



UNIVERZITET U BEOGRADU
Ekonomski fakultet

FRĚI

kvartalni monitor

ekonomskih trendova i politika u Srbiji

april - jun 2017

49



kvartalni monitor

EKONOMSKIH TRENDOVA I POLITIKA U SRBIJI

Broj 49 • april–jun 2017

Beograd, septembar 2017

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

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

TRENDOVI

1. Pregled	7
2. Privredna aktivnost	11
3. Tržište rada	18
4. Platni bilans i spoljna trgovina	23
5. Cene i devizni kurs	30
6. Fiskalni tokovi i politika	35
7. Monetarni tokovi i politika	40

OSVRTI

Osvrt 1. Šta do sada znamo o nejednakosti dohotka u Srbiji?	47
--	----

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

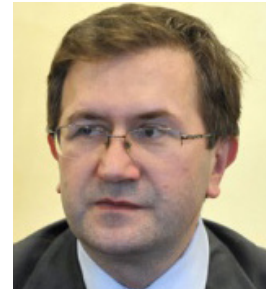
SDI – strane direktne investicije

SDŠ – stara devizna štednja

SMTK – Standardna međunarodna trgovinska klasifikacija

ZZP – Zajam za preporod Srbije

Uvodnik



Privreda Srbije je u prvoj polovini godine ostvarila relativno skromne rezultate, uz male izgleda da se do kraja godine oni znatnije poboljšaju. Rast privrede u prvom polugodištu iznosi samo 1,2% BDP, što je daleko ispod proseka zemalja centralne i istočne Evrope, a čak je niže od rasta razvijenih evropskih zemalja. Skroman rast privrede je jednim delom posledica nepovoljnih vremenskih prilika, dok je drugim delom rezultat slabosti privrednog ambijenta i ekonomske politike. Druga nepovoljna tendencija je ponovni rast spoljnotrgovinskog deficita i deficita tekućeg platnog bilansu. Dobar rezultat je što je inflacija oborena i stabilizovana, ali jačanje dinara nije u skladu sa kretanjem ekonomske snage privrede Srbije, pa će ako se nastavi nepovoljno uticati na izvoz, zaposlenost i rast privrede. Fiskalna politika je u ovoj godini bila preterano restriktivna, što je imalo određeni uticaj na usporavanje privrede, ali i na jačanje dinara. Reforme privrede su i dalje usporene, na šta je verovatno uticalo održavanje predsedničkih izbora, a potom i rekonstrukcija Vlade.

Rast privrede Srbije u prvoj polovini godine iznosi samo 1,2%, što je daleko ispod projektovanog rasta za ovu godinu. Uz to struktura rasta je loša, investicije koje su prethodnih godina bile glavni pokretač rasta sada su usporene na svega 2%, tako da je stopa investicija i dalje 18-19% BDP, što je znatno ispod potrebnog nivoa za dugoročno održiv visok rast. Nakon niza godina u kojima je neto izvoz doprinosio rastu privrede, u ovoj godini njegov doprinos je negativan, prvenstveno zbog snažnog rasta uvoza. Tekuća potrošnja građana i države rastu po sličnoj stopi kao i BDP, pa njihovo dodatno ubrzanje ne bi bilo poželjno sa obzirom na to da spoljni deficiti rastu, a ove komponente već sada imaju visoko učešće u BDP. U drugoj polovini godine rast privrede će verovatno biti nešto brži, tako da će rast BDP u ovoj godini biti u intervalu od 1,5-2%. Rast privrede Srbije u ovoj godini je rezultat rasta nepoljoprivrednih delatnosti od oko 2,5% i pada poljoprivredne proizvodnje za 10-15%. Kretanje proizvodnje u nepoljoprivrednim delatnostima može se interpretirati kao aproksimacije trenda rasta privrede, koji pokazuje da bi rast privrede bio niži od 3% čak i da je nije bilo pada poljoprivredne proizvodnje.

Rast privrede Srbije u ovoj godini značajno zaostaje za rastom zemalja centralne i istočne Evrope. Zemlje

centralne i istočne Evrope u prvoj polovini ove godine ostvarile su prosečan rast od 4,2%, pri čemu je se na nivou cele godine očekuje rast od oko 4%, što je najbrži rast od početka svetske ekonomske krize. Ubrzanje rasta evropskih privreda posledica je poboljšanja fiskalne pozicije u većini zemalja, unapređenje strukturnih politika ali i snažne monetarne ekspanzije ECB. Monetarna politika ECB povoljno utiče na samo na rast zemalja evrozona, nego i na rast ostalih evropskih privreda, uključujući i privredu Srbije. Ekspanzivna politika ECB utiče na pad bankarskih kamatnih stopa u celoj Evropi, kao i na rast tražnje u evrozoni, koji potom omogućava visok rast izvoza iz ostalih zemalja, dok obilna ponuda jeftinog novca utiče na visoke iznose stranih direktnih i portfolio investicija i kredita.

