarena fiskalna ravnoteža. Ako se pak već u Q4 2018. počne sa isplatom uvećanih penzija, shodno najavama, fiskalni rezultat bi mogao u ovoj godini biti blago negativan.

**Preporučuje se uvođenje sistemskog indeksiranja penzija (npr. po Švajcarskoj formuli)**

Nakon isteka trogodišnjeg aranžmana sa MMF-om, najavljeno je ukidanje Zakona o privremenom umanjenju penzija usvojenog 2014. godine. Ocenjuje se da je ukidanje primene ovog Zakona opravdano, iz perspektive pravnih i fiskalnih rizika, budući da je reč o privremenom zakonu, čija bi trajna primena mogla biti osporavana pred domaćim i međunarodnim sudovima, što bi potencijalno moglo da ima negativne fiskalne posledice. Ipak, ukidanje tog zakona, impliciraće jednokratni rast rashoda na penzije za oko 25 mlrd. dinara (oko 0,6% BDP-a) godišnje. Osim toga, najavljeno je i nelinearno povećanje penzija, tj. vanredno povećanje niskih penzija, što bi moglo biti pravno sporno, ekonomski neopravdano i fiskalno neodrživo, budući da bi takve mere implicirale dodatno povećanje rashoda na penzije za preko 10 mlrd. dinara (tj. preko 0,25% BDP-a).

Umesto opisanog arbitrarnog povećanja penzija, ekonomski bi bilo opravdano, nakon ukidanja Zakona o privremenom umanjenju penzija, sve penzije indeksirati za stopu inflacije, a zatim uvesti trajno pravilo po kojem bi se penzije godišnje usklađivale (npr. po Švajcarskoj formuli, što bi značilo da se penzije usklađuju sa inflacijom i rastom zarada, pri čemu bi oba parametra imala podjednak značaj). Na taj način bi usklađivanje penzija bilo sistemski uređeno, što bi povećalo predvidljivost fiskalnih kretanja i smanjilo mogućnost manipulacije.

**Fiskalni prostor iskoristiti za povećanje javnih investicija i drugih produktivnih izdataka**

U cilju obezbeđenja održivosti javnih finansija i povećanja pozitivnog uticaja fiskalne politike na privredni rast, u narednom periodu bi rast plata i penzija trebalo da prati dinamiku nominalnog BDP-a, a dodatni fiskalni prostor bi trebalo iskoristiti za povećanje produktivnih izdataka, npr. na obrazovanje, nauku, ulaganje u infrastrukturu i sl, uz zadržavanje fiskalnog deficita na nivou od oko 0,5-1% BDP-a.

**Novi aranžman sa MMF-om bi pozitivno uticao na održivost javnih finansija i kvalitet fiskalne politike**

S obzirom na iskustva iz prethodnih epizoda fiskalne konsolidacije, a naročito imajući u vidu da bi rizik usporavanja procesa evropskih integracija mogao da smanji potencijalni uticaj tog procesa na vođenje održive fiskalne politike, zaključenje aranžmana sa MMF-om se ocenjuje kao pozitivno. Takav aranžman bi pored održanja ostvarenih fiskalnih rezultata, u fokusu trebalo da ima i iskorak u restrukturiranju i privatizaciji javnih preduzeća, kao i strukturne reforme javnog sektora. Postojanje takvog aranžmana bi smanjilo rizike neodržive fiskalne ekspanzije u narednom periodu, za šta će verovatno postojati pritisci, imajući u vidu tekuća kretanja i očekivane političke izazove u narednom periodu.

aprilu je ubrzan, budući da je stopa međugodišnjeg realnog rasta u tom mesecu iznosila 9,7%, pre svega usled skoka rashoda na robu i usluge, ali i znatnog rasta većine ostalih stavki tekućih rashoda, dok je rast kapitalnih rashoda bio nešto sporiji nego prethodnih meseci. Kao posledica opisanih kretanja, u aprilu je ostvaren konsolidovani suficit od 3,1 mlrd. dinara, što znači da je na nivou prvog četvromesečja konsolidovani suficit iznosio 6,8 mlrd. dinara.

Polazeći od uobičajene unutargodišnje dinamike, procenjuje se da su fiskalna kretanja u

## Analiza kretanja javnog duga

**Javni dug Srbije na Q1 2018. iznosio je 23,7 mlrd. evra (61,8% BDP-a)...**

Na kraju Q1 2018. godine javni dug Srbije iznosio je 23,7 mlrd. evra (61,8% BDP), a uključujući i negarantovani dug lokalnih zajednica, javni dug je iznosio oko 62,7% BDP-a, što je za oko 500 miliona evra više nego na kraju 2017. godine, pre svega po osnovu rasta direktnog duga. Osetan rast duga u toku Q1 2018. posledica je zaduživanja države, radi obezbeđenja sredstava za izmirenje obaveza po dospelim glavninama duga, i za finansiranje eventualnog deficita u narednom periodu. Na kraju aprila, javni dug je blago opao i iznosio je 23,6 mlrd. evra.

**...a sa dugom lokalnih zajednica – 62,7% BDP-a**

**Tabela T6-3. Srbija: Javni dug<sup>1</sup> 2000-2018.**

	Kretanje javnog duga Republike Srbije u milijardama evra														
	2000	2005	2006	2007	2008	2009 <sup>2</sup>	2010 <sup>2</sup>	2011 <sup>2</sup>	2012 <sup>2</sup>	2013 <sup>2</sup>	2014 <sup>2</sup>	2015 <sup>2</sup>	2016 <sup>2</sup>	2017	Q1 2018
I. Ukupne direktne obaveze	14,2	9,6	8,6	8,0	7,9	8,5	10,5	12,4	15,1	17,3	20,2	22,4	22,7	21,4	22,0
Unutrašnji dug	4,1	4,3	3,8	3,4	3,2	4,1	4,6	5,1	6,5	7,0	8,2	9,1	8,8	9,1	9,7
Spoljni dug	10,1	5,4	4,7	4,6	4,7	4,4	5,9	7,2	8,6	10,2	12,0	13,4	13,9	12,4	12,3
II. Indirektne obaveze	-	0,7	0,8	0,8	0,9	1,4	1,7	2,1	2,6	2,81	2,5	2,4	2,1	1,8	1,7
<b>III. Javni dug (I+II+III)</b>	<b>14,2</b>	<b>10,3</b>	<b>9,4</b>	<b>8,9</b>	<b>8,8</b>	<b>9,8</b>	<b>12,2</b>	<b>14,5</b>	<b>17,7</b>	<b>20,1</b>	<b>22,8</b>	<b>24,8</b>	<b>24,8</b>	<b>23,2</b>	<b>23,7</b>
<b>Javni dug/BDP (MF)</b>	<b>201,2%</b>	<b>50,2%</b>	<b>35,9%</b>	<b>29,9%</b>	<b>28,3%</b>	<b>32,8%</b>	<b>41,8%</b>	<b>45,4%</b>	<b>56,2%</b>	<b>59,6%</b>	<b>70,4%</b>	<b>75,5%</b>	<b>72,9%</b>	<b>61,5%</b>	<b>59,0%</b>
<b>Javni dug/BDP (QM)<sup>3</sup></b>	<b>169,3%</b>	<b>52,1%</b>	<b>36,1%</b>	<b>29,9%</b>	<b>28,3%</b>	<b>32,8%</b>	<b>41,9%</b>	<b>44,4%</b>	<b>56,1%</b>	<b>59,4%</b>	<b>70,4%</b>	<b>74,6%</b>	<b>72,2%</b>	<b>61,4%</b>	<b>61,8%</b>

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 obaveza 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). Iznos ne uključuje negarantovani dug lokalnih samouprava

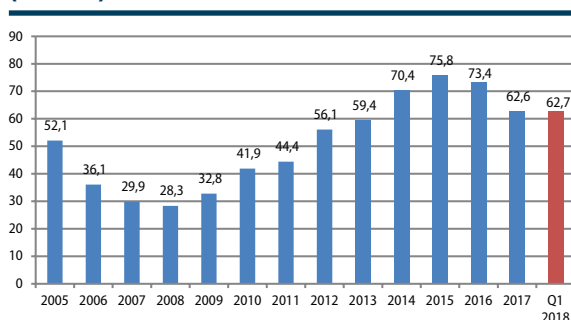
Izvor: Obračun QM-a na osnovu podataka MF

**Apresiasija dinara u Q1 nastavlja da utiče na smanjenje javnog duga**

Promene kursa su u Q1 nastavile da utiču na smanjenje javnog duga, budući da je u Q1, dinar prema evru nominalno gotovo stagnirao, a realno aprecirao za oko 0,8%, dok je prema dolaru nastavio i da aprecira i nominalno i realno (za oko 3,8%). Tako je aprecijacija dinara u Q1 uticala na smanjenje iznosa javnog duga za oko 250 miliona evra, tj. za oko 0,8% BDP-a. Iako su direktni efekti aprecijacije na nivo duga pozitivni, budući da je gotovo četiri petine javnog duga nominirano u inostranim valutama, aprecijacioni trendovi utiču negativno na izvozne performanse privrede Srbije i na buduće stope rasta, što se dugoročno odražava negativno na održivost javnog duga, tim pre jer aprecijacioni pritisci nisu posledica jačanja konkurentnosti privrede Srbije, već kretanja u finansijskom sektoru u Srbiji i Svetu.

U aprilu i maju došlo je do veće deprecijacije dinara prema američkom dolaru (nominalno za 5,4%), usled jačanja dolara u odnosu na evro, što utiče na rast nominalnog javnog duga. Takva kolebanja visine duga u zavisnosti od promena kursa dolara i evra na svetskim deviznim tržištima, se mogu smatrati privremenim, odnosno cikličnim (u prethodnim kvartalima zabeležena je aprecijacija i posledično smanjenje javnog duga).

**Grafikon T6-4. Kretanje javnog duga Srbije (% BDP)**



Izvor: Obračun QM-a<sup>1)</sup>

Iako je javni dug Srbije od 2015. godine u opadanju, on je i dalje iznad nivoa koji se može smatrati održivim, koji se za zemlju srednjeg nivoa procenjuje na oko 50% BDP-a, pri čemu su i dalje prisutni brojni fiskalni rizici, kao što su nereformisana javna preduzeća, neprivatizovana državna preduzeća, te rastući pritisci za smanjenje poreza i povećanje neproduktivnih izdataka. Stoga bi za obezbeđenje održivosti javnog duga, u tekućoj i narednim godinama trebalo voditi politiku blagog fiskalnog deficita (od oko 0,5% BDP-a) i konačno pristupiti rešavanju pitanja javnih i državnih preduzeća.

1) Uključujući i negarantovani dug lokalnih zajednica

## Prilozi

## Prilog 1. Srbija: konsolidovani bilans sektora države, 2010-2018. (mlrd. dinara)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017					2018
								Q1	Q2	Q3	Q4	Q1-Q4	Q1
<b>I UKUPNI PRIHODI</b>	<b>1.278,4</b>	<b>1.362,6</b>	<b>1.472,1</b>	<b>1.538,1</b>	<b>1.620,8</b>	<b>1.694,8</b>	<b>1.842,7</b>	<b>450,0</b>	<b>503,8</b>	<b>497,5</b>	<b>522,1</b>	<b>1.973,4</b>	<b>473,8</b>
1. Tekući prihodi	1.215,7	1.297,9	1.393,8	1.461,3	1.540,8	1.687,6	1.832,3	448,1	502,4	496,4	518,0	1.964,9	472,4
Poreski prihodi	1.056,5	1.131,0	1.225,9	1.296,4	1.369,9	1.463,6	1.585,8	386,4	444,9	438,7	447,9	1.717,9	420,0
Porez na dohodak	139,1	150,8	35,3	156,1	146,5	146,8	155,1	37,5	40,7	43,4	46,3	167,9	40,1
Porez na dobit	32,6	37,8	54,8	60,7	72,7	62,7	80,4	18,9	49,0	21,6	22,2	111,8	22,9
PDV	319,4	342,4	367,5	380,6	409,6	416,1	453,5	109,6	119,5	127,0	123,2	479,3	110,3
Akcize	152,4	170,9	181,1	204,8	212,5	235,8	265,6	64,9	65,2	78,3	71,6	279,9	76,9
Carine	44,3	38,8	33,8	32,5	31,2	33,3	36,4	9,3	9,7	9,9	10,8	39,7	10,0
Doprinosi	323,0	346,6	378,9	418,3	440,3	505,7	527,5	16,6	18,4	17,8	19,0	71,9	142,5
Ostali poreski prihodi	46,0	43,5	42,6	43,5	57,3	63,3	67,3	129,6	142,4	140,7	154,7	567,4	17,2
Neporeski prihodi	159,2	36,9	37,9	34,9	170,9	224,0	247,5	61,7	57,5	57,7	70,1	247,0	52,4
II UKUPNI RASHODI	-1.419,5	-1.526,1	-1.717,3	-1.750,2	-1.878,9	-1.844,0	-1.899,7	438,2	471,3	459,7	551,9	1.921,1	470,1
1. Tekući rashodi	-1.224,8	-1.324,8	-1.479,9	-1.549,8	-1.628,0	-1.696,6	-1.777,9	415,7	424,9	420,2	484,5	1.745,3	433,6
Rashodi za zaposlene	-308,1	-342,5	-374,7	-392,7	-388,6	-419,2	-417,7	102,5	108,2	106,4	109,3	426,3	116,0
Kupovina roba i usluga	-202,5	-23,3	-235,7	-236,9	-256,8	-257,6	-283,6	60,5	72,7	72,2	96,3	301,6	66,4
Otplata kamata	-34,2	-44,8	-68,2	-94,5	-115,2	-129,9	-131,6	47,4	25,4	31,3	17,1	121,2	42,0
Subvencije	-77,9	-80,5	-111,5	-101,2	-117,0	-134,7	-112,7	18,9	26,7	22,0	45,8	113,3	17,9
Socijalni transferi	-579,2	-609,0	-652,5	-687,6	-696,8	-710,0	-716,8	174,5	178,4	173,2	194,0	720,1	180,3
od čega: penzije <sup>5)</sup>	-394,0	-422,8	-473,7	-498,0	-508,1	-490,2	-494,2	123,1	124,6	123,9	126,3	497,8	128,6
Ostali tekući rashodi	-22,9	-31,7	-37,4	-36,9	-53,7	-45,3	-55,6	11,9	13,6	15,2	22,0	62,7	10,9
2. Kapitalni rashodi <sup>6)</sup>	-105,1	-111,1	-126,3	-84,0	-96,7	-114,5	-139,3	12,0	35,5	29,7	56,6	133,9	28,9
3. Aktivirane garancije	-2,7	-3,3	-3,7	-7,9	-7,9	-30,1	-39,1	8,3	5,8	6,6	8,1	28,8	4,0
4. Budžetske pozajmice	-30,0	-25,0	-38,2	-35,6	-55,4	-2,7	-3,3	2,2	5,1	3,2	2,6	13,2	3,6
<b>III KONSOLIDOVANI BILANS</b>	<b>-141,0</b>	<b>-163,5</b>	<b>-245,2</b>	<b>-212,1</b>	<b>-258,1</b>	<b>-149,1</b>	<b>-57,1</b>	<b>11,8</b>	<b>32,5</b>	<b>37,8</b>	<b>-29,8</b>	<b>52,3</b>	<b>3,7</b>

Izvor: Obračun QM-a na osnovu podataka MF

## Prilog 2. Srbija: međugodišnje realno kretanje konsolidovanog bilansa sektora države, 2010-2018. (%)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017					2018
								Q1	Q2	Q3	Q4	Q1-Q4	Q1
<b>I UKUPNI PRIHODI</b>	<b>-1,5</b>	<b>-4,6</b>	<b>0,6</b>	<b>-2,2</b>	<b>3,2</b>	<b>3,1</b>	<b>7,5</b>	<b>5,3</b>	<b>5,5</b>	<b>0,3</b>	<b>3,5</b>	<b>4,0</b>	<b>3,6</b>
1. Tekući prihodi	-1,5	-4,4	0,1	-2,6	3,3	3,3	7,4	5,2	5,6	1,0	3,0	4,1	3,8
Poreski prihodi	-2,5	-4,1	1,0	-1,7	3,5	0,3	7,2	6,1	6,0	4,1	3,1	5,2	7,0
Porez na dohodak	-3,9	-2,9	2,1	-12,2	-8,1	-1,2	4,5	5,6	4,1	2,9	6,2	5,1	5,3
Porez na dobit	-3,6	3,9	35,1	2,9	17,4	-15,0	26,9	37,6	51,9	14,7	21,3	35,0	19,5
PDV	-0,7	-4,0	0,0	-3,8	5,4	0,2	7,8	2,4	0,3	8,3	-1,9	2,6	-0,9
Akcize	4,2	0,6	-1,2	5,1	1,6	9,4	11,4	9,6	-4,0	0,2	3,1	2,3	16,7
Carine	-14,9	-21,5	-14,0	-15,6	-6,5	5,9	8,1	5,2	6,6	3,2	6,8	5,8	5,5
Doprinosi	-6,5	-3,9	1,9	2,6	3,1	-2,1	3,2	7,0	9,5	1,1	-2,7	3,8	8,2
Ostali poreski prihodi	14,5	-15,2	-8,8	-5,2	29,2	8,9	5,1	4,4	5,1	2,0	4,8	4,4	2,0
Neporeski prihodi	5,8	-6,1	-6,2	-8,7	1,5	27,9	9,3	-0,4	3,1	-17,3	2,5	-3,1	-16,3
II UKUPNI RASHODI	-1,7	3,3	4,3	-0,3	5,2	-3,2	1,9	-1,3	-1,8	-4,5	-0,6	-1,7	5,6
1. Tekući rashodi	-2,2	3,1	4,1	-2,7	2,9	-1,4	0,2	-0,1	-2,3	-3,0	-0,9	-1,2	2,7
Rashodi za zaposlene	-5,9	0,4	2,0	-2,6	-3,1	-9,7	-1,4	-0,4	-0,2	-1,4	-3,0	-0,9	11,4
Kupovina roba i usluga	-0,3	4,3	1,5	-6,6	6,2	-1,1	8,9	2,1	4,4	1,5	3,4	3,3	8,1
Otplata kamata	-0,3	17,4	41,9	28,8	19,3	11,2	0,2	0,2	-23,5	-5,0	-24,3	-10,6	-12,8
Subvencije	40,6	7,4	29,1	-15,6	13,2	13,6	-17,3	1,8	6,9	3,6	-11,3	-2,3	-6,5
Socijalni transferi	13,9	5,8	-0,1	-2,1	-0,7	0,5	-0,1	-1,5	-2,4	-6,6	0,7	-2,1	1,7
od čega: penzije <sup>5)</sup>	-3,9	3,9	4,4	-2,3	-0,1	-4,8	-0,3	-2,2	-2,9	-3,2	-1,9	-2,2	2,8
Ostali tekući rashodi	-6,1	23,9	9,9	-8,4	42,6	-16,7	21,4	7,7	-14,5	4,7	37,9	9,6	-10,1
2. Kapitalni rashodi <sup>6)</sup>	-11,8	5,3	6,0	-38,2	12,7	16,8	20,3	-33,2	9,7	-23,9	3,6	-6,7	136,8
3. Aktivirane garancije	-2,7	-3,3	-3,7	248,7	267,8	0,1	28,5	-7,9	-50,2	-22,5	-28,1	-28,5	-52,3
4. Budžetske pozajmice	-30,0	-25,0	-38,2	44,2	52,2	-95,1	20,8	243,9	372,7	219,7	267,5	283,9	62,2

Izvor: Obračun QM-a na osnovu podataka MF

## 7. Monetarni tokovi i politika

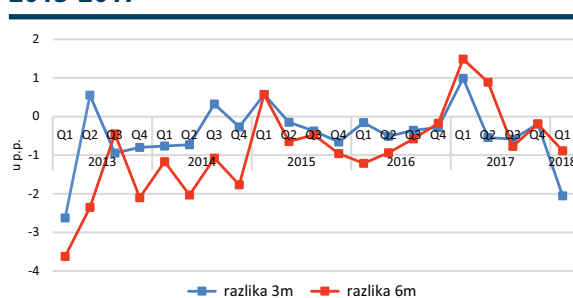
Međugodišnja inflacije je nastavila da usporava i u prva četiri meseca 2018. godine se uglavnom kretala ispod donje granice ciljanog okvira, da bi se u maju vratila i ciljni interval. Usled toga, NBS je korigovala dva puta referentnu kamatnu stopu nakon čega ona trenutno iznosi 3%. Intervencije NBS na međubankarskom deviznom tržištu (MDT) su u Q1 većinom bile usmerene ka sprečavanju preteranog jačanja dinara. Zaključno sa intervencijama u maju, NBS je neto kupac 885 miliona evra na MDT od čega 400 miliona evra u Q1. Uprkos tome, neto sopstvene rezerve NBS su smanjenje što je uz pad neto domaće aktive uticalo na smanjenje primarnog novca u Q1. Međugodišnja stopa rasta M2 blago je usporila u odnosu na prethodni kvartal ali podaci o realnom međugodišnjem rastu kredita nedržavnom sektoru pokazuju znake poboljšanja. Neto plasmani banaka u Q1 zabeležili su povećanje najviše zahvaljujući neto zaduživanju države i stanovništva. Istovremeno su se banke povlačile iz REPO plasmana dok je privreda zabeležila nominalno razduživanje prema domaćem bankarskom sektoru. Treba ipak imati u vidu da je ovo najvećim delom posledica otpisa i prodaje loših kredita koji su bili u bilansima banaka, usled čega je stvarni iznos neto plasmana privredi potcenjen. Ipak, kada je u pitanju prekogranično zaduživanje privrede je završila Q1 na nepromenjenom nivou što sugerise da još uvek nema bitnijeg poboljšanja u ovom segmentu. Od početka godine zabeleženo je i sezonsko smanjenje izvora za nove plasmane usled pada na računima depozita privrede i kapitala i rezervi poslovnih banaka. Učešće loših kredita već drugi kvartal za redom beleži osetno smanjenje. Po prvi put od izbivanja krize ukupno učešće loših kredita usled ubrzanog otpisa i prodaje smanjeno je na jednocifrenu vrednost. I dalje je primećuje smanjenje kamatnih stopa za određene tipove indeksiranih kredita ali kod dinarskih kredita u Q1 dolazi kako do nominalnog tako i do realnog rasta kamatnih stopa.