Nepovoljnim vremenskim prilikama, koje su uticale na pad poljoprivredne proizvodnje, može objasniti približno polovina razlika u rastu privrede Srbije u odnosu na zemlje Regiona. Preostalo zaostajanje Srbije za rastom zemalja CEI u iznosu od oko 1,5 procentnih poena posledica je nepovoljnijeg privrednog ambijenta i izostanka pravovremene reakcije fiskalne politike na promene u privredi i javnim finansijama. Mada je Srbija ostvarila napredak u nekim segmentima, što se odražava preko napretka za 16 mesta na rang listi uslova poslovanja Svetske banke, privredni ambijent u Srbije je i dalje među najnepovoljnijim u Evropi. Srbija se na rang listama Svetskog ekonomskog foruma, Svetske banke i EBRD na kojima se zemlje rangiraju prema nivou konkurentnosti, kvalitetu upravljanja od strane države i napretku u realizaciji strukturnih reformi, zajedno sa Albanijom i Bosnom i Hercegovinom, nalazi u grupi najslabije plasiranih evropskih zemalja. Kao ključne slabosti privrednog ambijenta u Srbiji već duže vreme se prepoznaju neefikasnost pravosuđa, nekompetentna i neefikasna državna administracija, visoka korupcija, slabo upravljanje javnim preduzećima, neravnopravnost učesnika na tržištu i dr. Nepovoljan privredni ambijent direktno utiče na niske investicije, koje uprkos izdašnim subvencijama ne prelaze 20% BDP. Sa tako niskom stopom investicije Srbije ne može da računa na dugoročno visok privredni rast, a time ni na sustizanje zemalja srednje i zapadne Evrope. Da bi Srbija, kao jedna od najmanje razvijenih evropskih zemalja, postepeno sustizala razvi-

jene evropske zemlje neophodno je da njena privreda u dužem periodu raste po stopi od 4-5%, a za to su potrebne investicije od najmanje 25% BDP.

Tokom 2015. i 2016. godine ostvaren je veliki napredak u oblasti fiskalne politike - fiskalni deficit je smanjen sa 6,7% na 1,4% BDP, dok je javni dug počeo da opada. U planovima za ovu godinu Vlada je projektovala rast privrede od 3%, kao i fiskalni deficit od 1,7% BDP. Međutim, već nakon prvog kvartala bilo je prilično izvesno da postoje ozbiljni problemi sa privrednim rastom, kao i da će fiskalni rezultat biti znatno bolji od planiranog. Adekvatan odgovor Vlade na slab privredni rast i rastući fiskalni suficit, je mogao da bude odustajanje od uzimanja dividendi javnih preduzeća od strane države i ubrzanje postojećih i pokretanje novih javnih investicija. Navedene mere preko rasta tražnje uticale bi na ubrzanje rasta u ovoj godine, ali bi povećanje privrednih kapaciteta povoljno uticalo na rast i u narednim godinama. Nešto ekspanzivnija fiskalna politika koja bi generisala nizak fiskalni deficit od 0,5-1% BDP, bila bi primerenija privrednim kretanjima u ovoj godine, a pri tome bi bila dugoročno održiva. Kašnjenju u preduzimanju adekvatnih mera doprineli su održavanje predsedničkih izbora, a potom i rekonstrukcija Vlade, ali i stavovi ekonomista bliskih aktuelnoj vlasti koji su sve do početka septembra tvrdili da će rast od 3% u ovoj godini biti ostvaren.

Sa obzirom na ovogodišnji spor rast privrede postavlja se pitanje šta se može očekivati u narednoj godini. Pod pretpostavkom da se nastave povoljni trendovi u evropskim privredama kao i da poljoprivredna proizvodnja u narednoj godini bude na prosečnom nivou, a problemi u EPS-u reše do kraja ove godine, u narednoj godini može se očekivati rast privrede od oko 4%. Navedeni rast bi mogao da bude rezultat ubrzanja aktivnosti u nepoljoprivrednim delatnostima sa ovogodišnjih 2,5% na oko 3% u narednoj godini i rasta poljoprivrede od oko 10%. Iako rast od 4% izgleda relativno visok, iza njega stoji još uvek relativno spor trend rasta od oko 3% i jednokratni rast usled oporavka poljoprivrede.

Sa obzirom na to da se ciklične fluktuacije privrede nalaze pod uticajem velikog broja nekontrolisanih faktora, kao što su vremenske prilike i kretanja u međunarodnom okruženju, u fokusu ekonomske politike i reformi bi u narednom periodu trebalo da bude stvaranje povoljnih uslova za ubrzanje trenda rasta privrede Srbije. Stoga bi u narednim godinama unapređenje efikasnosti pravosuđa i državne administracije, restrukturiranje i poboljšanje upravljanja javnim preduzećima, suzbijanje korupcije, ubrzanje izgradnje infrastrukture i dr. trebalo da budu prioritet Vlade. Može se očekivati da će na navedenim reformama insistirati EU i međunarodne finansijske organizacije, ali je za napredak presudno