### Centralna banka: bilans i monetarna politika

*Kao odgovor na smanjenje inflacije i jačanje dinara NBS je dodatno relaksirala monetarnu politiku*

Međugodišnja inflacija tokom prvih pet meseci tekuće godine je na niska i stabilna. Niži nivo inflacije od očekivanog i pojačani pritisci ka jačanju dinara, uticali su da NBS prvo u martu a zatim i u aprilu smanji referentnu kamatnu stopu za po 0,25p.p. Tokom prvog kvartala međugodišnja inflacija je bila ispod 2%, da bi u maju, pod uticajem sezonskih faktora i rasta cena energenata dostigla 2,2%. Niska međugodišnja inflacija u prvom kvartalu delimično je posledica poređenja sa visokom prošlogodišnjom bazom. Kako efekat visoke prošlogodišnje baze polako iščezava, očekujemo da će inflacija do kraja godine da se približi ciljanom nivou. Usled toga, nije verovatno da će NBS na narednim sednicama dodatno smanjivati referentnu kamatnu stopu jer bi time izgubila deo manevarskog prostora potrebnog za intervenciju u slučaju neanticipiranih šokova iz međunarodnog okruženja. Poslovne banke su u ovom periodu povukle jedan deo sredstava iz REPO plasmana što ipak nije bitnije uticalo na dinarsku likvidnost usled značajnijeg smanjenja neto domaće aktive NDA u Q1 (Tabela T7-2). U proteklom periodu NBS je uspešno sprove-

**Grafikon T7-1. Odstupanje projektovane inflacije za 3 i 6 meseci unapred od stvarne 2013-2017**



Izvor: NBS

la strategiju smanjenja učešća loših kredita u domaćem bankarskom sektoru. Uprkos tome čini se da izostaju značajniji pozitivni efekti na ubrzanje kreditne aktivnosti u segmentu privrede. Značajniji rast kredita privredi predstavljalo bi signala oživljavanja tekuće privredne aktivnosti, ali i rasta poverenja banaka i preduzeća u perspektivu privrede Srbije

Nakon stabilizacije inflacije na nivou cilja krajem 2017. godine, u Q1 se beleži slabljenje inflatornih pritisaka i ponovo ispadanje inflacije ispod donje granice ciljanog okvira.

Nizak nivo ostvarene inflacije, kao i pritisci ka jačanju dinara, uticali su na odluku NBS da u martu a zatim i aprilu izvrši korekciju referentne kamatne stope naniže za po 0,25p.p. Ovim bi delimično trebalo i da se smanje aprecijacijski pritisci i na kurs dinara kao i da se pospeši povećanje dinarske likvidnosti u sistemu koja je zabeležila značajan pad u Q1.

**Tabela T7-2. NBS intervencije i devizne rezerve 2015-2017**

	2016				2017				2018
	Mar	Jun	Sep	Dec	Mar	Jun	Sep	Dec	Mar
Repo stok (u milionima evra)	246,50	239,12	528,92	279,23	480,53	572,42	634,74	384,53	348,00
Repo stopa NBS	4,25	4,25	4,00	4,00	4,00	4,00	3,75	3,50	3,25
repo stopa korigovana za inflaciju	2,60	1,78	3,17	1,94	-5,11	1,94	4,17	2,68	0,40
repo stopa korigovana za promene kursa	-0,34	3,35	4,57	3,37	4,48	15,71	7,77	3,50	4,75
Intervencije NBS na međubankarskom dev. tržištu (u milionima evra, kumulativno)	-555,00	-820,00	-345,00	-160,00	-345,00	160,00	765,00	680,00	400,00
<b>u milionima evra, kumulativno od početka godine</b>									
Neto sopstvene rezerve <sup>2)</sup>	-469,43	-785,86	-346,46	-163,03	-269,73	-265,22	364,16	-4,87	-154,90
Neto Domaća aktiva (NDA)	45,62	395,60	-99,67	94,92	-171,42	-248,75	-704,00	137,47	-264,65
Dinarski depoziti države <sup>3)</sup>	41,52	275,36	35,00	195,73	-41,59	-358,48	-755,64	-247,10	-376,19
Repo operacije i trajna prodaja hartija NBS <sup>4)</sup>	5,09	19,53	-279,20	-25,66	-207,38	-285,41	-346,27	-95,49	43,47
Ostala (domaća) aktiva, neto <sup>5)</sup>	-0,99	100,71	144,53	-75,15	77,56	395,14	397,91	480,06	68,07
Primarni novac	-423,81	-390,27	-446,13	-68,11	-441,15	-513,96	-339,84	132,60	-419,56
od čega: gotovina u opticaju	-68,06	-20,21	40,74	157,26	-104,02	-114,39	-103,93	39,59	-102,01
od čega: slobodne rezerve	-284,91	-319,01	-465,39	-241,74	-351,17	-422,08	-269,15	22,35	-335,18
<b>u milionima evra, kumulativno od početka godine</b>									
Narodna banka Srbije, neto	-865,84	-1.061,63	-784,51	-137,62	-464,59	-618,87	452,21	-280,73	64,63
Bruto rezerve	-880,04	-1.080,32	-807,49	-153,76	-469,25	-632,21	431,51	-302,83	36,47
Obaveze	14,21	18,69	22,97	16,14	4,66	13,34	20,70	22,10	28,16
MMF	8,10	15,09	16,00	14,12	-0,04	5,81	7,68	8,67	9,42
Ostale obaveze	6,10	3,59	6,98	2,02	4,69	7,53	13,02	13,43	18,75
STRUKTURA NETO REZERV NBS									
1. Narodna banka Srbije, neto	-865,84	-1.061,63	-784,51	-137,62	-464,59	-618,87	452,21	-280,73	64,63
1.1 Depoziti poslovnih banaka	331,11	302,75	339,40	90,80	144,67	156,34	123,17	159,61	47,26
1.2 Depoziti države	65,30	-26,98	98,65	-116,22	50,18	197,32	-211,22	116,25	-271,67
1.3 NBS sopstvene rezerve	-469,43	-785,86	-346,46	-163,03	-269,73	-265,22	364,16	-4,87	-159,78
(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.

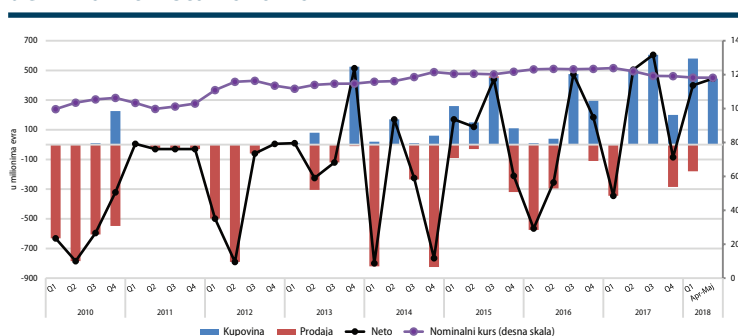
5) Ostala domaća aktiva neto uključuje: domaće kredite (neto potraživanja od banaka, isključujući BZ i repo transakcije; neto potraživanja od privrede) zajedno s ostalom aktivom (kapital i rezerve; i stavke u bilansu: ostala aktiva i ostala pasiva) i korigovana je za promenu kursa.

**Aprecijacijski pritisci preovlađuju od početka godine ...**

**... usled čega NBS interveniše sa kupovinom 885 miliona evra za prvih pet meseci**

Od početka godine na MDT smenjivali su se deprecijacijski i aprecijacijski pritisci, što je uticalo i na stepen intervencija NBS. Ipak, u prva tri meseca NBS je bila neto kupac evra na MDT u iznosu od 400 miliona evra, dok je sa intervencijama u aprilu i maju ovaj iznos dostigao 885 miliona evra neto kupovine deviza (Grafikon T7-3). Uprkos tome, neto sopstvene rezerve NBS su u Q1 smanjene za 155 miliona evra što se negativno odrazilo na nivo primarnog novca. Pored pada neto sopstvenih rezervi NBS, u prva tri meseca zabeleženo je i sezonsko smanjenje (NDA) za 265 miliona evra (u prethodnom kvartalu NDA zabeležila rast od 841 milion evra). Iako je povećanja banaka iz REPO plasmana pozitivno delovalo na rast NDA, dinarski depoziti su u istom periodu smanjeni za 376 miliona evra. To je u potpunosti neutralisalo efekte smanjenja REPO stoka i ostale neto domaće aktive. Na osnovu pada neto sopstvenih rezervi i neto domaće aktive primarni novac smanjen je za 420 miliona evra u Q1 što je slično padu koji je zabeležen u prvom kvartalu 2017. godine.

**Grafikon T7-3. NBS intervencije na međubankarskom deviznom tržištu 2010-2017**



Izvor: NBS

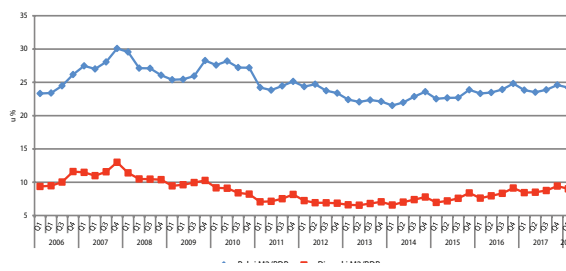
Uočeno smanjenje primarnog novca početkom godine ipak je najvećim delom rezultat delovanja sezonski faktora, što se može primetiti na osnovu podatka iz prethodnih godina za isti kvartal.

## Monetarni sistem: struktura i tokovi novčane mase

**Međugodišnji rast M2 blago usporava u Q1 ...**  
**... ali realne stope rasta kredita nedržavnom sektoru pokazuju znake oporavka**

Međugodišnji nominalna rast M2<sup>1</sup> je u Q1 blago usporio i time nastavio trend smanjenja tempa rasta koji je prisutan od početka 2017. godine. U odnosu na nivo iz prethodne godine, M2 je u Q1 porastao nominalno za 3,3% (u Q4 2017. godine, nominalni rast M2 iznosio je 3,6% međugodišnje, Tabela T7-5). U odnosu na nivo sa kraja 2017. godine, novčana masa je smanjena za 0,9% što se duguje smanjenju NSA čiji je negativan doprinos iznosio 2,5p.p. i time prevazišao pozitivan doprinos rasta NDA od 1,6p.p. Nakon korekcije za inflaciju u proteklih godinu dana, realna međugodišnja stopa rasta M2 iznosi 2%, dok krediti nedržavnom sektoru povećavaju svoju realnu stopu rasta na 4,6%. Realna stopa rasta kredita privredi je malo ubrzana ali i dalje iznosi skromnih 1,5% međugodišnje, dok se nastavlja snažan realni rast kredita stanovništvu sa 8,9% međugodišnje.

**Grafikon T7-4. Kretanje novčane mase kao procenat BDP-a, 2005-2017**



Izvor: Proračun QM-a

**Tabela T7-5. Rast novca i agregata koji mu doprinose, 2015–2017**

	2016				2017				2018
	Mar	Jun	Sep	Dec	Mar	Jun	Sep	Dec	Mar
	<b>12-m, u %</b>								
M2 <sup>1)</sup>	7,9	7,8	10,2	9,9	10,3	7,4	5,6	3,6	3,3
Kreditni nedržavnom sektoru <sup>2)</sup> (promena stanja u dinarima)	2,2	4,7	5,9	2,6	4,1	2,0	0,7	1,8	1,9
Kreditni nedržavnom sektoru <sup>3)</sup> (korigovani tokovi za promenu kursa)	0,6	3,1	3,9	1,5	3,5	3,5	2,9	4,7	5,1
Domaćinstva	3,8	5,8	8,4	9,4	11,0	11,8	10,8	10,9	10,2
Privreda	-1,4	1,4	1,0	-3,3	-1,3	-2,1	-2,4	0,4	1,3
	<b>12-m realni, u %</b>								
M2 <sup>1)</sup>	7,2	7,3	9,4	8,0	6,4	3,8	2,3	0,6	2,0
Kreditni nedržavnom sektoru <sup>3)</sup> (korigovani tokovi za promenu kursa)	0,2	2,3	2,8	0,9	2,4	2,7	2,4	4,0	4,6
Domaćinstva	2,9	4,6	6,6	7,5	8,6	9,7	9,0	9,2	8,9
Privreda	-1,5	0,9	0,4	-3,2	-1,7	-2,0	-2,1	0,4	1,5
	<b>u milijardama dinara na kraju perioda</b>								
Novčana masa: M2 <sup>1)</sup>	1.979,6	2.023,2	2.087,0	2.196,8	2.182,7	2.173,3	2.204,5	2.275,5	2.255,1
Novčana masa: dinarski M2 <sup>1)</sup>	645,5	685,0	727,1	808,0	772,7	785,2	808,3	872,1	838,6
Devizni depoziti (privreda i domaćinstva)	1.334,1	1.338,2	1.359,9	1.388,7	1.410,0	1.388,1	1.396,2	1.403,4	1.416,5
	<b>kvartalni rast M2 i učešća</b>								
M2 <sup>1)</sup>	-1,0	2,2	3,2	5,3	-0,6	-0,4	1,4	3,2	-0,9
Neto strana aktiva (NSA), dinarski prirast	-2,9	2,0	2,1	3,9	-1,6	0,6	1,1	2,9	-1,5
Neto domaća aktiva (NDA)	1,9	0,2	1,1	1,4	1,0	-1,0	0,4	0,3	0,6

Izvor: NBS

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

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

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

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

## Najuzi monetarni agregat ponovo beleži najveći doprinos rastu M2 ...

**... dok devizni depoziti ostvaruju najmanji doprinos u proteklih nekoliko godina.**

Struktura međugodišnjeg nominalnog rasta M2 u Q1 je relativno nepromenjena u odnosu na prethodni kvartal kada se porede uži monetarni agregati. Najveći doprinos se duguje ponovo rastu najuzeg agregata M1, koji iznosi 2,48 p.p. Sledeći po značaju su štedni i oročeni depoziti koji su ukupnom rastu M2 doprineli sa 0,54p.p. dok se najmanji doprinos duguje rastu deviznih depozita. Od ukupnog nominalnog rasta M2 koji iznosi 3,32%, povećanje deviznih depozita objašnjava tek 0,3 p.p. što je jedna od najnižih vrednosti zabeleženih u proteklih nekoliko godina.

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

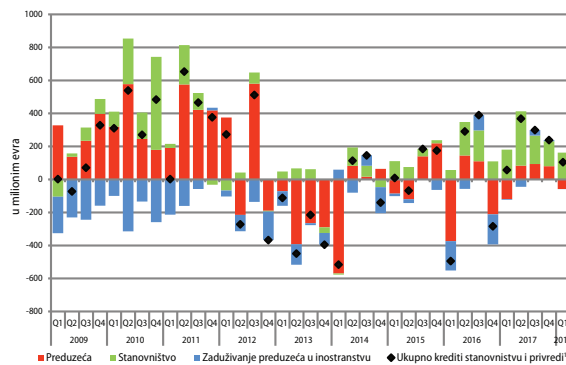
## Bankarski sektor: plasmani i izvori finansiranja

**U Q1 zabeležen rast ukupnih neto plasmana poslovnih banaka...**

**...najviše zahvaljujući rastu neto zaduživanja države i stanovništva**

Uprkos značajnom otpisu loših kredita, u Q1 su poslovne banke zabeležile rast neto plasmana najviše po osnovu povećanog neto kreditiranja država ali i nedržavnog sektora. U prva tri meseca rast neto plasmana iznosio je 219 miliona evra, pri čemu je rast neto plasmana privredi i stanovništvu povećan za 105 miliona evra (Tabela T7-7). U okviru ovog rasta u segmentu stanovništva je ostvaren rast neto plasmana od 154 miliona evra, što je gotovo identično rastu koji je zabeležen u prethodnom kvartalu (u Q4 2017. godine rast neto kredita stanovništvu iznosio 151 milion evra).

**Grafikon T7-6. Prirast novih kredita privrede i stanovništva, 2009-2017**



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

Za razliku od prethodnog kvartala kada su nova zaduživanja privrede bila veća od otpisa loših kredita, u Q1 je stanje neto plasmana privredi ipak smanjeno za 58 miliona evra. Ukoliko se zna da je značajna količina loših kredita otpisana u Q1, realni neto plasmani privredi su vrlo verovatno pozitivni. Pored rasta neto plasmana privredi i stanovništvu, država je takođe povećala svoju neto zaduženost prema poslovnim bankama za 154 miliona evra u Q1. Jedan deo rasta neto plasmana poslovnih banaka neutralisan je povlačenjem banaka iz REPO zapisa. U Q1 poslovne banke su smanjile REPO plasmane za 39 miliona evra, što je nastavljeno i u aprilu kada je REPO stok dodatno smanjen za 62 miliona evra.

**Stvarno povećanje neto plasmana privredi je prikriveno...**

**...usled otpisa značajne sume loših kredita u Q1**

Uprkos naznakama da se može očekivati dalji oporavak kreditne aktivnosti i dalje se ne primećuje promene u kretanju prekograničnih neto kredita. U Q1 neto stanje prekograničnih kredita je nepromenjeno, što znači da su domaća preduzeća od inostranih kreditora pozajmle novčanih sredstava u iznosu koji odgovara plaćanjima po osnovu ranije uzetih kredita. Usled nepromenjenog neto stanja prekograničnih kredita, ukupna kreditna aktivnost odgovara plasmanima domaćih banaka privredi i stanovništvu (Grafikon T7-6).