čvrsto političko opredeljenje za njihovu realizaciju. Višegodišnje odlaganje navedenih reformi, ukazuje na to da u Srbiji postoje moćne interesne grupa kojima one ne idu u prilog, pa je stoga njihova realizacija i u budućnosti neizvesna. Najsnažniji otpori prema unapređenju privrednog ambijenta dolaze iz partijskih struktura i birokrata kojima postojeći ambijent omogućuju ostvarenje visokih renti, kao i od biznismena kojima privilegovani poslovi omogućuju ostvarenje ekstra profita. Ako i u budućnosti izostanu neophodne reforme Srbija može da računa samo na privremeni i ograničeni rast privrede. Dosadašnje iskustvo je pokazalo da izostanak reformi nije moguće nadoknaditi visokim državnim subvencijama investitorima, niti snažnim rastom domaće tražnje. Sintetički pokazatelj da je ostvaren suštinski napredak u privrednom ambijentu bio bi povećanje stope investicija na oko 25%, pri čemu bi se te investicije dominantno finansirale sopstvenim sredstvima.

Za dugoročni rast privrede važno je da Vlada nastavi sa održivom fiskalnom politikom i nakon isteka aranžmana sa MMF. Važno je da se ne ponove greške iz periodu 2006-2008. godine kada su nakon isteka aranžmana sa MMF značajno povećane plate, a potom i penzije, pokrenut je NIP i brojni programi subvencija, dok su porezi smanjeni, što je dovelo do veliko rasta fiskalnog deficita. Adekvatan cilj fiskalne politike u narednoj godine, koji bi bio u skladu sa privrednim kretanjima i održivošću javnih finansija, bi bio fiskalni deficit između 0,5 i 1% BDP. Osim zadržavanja fiskalnog deficita u dugoročno održivim okvirima potrebne su i promene u strukturi javnih rashoda u pravcu povećanja učešća produktivnih rashoda koji neposredno utiču na ubrzanje rasta privrede, a to su javne investicije, kao i ulaganja u obrazovanje i inovacije. Država bi trebalo da odustane od uzimanja dividendi javnih preduzeća, jer se uzimanjem dividendi najdirektnije smanjuju ukupne investicije. Održiv fiskalni rezultat podrazumeva da plate u javnom sektoru u osnovi prate rast BDP, dok bi penzije rasle po nešto nižoj realnoj stopi, u skladu sa određenim trajnim pravilom kao što je švajcarska formula. Ukoliko bi i nakon toga postojao određeni fiskalni prostor bilo bi dobro da se smanje neki od poreza kako bi se povećala raspoloživa sredstva za investicije u preduzećima.



TRENDVI

1. Pregled

Makroekonomski pokazatelji u Q2 jasno odslikavaju dve glavne karakteristike domaće ekonomije. *Prva*, povoljna, jeste makroekonomska stabilnost. Inflacija je relativno niska i stabilna, na nivou od oko 3% godišnje, sa tendencijom postepenog usporavanja. Tekući deficit je u Q2 takođe bio, za Srbiju, relativno nizak i iznosio je 3,2% BDP-a, a javne finansije je obeležio budžetski suficit uz snažan pad javnog duga. *Druga*, nepovoljna, karakteristika srpske ekonomije odnosi se na nemogućnost snažnijeg ubrzanja ekonomske aktivnosti. Ostvareni privredni rast od svega 1,3% bio je najniži u čitavoj Centralnoj i Istočnoj Evropi (izuzev Makedonije). Za tako nizak privredni rast Srbije opravdanje ne može biti suša, pa ni loše upravljanje EPS-om koje je dovelo do velikih problema u elektroenergetskom sektoru. Nizak privredni rast i sistematsko zaostajanje za uporedivim zemljama posledica je trajnijih slabosti domaće ekonomije.

Pomenute dve glavne karakteristike domaće ekonomije u 2017. (makroekonomska stabilnost, ali nizak privredni rast) posledica su ekonomskih politika koje su vođene prethodnih godina. O tim politikama više puta smo detaljno pisali u QM-u – jasno ukazujući na njihove moguće ishode. Ukratko, u prethodnih nekoliko godina sprovedene su relativno snažne fiskalne mere – smanjene su penzije i plate u javnom sektoru, povećani su određeni porezi i akcize, a uz sve to došlo je do izuzetno snažnog povećanja naplate javnih prihoda odlučnijim radom Poreske uprave. Monetarna politika bila je u isto vreme izrazito oprezna. NBS je postepeno smanjivala kamatnu stopu, uz određenu zadržku u odnosu na signale sa tržišta, a relativno snažnim intervencijama na međubankarskom tržištu održavan je kurs dinara veoma stabilnim. Pomenutim merama postignuta je poželjna makroekonomska stabilnost. Međutim, za razliku od postizanja makroekonomske stabilnosti, ekonomska politika potpuno je zakazala u reformskom delu koji je trebalo da podrži privredni rast. Nisu sprovedene neophodne reforme javnih preduzeća (izuzev Železnica), veliki broj državnih preduzeća nastavlja da pravi ogromne gubitke, a njihov status i dalje se ne rešava (npr. Azotara), javne investicije se ne sprovode dovoljno efikasno, a izostale su reforme zdravstva i prosvete. Uz sve to, nije dovoljno urađeno na unapređenju privrednog ambijenta, što bi podstaklo rast privatnih investicija (vladavina prava, smanjenje korupcije, povećanje efikasnosti javne uprave i drugo).