**Sezonski pad izvora za nove plasmane zabeležen je u Q1...**

**... usled povlačenja depozita privrede i smanjenja kapitala i rezervi poslovnih banaka**

U Q1 zabeležen je sezonski pad izvora za nove plasmane poslovnih banaka, koji je tipičan za početak godine. U odnosu na prethodna tri kvartala kada su banke uvećavale svoj kreditni potencijal, u Q1 je on smanjen za 286 miliona evra (u Q4 povećani izvori za nove plasmane za oko milijardu evra, Tabela T7-7). Na pad kreditnog potencijala uticalo je smanjenje nivoa domaćih depozita i kapitala i rezervi, dok je na pozitivnoj strani delovalo zaduživanje banaka prema inostranstvu. Domaći depoziti u Q1 smanjeni su za 65 miliona evra, što je posledica većeg smanjenja depozita privrede u odnosu na rast koji je zabeležen na depozitnim računima stanovništva. Od početka godine depoziti stanovništva kod poslovnih banaka povećani su za 166 miliona evra što predstavlja nastavak trenda iz prethodne godine ali uz usporavanje tempa (u Q4 depoziti stanovništva uvećani za 259 miliona evra). Ovaj rast je u potpunosti neutralisan usled povlačenja depozita privrede u iznosu od 231 milion evra, što je uzrokovalo i pad ukupnih domaćih depozita kod poslovnih banaka. Nakon nekoliko kvartala povećanja, poslovne banke su u Q1 smanjile sredstva na računima kapitala i rezervi za 390 miliona evra, što je pored smanjenja domaćih depozita dodatno uticalo na pad izvora za nove plasmane. Pozitivan doprinos povećanju kreditnog plasmana poslovnih banaka zabeležen je jedino po osnovu zaduživanja banaka prema inostranstvu. Po tom osnovu su u Q1 izvori za nove plasmane povećani za 169 miliona evra, što sugeriše da poslovne banke očekuju dalji oporavak domaće kreditne aktivnosti (u 2017. godini banke su povećale neto zaduženje prema inostranstvu za 547 miliona evra.)

Tabela T7-7. Poslovanje banaka – izvori i struktura plasmana, korigovani<sup>1)</sup> tokovi, 2015-2017

	2016				2017				2018
	Mar	Jun	Sep	Dec	Mar	Jun	Sep	Dec	Mar
	<b>u milionima evra, kumulativni od po etka godine</b>								
<b>Izvori sredstava (-, povlačenje)</b>	377	168	-363	-1.130	354	-252	-1.138	-2.129	286
Domaći depoziti	223	-235	-708	-1.425	107	-104	-426	-1.031	65
Depoziti stanovništva	-16	-235	-362	-625	-69	-164	-258	-517	-166
dinarski depoziti	3	-75	-154	-290	27	-7	25	-121	15
devizni depoziti	-19	-161	-208	-334	-96	-157	-283	-395	-181
Depoziti privrede	239	0	-346	-800	175	60	-167	-514	231
dinarski depoziti	385	222	5	-352	207	142	-30	-306	170
devizni depoziti	-146	-222	-351	-448	-31	-82	-137	-208	61
Obaveze prema inostr. (zaduživanje i rač. nerezid.)	181	397	427	335	218	49	-317	-547	-169
Kapital i rezerve	-27	6	-82	-40	29	-198	-395	-550	390
<b>Devizne rezerve (-, povlačenje)</b>	214	337	284	244	-35	-153	-286	-261	215
<b>Plasmani<sup>1)</sup></b>	128	426	1.129	997	255	856	1.162	1.234	219
Ukupno privreda i stanovništvo	-316	32	329	186	61	474	740	969	105
Privreda	-374	-228	-118	-372	-119	-36	58	135	-58
Stanovništvo	57	260	447	559	180	510	682	833	162
Plasmani u hartije NBS <sup>2)</sup>	-7	-14	276	27	202	289	341	90	-39
Neto kreditiranje države <sup>3)</sup>	452	408	525	784	-8	93	82	176	154
<b>PRO MEMORIA</b>									
Obavezne rezerve i depoziti	-598	-864	-859	-565	-161	-94	-83	-30	120
Ostala potraživanja od NBS (neto) <sup>4)</sup>	-107	160	6	201	-324	-401	-220	62	-338
od čega: slobodne rezerve posl. banaka	-102	160	3	187	-326	-415	-223	42	-339
Ostale stavke <sup>5)</sup>	0	-204	-175	253	-79	18	545	1.176	-514
Efektivna obavezna rezerva (u %) <sup>6)</sup>	17	16	15	16	16	15	15	15	15

Izvor: NBS

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

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

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

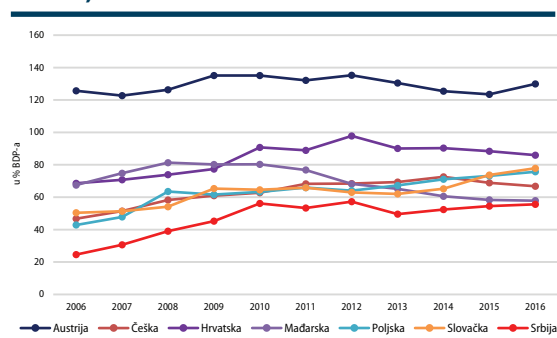
4) Ostala potraživanja od NBS (neto): razlika između potraživanja banaka od NBS po osnovu gotovine i slobodnih rezervi i obaveza prema NBS.

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

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

Podaci o učešću kredita plasiranih od strane domaćih finansijskih institucija u BDP-u, pokazuju da je privreda Srbija manje zadužena u poređenju sa privredama Centralne Evrope. Ovi podaci ne uključuju prekogranične kredite ali kako su se preduzeća u Srbiji u proteklih nekoliko

Grafikon T7-8. Učešće domaćih kredita u BDP-u, 2006-2016



Izvor: Svetska banka

godina razduživala po ovom osnovu, zaostajanje za posmatranim privredama je verovatno još veće. Relativno niska zaduženost privrede Srbije ukazuje na to da postoji potencijal za rast kredita u budućnosti. Napredak koji je ostvaren na polju smanjenja učešća loših kredita i trend niskih kamatnih stopa na međunarodnom tržištu kapitala otvorili su prostor za povećanje kreditne aktivnosti na domaćem tržištu. Ipak, za sada oporavak tražnje za kreditima se beleži samo u sektoru stanovništva dok privreda i dalje ne uspeva da ostvari očekivani rast.

Tabela T7-9. Učešće loših kredita prema tipu dužnika, 2008-2017

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2016				2017				2018		
	Q4	Q4	Q4	Q4	Q4	Q4	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Maj
	<b>stanje na kraju perioda</b>																
Pravna lica	12,14	14,02	17,07	19,06	27,76	25,5	24,4	26,89	26,26	23,56	19,48	19,92	19,24	16,86	13,83	12,51	12,51
Preduzetnici	11,21	15,8	17,07	15,92	20,82	43,29	29,92	33,03	30,12	28,44	27,42	26,49	25,02	23,90	16,96	12,60	12,16
Fizička lica	6,69	6,71	7,24	8,32	8,59	9,97	10,53	10,95	10,63	10,36	9,66	9,21	8,35	7,56	6,43	5,84	5,71
Iznos ostatka duga po kreditima u docnji (u milijardama evra)	1,58	1,94	2,63	3,19	4,09	3,70	3,52	3,76	3,75	3,45	2,83	2,83	2,77	2,63	2,16	9,93	9,80

Izvor: Proračun Q/M-a

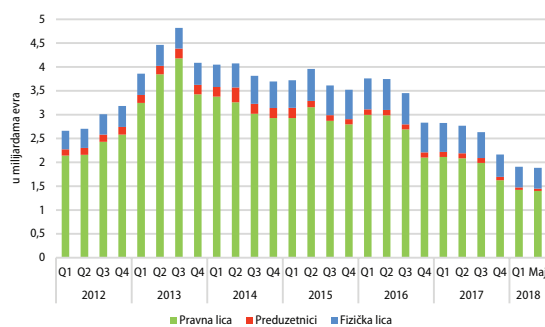


### Poslovne banke nastavile otpis i prodaju loših kredita...

### ...usled čega se beleži snažno smanjenje njihovog učešća u Q1

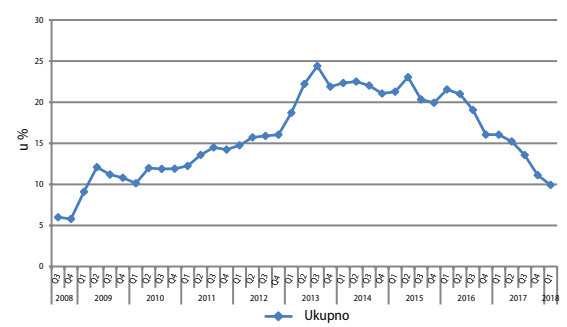
Positivan trend smanjenja loših kredita kako u apsolutnom tako i relativnom iznosu nastavljen je u Q1 usled čega po prvi put od 2008. godine njihovo učešće beleži jednocifrenu vrednost. Ukupno učešće kredita za koje dužnici duže od 90 dana nisu izmirili svoje obaveze po osnovu dospele rate, na kraju Q1 iznosi 9,93% prema načinu obračuna QM-a<sup>2</sup> (Grafikon T7-11). U strukturi loših kredita poboljšanje je zabeleženo u sva tri segmenta, pri čemu najveće relativno smanjenje ostvaruju preduzetnici dok u apsolutnom iznosu najveći značaj predstavlja smanjenje loših kredita u segmentu pravnih lica. Loši krediti plasirani pravnim licima su u Q1 smanjeni na 12,5% što predstavlja smanjenje od 1,3p.p. u odnosu na prethodni kvartal (u Q4 2017. godini, loši krediti pravnim licima smanjeni za 3p.p. Tabela T7-9). Učešće loših kredita plasiranih preduzetnicima smanjeno je za 6,36p.p. u odnosu na kraj 2017. godine ali ovi krediti u masi loših kredita predstavljaju tek 3% ukupne sume tako da je njihov doprinos ukupnom padu marginalan. U segmentu stanovništva učešće loših kredita smanjeno je za 0,6p.p. na 5,84%, što predstavlja najveće približavanje nivou iz predkriznog perioda. Jedan deo smanjenja učešća loših kredita duguje se i umerenom oporavku kreditne aktivnosti koja je evidentna u segmentu stanovništva dok plasmani privredi još uvek ne ostvaruje značajne povećanje. Veći deo smanjena učešća loših kredita ostvaren je smanjenjem stoka loših kredita u svim segmentima dužnika. Posmatrano u nominalnom iznosu, loši krediti su u Q1 zabeležili smanjenje od oko 260 miliona evra, od čega se oko 200 miliona evra duguje otpisu i prodaji potraživanja prema pravnim licima.

**Grafikon T7-10. Iznos ostatka duga po kreditima u docnji, 2012-2017**



Izvor: Proračun QM-a

**Grafikon T7-11. Učešće loših kredita u ukupno plasiranim, 2008-2017**



Izvor: Proračun QM-a

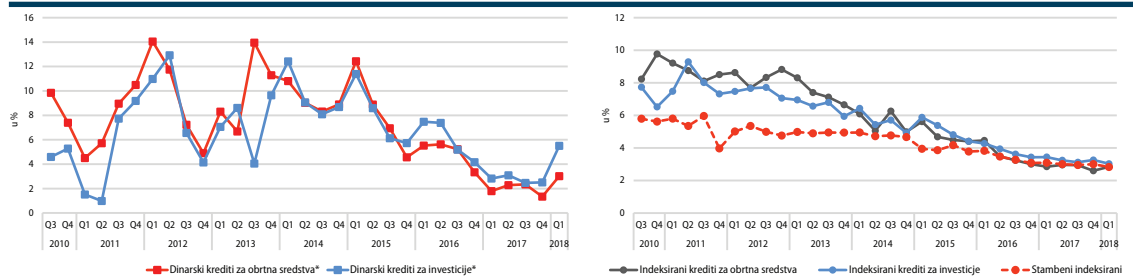
## Kamatne stope: stanje i trendovi

### Realne kamatne stope na dinarske kredite povećane u Q1...

### ... dok su u zavisnosti od tipa indeksiranih kredita prisutna različita kretanja

Kretanje kamatnih stopa od početka godine sugerise da nas nakon dostizanja istorijskog minimuma u prethodnoj godini neminovno očekuje umereni rast. Na tržištu indeksiranih kredita i dalje se može primetiti blago smanjenje kamata na stambene kredite i kredite za investicije. U Q1 je ponderisana kamatna stopa za stambene kredite smanjena na 2,83% što je za 0,17p.p manje u odnosu na kraj 2017. godine (Grafikon T7-12b).

**Grafikon T7-12. Kamatne stope na dinarske i indeksirane kredite, 2010-2017**



Izvor: Proračun QM-a

\* realne kamatne stope

2 Za detalje o načinu izračunavanja učešća loših kredita pogledati QM 6 - Pod lupom 1: Nenaplativi krediti u Srbiji – koja je prava mera?

Ponderisana kamatna stopa na investicione kredite na kraju Q1 iznosi 3,03% čime je zabeležila smanjenje od 0,23p.p. u odnosu na prethodni kvartal. Sa druge strane, ponderisana kamatna stopa na indeksirane kredite za obrtna sredstva koji najviše učestvuju u strukturi plasmana banaka pravnim licima, povećana je u odnosu na prethodni kvartal za 0,24p.p. čime na kraju Q1 iznosi 2,84%. U segmentu dinarskih kredita, beleži se povećanje nominalnih kamatnih stopa koje je dodatno pojačano snažnijim padom inflacije nago što je to predviđeno. Realna ponderisana kamatna stopa na dinarske kredite za obrtna sredstva u Q1 je povećana na 3,02% što predstavlja rast od 1,68p.p. (Grafikon T7-12a). Rast je još naglašeniji kod realne ponderisane kamatne stope na dinarske kredite za investicije, koja je u odnosu na prethodni kvartal povećana za 3p.p. na kraju Q1 iznosi 5,5%.

# OSVRTI

## Osvrt 1. Kretanje sive ekonomije u Srbiji: 2012-2017.

Milojko Arsić<sup>1</sup>, Saša Randelović<sup>2</sup>, Nikola Altiparmakov<sup>3</sup>

### Uvod: motivacija i cilj istraživanja

Efikasnija naplata poreskih prihoda i borba protiv sive ekonomije predstavlja pojedinačno najvažniji element uspešno sprovedene fiskalne konsolidacije u periodu 2015-2017. godine. Prepoznajući njenu ekonomsku i društvenu važnost, Vlada Srbije je 2015. godine usvojila *Nacionalni program za suzbijanje sive ekonomije* koji predviđa da se obim sive ekonomije, koji je 2012. godine u Srbiji procenjen na jedan od najvećih u Evropi - smanji na nivo proseka zemalja Centralne i Istočne Evrope (CIE) do 2020. godine. Nedavna studija NALED (2018) je koristeći uporedive ankete preduzeća iz 2012. i 2017. godine procenila da je u ovom petogodišnjem periodu siva ekonomija u Srbiji smanjena za više od jedne četvrtine (tj. za 27%), što bi značilo da je cilj Nacionalnog programa ispunjen i pre vremena i da je nivo sive ekonomije u Srbiji već 2017. godine bio niži od proseka CIE.

Međutim, poznato je da subjektivne percepcije građana i privrednika ne moraju nužno da odslikavaju privredne trendove na realističan način. Tako postoje brojni primeri kontradikcija i nelogičnosti kod međunarodnih rangiranja uslova poslovanja u različitim državama koji se baziraju na anketama subjektivne percepcije privrednika. Otuda je cilj ovog istraživanja da korišćenjem objektivnih, makro-fiskalnih statistika pokuša da proceni dinamiku sive ekonomije u Srbiji od 2012. do 2017. godine i uporedi ih sa rezultatima zasnovanim na percepciji preduzetnika.

Analize zasnovane na makrofiskalnim podacima ukazuju da u periodu od 2012. do 2017. godine nije došlo do osetnijeg smanjenja sive ekonomije u Srbiji. Zapravo, kretanje poreskih agregata sugerise povećanje sive ekonomije tokom 2013-2014. godine, da bi sa otpočinjanjem fiskalne konsolidacije 2015. godine došlo do smanjenja sive ekonomije. Iako je smanjenje sive ekonomije u periodu 2016-2017. bilo osetno, a u pojedinim segmentima (poput naplate PDV-a) i impresivno, procenjuje se da je ovo smanjenje samo uspelo da neutrališe povećanje sive ekonomije iz 2013. i 2014. godine. Tako se obim sive ekonomije u 2017. godini procenjuje

na približno istom nivou kao i 2012. godine, pri čemu je siva ekonomija u domenu prometa dobara i usluga (oporezivog PDV-om) i u domenu zarada i zapošljavanja približno stagnirala, dok je u domenu prometa naftnih derivata siva ekonomija smanjena, a kod prometa duvanskih proizvoda povećana. Ovakva kumulativna kretanja posledica su snažnog rasta sive ekonomije u svim segmentima, u 2013. i 2014. godini, te njenog smanjenja od 2015. godine. Ovi rezultati pokazuju da je siva ekonomija u Srbiji i dalje visoka i da su potrebna dodatna unapređenja poreske administracije, kao i druge institucionalne reforme, kako bi se smanjila na prosek CIE. Takođe, naši nalazi upućuju na slabosti praćenja sive ekonomije (isključivo) putem anketa i subjektivnih percepcija građana i daju prednost analizama baziranim na makro-fiskalnim agregatima.

### Metodološki okvir

Procena sive ekonomije je po prirodi izazovan zadatak, jer je potrebno identifikovati slučajeve poreskih utaja čiji akteri, logično, nisu voljni da daju informacije koje bi mogle da inkriminišu njih same. Otuda je siva ekonomija najčešće bila procenjivana na osnovu indirektnih metoda čija je prednost uniformni metodološki okvir, koji se lako može primenjivati u različitim državama i poslužiti kao osnova za međunarodna poređenja. Ova prednost indirektnih metoda je ujedno i njihova slabost, jer nije moguće ustanoviti u kojoj meri je generički metodološki okvir za procenu primeren konkretnim društveno-socijalnim prilikama u datoj državi i samim tim u kojoj meri je u stanju da obuhvati sve pojavne oblike sive ekonomije. Najčešći model koji se u međunarodnoj praksi koristi za indirektnu procenu sive ekonomije je *MIMIC – Multiple Indicator Multiple Causes* koji na osnovu tipskih strukturnih jednačina pokušava da identifikuje vezu između uzroka i posledica sive ekonomije, te da na taj način indirektno proceni učešće sive ekonomije u BDP-u. Prema međunarodno uporedivoj proceni rađenoj na osnovu MIMIC modela iz 2012, siva ekonomija u Srbiji je iznosila oko 30% BDP, bila je za 1/6 viša od proseka 10 zemalja CIE, a za gotovo 50% veća od evropskog proseka (Krstić i Schneider, 2015).

U pokušaju da otklone nedostatke indirektnih metoda za procenu sive ekonomije, istraživači su počeli da razvijaju direktne metode procene, pre svega bazirane na anketama domaćinstava ili anketama privrednika. Tako je grupa autora u monografiji Krstić i Schneider (2015) pored procene MIMIC modelom uradili i procene sive ekonomije na osnovu anketa domaćinstava i privred-

1 Ekonomski fakultet Univerziteta u Beogradu

2 Ekonomski fakultet Univerziteta u Beogradu

3 Fiskalni savet Republike Srbije

nika. U skladu s tim je, HTC (*household tax compliance*) metodom, na osnovu makroekonomskih podataka koji se odnose na dohodak i potrošnju domaćinstava, procenjeno da siva ekonomija iznosi 23,6% BDP, dok je na osnovu Ankete o uslovima poslovanja preduzeća i preduzetnika procenjeno da siva ekonomije iznosi 21% BDP. Pri tumačenju navedenih procena potrebno je imati u vidu da samo MIMIC metod obuhvata sve oblike sive ekonomije i sve institucionalne sektore, dok HTC metod obuhvata samo sivu ekonomiju koje je vezana za sektor domaćinstava, a Anketa samo sivu ekonomiju koja se ostvaruje u preduzećima i kod preduzetnika, ali ne i sektoru domaćinstava. Otuda ove tri različite procene sive ekonomije ne moraju nužno biti kontradiktorne, već razlike mogu nastati usled različitog obuhvata različitih metoda.

Iako sve nabrojane metode imaju svoje prednosti i nedostatke, u studiji NALED (2018) se izdvaja Anketa preduzetnika, kao relevantan okvir za merenje i praćenje sive ekonomije. Otuda je ista Anketa ponovljena na reprezentativnom uzorku privrednika i 2017. godine i praćen je obim sive ekonomije kod registrovanih preduzeća kod dva najvažnija oblika poreskih utaja - neregistrovanih zarada zaposlenih i neregistrovanog prometa. U poređna analiza studija NALED (2018) i Krstić i Schneider (2015) ukazuje da je siva ekonomija u ovom segmentu smanjena sa 21% BDP-a 2012. godine na 15,4% BDP-a 2017. godine, što znači da je siva ekonomija smanjena za 27%. Ovako veliko smanjenje sive ekonomije i prelazak 5,6% BDP-a iz sive zone u legalne tokove bi moralo da bude praćeno odgovarajuće velikim povećanjem poreskih prihoda. Konkretno, ako gledamo samo segment registrovanih preduzeća koje prati Anketa, smanjenje sive ekonomije sa 21% na 15,4% BDP bi značilo dodatne poreske prihode od 2,1% BDP. Ako posmatramo šire i pretpostavimo da se ekvivalentno smanjenje sive ekonomije desilo i u ostalim sektorima koje procenjuje MIMIC model onda bi dodatni poreski prihodi trebalo da iznose 3% BDP.<sup>4</sup> Mi ćemo se u ovom istraživanju ograničiti na najkonzervativniju pretpostavku i analizirati da li u periodu od 2012. do 2017. godine postoji povećanje poreskih prihoda od 2,1% BDP usled smanjenja sive ekonomije.

Visok nivo sive ekonomije ima vrlo negativne efekte po održivost javnih finansija i uslove privredivanja, što negativno utiče na privredni rast. Ipak, od sredine 2012.

pa gotovo do početka 2015. godine, u Srbiji je došlo do osetnog pada efikasnosti naplate poreza, tj. rasta sive ekonomije, pre svega usled razloga povezanih sa političkom ekonomijom. Nakon toga, počev od 2015. godine, sprovedeno je nekoliko reformi usmerenih na unapređenje efikasnosti naplate poreza. Shodno tome, postavlja se pitanje, koliki je napredak, kumulativno posmatrano, ostvaren u prethodnom periodu u pogledu suzbijanja sive ekonomije.

Cilj ovog istraživanja je da na bazi makroekonomskih i fiskalnih podataka proceni i analizira kretanje sive ekonomije u Srbiji od 2012. do 2017. godine. Praćenje relativnih trendova sive ekonomije je manje zahtevno od procene apsolutnog obima sive ekonomije, jer se možemo osloniti na osnovnu metodološku pretpostavku da bi promena poreskih prihoda trebalo da odražava promenu relevantnih makroekonomskih poreskih osnovica i poreskih stopa, a da eventualno odstupanje u kretanju ovih varijabli može predstavljati posledicu promene nivoa sive ekonomije. Pri tom, važno je identifikovati adekvatne makroekonomske statistike za praćenje trendova poreskih osnovica i imati u vidu da se suzbijanje sive ekonomije pored poreskih prihoda može odraziti i na pojedine zvanične makroekonomske statistike (BDP, potrošnju, zaposlenost i dr.). Tako suzbijanje sive ekonomije u oblasti akciznih dobara ili tržišta rada može dovesti do rasta registrovane potrošnje akciznih dobara ili rasta registrovane zaposlenosti. Ovaj problem je manje izražen kod praćenja efikasnosti naplate PDV-a koja se bazira na agregatnim makroekonomskim podacima, poput lične potrošnje.

### Agregatna procena dinamike sive ekonomije

Učešće poreskih prihoda u BDP-u od 2012. do 2017. poraslo je za 2,4 procentna poena (pp.), pri čemu su u tom periodu znatno povećane stope većeg broja poreskih oblika, uključujući PDV, akcize i porez na dobit. Rast poreskih prihoda ostvaren je po osnovu rasta prihoda od akciza, poreza na dobit, a nešto manje PDV i doprinosa. Posmatrano po potperiodima, uočava se da su od 2012. do 2015. rast poreskih prihoda u relativnom iznosu gotovo stagnerali (rast za 0,1% BDP), iako su u tom periodu brojne poreske stope povećane, dok je od 2015. do 2017. došlo do osetnog rasta poreskih prihoda (za 2,3% BDP), iako u tom periodu nije bilo znatnijeg povećanja poreskih stopa.

U periodu od 2012. do 2017. poreski prihodi su realno porasli za 14,3%, pri čemu je u periodu 2012–2015, taj rast bio vrlo spor i iznosio je svega 1,6%, dok je nakon toga došlo do ubrzanja, tako da je u 2016. i 2017. realan rast kumulativno iznosio 12,5%.

<sup>4</sup> Autori monografije Krstić i Schneider (2015) polazeći od procene sive ekonomije na osnovu MIMIC metoda, poreski jaz u 2012. godini procenjuju na 11% BDP-a. Shodno tome, smanjenje sive ekonomije za 27%, trebalo bi da implicira i smanjenje poreskog jaza za 3% BDP-a. Ukoliko se pak krene od procene sive ekonomije na osnovu Ankete, koja ima uži obuhvat od MIMIC metoda, poreski jaz je 2012. godine iznosio 7,7% BDP. U tom slučaju bi smanjenje sive ekonomije za 27%, impliciralo smanjenje poreskog jaza za 2,1% BDP-a

**Tabela 1. Dinamika poreskih prihoda od 2012. do 2017. (% BDP-a)**

	Poreski prihodi	PDV	Akcize	Porez na zarade i doprinosi	
				Porez na dobit	
2012	36,1	10,3	5,1	15,9	1,5
2013	35,3	9,8	5,3	15,6	1,6
2014	36,8	10,5	5,4	15,8	1,9
2015	36,2	10,3	5,8	15,2	1,5
2016	37,2	10,6	6,2	15,0	1,9
2017	38,5	10,7	6,3	15,5	2,5
$\Delta$ 2012-2015	0,1	0,0	0,8	-0,7	0,0
$\Delta$ 2016-2017	2,3	0,4	0,4	0,3	1,0
$\Delta$ 2012-2017	2,4	0,5	1,2	-0,5	1,0

Izvor: Obračun autora na osnovu podataka Ministarstva finansija

**Tabela 2. Stope realnog rasta poreskih prihoda (%)**

	Poreski prihodi	PDV	Akcize	Porez na zarade i doprinosi	
				Porez na dobit	
2012-2015	1,6	1,6	16,8	-3,5	2,6
2016-2017	12,5	10,5	13,8	7,7	71,0
<b>2012-2017</b>	<b>14,3</b>	<b>12,2</b>	<b>33,0</b>	<b>3,9</b>	<b>75,5</b>

Izvor: Obračun autora na osnovu podataka Ministarstva finansija

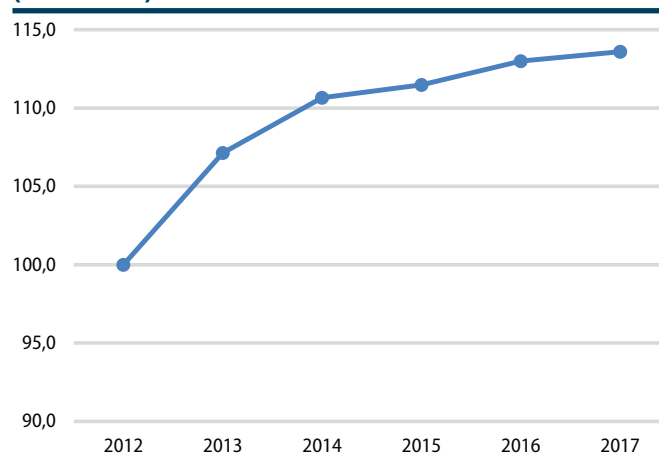
Na dinamiku poreskih prihoda uticali su povećanje poreskih stopa, realan rast poreskih osnovica, kao i suzbijanje sive ekonomije. U period od 2012. do 2017. povećan je veći broj poreskih stopa, pri čemu je većina tih povećanja sprovedena od 2012. do 2015. godine:

- Povećanje opšte stope PDV sa 18% na 20%, u Q4 2012;
- Povećanje snižene stope PDV sa 8% na 10% od 2014;
- Povećanje stope poreza na dobit od 2013. godine sa 10% na 15%;
- Ukidanje investicionog poreskog kredita kod poreza na dobit od 2014. godine (godišnji poreski rashod iznosio je oko 20 mlrd. dinara), što je ekvivalentno povećanju poreske stope za dodatna 4 procentna poena, fazno;
- Uvođenje akcize na struju po stopi od 7,5% od avgusta 2015;
- Postepeno povećanje akciza na cigarete u skladu sa dogovorenim kalendarom. Tako je u oktobru 2012. izvršeno povećanje specifične stope akciza na cigarete sa 26 na 43 dinara po kutiji (20 kom.), dok je *ad valorem* stopa blago snižena (sa 35% na 33%). Nakon toga, *ad valorem* stopa nije menjana, dok je specifična stopa povećavana svake godine, tako da je 2017. godine iznosila 65,5 dinara po kutiji. U istom periodu su povećavane i stope akciza na gorivo, i to naročito na dizel gorivo, tako da je akciza na dizel povećana sa 37,1 dinar po litri u 2012. na 54,9 dinara po litri 2017. godine. Akciza na bezolovni benzin je uglavnom povećavana za stopu inflacije.

Rast stopa kod većine osnovnih poreskih oblika, uticao je i na rast ukupne prosečne ponderisane poreske stope, a time i potencijalnih poreskih prihoda. Dinamika pro-

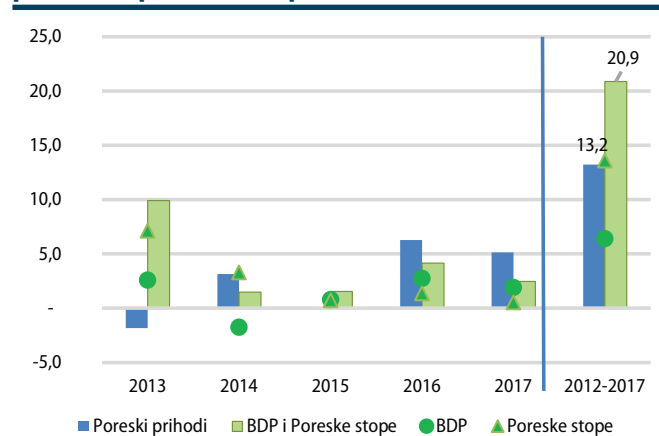
sečne ponderisane poreske stope je procenjena kao ponderisani prosečan stopa osnovnih poreskih oblika, pri čemu je kao ponder korišćeno njihovo učešće u ukupnim poreskim prihodima. Za potrebe ovog obračuna, stope akciza na benzin i naftne derivate su iskazane u specifičnoj formi (dinara po litru), uz isključenje efekta inflacije.

Prosečna poreska stopa u periodu od 2012. do 2017. godine porasla je za 13,6%, pri čemu je najveći deo tog rasta ostvaren u 2013. i 2014. godini, dok je nakon toga rast poreskih stopa bio sporiji i odnosio se pre svega na blago povećanje stopa akciza.

**Grafikon 1. Bazni indeks prosečne poreske stope (2012=100)**

Izvor: Obračun autora

Uočava se da je u 2013, 2014. i 2015. rast poreskih prihoda bio znatno manji od kumulativne stope rasta BDP-a i prosečne poreske stope, što znači da je u tom periodu došlo do osetnog širenja sive ekonomije, u odnosu na 2012. godinu. U 2016. i 2017. godini, rast poreskih prihoda je bio brži od zbirnog rasta BDP-a i poreskih stopa, što može ukazivati da je u tom periodu došlo do suzbijanja sive ekonomije.

**Grafikon 2. Stope rasta poreskih prihoda, BDP i prosečnih poreskih stopa (u %)**

Izvor: Obračun autora

Na nivou celog perioda (2012-2017.), poreski prihodi su realno porasli za 13,2%<sup>5</sup>, dok je ukupna stopa rasta BDP-a i prosečne poreske stope, iznosila oko 20,9%. To znači da je realan rast poreskih prihoda u ovom periodu bio za 6,4% sporiji od kumulativnog rasta BDP-a i prosečne poreske stope. Ako je siva ekonomija prema Anketi u 2012. bila procenjena na 21% BDP, ona bi, shodno ovom rezultatu, u 2017. bila procenjena na oko 22,4% BDP-a.

Deo efekata suzbijanja sive ekonomije je mogao da se odrazi i na dinamiku poreske osnovice, tj. BDP-a. Ukoliko bi se pretpostavilo da je polovina ostvarenog rasta BDP-a posledica suzbijanja sive ekonomije, to bi značilo da je rast poreskih prihoda za 3,4% realno manji od kumulativnog rasta osnovice i stopa, tj. da je siva ekonomija porasla za 3,4% i iznosila 21,7% BDP u 2017. godini, mereno Anketom preduzetnika.. S obzirom da nije moguće sa preciznošću proceniti koji deo efekata suzbijanja sive ekonomije je sadržan u dinamici BDP-a, te da analize po pojedinačnim porezima ukazuju da je siva ekonomija kod prometa neakciznih dobara i zarada/zapošljavanja stagnirala, da je kod prometa naftnih derivata opala, a kod prometa cigareta porasla (videti poglavlje 4.), opšti zaključak bi bio da je siva ekonomija u 2017. u odnosu na 2012. godinu ostala približno nepromenjena, kao rezultat, pre svega, velikog rasta sive ekonomije u 2013, 2014., a u nekim segmentima i u 2015. godini, a potom njenog smanjenja u periodu 2015-2017. Prema tome podaci o kretanju poreskih osnovica, poreskih stopa i poreskih prihoda ne potkrepljuju procene, zasnovane na percepciji, prema kojima je siva ekonomija opala za čak 27%.

Znatan rast sive ekonomije, do kojeg je došlo od 2012. do 2015. godine, posledica je većeg broja faktora. Prvo, povećan je stepen tolerancije na neplaćanje poreza, od strane nove Vlade, što se ogledalo u tolerisanju neizmirenja poreskih dugova, kao i neskrivenog nelegalnog prometa akciznih proizvoda ka Kosovu i Metohiji i sl. Osim toga, promena vladajuće strukture sredinom 2012. uticala je na tranziciono usporavanje funkcionisanja institucija. Tako je u pojedinim institucijama, kao što je Poreska uprava, došlo i do višegodišnjeg kašnjenja u postavljanju rukovodilaca regionalnih filijala. U ovom potperiodu je strategija naplate poreza prevashodno bila zasnovana na podsticanju dobrovoljnog plaćanja poreza, pre nego na povećanju verovatnoće otkrivanja i ka-

žnjavanja nepoštovanja poreskih propisa, što je takođe delovalo ohrabrujuće na obveznike sklone utaji. Pored navedenog, i nastavak praksi povremenih, sveobuhvatnih ili parcijalnih poreskih amnestija, takođe je delovalo destimulativno na poštovanje poreskih propisa. Od sredine 2012. do sredine 2014. godine iz Vlade i rukovodstva Poreske uprave su dolazile poruke o nepoželjnosti primene tada važećih represivnih zakonskih mera na suzbijanju sive ekonomije. Mogućnost da se političkim porukama utiču na primenu poreskih propisa predstavlja jednu od brojnih manifestacija slabosti institucija u Srbiji. Na kraju, i povećanje poreskih stopa, do kojeg je došlo u periodu 2012-2014, povećalo je isplativost bavljenja sivom ekonomijom.

Oštar pad poreske discipline i širenje sive ekonomije, doprineli su ubrzanju rasta fiskalnog deficita, koji je u 2013. godini dostigao 6,6% BDP-a. Stoga je sredinom 2014. godine Vlada pristupila primeni sprovođenja mera na suzbijanju sive ekonomije. Osim toga, i neke od reformi, koje nisu primarno motivisane fiskalnim motivima, već potrebom unapređenja uslova poslovanja, takođe su uticale povoljno na suzbijanje sive ekonomije. Procenjuje se da je smanjenje sive ekonomije, do kojeg je došlo od druge polovine 2014. godine, posledica većeg broja institucionalnih reformi<sup>6</sup>. Tako je 2014. godine izvršena reforma sistema kazni za nepoštovanje poreskih propisa, kojom je izvršeno povećanje kazni, a sistem kazni učinjen transparentnijim i konzistentnijim. Usvajanjem Zakona o inspekcijском nadzoru, nakon toga, unapređena je koordinacija inspekcijских službi. Reformom radnog zakonodavstva, 2014. godine, izvršena je liberalizacija tržišta rada, čime su troškovi legalnog zapošljavanja i otpuštanja radnika smanjeni, što je stvorilo povoljne uslove za smanjenje rada i isplate zarada na crno. Određeni pomak je napravljen i u pogledu efikasnosti naplate poreza. Tako je nakon prelaska na elektronsko podnošenje poreskih prijava, deo radnika u Poreskoj upravi prebačen na poslove kontrole izdavanja fiskalnih računa, čime je povećana percepcija verovatnoće otkrivanja. Osim toga, na suzbijanje sive ekonomije ključno je uticala promena političkog stava Vlade prema sivoj ekonomiji do koje je došlo nakon parlamentarnih izbora održanih sredinom 2014. godine. Umesto dotadašnje, visoke tolerancije prema sivoj ekonomiji pokrenut je niz akcija na suzbijanju sive ekonomije koje su praćena snažnom medijskom podrškom.

Iako je u prethodne tri godine učinjen pomak u suzbijanju sive ekonomije, procenjuje se da je siva ekonomija i dalje približno na nivou iz 2012. godine, kada je inače bila vrlo visoka. To ukazuje da postoji znatan pro-

<sup>5</sup> Ukupni poreski prihodi su od 2012. do 2017. realno porasli za 14,3%. Ipak, deo tog rasta je posledica uvođenja akciza na struju 2015. godine. Stoga je kao osnov za poređenje u ovoj analizi korišćena stopa realnog rasta poreskih prihoda bez prihoda od akciza na struju, koja iznosi 13,2%. Procenjuje se da je u prometu električne energije nije zastupljena siva ekonomija.

<sup>6</sup> Videti detaljnije: Randelović (2017)

stor za dalje suzbijanje sive ekonomije, što pretpostavlja sprovođenje niza institucionalnih reformi. Prvo, za osetniji pomak potrebno je sprovesti temeljnu reformu Poreske uprave, što bi podrazumevalo povećanje broja zaposlenih i budžeta, reformu sistema zapošljavanja, napredovanja i nagrađivanja zaposlenih, jačanje sistemске procene rizika i prelazak na kontrolu zasnovanu na proceni rizika, i dr. Osim toga, potrebno je obavezivanje države da neće biti novih poreskih amnestija (npr. kroz unošenje odgovarajuće odredbe u Zakon o budžetskom sistemu), kao i odlučnije delovanje državnih institucija (Poreske uprave, sudstva i dr.) u naplati postojećih poreskih dugova. Takođe, neophodno je jačanje samostalnosti Poreske uprave, kako bi se ona zaštitila od političkih uticaja usled koje se politika naplate poreza stavlja u funkciju političkih interesa vladajućih stranaka. Jačanje samostalnosti Poreske uprave predstavlja uslov da se ona zaštiti od raznih vrsta neformalnih intervencija, koje utiču na selektivnu primenu poreskih propisa. Uporedo sa jačanjem samostalnosti Poreske uprave, potrebno je razviti mehanizme za kontrolu zakonitosti njenog rada, kako bi se suzbila korupcija. S tim u vezi, neophodna je i reforma Upravnih sudova, u cilju efikasnijeg delovanja u poreskim slučajevima. Takođe, za smanjenje sive ekonomije neophodan je i iskorak u pogledu unapređenja poreskog morala, tj. spremnosti obveznika da plaćaju porez, na šta presudno utiče unapređenje kvaliteta dobara i usluga koji se finansiraju iz poreza, te sistemsko obaveštavanje građana o značaju i vrednosti tih dobara (npr. i kroz sistem obrazovanja).