Međunarodne okolnosti retko kada su bile toliko povoljne za visok privredni rast Srbije (i drugih zemalja CIE) kao u 2017. godini. Ekspanzivna monetarna politika ECB uticala je na niske kamatne stope na zaduživanje u evrima, koje su se prelile i na zemlje CIE uključujući Srbiju. Uz to, povećanje tražnje na tržištu Evrozone podstaklo je snažan rast izvoza zemalja CIE u zemlje Evrozone. Izvoz zemalja Centralne i Istočne Evrope u zemlje Evrozone porastao je u prvih šest meseci 2017. na preko 10% međugodišnje (u 2016. taj je rast iznosio svega 4%). Monetarna ekspanzija ECB, podstiče i rast SDI u zemlje CIE, jer najveći deo njihovih stranih investicija dolazi upravo iz Evrozone, što se takođe pozitivno odražava na privredni rast regiona. Uz sve navedeno, zemljama CIE odgovarale su i niske cene energenata budući da je najveći broj ovih zemalja neto uvoznik energije. Nakon privremenog uzleta početkom godine, cene energenata vratile su se brzo na svoje istorijski niske nivoe. Zbog svega ovoga, region CIE u 2017. beleži najveći rast privredne aktivnosti još od izbijanja krize u 2008. i taj rast iznosi preko 4%.

Srbija, za razliku od drugih uporedivih zemalja, nije iskoristila ovaj povoljan međunarodni trenutak za znatno ubrzanje rasta BDP-a u 2017. godini. Rast BDP-a u Srbiji u Q2 iznosio je svega 1,3%, a u čitavoj prvoj polovini godine bio je 1,2% (v. odeljak 2. „Privredna aktivnost“). Tačno je da su na loše rezultate privrede Srbije u 2017. uticali suša i problemi u elektroenergetskom sektoru, ali i po isključenju tih činilaca, privredni rast Srbije u prvoj polovini 2017. iznosio bi tek oko 2,5% i opet bi bio najniži u odnosu na sve druge zemlje CIE (izuzimajući Makedoniju koja je

imala političku nestabilnost). Razlog za ovo, već sistemsko zaostajanje privrednog rasta Srbije u odnosu na druge uporedive zemlje, vidimo u niskom učešću investicija u BDP-u od svega 18% (u drugim zemljama CIE to je preko 22%). Bez značajnog ubrzanja investicija, pre svega domaćeg privatnog sektora, Srbija će teško moći da ostvari visoke stope rasta. Zbog svega toga, još jednom ukazujemo na značaj hitnog sprovođenja strukturnih reformi koje su ključne za povećanje investicija i ubrzanje privrednog rasta Srbije – jer ovako povoljne međunarodne okolnosti neće trajati večno, a Srbija zbog nereformisanog javnog sektora i lošeg investicionog ambijenta propušta da ih bolje iskoristi.

Postepeni rast zaposlenosti nastavljen je i u Q2. Po podacima dobijenim na osnovu Centralnog registra obaveznog osiguranja (CROSO), međugodišnji rast registrovane zaposlenosti u Q2 iznosio je 2,5%, odnosno bio je u skladu sa rastom nepoljoprivrednog BDP. Uz to i prosečne plate porasle su u realnom iznosu za 0,9%, pa je realni rast mase zarada u Q2 iznosio skoro 3,5%. Trend bržeg rasta mase zarada u odnosu na rast BDP-a (povećanje jediničnih troškova rada) jeste dugoročno neodrživ, ali ne očekujemo da u narednim kvartalima dođe do značajnijeg usporavanja sadašnjih trendova rasta zaposlenosti i rasta prosečnih plata. Naime, važni razlozi za nizak privredni rast su suša i loše upravljanje EPS-om, a oni nemaju mnogo uticaja na kretanje zaposlenosti. Zbog toga je za ocenu održivosti sadašnjeg rasta zaposlenosti i zarada bolje poređiti rast mase zarada sa rastom „trendnog” BDP-a (BDP očišćen od uticaja suše i loših rezultata elektroenergetskog sektora) – koji je zapravo dosta blizak realnom rastu mase zarada.

Za razliku od podataka iz CROSO, podaci iz Ankete o radnoj snazi (ARS) koji pokazuju snažan pad nezaposlenosti i osetno veći rast zaposlenosti, veoma su sumnjivi. Po ARS-u međugodišnji rast formalne zaposlenosti u Q2 iznosio je preko 5%, što ne samo što nije u skladu sa trendovima rasta zaposlenosti dobijenim na osnovu podataka iz CROSO, već nije ni u skladu sa drugim makroekonomskim kretanjima poput privrednog rasta ili naplaćenih doprinosa na socijalno osiguranje (v. odeljak 3. „Zaposlenost i zarade“). Dakle, smatramo nespornim da do povećanja zaposlenosti i umanjenja nezaposlenosti dolazi tokom 2017, ali da je intenzitet ovih promena najverovatnije blizak onome što pokazuje CROSO, odnosno osetno je manji od onoga na koji ukazuju procene iz ARS.