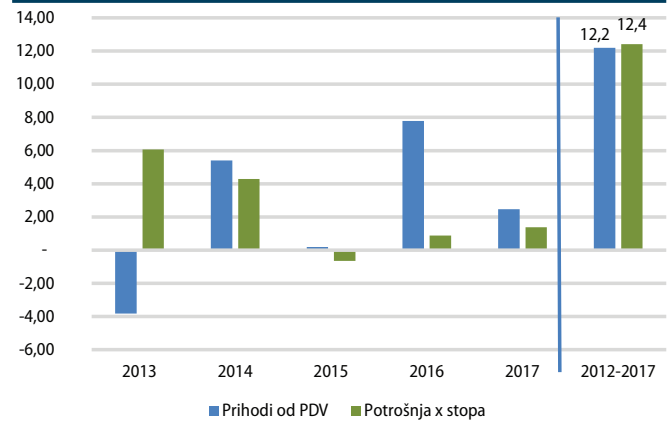
### Procena kretanja efikasnosti naplate pojedinačnih poreskih oblika

#### Porez na dodatu vrednost

Porez na dodatu vrednost predstavlja jedan od bilansno najznačajnijih poreskih oblika, budući da prihodi po ovom osnovu čine preko četvrtine poreskih prihoda (tačnije 28%). U periodu od 2012. do 2017. prihodi od PDV su realno porasli za 12,2%. Na dinamiku prihoda od PDV uticalo je kretanje potrošnje, poreskih stopa, kao i dinamika sive ekonomije. Tako su u prethodnih 5 godina lična i državna potrošnja realno opale za 1,6%, usled sprovođenja fiskalne konsolidacije, ali je prosečna poreska stopa povećana za 2 pp, tj. za oko 14,3%. Stoga u ovom periodu zajednički efekat rasta potrošnje i povećanja poreske stope iznosi 12,4%, što je približno jednako rastu prihoda od PDV, ukazujući da je efikasnost naplate ovog poreza u 2017. bila približno na nivou 2012. godine. Do velikog smanjenja efikasnosti naplate PDV je došlo naročito u 2013. godini, kada su poreski prihodi realno opali, iako su poreske stope znatno povećane.

U narednim godinama, prihodi od PDV su rasli brže od zbirnog rasta osnovice i stopa, ali je tek zaključno sa 2017. neutralisano pogoršanje nastalo 2013. godine.

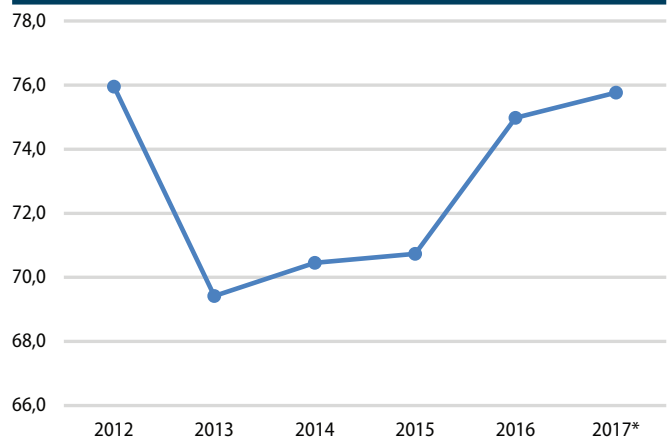
#### Grafikon 3. Stope realnog rasta prihoda od PDV, potrošnje i poreskih stopa (u %)



Izvor: Obračun autora

Na sličan zaključak ukazuje i analiza C-efikasnosti<sup>7</sup> naplate PDV – efikasnost naplate je snažno opala u 2013, dok je u 2014. i delu 2015. stagnirala, da bi od druge polovine 2015. krenula da raste. Ipak, na kraju 2017. godine, C-efikasnost je približno bila na jednakom nivou na kojem je bila sredinom 2012. godine.

#### Grafikon 4. C-efikasnost naplate PDV u Srbiji



Izvor: Obračun autora

#### Akcize

Akcize se u Srbiji plaćaju na promet naftnih derivata, duvanskih proizvoda, alkoholnih pića, kafe, a od druge polovine 2015. godine i na promet električne energije. Ipak, po bilansnom značaju se izdvajaju akcize na naftne derivate i cigarete, koje čine gotovo 90% ukupnih prihoda od akciza.

<sup>7</sup> Pri računanju C-efikasnosti isključeni su efekti povećanja standardne i donje stope PDV.

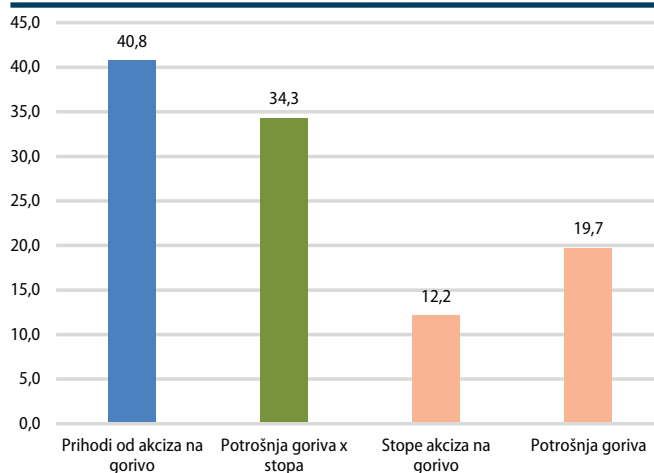
### Akcize na naftne derivate

U periodu od 2012. do 2016.<sup>8</sup> godine, prihodi od akciza na gorivo su realno porasli za 40,8%, dok je prosečna ponderisana realna stopa akciza po litru goriva porasla za 12,2%. U istom periodu finalna potrošnja naftnih derivata na koju se plaća akciza (prema Energetskom bilansu RS, koji objavljuje RZS), je porasla za 19,2%. Ukrštanjem ovih podataka dobija se da je naplata akciza na derivate nafte rasla brže (rast 40,8%) od rasta potencijalnog poreza usled rasta potrošnje naftnih derivata i povećanja akciza (33,7%), iz čega sledi da je siva ekonomija u prometu akciza u periodu 2012–2016 smanjena za oko 5%. Međutim, nezavisno praćenje finalne potrošnje naftnih derivata je izazovan zadatak, jer nije sigurno da li je rast registrovane potrošnje naftnih derivata u energetskom bilansu posledica stvarnog rasta potrošnje ili suzbijanje sive ekonomije. Stoga su za procenu stvarne dinamike potrošnje naftnih derivata korišćene dve instrumentalne varijable<sup>9</sup> – dinamika saobraćaja (broj vozila) na Koridoru 10, prema podacima Puteva Srbije i dinamika broja registrovanih vozila, prema podacima RZS. Dinamika potrošnje naftnih derivata je procenjena kao ponderisani prosek dinamike saobraćaja na Koridoru 10 i broja registrovanih motornih vozila, pri čemu su ponderi uz obe varijable jednaki, čime se delimično otklanja nedostatak svake od ovih varijabli. Polazeći od navedenog metodološko pristupa, procenjeno je da je potrošnja naftnih derivata od 2012. do 2017. porasla za 19,7%, što je približno proceni rasta finalne potrošnje naftnih derivata na osnovu Energetskog bilansa RZS (19,2%). Prema tome, korišćenjem nezavisnih podataka o potrošnji potvrđeno je da je siva ekonomija u oblasti naftnih derivata smanjena za oko 5%. . Suzbijanja sive ekonomije u prometu naftnih derivata posledica je opštih anti-evazionih mera primenjenih od 2014. godine, ali nekoliko važnih i odlučnih mera koje su bile direktno fokusirane na suzbijanje šverca naftnih derivata. Tako je nakon 2012. godine uveden sistem markiranja goriva, a pooštrena je i kontrola prometa naftnih derivata ka Kosovu i Metohiji, što je doprinelo stabilizaciji legalnog tržišta naftnih derivata. Budući da akcize na naftne derivate čine dominantan deo ukupnih prihoda od akciza, smanjenje sive ekonomije u ovom domenu, uticalo je pozitivno i na ukupnu efikasnost naplate akciza. Na sličan zaključak upućuje i znatno brži rast prihoda od akciza na naftne derivate o kumulativnog rasta stopa akciza i potrošnje naftnih derivata (Grafikon 5.).

8 Podaci o potrošnji naftnih derivata za 2017. još uvek nisu objavljeni, zbog čega se analiza odnosi na period do 2016. Međutim, nema indicija da je u 2017. bilo znatnijih promena u pogledu sive ekonomije u prometu naftnih derivata.

9 Ove instrumentalne varijable su vrlo pogodne za procenu sive ekonomije, jer su one visoko korelisane sa stvarnom potrošnjom, a pri tome siva ekonomija ne utiče na njih.

**Grafikon 5. Stope realnog rasta prihoda od akciza na gorivo, stope akciza i potrošnje goriva (u %)**



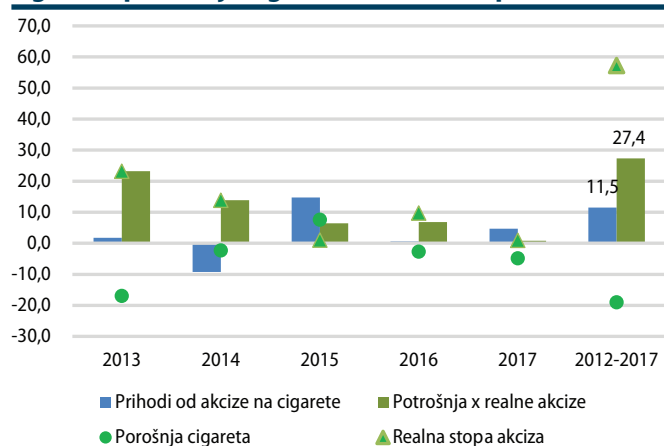
Izvor: Obračun autora

### Akcize na cigarete

U periodu od 2012. do 2017. prihodi od akciza na cigarete su realno porasli za 11,5%. Na osnovu podataka iz Ankete o potrošnji domaćinstava o dinamici novčano iskazane potrošnje na duvanske proizvode i podataka o kretanju prosečne ponderisane cene cigareta, izvedena je dinamika potrošnje cigareta. Na ovaj način procenjuje se da je u periodu od 2012. do 2017. količina potrošnje cigareta opala za 19%.<sup>10</sup> Međutim, realna vrednost akciza po paklici cigareta je u ovom periodu povećana za čak 57,2% iz čega sledi da je rast potencijalnih poreskih prihoda, koji predstavljaju rezultat rast akciza i smanjenja potrošnje cigareta iznosio 27,4%. Poređenjem rasta naplaćenih akciza sa rastom potencijalnih prihoda od akciza na cigarete sledi da je u periodu 2012–2017. siva ekonomije u prometu cigareta povećana za oko 12,5%. Slično kao i kod drugih poreza, siva ekonomija u prometu cigareta je rasla u periodu 2012–2014. godina, dok se od 2015. uočavaju pozitivni trendovi, usled primene anti-evazionih mera. Ipak, poboljšanje ostvareno u poslednje tri godine nije bilo dovoljno da eliminiše rast sive ekonomije koji se dogodio pre toga.

10 Podaci Instituta Batut (Batut, 2017), ukazuju da je od 2012. do 2017. godine, broj bušača u Srbiji porastao za 2%, što je suprotno očekivanju, imajući u vidu sve oštriju politiku zabrane pušenja, kao i značajan rast cena cigareta (nominalno za 63%) u ovom periodu. Razna istraživanja u svetu pokazuju da rast cene cigareta za 10% utiče na smanjenje potrošnje cigareta za 3–4%, iz čega sledi da rast cene cigareta utiče na pad njihove potrošnje za oko 19–25%. Realni dohoci građana u ovom periodu nisu značajno rasli pa nije bilo znatnijeg dohodovnog uticaja na potrošnju cigareta.



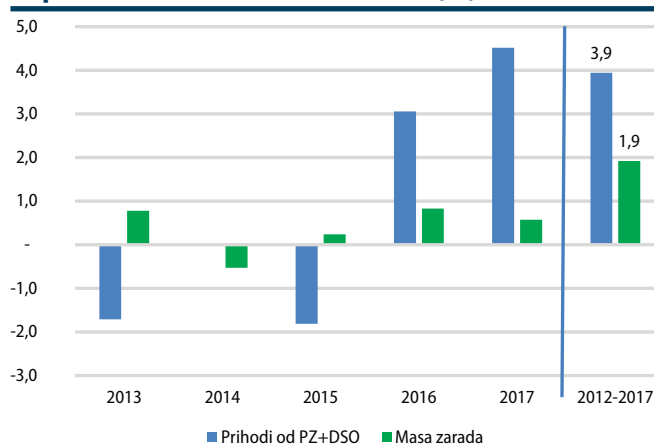
**Grafikon 6. Stope realnog rasta prihoda od akciza na cigarete, potrošnje cigareta i realnih stopa akciza (%)**

Izvor: Obračun autora

### Porez na zarade i doprinosi za socijalno osiguranje

u periodu 2012-2017. prihodi od poreza na zarade i doprinosa su zabeležili realan kumulativni realni rast za 3,9%. U istom periodu nije bilo promene zbirne stope poreza i doprinosa na zarade – stopa poreza na zarade je smanjena sa 12% na 10%, ali je za isti iznos povećana zbirna stopa doprinosa. Izvršena je i preraspodela poreskih stopa, sa doprinosa za zdravstvo na doprinose za penzijsko i invalidsko osiguranje, ali bez promene ukupnog fiskalnog opterećenja. U navedenom periodu masa zarada, kao mera potencijalnog rasta osnovice poreza i doprinosa, je realno porasla za 10%, usled rasta formalne zaposlenosti za 10,3% i stagnacije realnih zarada (marginalni pad od 0,3%). Otuda bi prostim ukrštanjem podataka o rastu poreskih prihoda (3,9%) i podataka o rastu potencijalnih poreskih prihoda (10%) moglo da se zaključi da je došlo do povećanja sive ekonomije na tržištu rada, za preko 5%. Međutim, Petrović i dr (2018) osporavaju validnost visokog rasta zaposlenosti koji je u ovom periodu registrovan u Anketi o radnoj snazi (ARS). Takođe, na osnovu raspoloživih podataka nije moguće utvrditi koji deo rasta formalne zaposlenosti predstavlja posledicu stvarnog rasta zaposlenosti, a koji deo je posledica formalizacije rada, tj. prelaska sa rada na crno, na rad u legalnim tokovima. Za razliku od prometa naftnih derivata, identifikacija odgovarajuće instrumentalne varijable je izazovniji zadatak u slučaju kretanja zaposlenosti, naročito u oskudnom okruženju kredibilnih podataka u Srbiji. Ipak, kretanje zaposlenosti je u određenoj meri moguće aproksimirati korišćenjem elasticiteta u odnosu na privredni rast. Budući da empirijski podaci iz regiona sugeriše prosečnu elastičnost zaposlenosti od 0,3 u odnosu na rast BDP, možemo pretpostaviti da je rast zaposlenosti u Srbiji u periodu od 2012. do 2017. godine iznosio oko 1,9 procenta. Budući da je prosečna visina zarade realno bila nepromenjena

tokom ovog perioda, kao i da nije došlo do promene poreskih stopa, procenjuje se da bi realan rast potencijalnih prihoda od poreza na zarade i doprinosa u ovom period trebalo da iznosi oko 2%, dok je stvarni rast javnih prihoda po ovom osnovu bio približan, odnosno iznosio 3,9%, iz čega se zaključuje da na nivou posmatranog petogodišnjeg perioda došlo do određenog smanjenja sive ekonomije u domenu zapošljavanja i isplate zarada.<sup>11</sup> Posmatrano po godinama, uočava se da je u 2013. došlo do rasta sive ekonomije u ovom domenu, a da je od 2014. taj trend preokrenut, što koincidira sa sprovođenjem reformi tržišta rada, kojima se troškovi po osnovu legalnog zapošljavanja smanjuju.

**Grafikon 7. Stope realnog rasta prihoda od poreza i doprinosa na zarade i mase zarada (%)**

Izvor: Obračun autora

### Porez na dobit

Prihodi od poreza na dobit su u periodu od 2012. do 2017. godine povećani za 76%, tako da su u 2017. dostigli 2,5% BDP-a. U istom periodu nominalna poreska stopa je povećana za polovinu, sa 10% na 15%. Osim toga, ukinuti je i investicioni poreski kredit, počev od 2014. godine, čime je smanjen poreski rashod za iznos ekvivalentan povećanju poreske stope za 3-4 pp. Budući da je dozvoljeno korišćenje ranije ostvarenog poreskog kredita, za potrebe ove analize pretpostavljeno je njegovo postepeno ukidanje, u periodu od 4 godine, polazeći od 2014. godine. Stoga se procenjuje da je u periodu 2012-2017. efektivna poreska stopa porasla za 83% (50% poreska stopa i oko 30% poreski investicioni kredit).

Podaci APR o dobitku pre oporezivanja, privrednih društava, banaka i osiguravajućih društava pokazuju da je u periodu od 2012. do 2017. taj dobitak realno pora-

<sup>11</sup> Ipak ovu procenu treba uzeti sa određenom rezervom jer ona ključno zavisi od koeficijenta elastičnosti zaposlenosti u odnosu na BDP. Ako se pretpostavi da je koeficijent elastičnosti na donjoj granici ostvarenog u zemljama CEI (0,1) tada se dobija da je suzbijanje sive ekonomije u oblasti rada veće od 2%, ali ako se pretpostavi da se on nalazi na gornjoj granici (0,9) tada se dobija da je siva ekonomija u oblasti zapošljavanja malo povećana.

stao za 49%.<sup>12</sup> Budući da je kumulativni rast poreskih prihoda sporiji od zbirnog rasta dobiti i poreske stope, ovakva kretanja bi mogla da ukazuju i na povećanje sive ekonomije u ovom domenu. Međutim, zbog nepostojanja pouzdanih podataka o rezultatu privrede za 2012. godinu, kao i zbog činjenice da nisu raspoloživi podaci o oporezivoj dobiti, kretanju poreskih podsticaja i olakšica<sup>13</sup>, te da promena strukture dobiti pre oporezivanja, može znatno da utiče na oporezivu dobit, nije moguće preciznije proceniti koji deo razlike između stope rasta prihoda od poreza na dobit i kumulativnog rasta stope i osnove, predstavlja posledicu sive ekonomije.

## Zaključak

Prema rezultatima istraživanja zasnovanog na MIMIC metodu, u 2012. godini siva ekonomija u Srbiji je procenjena na 30,1% BDP-a, što je za oko jednu šestinu iznad proseka zemalja CIE, dok je prema rezultatima Ankete među poslodavcima, koja ne obuhvata sivu ekonomiju kod fizičkih lica, bila procenjena na 21% BDP-a, dok je prema Anketi među poslodavcima (NALED, 2018), stopa sive ekonomije procenjena na 15,4% BDP-a, što je za 27% manje nego pre pet godina. U ovom radu je procenjena dinamika siva ekonomije u Srbiji u periodu od 2012. do 2017. godine, na osnovu poređenja realne promene poreskih prihoda, relevantnih poreskih osnovica i poreskih stopa. Rezultati istraživanja zasnovanog na makroekonomskim i fiskalnim podacima pokazuju da je u periodu od 2012. do 2017. godine nivo sive ekonomije u Srbiji ostao približno nepromenjen. Kretanje sive ekonomije u periodu 2012-2017. rezultat je snažnog rasta sive ekonomije u 2013. i 2014. godini, dok je od 2015. došlo do njenog blagog pada, koji ipak nije bio dovoljan da neutrališe pogoršanje do kojeg je prethodno došlo. Blagi rast sive ekonomije predstavlja neto rezultat rasta sive ekonomije u prometu duvanskih proizvoda, suzbijanja sive ekonomije u prometu naftnih derivata, stagnacije ili umerenog rasta sive ekonomije u domenu zarada i zapošljavanja, te stagniranja sive ekonomije u prometu dobara i usluga oporezivih PDV-om. Ovi rezultati, zasnovani na objektivnim, makrofiskalnim podacima, ukazuju da siva ekonomija u 2012-2017. nije smanjena, kao što to sugerišu trendovi u pogledu percepcije sive ekonomije zasnovani na Anketi (NALED, 2018). Shodno tome, zaključuje se da je siva ekonomija u Srbiji znatno veća od proseka zemalja CIE, kao i od evropskog proseka, te da je za njeno osetnije smanje-

nje potrebno sprovođenje niza institucionalnih reformi, koje će relativnu isplativost bavljenja sivom ekonomijom smanjiti i povećati spremnost obveznika na poštovanje poreskih propisa. Te reforme obuhvataju pre svega, unapređenje efikasnosti Poreske uprave, kao i sudskog sistema, obavezivanje na prestanak sa praksom odobravanja poreskih amnestija, te kontinuirani rad na unapređenju kvaliteta i dostupnosti javnih dobara i usluga.