Kao što smo najavili u prethodnom izdanju QM-a, ubrzanje inflacije iz prvog kvartala pokazalo se kao privremeno. Nakon što je rast cena u Q1 iznosio 2,3%, već u Q2 je usporio na 0,5% da bi u julu i avgustu došlo do deflacije od 0,2% (v. odeljak 5. „Cene i devizni kurs“). Činioci koji su početkom godine uticali na ubrzanje rasta cena (sezonsko povećanje cena voća i povrća, rast cena nafte, duvanskih proizvoda i telefonskih usluga) brzo su se iscrpeli, a neki su i promenili smer (cene nafte i cene voća i povrća). Uz to, na veoma nisku inflaciju sredinom godine uticala je i relativno snažna apresijacija dinara. Dinar je u Q2 nominalno apresirao u odnosu na evro za 2,5% i taj trend se nastavio i produbio do sredine septembra kada dinar dostiže svoje najveće nominalne vrednosti u odnosu na evro još od jeseni 2014. godine – uprkos tome što je NBS u posmatranom periodu kupila oko milijardu evra na međubankarskom deviznom tržištu. Ovakva apresijacija dinara je ekonomski štetna, naročito u sadašnjim okolnostima niskog privrednog rasta, jer smanjuje međunarodnu konkurentnost domaće privrede i trebalo bi je zaustaviti merama monetarne politike. Do kraja godine ne očekujemo velike promene u kretanju inflacije. Rast cena poljoprivrednih proizvoda malo je verovatan i pored suše. Razlog je to što je ostvarena dovoljna proizvodnja da zadovolji domaće proizvode (smanjiće se izvoz), a suša je bila lokalnog karaktera (Balkan), tako da svetske cene nisu porasle. Uzimajući sve navedeno u obzir, u 2017. očekujemo inflaciju od oko 3% na godišnjem nivou.

Kao reakciju na usporavanje inflacije, ali i snažne apresijacijske pritiske, NBS je početkom septembra donela odluku o smanjenju referentne kamatne stope sa 4% na 3,75%. Ostala monetarna kretanja nisu imala velikih promena u Q2 u odnosu na prethodne kvartale. Kreditna aktivnost banaka i dalje je u solidnom porastu, prvenstveno nošena rastom kreditiranja stanovništva, dok uzimanje kredita od strane privrede i dalje kaska (mada i u ovom segmentu ima nekih naznaka postepenog oživljavanja aktivnosti). Nakon relativno snažnog pada na kraju 2016, učešće nenaplativih kredita u ukupnim plasmanima stabilizuje se tokom 2017. na nivou od oko 15%.

Kretanja u platnom bilansu u Q2 takođe su se (kao i inflacija) stabilizovala u skladu sa iznetim očekivanjima iz prethodnog QM-a. Naime, u Q1 je bio ostvaren veoma visok deficit tekućeg dela platnog bilansa od oko 750 mln evra (9% BDP-a), koji je u Q2 smanjen na ispod 300 mln evra (3,2% BDP-a). Na nešto povoljnija spoljnotrgovinska kretanja znatno je uticalo poboljšanje odnosa razmene, tj. smanjenje cena energenata gde je Srbija neto uvoznik i rast cena osnovnih metala gde je Srbija neto izvoznik (v. odeljak 4. „Platni bilans i spoljna trgovina“). Dobro je i to što je u Q2 tekući deficit ponovo bio u potpunosti pokriven prilivom stranih direktnih investicija (SDI) koje su u tom kvartalu dostigle nivo od skoro 500 mln evra – što nije bio slučaj u Q1.

Na nivou čitave godine očekujemo da tekući deficit iznosi oko 1,6 mlrd evra (4,5% BDP-a) i da bude u potpunosti pokriven stranim direktnim investicijama, za koje očekujemo da će dostići oko 2 mlrd evra. Iako ovo nisu loši platnobilansni rezultati za Srbiju, naročito kada se uporede sa tekućim deficitima od preko 10% BDP-a od pre samo nekoliko godina, ili sa onim od preko 20% BDP-a u godinama pre svetske ekonomske krize – postoje određeni razlozi za oprez. Pre svega, nakon četiri godine neprekidnog smanjivanja tekućeg deficita, u 2017. dolazi do njegovog ponovnog rasta u odnosu na prethodnu godinu (kada je bio ispod 1,4 mlrd evra). Uz to, jedan deo poboljšanja spoljnotrgovinskih trendova počiva na poboljšanju odnosa razmene (smanjenje svet-skih cena uvoznih proizvoda u odnosu na izvozne proizvode Srbije), a to se lako može promeniti. Zbog svega toga, za održanje postignutih rezultata u uravnoteženju spoljnoekonomskih odnosa, ali i za dalja potrebna poboljšanja, presudno će biti da NBS raspoloživim merama spreči realno jačanje dinara, ali i da Vlada ne povećava penzije i plate u javnom sektoru preko rasta BDP-a.

Javne finansije u Q2 i u julu obeležio je nastavak ostvarivanja suficita konsolidovanog budžeta koji je od početka godine do kraja jula dostigao oko 75 mlrd dinara (v. odeljak 6. „Fiskalni tokovi i politika“). Iza ostvarenog suficita u prvih sedam meseci stoji snažan rast javnih prihoda koji su u realnom iznosu porasli za oko 5% u odnosu na prethodnu godinu, dok su javni rashodi realno smanjeni za oko 2%. Na strani javnih prihoda ubedljivo najveći porast u odnosu na prethodnu godinu (i u odnosu na budžetski plan za 2017. godinu) ima porez na dobit preduzeća koji je čak za 45% realno veći u odnosu na prethodnu godinu. Do toga je došlo, jer je u 2016. snažno porasla profitabilnosti privrede nošena poboljšanjem odnosa razmene (pre svega pad cena energenata) i padom troškova kapitala na međunarodnom tržištu. U odnosu na plan, veliki porast beleže i neporeski prihodi, najviše zahvaljujući neuobičajeno velikim uplatama državnih institucija u budžet (NBS je neplanirano uplatila 9,6 mlrd dinara, Agencija za osiguranje depozita oko 1,5 mlrd i dr.). Na strani javnih rashoda došlo je do snažnog umanjenja rashoda za kamate u odnosu na plan, prvenstveno zbog apresijacije dinara u odnosu na dolar i evro (u manjoj meri i zbog smanjenja kamatnih stopa), a uz to, rashodi za penzije smanjuju se zbog manjeg priliva novih penzionera (povećanje starosne granice za penzionisanje žena). Međutim, iza velikog dela umanjenja javnih rashoda stoji i ekonomski nepoželjno smanjenje javnih investicija koje su u prvih sedam meseci 2017, čak 20% realno niži nego u istom periodu prethodne godine. Do kraja godine očekujemo određeno ubrzanje javnih investicija, veću isplatu subvencija i već uobičajeno snažno povećanje rashoda za nabavku robe i usluga u decembru. Zbog toga smatramo da će se sadašnji, veliki, fiskalni suficit osetno smanjiti, ali da će i pored toga država u 2017. ostvariti suficit svog budžeta koji trenutno procenjujemo na 20 do 30 mlrd dinara.

Javni dug je na kraju jula pao na ispod 68% BDP-a, odnosno smanjen je za skoro 7 p.p. u odnosu na kraj 2016. godine. Premda je smanjenju javnog duga znatno doprineo i ostvareni fiskalni suficit, najveću zaslugu za ovo umanjenje ima izuzetno snažna realna apresijacija dinara u odnosu na dolar i, u manjoj meri, u odnosu na evro. Od početka godine dinar je realno ojačao u odnosu na dolar za oko 15%, a budući da je gotovo trećina javnog duga Srbije u dolarima – to je uticalo na umanjenje javnog duga za oko 5 p.p. BDP-a.

Budući da će se u 2017, po svemu sudeći, ostvariti suficit (uz relativno snažno smanjenje javnog duga), to znači da u 2018. nisu više potrebne dodatne mere za smanjenje rashoda i/ili za povećanje prihoda – prvi put još od izbijanja krize iz 2008. godine. To, međutim, ne znači da je opravdano neracionalno trošiti budžetska sredstva, niti zanemariti velike fiskalne rizike koji potiču iz nereformisanog javnog sektora. Dobra fiskalna politika u narednim godinama takođe