## Literatura

1. Institut za javno zdravlje „Dr Milan Jovanovi Batut“ (2017). *Rezultati istraživanja o efektima i stavovima u vezi sa Zakonom o zaštiti stanovništva o izloženosti duvanskom dimu – VIII istraživanje*, 2016.
2. Krstić, G., & Schneider, F. (eds.). (2015). *Formalizing the Shadow Economy in Serbia: Policy Measures and Growth Effects*. Springer.
3. NALED (2018). *Siva ekonomija u Srbiji – procena obima, karakteristike učesnika i determinante*, Beograd.
4. Petrović, P., Brčerević, D., Minić, S. (2018). *Snažan rast zaposlenosti uz spor rast proizvodnje nije se desio: O pouzdanosti Ankete o radnoj snazi u Srbiji*. Fiskalni savet Radni Dokument 18/02
5. Randelović, S. (2017). How to boost tax compliance and tax morale in Serbia?. *Ekonomika preduzeća*, 65(1-2), 113-127.

<sup>12</sup> Za 2012. ne postoji konsolidovani izveštaj APR o finansijskim performansama privrede Srbije, tako da nisu dostupni podaci o dobitku pre oporezivanja. Iz drugih publikacija APR preuzeti su podaci o neto dobiti, oni su zatim uvećani za porez na dobit, i tako je aproksimirana dobit pre oporezivanja za 2012.

<sup>13</sup> Moguće je da je znatna deo dobiti ostvaren u kompanije koje su oslobođene plaćanja poreza na dobit usled velikih ulaganja i dr.

## Osvrt 2. Analiza finansijskih performansi privrede Srbije

Milutin Živanović<sup>1</sup>

Finansijske performanse privrede Srbije u 2017. godini su poboljšane. Deo poboljšanja je rezultat efikasnijeg obavljanja osnovne delatnosti dok je drugi deo posledica promena spoljnih faktora, kao što su jačanje dinara, smanjenje kamatnih stopa, promena cena na svetskim tržištima, rast cena nekretnina u Srbiji. Neke od spoljnih promena, kao što je smanjenje kamatnih stopa predstavljaju posledicu unapređenja makroekonomske stabilnosti i privrednog ambijenta i od njih će privreda imati koristi u dužem vremenskom periodu. Druge egzogene promene koje su uticale na poboljšanje poslovanja privrede (varijacije kurseva, promene cena na svetskim tržištima) su ciklične prirode i njihov uticaj na poslovanje privrede u budućnosti je neizvestan. Ukoliko posmatramo tri osnovne dimenzije finansijskih performansi, najuspešniji sektori u 2017. godini bili su sektor informisanja i komunikacija i sektor rudarstva. Kao najmanje uspešan sektor u 2017. godini mogao bi se izdvojiti sektor poljoprivrede, pre svega zbog velike suše koja je pogodila Srbiju u posmatranoj godini. Ako se vrši poređenje finansijskih performansi preduzeća prema kriterijumu njihove veličine, najuspešniju grupu preduzeća u 2017. godini čine mala preduzeća, dok su ubedljivo najmanje uspešna mikro preduzeća.

### Analiza finansijskih performansi cele privrede

Dinamika finansijskih performansi privrede se analizira na osnovu pokazatelja likvidnosti, solventnosti i profitabilnosti. U radu se analiziraju performanse isključivo realnog sektora privrede, korišćenjem podataka Agencije za privredne registre.

### Analiza likvidnosti

Ukoliko likvidnost privrede ocenjujemo na bazi kretanja opšteg racija likvidnosti<sup>2</sup> možemo da zaključimo da se kratkoročna finansijska sigurnost privrede u posmatranom periodu blago poboljšala. Međutim, ona se i dalje nalazi na relativno niskom nivou, budući da je vrednost pomenutog pokazatelja u svim posmatranim periodima iznosila manje od 1. To znači da preduzeća u proseku nisu bila u stanju da obrtnom imovinom pokriju svoje kratkoročne obaveze. U periodu 2013 – 2016, vrednost ovog pokazatelja se nije značajnije menjala imajući u vidu da se kretala u relativno uskom intervalu 0,89 –

0,91. Nešto značajniji skok zabeležen je tek u 2017. u odnosu na 2016. godinu kada je njegova vrednost porasla sa 0,91 na 0,95. Ovaj nešto značajniji skok racija opšte likvidnosti predstavljao je posledicu bržeg rasta obrtne imovine u odnosu na rast kratkoročnih obaveza preduzeća.

Ukoliko za analizu likvidnosti koristimo rigorozni racio likvidnosti<sup>3</sup>, onda se u brojiocu umesto ukupne obrtne imovine<sup>4</sup> nalazi samo jedan njen deo, monetarna imovina. Ovo je stroži i realniji pokazatelj likvidnosti u odnosu na prethodno korišćeni, budući da iz brojioca izbacuje zalihe kao najmanje likvidan oblik obrtne imovine. Analizirajući kretanje ovog pokazatelja dolazimo do zaključka da je nivo likvidnosti privrede u 2017. godini (0,65) na gotovo identičnom nivou na kojem se nalazio i u 2013. godini (0,64). Pri tome bi trebalo istaći da, iako je vrednost ovog pokazatelja ostala nepromenjena u analiziranom periodu, struktura monetarne aktive koja se nalazi u njegovom brojiocu nije ostala ista. Posebno treba obratiti pažnju na konstantno smanjivanje učešća kratkoročnih finansijskih plasmana u strukturi monetarne aktive uz istovremeni rast učešća gotovine i gotovinskih ekvivalenata. Vrednost kratkoročnih finansijskih plasmana je u 2017. godini bila za 3,34% manja nego u 2013. godini, dok je vrednost gotovine i gotovinskih ekvivalenata u istom periodu porasla za čak 49,75%. Ovakva promena u strukturi monetarne aktive mogla bi se povezati sa trendom kontinuiranog smanjenja kamatnih stopa. Dok se navedena promena pozitivno odražava na trenutnu likvidnost privrede ona se dugoročno gledano može negativno odraziti na profitabilnost, budući da je očigledno da preduzeća gomilaju sve veću količinu gotovine koja nije plasirana i koja samim tim ne donosi nikakav prinos.

Poređenjem prethodna dva pokazatelja možemo zaključiti da je povećanje likvidnosti privrede u analiziranom periodu, na koji ukazuje racio opšte likvidnosti, pre svega posledica povećanja učešća zaliha u strukturi obrtne imovine. Samim tim je kvalitet rasta likvidnosti na koji ukazuje ovaj indikator upitan. Ukoliko u budućnosti ne dođe do značajnijeg povećanja efikasnosti u pogledu upravljanja zalihama (većeg obrta zaliha) i upravljanja potraživanjima (veći stepen naplate potraživanja uz skraćivanja perioda naplate) ne može se očekivati značajnije poboljšanje pozicije likvidnosti privrede. Pored toga neophodno je nastaviti sa trendom skraćivanja perioda isplate obaveza prema dobavljačima i razviti sce-

<sup>1</sup> Ekonomski fakultet Univerziteta u Beogradu

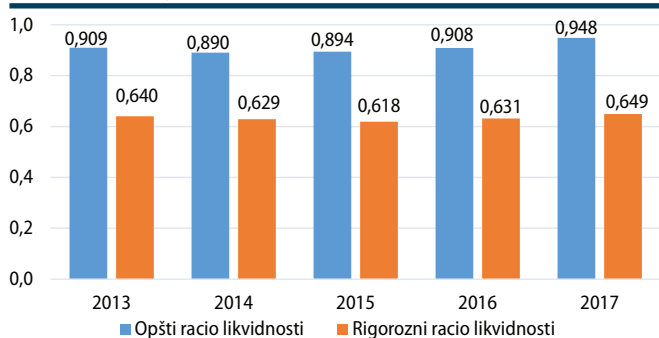
<sup>2</sup> Opšti racio likvidnosti predstavlja odnos između obrtne imovine i kratkoročnih obaveza i pokazuje sa koliko dinara obrtne imovine je pokriven svaki dinar kratkoročnih obaveza.

<sup>3</sup> Rigorozni racio likvidnosti predstavlja odnos između monetarne imovine i kratkoročnih obaveza i pokazuje sa koliko dinara monetarne imovine je pokriven svaki dinar kratkoročnih obaveza.

<sup>4</sup> Obrtna imovina pored monetarne imovine obuhvata još i zalihe. Ovde bi trebalo naglastiti da smo u monetarnu imovinu pored potraživanja, kratkoročnih finansijskih plasmana i gotovine i gotovinskih ekvivalenata uključili i AVR.

nario za uticaj eventualnog slabljenja domaće valute na rast kratkoročnih finansijskih obaveza koji bi uz ostale nepromenjene okolnosti negativno uticao na likvidnost privrede.

### Grafikon 1. Dinamika likvidnosti realnog sektora privrede Srbije, 2013 – 2017.



Izvor: Proračun autora na bazi podataka APR

### Analiza solventnosti

Neto obrtni kapital (NOK)<sup>5</sup> pokazuje koji deo obrtne imovine se finansira iz dugoročnih izvora finansiranja. NOK se može koristiti kao jedan od indikatora dugoročne finansijske sigurnosti privrede. Iako postoje različiti faktori koji opredeljuju visinu NOK-a, polazi se od toga da što je veća vrednost ovog pokazatelja to je pozicija solventnosti privrede bolja.

Ukoliko analiziramo kretanje NOK-a u realnom sektoru domaće privrede za period 2013 – 2017. možemo da zaključimo da je u svim posmatranim godinama vrednost ovog pokazatelja bila negativna, što bi značilo da se deo stalne imovine<sup>6</sup> kontinuirano finansirao iz kratkoročnih izvora. Počevši od 2016. njegova vrednost počinje da se povećava i postaje manje negativna. Ukoliko se ovakva tendencija nastavi i u budućim godinama može se očekivati poboljšanje dugoročne finansijske sigurnosti privrede. Međutim, da bi moglo da bude reči o održivosti ovakvog trenda trebalo bi sagledati koji su osnovni izvori povećanja NOK-a u 2016. i 2017. godini.

Povećanje NOK-a u 2016. i 2017. godini posledica je bržeg rasta dugoročnih izvora finansiranja u odnosu na rast ulaganja u stalnu imovinu. Ukoliko posmatramo poluge rasta dugoročnih izvora finansiranja vidimo da one pre svega leže u porastu sopstvenog kapitala, budući da se njegovo učešće u dugoročnim izvorima finansiranja povećalo sa 65,3% u 2015. na 66% u 2016. godini i konačno na 67,1% u 2017. godini.

U 2016. godini, povećanju sopstvenog kapitala najviše je doprinelo povećanje osnovnog kapitala. Pod pretpostavkom da je reč o svežem prilivu kapitala, usled osnivanja novih ili dokapitalizacije postojećih privrednih subjekata, ovo predstavlja krajnje pozitivnu tendenciju. Ukoliko se uzme u obzir da je u 2016. godini u Srbiji poslovalo za 3% više preduzeća u odnosu na 2015.<sup>7</sup>, možemo da zaključimo da je porast osnovnog kapitala prevashodno posledica osnivanja novih privrednih subjekata<sup>8</sup>. Takođe, treba imati u vidu da je prema podacima Agencije za privredne registre (APR) povećanje broja privrednih društava u 2017. godini za 4.114 jedinica manje nego u 2016. godini na šta ukazuje i duplo manji iznos povećanja osnovnog kapitala u 2017. u odnosu na 2016. godinu. Samim tim, na ovakav izvor povećanja sopstvenog kapitala i solventnosti privrede ne može se računati trajno. Ovo je očigledna posledica nedovoljnog poboljšanja opštih uslova privređivanja kao što su pravna sigurnost, efikasnost administracije, nivo korupcije, itd.

Za razliku od 2016., u 2017. godini, rast sopstvenog kapitala je u prvom redu posledica rasta neraspoređenog dobitka i smanjenja gubitaka ranijih godina, što je posledica veće profitabilnosti privrede u 2017. Međutim, ovde bi trebalo voditi računa o izvorima rasta dobitka koji je zadržan u preduzeću i koji je korišćen za pokriće prenetih gubitaka. Naime, rast neto dobitka koji je ostvaren na nivou realnog sektora privrede u 2017. godini posledica je: (1) naglog povećanja dobitaka iz finansiranja, odnosno, rasta pozitivnih kursnih razlika koje su se javile usled jačanja domaće valute i (2) daljeg pada kamatnih stopa. Dakle, rastu neto dobitka i solventnosti celokupne privrede je u mnogo manjoj meri doprineo rast poslovnog rezultata. To dalje znači da su na solventnost u 2017. godini uticali faktori koji su u velikoj meri nezavisni od preduzeća i na koje preduzeća koja posluju u srpskoj privredi teško mogu da utiču. Neke od spoljnih promena, kao što je smanjenje kamatnih stopa, predstavljaju posledicu unapređenja makroekonomske stabilnosti i očekuje se da će privreda od njih imati koristi u dužem vremenskom periodu. Druge egzogene promene koje su uticale na poboljšanje solventnosti, kao što je volatilnosti deviznih kurseva, ciklične su prirode i njihov uticaj na poslovanje privrede u budućnosti je nezvestan.

Kao što je ranije naglašeno, ulaganja u stalnu imovinu su rasla po nižoj stopi u odnosu na dugoročne izvore finansiranja, što je dovelo do toga da vrednost NOK-a bude manje negativna. Ukoliko posmatramo promene u strukturi stalne imovine od 2013. do 2017. godine mo-

<sup>5</sup> Neto obrtni kapital se obračunava kao razlika između dugoročnih izvora finansiranja i stalne imovine

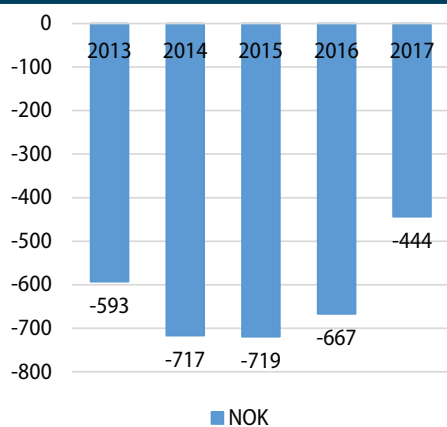
<sup>6</sup> Stalna imovinu čine: Nematerijalna imovina, Nekretnine, postrojenja i oprema, Biološka sredstva, Dugoročni finansijski plasmani i Dugoročna potraživanja.

<sup>7</sup> U 2016. godini osnovano je 8.429 novih privrednih društava, dok su u istoj godini prestala da posluju 5.542 privredna društva.

<sup>8</sup> Ovo je između ostalog posledica olakšanog i ubrzanog postupka osnivanja i registracije privrednih subjekata.

žemo da primetimo da su se najveće promene desile na pozicijama nekretnina, postrojenja i opreme i dugoročnih finansijskih plasmana. Dok je učešće nekretnina u ukupnoj imovini konstantno raslo, sa 45,89% u 2013. na 48,51% u 2017. godini, učešće dugoročnih finansijskih plasmana u ukupnoj imovini beležilo je konstantan pad sa 10,12% u 2013. godini na 7,32% u 2017. godini. Na bazi promena u strukturi stalne imovine možemo da zaključimo da su investicije preduzeća delimično preusmerene iz finansijske u realnu imovinu<sup>9</sup>. Potencijalne razloge treba tražiti u višim stopama prinosa koje preduzeća mogu očekivati od ovakvog tipa ulaganja kao i u posledicama administrativnih reformi iz 2015. godine koje su dovele do pojednostavljenja procedura u pogledu izdavanja građevinskih dozvola. Hronična nerazvijenost domaćeg finansijskog tržišta, koje preduzećima nudi vrlo skromne mogućnosti za ulaganje u finansijsku aktivu, uz konstantan pad kamatnih stopa, očigledno je doveo do smanjenog plasiranja slobodnih novčanih tokova u finansijsku aktivu.

**Grafikon 2. Neto obrtni kapital u milijardama RSD, 2013 – 2017.**



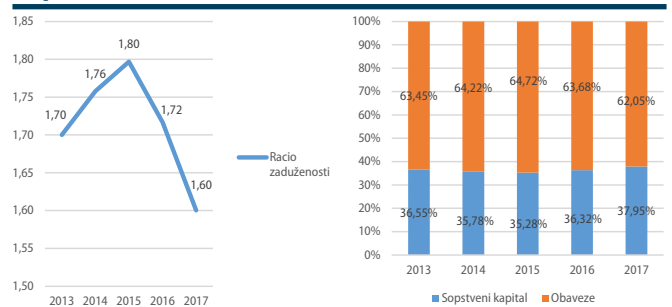
Izvor: Proračun autora na bazi podataka APR

U jedan od osnovnih pokazatelja solventnosti, pored NOK-a, ubraja se ratio zaduženosti koji ukazuje na odnos između duga i sopstvenog kapitala. Vrednost ovog pokazatelja u periodu 2013 – 2015. je porasla sa 1,7 na 1,8, što bi značilo da je u posmatranom periodu zaduženost privrede rasla. U 2014. u odnosu na 2013. godinu došlo je do rasta ukupnih obaveza za 211,9 milijardi dinara. U istom periodu, vrednost sopstvenog kapitala smanjena je za 27,9 milijardi dinara usled velikog povećanja gubitaka na nivou celokupne privrede koje, između ostalog, treba povezati sa posledicama poplava koje su 2014. godine pogodile određena područja Srbije. Pored toga, uzrok istovremenog rasta ukupnih obaveza i gubitaka treba tražiti u slabljenju domaće valute koja je pro-

uzrokovala pojavu uvećanih negativnih kursnih razlika i rashoda kamata za kredite uzete u stranim valutama. U 2015. u odnosu na 2014. godinu ukupne obaveze su porasle za 239,3 milijarde dinara pri čemu je struktura rasta obaveza bila nešto drugačija u odnosu na onu koja je zabeležena u 2014. godini u korist rasta kratkoročnih obaveza. Za razliku od 2014. godine u kojoj je vrednost sopstvenog kapitala opala, u 2015. došlo je do blagog povećanja u iznosu od 35,7 milijardi dinara. Ovaj rast se pre svega duguje povećanju dobitaka koji su posledica zaustavljenog slabljenja domaće valute i rastu revalorizacionih rezervi (rast tržišne vrednosti nekretnina, postrojenja i opreme) koji predstavlja signal oporavka tržišta nekretnina. Međutim, kako je u 2015. godini povećanje obaveza i dalje bilo veće od povećanja sopstvenog kapitala zaduženost privrede je nastavila da raste.

U 2016. i u 2017. godini relativna zaduženost privrede počela je da opada pre svega zato što je povećanje sopstvenog kapitala u ove dve godine bilo veće u odnosu na povećanje obaveza. U 2016. godini vrednost racija zaduženosti iznosila je 1,72. U navedenoj godini vrednost sopstvenog kapitala se povećala za 420,4 milijarde dinara, dok se vrednost ukupnih obaveza povećala za nešto manji iznos od 359 milijardi dinara. U 2017. godini vrednost pokazatelja zaduženosti je dodatno smanjena na 1,6. U ovoj godini, vrednost sopstvenog kapitala se povećala za 440,9 milijardi dinara, dok se vrednost ukupnih obaveza povećala za daleko manji iznos od 130,1 milijardu dinara, što je doprinelo ubrzanom smanjenju nivoa zaduženosti. O faktorima koji su doprineli povećanju sopstvenog kapitala u 2016. i 2017. godini i njihovoj dugoročnoj održivosti bilo je reči u delu koji se odnosio na analizu NOK-a. Sa druge strane ukoliko posmatramo povećanje ukupnih obaveza u ove dve godine možemo da primetimo da je rast ukupnih obaveza u 2017. godini daleko manji u odnosu na rast koji je zabeležen u 2016. godini. Ovo je u velikoj meri posledica jačanja domaće valute u odnosu na evro i dolar što je dovelo do toga da vrednost deviznih obaveza iskazana u dinarima postane manja.