2. Privredna aktivnost

Rast privredne aktivnosti u Q2 bio je veoma slab. Srbija je sa međugodišnjim rastom BDP-a od svega 1,3% imala najniži privredni rast u odnosu na sve druge zemlje Centralne i Istočne Evrope (CIE) izuzev Makedonije. Na loše rezultate privredne aktivnosti u Q2 delom su uticali privremeni činioci – pad poljoprivrede od 10% zbog suše i nastavak problema u proizvodnji električne energije u aprilu i maju, usled čega je i ovaj sektor imao osetan pad proizvodnje od 5%. Da nije bilo ovih činilaca rast BDP-a u Q2 bio bi znatno veći i iznosio bi 2,4 umesto 1,3%. Međutim, čak i tada bismo zadržali relativno nepovoljnu ocenu trenda privredne aktivnosti u Srbiji, budući da je privredni rast svih drugih zemalja CIE (izuzev Makedonije) u Q2 bio veći i od 2,4% i u proseku je iznosio preko 4%. Relativno loši privredni pokazatelji u Srbiji i zaostajanje za drugim uporedivim zemljama ne mogu se dakle u potpunosti objasniti sušom i lošim upravljanjem EPS-om, već iza njih stoje i drugi strukturni problemi u funkcionisanju domaće privrede. Vlada je kao reakciju na nizak privredni rast najavila kratkoročne mere za podsticanje privredne aktivnosti koje se odnose na započinjanje novih javnih investicija, a u ovom kontekstu pominju se i smanjenje poreza i povećanje tekuće potrošnje države (najave relativno visokog rasta penzija i plata u javnom sektoru u 2018. godini). Ove mere, međutim, zakasnile su za 2017. u kojoj očekujemo rast BDP-a u rasponu od 1,5 do 2%, a ocenjujemo ih i kao nedovoljno dobro osmišljene. Najavljeno povećanje plata i penzija više puta je pokušana, neefikasna, mera za podsticanje privrednog rasta u Srbiji, dok bi jednokratno smanjenje poreza imalo ograničene domete i moralo bi mu se veoma oprezno pristupiti, jer poreski sistem Srbije ne odstupa bitno od drugih uporedivih zemalja i nije značajna prepreka za visok privredni rast zemlje. Na kraju, započinjanje novih investicionih projekata nije sporno (ukoliko su ekonomski opravdani), ali bi pre toga trebalo preispitati zašto se kasni u realizaciji javnih investicija koje su već planirane postojećim budžetom. Ključ za dugoročno visok i održiv privredni rast od preko 4% trebalo bi, umesto u najavljenim kratkoročnim merama, tražiti u znatno težim, sistematskim strukturnim reformama javnog sektora i javnih preduzeća, povećanju efikasnosti u sprovođenju javnih investicija i u unapređenju privrednog ambijenta (vladavina prava, smanjenje korupcije, povećanje efikasnosti državne administracije i drugo).

Bruto domaći proizvod

U Q2 ostvaren je relativno nizak rast BDP-a od 1,3%

Po poslednjim podacima RZS-a, međugodišnji rast BDP-a u Q2 iznosio je 1,3% što ocenjujemo kao loš rezultat. Iako smo u prethodnom izdanju QM-a izneli očekivanje da će u Q2 doći do značajnijeg ubrzanja privredne aktivnosti u odnosu na Q1, odnosno da je i pored loših rezultata iz prvog kvartala i dalje bila dostižna stopa rasta BDP-a u 2017. od oko 3% – rezultati iz Q2 takvu mogućnost isključuju. U odnosu na proleće, kada smo pravili prethodne prognoze, ispostavilo se: 1) da će poljoprivredna sezona 2017. biti veoma loša usled suše; 2) da EPS nije, kako smo tada pretpostavljali, u aprilu uspostavio uobičajenu proizvodnju električne energije, već su njegovi problemi potrajali duže, sve do maja; i 3) da ostatak privrede nije ubrzao svoju aktivnost u skladu sa našim očekivanjima. Zbog svega toga, sada je već izvesno da će se umesto prognozirane stope rasta BDP-a u 2017. od 3% ostvariti znatno niži privredni rast koji procenjujemo na između 1,5 i 2%.

Trajni tempo rasta privredne aktivnosti je oko 2,5%...

Kao što smo već pomenuli, na loše rezultate privrede u Q2, kao i u čitavoj 2017. značajno utiče suša koja je (po poslednjim procenama RZS) oborila ukupnu poljoprivrednu proizvodnju za oko 10%, ali i loše upravljanje EPS-om koje je dovelo do velikog pada proizvodnje uglja (Kolubara) krajem 2016. i u Q1 2017, a zatim i električne energije (termoelektrane) koje je potrajalo od kraja 2016. do maja 2017. godine. Budući da su ovi činioci po svojoj prirodi jednokratni i bili su nepredvidivi na početku godine – za poređenje sa prognoziranom stopom rasta u 2017. od 3% i za ocenu trajnijeg trenda privredne aktivnosti, ove činioce trebalo bi isključiti. Isključenjem poljoprivrede i EPS-a dobijamo da je međugodišnji rast „nosećeg” BDP-a u Q2 iznosio 2,4%, a

... ali to je ipak niže od planiranih 3% privrednog rasta

Desezonirani rast BDP-a u Q2 od 0,5%, potvrđuje ocenjene trendove

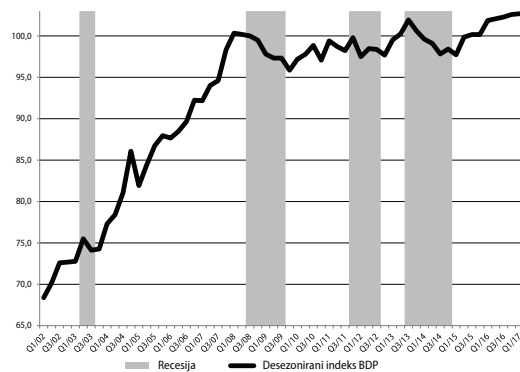
Rast BDP-a u Q2 znatno ispod regionalnog proseka

da je u Q1 bio 2,3%. To bi, dakle, znatno poboljšalo ocenu privrednih kretanja u 2017, odnosno, videlo bi se da u 2017. uopšte ne dolazi do usporavanja „nosećeg” trenda privrednog rasta u odnosu na 2016. godinu.¹