**Grafikon 3. Racio zaduženosti i odnos sopstvenog kapitala i obaveza, 2013 – 2017.**



Izvor: Proračun autora na bazi podataka APR

<sup>9</sup> Treba imati u vidu da je rast učešća nekretnina, postrojenja i opreme u stalnoj imovini, između ostalog, posledica rasta njihove tržišne vrednosti.

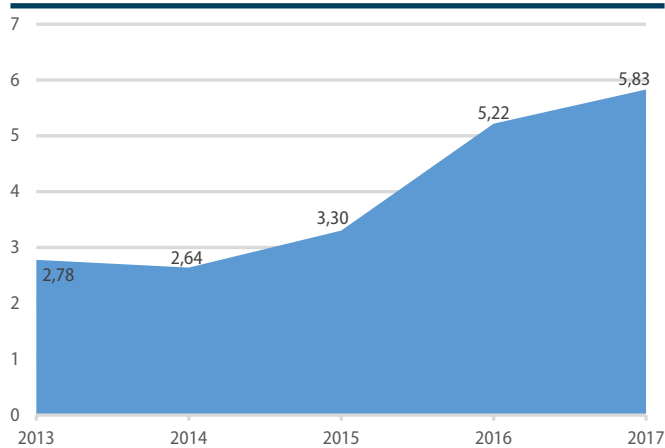
Jedan od pokazatelja solventnosti koji se koristi u finansijskoj analizi preduzeća jeste i racio pokrića kamata<sup>10</sup> koji treba da ukaže na sposobnost preduzeća da iz ostvarenog poslovnog rezultata pokrije nastale rashode po osnovu kamata. Ovaj pokazatelj mnogo više govori o solventnosti privrede u odnosu na prethodno analizirani, budući da je pod znatno manjim uticajem granskih karakteristika.

U periodu 2013 – 2014. vrednost ovog pokazatelja je bila u padu. U 2013. godini, njegova vrednost je iznosila 2,78 da bi u 2014. dostigla svoju najnižu vrednost za ceo analizirani period od 2,64. Ovako niska vrednost racija pokrića kamata u 2014. godini u najvećoj meri predstavlja posledicu naglog rasta rashoda po osnovu kamata usled rasta zaduženosti. Kao što je ranije naglašeno rastu zaduženosti doprinelo je naglo slabljenje domaće valute u odnosu na valute u kojima većina domaćih preduzeća ima svoje dugoročne i kratkoročne obaveze (tu se pre svega misli na evro, dolar i švajcarske franke). U posmatranoj godini finansijski rashodi su iznosili 504,1 milijardu dinara što je za 50% više nego u 2013. godini. Iako su preduzeća u 2014. godini ostvarila pozitivan poslovni rezultat u iznosu od 370,8 milijardi dinara (što je 4,9% više u odnosu na 2013. godinu) on nije bio dovoljan za pokriće naraslih finansijskih rashoda.

U periodu 2015 – 2017. vrednost pokazatelja je bila u konstantnom rastu što ukazuje na poboljšanje položaja solventnosti privrede. U 2015. godini njegova vrednost je iznosila 3,3, u 2016. godini 5,22, da bi u 2017. godini dostigla svoju maksimalnu vrednost u iznosu od 5,83. Iako je vrednost pomenutog pokazatelja u posmatranom periodu konstantno rasla, trebalo bi naglasiti da izvori njegovog rasta po godinama nisu bili identični. Rast vrednosti koji je zabeležen u 2015. u odnosu na 2014. godinu u većoj meri se duguje smanjenju rashoda po osnovu kamata (smanjenje od 12,9%) do kojeg je došlo usled stabilizovanja domaće valute i daljem padu kamatnih stopa, nego rastu poslovnog dobitka (povećanje od 9%). Sa druge strane ukoliko posmatramo rast vrednosti racija pokrića kamata u 2016. u odnosu na 2015. godinu vidimo da je on u većoj meri posledica rasta poslovnog dobitka (povećanje od 25,3%) nego pada kamatnih rashoda (smanjenje od 20,7%). Iako oba povećanja ukazuju na poboljšanje solventnosti privrede, veći kvalitet rasta se krije iza onog kojem u većoj meri doprinosi rast poslovnih dobitaka nego smanjenje rashoda kamata. Ovo pogotovo ako znamo da primaran uticaj na visinu kamata imaju visine kamatnih stopa kao i kretanja deviznih kurseva za kredite uzete u devizama. Ukoliko

posmatramo 2017. godinu može se primetiti dalje povećanje racija pokrića kamata poslovnim dobitkom kome je doprinelo istovremeno povećanje poslovnog dobitka (4,8%) i smanjenje rashoda kamata (6,2%).

#### Grafikon 4. Racio pokrića kamata poslovnim dobitkom, 2013 – 2017.



Izvor: Proračun autora na bazi podataka APR

#### Analiza profitabilnosti

Na samom početku analiziramo profitabilnost privrede koristeći stopu poslovnog dobitka<sup>11</sup> koja treba da ukaže na kretanje profitabilnosti osnovne delatnosti preduzeća i ujedno na sposobnost preduzeća da stvore vrednost obavljajući svoj *core* biznis. U periodu 2013 – 2016. ova stopa je beležila konstantan rast. Možemo primetiti da se stopa poslovnog dobitka povećala sa 4,37% u 2013. na 5,56% u 2016. godini i to pre svega zbog činjenice da su poslovni prihodi u posmatranom periodu rasli po većoj prosečnoj stopi (4,1%) u odnosu na poslovne rashode (3,6%). Međutim, u 2017. godini zabeležen je blagi pad profitabilnosti osnovnog biznisa imajući u vidu da je stopa poslovnog dobitka bila nešto niža u odnosu na 2016. i iznosila 5,43%. U posmatranoj godini poslovni prihodi su rasli po manjoj stopi (7,18%) u odnosu na poslovne rashode (7,32%). Ono što bi trebalo primetiti kada su poslovni prihodi u pitanju jeste da su, za razliku od svih prethodnih godina obuhvaćenih analizom, u 2017. godini prihodi od prodaje proizvoda i usluga rasli po većoj stopi (9,05%) u odnosu na prihode od prodaje robe (5,43%). Ovakva kretanja predstavljaju signal refokusiranja sa rasta zasnovanog na trgovini robom, na proizvodnju industrijskih dobara i razvoj uslužnih delatnosti kao što su informaciono komunikacione tehnologije, turizam i ugostiteljstvo, stručne delatnosti, itd.

Iako će razlozi blagog pada poslovne profitabilnosti biti jasniji kada se budemo spustili na nivo analize po sektorima, budući da svaki sektor privrede ima svoje

<sup>10</sup> Racio pokrića kamata predstavlja odnos između poslovnog rezultata i rashoda kamata i pokazuje u kojoj meri su rashodi kamata, koji nastaju kao posledica korišćenja pozajmljenih sredstava, pokriveni poslovnim rezultatom (dobitkom) preduzeća.

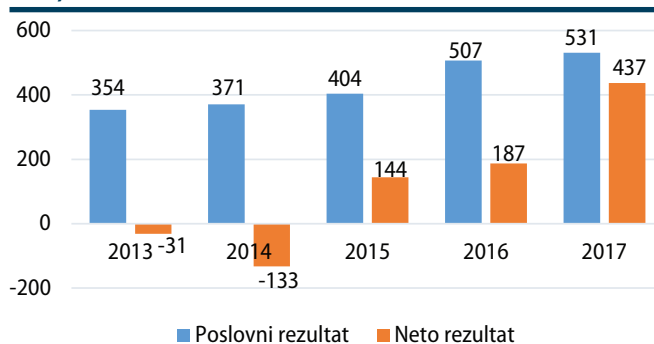
<sup>11</sup> Stopa poslovnog dobitka predstavlja odnos između poslovnog dobitka i poslovnih prihoda.

specifičnosti koje određuju karakteristike *core* biznisa pa samim tim i izvore poslovnog rezultata, ovde ćemo predstaviti neke opšte zaključke. Blagi pad poslovnog dobitka od 0,2 procentna poena u 2017. godini posledica je pada u obimu poljoprivredne proizvodnje koji je nastao kao posledica velike suše koja je pogodila Srbiju u 2017. godini. Ovo je dovelo do smanjenja poslovnih prihoda poljoprivredne delatnosti i istovremenog povećanja cena poljoprivrednih proizvoda. Rast cena poljoprivrednih proizvoda uticao je na povećanje poslovnih rashoda onih preduzeća iz prerađivačke industrije koja poljoprivredne proizvode koriste kao inpute u svom proizvodnom procesu. U 2017. godini došlo je do rasta cene nafte i naftnih derivata, što je za onaj deo prerađivačke industrije koji navedene sirovine koristi kao osnovne inpute imalo krajnje negativan uticaj na poslovni rezultat. Rast cene nafte i naftnih derivata negativno se odrazio i na poslovni rezultat u sektoru saobraćaja i skladištenja. Suša koja je pogodila Srbiju u 2017. godini nije imala posledice samo na poljoprivredni sektor već i na sektor snabdevanja električnom energijom budući da je proizvodnja struje na hidroelektranama bila manja i nadoknađivala se iz dosta skupljih izvora energije. Suša i visoke temperature nisu pogodovale ni sektoru snabdevanja vodom budući da je zabeležen porast prekomerne potrošnje vode kao i rast gubitaka vode u procesu vodosnabdevanja.

Za analizu ukupne profitabilnosti privrede koristimo stopu neto dobitka koja zapravo treba da prikaže koliko se neto dobitka ostvaruje na svaki ostvareni dinar poslovnih prihoda. Iako postoje i drugi pokazatelji kojima se može meriti ukupna profitabilnost, ovaj pokazatelj je izabran kako bi se njegovim poređenjem sa stopom poslovnog dobitka analizirao disparitet u pogledu smera i intenziteta promena koji postoji između poslovnog i neto rezultata a koji je karakterističan za domaću privredu<sup>12</sup>. Zapravo, za preduzeća iz realnog sektora privrede Srbije je karakteristično da mnogo veći uticaj na ukupnu profitabilnost imaju segmenti neposlovnog rezultata. To znači da na ukupnu profitabilnost privrede veći uticaj imaju faktori na koji sama preduzeća ne mogu uticati i koji često mogu da zamagle (ne)spособnost preduzeća da stvore vrednost obavljanjem osnovne delatnosti. Iz pomenutog razloga neto rezultat predstavlja znatno volatilniju veličinu u odnosu na poslovni rezultat.

12 Na neto rezultat, osim poslovnog rezultata, utiču i druge komponente, kao što su pozitivne i negativne kursne razlike, prihodi i rashodi kamata, promene vrednosti imovine, dobici i gubici od prodaje imovine...

**Grafikon 5. Poslovni i neto rezultat u milijardama RSD, 2013 – 2017.**



Izvor: Proračun autora na bazi podataka APR

U 2013. i 2014. godini stopa neto dobitka je bila negativna, pri čemu je u 2014. njena vrednost iznosila -1,62% i bila je niža u odnosu na 2013. kada je ova stopa iznosila -0,38%. Dakle, iako je u ove dve godine došlo do rasta stope poslovnog dobitka, što implicira jačanje jezgra biznisa, stopa neto rezultata ne samo da je bila negativna, već je dodatno smanjena. Povećanje gubitaka na nivou celokupne privrede u periodu 2013 – 2014, posledica je slabljenja dinara. Depresijacija dinara u odnosu na valute u kojima se zadužuje najveći broj naših preduzeća imala je za posledicu nagli skok negativnih kursnih razlika kao i rashoda od kamata na kredite uzete u stranoj valuti. Pored toga na pad ukupne profitabilnosti uticao je i značajan iznos otpisa ugroženih potraživanja. U 2015. i 2016. godini profitabilnost osnovne delatnosti preduzeća i ukupna profitabilnost kretale su se u istom smeru, što je posledica istovremenog jačanja konjunktura, veće operativne efikasnosti preduzeća, stabilizacije domaće valute i manjeg otpisa potraživanja. Stope neto dobitka u 2015. i 2016. godini iznosile su 1,69% i 2,06%, respektivno. Iako je u 2017. došlo do blagog pada stope poslovnog dobitka u odnosu na 2016. godinu, stopa neto dobitka je zabeležila značajan skok sa 2,06% na 4,47%. Rast ukupne profitabilnosti javio se u prvom redu kao posledica povećanja dobitaka iz finansiranja koje se duuguje jačanju domaće valute i konsekvantnoj pojavi pozitivnih kursnih razlika na obavezama u stranoj valuti. Na rast ukupne profitabilnosti privrede u 2017. godini dodatno je uticalo smanjenje rashoda po osnovu otpisa ugroženih potraživanja ali i povećanje ostalog rezultata koje je po definiciji jednokratnog karaktera.

### Analiza finansijskih performansi po pojedinim delatnostima

U drugoj celini fokus je stavljen na analizu finansijskih performansi po delatnostima. Analizom su obuhvaćene dve poslednje godine, 2016. i 2017. pri čemu su u obzir uzete samo one delatnosti koje imaju značajniji uticaj na ukupna privredna kretanja (sve delatnosti koje su u

2017. godini ostvarile minimum 100 milijardi ukupnih prihoda sa izuzetkom sektora usluga smeštaja i hrane). Poseban naglasak će biti stavljen na analizu kretanja u prerađivačkoj industriji imajući u vidu da ona predstavlja jezgro industrije i ukupne privrede.

### **Analiza likvidnosti**

U sektore koji su zabeležili najvidljiviji napredak u pogledu kratkoročne finansijske sigurnosti spadaju: rudarstvo, informisanje i komunikacije i građevinarstvo. U posmatranim sektorima došlo je do primetnog povećanja opšteg i rigoroznog racija likvidnosti. Ovakav rast likvidnosti se može smatrati kvalitetnim budući da je posledica istovremenog rasta oba navedena pokazatelja. Time se garantuje da poboljšanje kratkoročne finansijske sigurnosti nije isključiva posledica gomilanja zaliha kao najmanje likvidnog oblika obrtne imovine. Najprimetnije pogoršanje položaja likvidnosti u 2017. u odnosu na 2016. godinu karakteristično je za sektor snabdevanja električnom energijom i sektor saobraćaja i skladištenja.

Ukoliko umesto promene položaja likvidnosti, vršimo međusobno poređenje pojedinačnih sektora po ostvarenom nivou likvidnosti, kao kriterijum za poređenje koristimo rigorozni racio likvidnosti. Ovo stoga što on predstavlja stroži test u odnosu na opšti racio likvidnosti a pored toga nalazi se pod manjim uticajem granskih karakteristika. Najbolju poziciju kratkoročne finansijske sigurnosti u 2017. godini ostvarili su sektori informisanja i komunikacija (0,91) i rudarstva (0,79). Najniže vrednosti korišćenog pokazatelja prisutne su u sektoru usluga smeštaja i hrane (0,49) i sektoru snabdevanja električnom energijom (0,52). Međutim, treba naglasiti da se struktura monetarne imovine ova dva sektora razlikuje, te u tom smislu različito treba i interpretirati niske vrednosti rigoroznog pokazatelja likvidnosti. Za razliku od sektora snabdevanja električnom energijom kod kojeg 60% monetarne imovine čine potraživanja, u sektoru usluga smeštaja i hrane potraživanja predstavljaju 44% monetarne imovine, dok se ostatak odnosi na kratkoročne finansijske plasmane i gotovinu kao likvidnije oblike imovine. Pored toga, vreme naplate potraživanja u sektoru usluga smeštaja i hrane je 2,5 puta kraće u odnosu na sektor snabdevanja električnom energijom što dodatno govori u prilog boljoj poziciji likvidnosti u kojoj se ovaj sektor nalazi.

Ukoliko se fokusiramo na prerađivačku industriju kao jezgro privrede, možemo da primetimo da je opšti racio likvidnosti zabeležio značajnije povećanje u 2017. u odnosu na 2016. godinu i nalazi se tačno na nivou proseka privrede, dok je rigorozni racio likvidnosti ostao na gotovo istom nivou i ispod je privrednog proseka. Ovo

nas ponovo navodi na zaključak da je rast likvidnosti prevashodno posledica gomilanja zaliha kao najmanje likvidnog oblika obrtne imovine te u tom svetlu i treba interpretirati promenu likvidnosti u ovom sektoru. Ono što dodatno brine jeste stagniranje u pogledu brzine obrta zaliha kao i u pogledu perioda naplate potraživanja i izmirenja obaveza prema dobavljačima.

### **Analiza solventnosti**

Prilikom analize promene položaja solventnosti pojedinačnih sektora, objedinjeno se posmatraju promene u raciju zaduženosti i raciju pokrića kamata poslovnim dobitkom. Sektori koji su ostvarili najznačajnije poboljšanje dugoročne finansijske sigurnosti jesu: rudarstvo, informisanje i komunikacije i trgovina na veliko i malo. Ako izuzmemo trgovinu na veliko i malo, možemo primetiti da su preostala dva sektora bila vodeća i u slučaju poboljšanja položaja likvidnosti kao i u pogledu apsolutnog nivoa likvidnosti u 2017. godini, što ih svrstava u sektore sa najboljom perspektivom u pogledu kratkoročne i dugoročne finansijske sigurnosti. Na smanjenje zaduženosti pozitivno je uticalo značajno povećanje sopstvenog kapitala nastalo kao posledica rasta neraspoređenog dobitka. Međutim, ono što treba imati u vidu jesu različiti izvori rasta neraspoređenog dobitka koji su identifikovani u gorepomenutim sektorima. U sektoru rudarstva ovaj rast je prvenstveno izazvan rastom poslovnog dobitka<sup>13</sup>, dok je u sektorima informisanja i komunikacija i trgovine na veliko i malo on posledica povećanja dobitaka iz finansiranja. U prilog jačanju pozicije solventnosti dodatno govori rast pokrivenosti kamata poslovnim dobitkom koji je identifikovan u sva tri sektora.

Najprimetniji pad solventnosti u 2017. u odnosu na 2016. godinu identifikovan je u sektorima poljoprivrede i snabdevanja električnom energijom. Iako je u oba sektora racio zaduženosti ostao na približno istom nivou sa tendencijom blagog pada, racio pokrića kamata, koji pokazuje sposobnost preduzeća da iz poslovnog dobitka pokriju rashode kamata, bio je u osetnom padu usled naglog smanjenja poslovnog dobitka.

Imajući u vidu da sam nivo zaduženosti sektora, izolovano posmatrano, ne otkriva puno o njegovoj solventnosti kao i da je njegova visina u velikoj meri granski opredeljena, za rangiranje sektora u pogledu dugoročne finansijske sigurnosti primat je dat raciju pokrića kamata. Polazeći od tog stanovišta, uz sve ostale nepromenjene uslove, u najsolventnije sektore u 2017. godini spadaju sektor informisanja i komunikacija (16,77) i sektor rudarstva (8,55). Visok nivo solventnosti pokazuju još i

<sup>13</sup> Ovo posebno raduje budući da se ulaganja u istraživanje i razvoj, koja su u ovom sektoru od presudnog značaja za unapređenje dugoročnih finansijskih performansi, uglavnom finansiraju iz internih izvora.



sektor trgovine na veliko i malo (7,92) kao i sektor snabdevanja vodom (7,50), iako treba imati u vidu da je sektor trgovine na veliko i malo daleko zaduženiji u odnosu na sektor snabdevanja vodom. U najmanje solventne sektore u 2017. godini, uz sve ostale nepromenjene uslove, spadaju sektori građevinarstva (2,07) i usluga smeštaja i hrane (2,18) iako su u posmatranoj godini zabeležili rast pokrića kamata poslovnim dobitkom. U nisko solventne sektore za 2017. godinu ubraja se i poljoprivreda (2,82), mada bi trebalo imati u vidu da je niska vrednost racija pokrića kamata u sektoru poljoprivrede posledica drastičnog pada poslovnog dobitka smanjenog obima aktivnosti usled suše.

Ukoliko se posebno osvrnemo na prerađivačku industriju, imajući u vidu njen ranije pomenuti značaj, primećujemo da se zaduženost u 2017. u odnosu na 2016. godinu smanjila, što predstavlja pozitivnu tendenciju u pogledu dugoročne finansijske sigurnosti. Međutim, i pored toga, ovaj sektor spada u najzaduženije sektore, odmah iza trgovine na veliko i malo. Pokriće kamata poslovnim dobitkom ostalo je gotovo nepromenjeno (5,99) i nalazi se iznad proseka privrede (5,83) što je dobro imajući u vidu visok stepen zaduženosti na koji je prethodno ukazano.

### **Analiza profitabilnosti**

U tri sektora koja su ostvarila najveći rast poslovne profitabilnosti u 2017. u odnosu na 2016. godinu spadaju redom: rudarstvo, usluge smeštaja i hrane i stručne i naučne delatnosti. Povećanju stope poslovnog dobitka u sektoru rudarstva najviše je doprineo rast poslovnih prihoda nastao kao posledica rasta cene nafte, naftnih derivata i industrijskih metala (aluminijum, bakar, gvožđe, itd.) kao i veća operativna efikasnost koja je omogućila da poslovni rashodi rastu po nižoj stopi u odnosu na poslovne prihode. Rastu profitabilnosti *core* biznisa u sektoru usluga smeštaja i hrane doprineo je veći rast poslovnih prihoda u odnosu na poslovne rashode. Pretpostavlja se da je povećanju poslovnih prihoda od 22,5% najviše doprineo porast broja turista, imajući u vidu da se prema podacima RZS broj dolazaka i noćenja turista u 2017. godini povećao za 10,5% u odnosu na 2016. Sektor naučne i stručne delatnosti zabeležio je rast stope poslovnog dobitka sa 6,15% u 2016. na 7,06% u 2017. godini što ovu delatnost čini jednom od profitabilnijih u realnom sektoru privrede Srbije.

Rast profitabilnosti osnovnog biznisa, mada u manjoj meri, identifikovan je u sektorima građevinarstva i trgovine na veliko i malo. Pretpostavlja se da su administrativne reforme iz 2015. godine koje su dovele do pojednostavljenja procedura u pogledu izdavanja građevinskih dozvola uz nastavak trenda pada kamatnih sto-

pa i rasta cena nekretnina, omogućili dalje poboljšanje profitabilnosti osnovnog biznisa sektora građevinarstva. Međutim, pretpostavlja se da je kašnjenje značajnih infrastrukturnih projekata dovelo do toga da rast ovog sektora bude manji od planiranog. Ukoliko se analizira sektor trgovine na veliko i malo može se zaključiti da rast profitabilnosti nije posledica većeg obima prodaje, budući da se koeficijent obrta robe u 2017. godini smanjio. Samim tim, izvore rasta profitabilnosti treba tražiti u nekim drugim faktorima kao što su: (1) kontrakcija asortimana i preusmeravanje prodaje na robu sa većom profitnom maržom i (2) jačanje dinara koje je dovelo do toga da uvozni proizvodi postanu jeftiniji, pri čemu, pad cena uvoznih proizvoda nije prenet na potrošače imajući u vidu da je indeks potrošačkih cena u 2017. godini iznosio 3% što je za 1,4 procentna poena više nego u 2016. godini.

Najveći pad poslovne profitabilnosti identifikovan je u sektoru snabdevanja električnom energijom. Osnovne uzroke naglog pada poslovnog dobitka u sektoru snabdevanja električnom energijom treba tražiti u rastu poslovnih rashoda koji nije bio praćen odgovarajućim rastom poslovnih prihoda. Rast poslovnih rashoda u ovom sektoru je prema izveštaju MMF-a posledica pada u proizvodnji električne energije, koji se pojavio početkom 2017. godine, a koji se nadomešćivao uvozom struje koji je u zimskim mesecima skuplji. Ovakvo stanje je posledica nepovoljnih vremenskih uslova ali i dugotrajnih slabosti u planiranju i upravljanju EPS-om. Pored toga, u cilju redovnog i sigurnog snabdevanja tarifnih kupaca nedostatak proizvodnje u hidroelektranama koji je nastao kao posledica suše nadomešćivao se skupljim izvorima energije i nabavkom struje na berzi gde su cene zabeležile značajan skok u 2017. godini

Pad profitabilnosti *core* biznisa identifikovan je i u sledećim sektorima: poljoprivreda; snabdevanje vodom; saobraćaj i skladištenje; informisanje i komunikacije i prerađivačka industrija, rangirano od sektora u kojem je zabeleženi najveći do sektora u kojem je zabeležen najmanji pad profitabilnosti. U sektoru poljoprivrede ovakva situacija je posledica drastičnog pada u obimu poljoprivredne proizvodnje usled ekstremno nepovoljnih agrometeoroloških uslova. U sektoru snabdevanja vodom pad profitabilnosti osnovne delatnosti uzrokovan je time što se potrošnja vode iz godine u godinu smanjuje i kod domaćinstava i kod privrede, pa se i prerada vode u skladu sa tim smanjuje. Sa druge strane, od vode potisnute u potrošnju samo 65% je voda koja donosi prihod dok je ostalo voda koja se ne fakturiše i koja samim tim iako izaziva povećanje poslovnih rashoda ne donosi prihod. Brži rast poslovnih rashoda u odnosu na poslovne prihode u sektoru saobraćaja i skladištenja posledica je rasta troškova goriva i energije od 14,5% do kojeg je

**Tabela 1. Izabrani pokazatelji likvidnosti, solventnosti i profitabilnosti za pojedinačne sektore, 2016 – 2017.**

	Pokazatelji likvidnosti				Pokazatelji solventnosti				Pokazatelji profitabilnosti			
	Opšti ratio likvidnosti		Rigorozni ratio likvidnosti		Ratio zaduženosti		Ratio pokriva kamata		Stopa poslovnog dobitka		Stopa neto dobitka	
	2016	2017	2016	2017	2016	2017	2016	2017	2016	2017	2016	2017
Poljoprivreda	0,95	0,98	0,57	0,57	0,79	0,74	4,27	2,82	5,8%	3,5%	2,6%	3,0%
Rudarstvo	0,95	1,1	0,72	0,79	1,84	1,56	3,3	8,55	7,5%	12,5%	5,4%	10,9%
Prerađivačka industrija	0,87	0,95	0,56	0,58	3,2	2,4	5,96	5,99	6,3%	6,0%	2,9%	5,6%
Snabdevanje el. energijom	0,68	0,63	0,57	0,52	0,69	0,67	6,36	5,19	11,9%	6,6%	3,3%	5,8%
Snabdevanje vodom	0,73	0,73	0,57	0,56	0,57	0,63	7,28	7,5	8,2%	6,3%	3,3%	3,8%
Građevinarstvo	0,88	0,94	0,54	0,59	1,75	1,82	1,55	2,07	3,6%	3,8%	2,3%	1,5%
Trgovina na veliko i malo	1,02	1,07	0,62	0,65	3,36	2,91	6,63	7,92	3,1%	3,6%	1,1%	2,4%
Saobraćaj i skladištenje	0,84	0,79	0,74	0,7	0,83	0,83	5,69	5,4	5,7%	5,1%	3,2%	3,7%
Usluge smeštaja i hrane	0,65	0,63	0,51	0,49	1,81	1,91	1,76	2,18	2,6%	3,6%	4,5%	2,8%
Informisanje i komunikacije	0,95	1,03	0,83	0,91	2,04	1,87	13,55	16,77	12,2%	11,8%	8,4%	11,4%
Stručne i naučne delatnosti	0,91	0,94	0,75	0,76	1,66	1,69	5,36	6,61	6,1%	7,1%	5,8%	6,2%

Izvor: Proračun autora na bazi podataka APR

došlo usled povećanja cene nafte i naftnih derivata na svetskom tržištu. U sektoru informisanja i komunikacija došlo je do vrlo blagog smanjenja stope poslovnog dobitka. Prema izveštaju RATEL-a, na tržištu Srbije, za razliku od tržišta EU, prihodi i dalje rastu ali je moguće da se manje stope rasta prihoda mogu objasniti trendovima koji su prisutni na tržištima zemalja Evropske unije. Počev od 2013. godine, za veliku većinu zemalja Evropske unije karakterističan je trend pada prihoda u ovom sektoru usled pada prihoda od usluga govornog saobraćaja preko fiksne i mobilne telefonije.

Ukoliko umesto relativne promene poslovne profitabilnosti u 2017. u odnosu na 2016. godinu, posmatramo visinu stopa poslovnog dobitka po pojedinim sektorima možemo da primetimo da su najviše stope poslovnog dobitka ostvarene u sektorima Rudarstva (12,46%) i Informisanja i komunikacije (11,81%), dok su najniže stope poslovnog dobitka zabeležene u sektoru Poljoprivrede (3,53%) i sektoru Trgovine na veliko i malo (3,56%).

Kod svih sektora zabeležen je rast stope neto dobitka, prevažno uslovljen dejstvom egzogenih faktora, pri čemu je najveći rast identifikovan u sektorima usluge smeštaja i hrane, rudarstva i građevinarstva. Najveće stope neto dobitka zabeležene su u sektorima informisanja i komunikacija (11,42%) i rudarstva (10,92%). Zanimljivo je da su ova dva sektora zamenila prva dva mesta u odnosu na malopredašnju situaciju kada je rangiranje vršeno prema stopi poslovnog dobitka. Objasnjenje leži u većoj zaduženosti sektora informisanja i komunikacija u odnosu na sektor rudarstva te u posledično većem uticaju pozitivnih kursnih razlika na neto rezultat sektora informisanja i komunikacija u odnosu na sektor rudarstva. Najniže stopa neto dobitka identifikovane su u sektorima građevinarstva (1,48%) i trgovine na veliko i malo (2,40%).

Iako je u prerađivačkoj industriji poslovni dobitak apsolutno gledano porastao u 2017. u odnosu na 2016. godinu, njegovo učešće u poslovnim prihodima (stopa poslovnog dobitka) smanjeno je sa 6,31% na 5,98%.

Međutim, treba naglasiti da je u ovom sektoru identifikovan najblaži pad poslovne profitabilnosti u odnosu na sve sektore koji su zabeležili pad stope poslovnog dobitka. Osnovni uzrok bržeg rasta poslovnih rashoda u odnosu na poslovne prihode treba tražiti u skoku cena sirovina, pogotovo za onaj deo prerađivačke industrije koji kao osnovne sirovine koristi naftu i naftne derivate i poljoprivredne proizvode. Za razliku od stope poslovnog dobitka koja je tokom 2017. godine doživela pad, učešće neto dobitka u poslovnim prihodima je poraslo sa 2,93% na 5,56%. Kao što je više puta do sada naglašeno ovakav disparitet između rasta poslovnog i rasta neto rezultata javio se kao posledica povećanja dobitaka iz finansiranja. Na nivou prerađivačke industrije pozitivne kursne razlike su u 2017. godini bile za čak 200% veće u odnosu na 2016. godinu. Pored toga, gotovo trećinu neto rezultata čine ostali prihodi koji nastaju kao posledica prodaje imovine iznad njene knjigovodstvene vrednosti i koji su po definiciji jednokratnog karaktera.

### Analiza finansijskih performansi u zavisnosti od veličine preduzeća

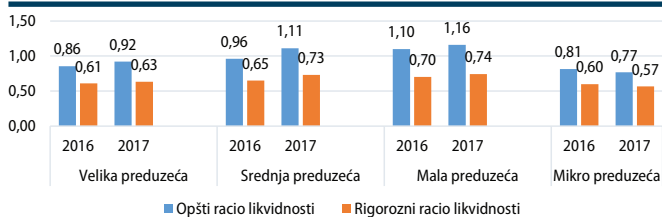
U trećoj celini analiziraju se performanse u zavisnosti od veličine preduzeća. Ovo kako bi se utvrdilo da li u pogledu navedenih karakteristika postoje značajne razlike između preduzeća u zavisnosti od njihove veličine.

#### Analiza likvidnosti

Osim mikro preduzeća, sve ostale grupe preduzeća klasifikovane po veličini ostvarile su poboljšanje u pogledu položaja kratkoročne finansijske sigurnosti. Iako su relativno gledano srednja preduzeća zabeležila najznačajnije poboljšanje u pogledu položaja likvidnosti, apsolutno gledano najveće vrednosti odabranih pokazatelja i u 2016. i u 2017. godini ostvarila su mala preduzeća. Likvidnost velikih preduzeća u 2017. godini bila je na sličnom nivou kao u 2016. godini uz tendenciju blagog poboljšanja. Nivo likvidnosti velikih preduzeća je nešto

ispod proseka privrede i ispod nivoa likvidnosti malih i srednjih preduzeća. Ono što se u budućnosti može pozitivno odraziti na likvidnost velikih preduzeća jeste skraćivanje perioda obrta zaliha i naplate potraživanja od kupaca po kojima ova grupa preduzeća prednjači u odnosu na ostale grupe preduzeća. Takođe, ono što je primećeno kod velikih preduzeća, a što se u budućnosti može pozitivno odraziti na likvidnost celokupne privrede, jeste blago poboljšanje finansijske discipline koje se ogleda u skraćivanju perioda koji protekne od trenutka nastanka do trenutka izmirenja obaveza prema dobavljačima (skraćeno od 19 dana).

**Grafikon 6. Likvidnost realnog sektora posmatrana po veličini preduzeća, 2016 – 2017.**



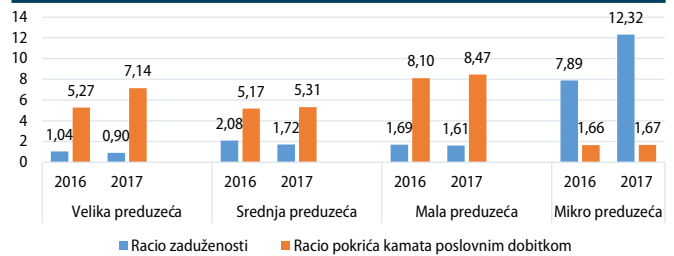
Izvor: Proračun autora na bazi podataka APR

### Analiza solventnosti

Sudeći po kretanju odabranih pokazatelja solventnosti, možemo da zaključimo da je kod velikih preduzeća identifikovano najznačajnije poboljšanje u pogledu dugoročne finansijske sigurnosti u periodu 2016 - 2017. Jačanje položaja solventnosti prisutno je i kod srednjih i malih preduzeća. Zaduženost srednjih preduzeća je smanjena u 2017. godini ali se i dalje nalazi blago iznad proseka privrede. Pokriće rashoda kamata poslovnim dobitkom je povećano u 2017. godini, međutim, i pored toga se ovaj pokazatelj nalazi ispod privrednog proseka. Zaduženost malih preduzeća je smanjena u 2017. godini i nalazi se ispod proseka privrede. Pokriće rashoda kamata poslovnim dobitkom je povećano sa 8,10 u 2016. na 8,47 u 2017. godini. Ovako visoke vrednosti navedenog pokazatelja pozicioniraju mala preduzeća daleko iznad privrednog proseka i svrstavaju ih u najsolventniju grupu preduzeća. Mikro preduzeća, ne samo da su najmanje likvidna, već su i ubedljivo najmanje solventna. Pokazatelj zaduženosti je značajno povećan u 2017. (12,32) u odnosu na 2016. (7,89). Ovako visoke vrednosti racija zaduženosti su krajnje zabrinjavajuće i upućuju na zaključak da su mikro preduzeća mahom prezadužena. Podatak da je gubitak iznad visine kapitala koji je iskazan u 2017. godini na nivou svih mikro preduzeća (858 milijardi dinara) veći od zbira gubitaka iznad visine kapitala svih ostalih preduzeća (686 milijardi dinara) dovoljno govori o problematičnoj poziciji u kojoj se ova grupacija preduzeća nalazi. Racio pokrića kamata poslovnim dobitkom ostao je nepromenjen u

dve posmatrane godine. Sa vrednošću ovog pokazatelja od 1,67 ova grupa preduzeća potvrđuje lošu perspektivu dugoročne finansijske sigurnosti.

**Grafikon 7. Solventnost realnog sektora posmatrana po veličini preduzeća, 2016 – 2017.**



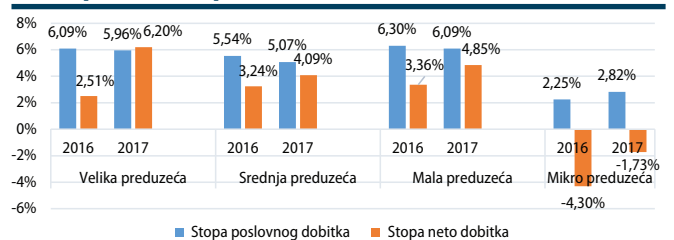
Izvor: Proračun autora na bazi podataka APR

### Analiza profitabilnosti

Ono što je zanimljivo jeste da su mikro preduzeća jedina koja su ostvarila rast profitabilnosti osnovne delatnosti u 2017. godini. Međutim, i pored toga, ova preduzeća su u obe posmatrane godine imala najnižu stopu poslovnog dobitka i jedina iskazala negativan neto rezultat što je za posledicu imalo negativne stope neto dobitka, od -4,3% u 2016. i -1,73% u 2017. godini. Sve ostale grupe preduzeća zabeležile su blagi pad poslovne profitabilnosti u periodu 2016 - 2017. Najveća stopa poslovnog dobitka u 2017. godini identifikovana je kod grupe malih preduzeća (6,09%). Dakle, grupa malih preduzeća ne samo da je najlikvidnija i najsolventnija već ostvaruje i najveći nivo „zdrave“ profitabilnosti.

Sve grupe preduzeća zabeležile su rast stope neto dobitka. Najveći skok neto profitne marže ostvarila su velika preduzeća. Ova grupa preduzeća je ostvarila toliko značajan skok stope neto dobitka da je od treće pozicije u 2016. godini izbila na prvu poziciju u 2017. u pogledu vrednosti ovog pokazatelja. Takođe treba istaći da je ova grupa preduzeća prisutna nesvakidašnja situacija da je stopa neto profitne marže u 2017. godini (6,2%) bila veća od stope poslovnog dobitka (5,96%) što bi značilo da su ostale komponente rezultata dodatno uvećale poslovni dobitak te je neto dobitak u 2017. godini bio veći od poslovnog dobitka.

**Grafikon 8. Profitabilnost realnog sektora posmatrana po veličini preduzeća, 2016 – 2017.**



Izvor: Proračun autora na bazi podataka APR

## Literatura

1. Malinić, D., Milićević, V., Stevanović, N., 2012, *Upravljačko računovodstvo*, Beograd: Centar za izdavačku delatnost Ekonomskog fakulteta u Beogradu.
2. Penman S., (2003), *Financial Statement Analysis and Security Valuation*, second edition, McGraw-Hill, 348-381
3. Todorović, M., Ivanišević, M., (2017), Poslovne finansije, Centar za izdavačku delatnost, Ekonomski fakultet u Beogradu
4. <http://www.apr.gov.rs/>
5. <http://ec.europa.eu/eurostat>
6. <https://www.nbs.rs/internet/cirilica/index.html>
7. <http://www.ratel.rs>
8. <http://www.stat.gov.rs/>

## Kvartalni monitor ekonomskih trendova i politika u Srbiji

Kvartalni monitor je bilten Ekonomskog fakulteta u Beogradu, FREN-a, u kojem se od 2005. godine objektivno i metodološki utemeljeno analiziraju ekonomski trendovi i politike, primenom savremenih metoda ekonomske analize. Redakciju kao i redakcijski odbor Kvartalnog monitora uglavnom čine profesori i saradnici Ekonomskog fakulteta Univerziteta u Beogradu.



UNIVERZITET U BEOGRADU  
Ekonomski fakultet

### 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 najjeminentnija 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 48000 studenata, preko 3800 je nastavilo poslediplomske studije i steklo naziv magistra nauka ili mastera, a 820 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.



### 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.

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:



ISSN 1452-2810



9 771452 281002