Međutim, iako u 2017. ne dolazi do usporavanja trajnijeg trenda rasta BDP-a u odnosu na 2016, prognozirano je bilo da rast BDP-a u 2017. osetnije ubrza u odnosu na 2016. i da dostigne 3%, a pojedini državni zvaničnici i ekonomisti išli su i korak dalje nazivajući prognozu privrednog rasta od 3% konzervativnom i najavljujivali rast BDP-a u 2017. od 3,5, pa i 4%. Naša analiza pokazuje da se rast BDP-a od 3% ne bi ostvario u prvoj polovini godine čak i da nije bilo suše i da je EPS radio „normalno”, tako da, nezavisno od uticaja privremenih činilaca, možemo da kažemo da su privredni trendovi u prvoj polovini 2017. bili za oko 0,5 p.p. niži od prognoza. Druge najave osetno većeg privrednog rasta od 3% koje su bile veoma prisutne u javnosti pred početak 2017. bile su više politički motivisane nego ekonomski utemeljene, što rezultati privrede u prvoj polovini 2017. nedvosmisleno pokazuju.

U Grafikonu T2-1 prikazana je serija desezoniranog rasta BDP-a koji nešto pouzdanije pokazuju kratkoročne trendove privredne aktivnosti od međugodišnjih indeksa (osenceni periodi predstavljaju recesiju, ocenjenu na osnovu *Bry-Boschan* procedure). Za razliku od međugodišnjih indeksa BDP-a, koji će tokom čitave 2017. biti umanjani zbog pada poljoprivredne proizvodnje, kod desezoniranih indeksa efekat jednokratnih činilaca uglavnom se iscrpeo još u Q1,² tako da desezonirani rast BDP-a u Q2 u odnosu na Q1 može da bude dodatna indikacija „nosećih” privrednih trendova (bez privremenih činilaca). Desezonirani rast BDP-a u Q2 u odnosu na Q1 iznosio je oko 0,5, što bi analizovano ukazivalo na tempo rasta privredne aktivnosti od oko 2% godišnje. Premda ovaj indikator na kvartalnom nivou nije toliko pouzdan za precizniju ocenu godišnjih trendova privredne aktivnosti (da je desezonirani kvartalni rast u Q2 bio tek malo veći, na primer 0,7 umesto 0,5%, onda bismo na osnovu njega lako mogli zaključiti da je tempo rasta BDP-a oko 3% na godišnjem nivou) – on je u Q2 u približno u skladu sa našom prethodnom ocenom da je rast „nosećeg” BDP-a, bez uticaja suše i problema u poslovanju EPS-a u prvoj polovini 2017. bio oko 2,5%.

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



Izvor: procena QM-a na osnovu podataka RZS

Srbije 4,3%. Jedina zemlja u čitavoj Centralnoj i Istočnoj Evropi koja je imala niži rast od Srbije je Makedonija, ali je razlog za ovakav rezultat makedonske privrede politička nestabilnost koja je obeležila prvu polovinu godine u ovoj zemlji.

U Tabeli T2-2, dodatno smo prikazali i stopu rasta BDP-a Srbije koju smo nazvali „noseći” privredni rast iz kog smo isključili promene u rastu BDP-a izazvane poljoprivrednim sezonama i

U ovom delu teksta ćemo se još malo zadržati na oceni rezultata privredne aktivnosti u prvoj polovini (H1) 2017. posmatrajući ih sada i u međunarodnom kontekstu. U tom cilju u Tabeli T2-2 prikazali smo rast BDP-a Srbije i zemalja Centralne i Istočne Evrope (CIE). Iako smo u Tabeli prikazali samo tri poslednje godine, Srbija zapravo još od početka oporavka od krize (od 2010. godine) ostvaruje ispod prosečan privredni rast u odnosu na zemlje CIE. U H1 taj zaostatak dodatno je produbljen budući da je rast BDP-a u Srbiji iznosio 1,2%, prosečan međugodišnji rast zemalja Centralne i Istočne Evrope bio je 4,2%, a zemalja iz neposrednog okruženja

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

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

promenama 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. Iz Tabele se vidi, da rast BDP-a u Srbiji, čak i po isključenju ovih činilaca, sistematski zaostaje za rastom zemalja iz regiona i da razloge za nizak privredni rast u Srbiji ne bi trebalo tražiti isključivo u privremenim efektima suše i problemima u elektroenergetskom sektoru.

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

	2014	2015	2016	H1 2017	Učešće investicija u BDP-u ¹⁾	Učešće privatne potrošnje u BDP-u ¹⁾
Srbija	-1,8	0,8	2,8	1,0	17,7	74,7
Srbija – noseći privredni rast ²⁾	-0,8	1,2	2,3	2,4	-	-
Zemlje okruženja (ponderisani prosek)	2,7	3,4	3,5	4,3	22,7	60,1
Albanija	1,8	2,2	3,4	3,9	27,2	80,9
Bosna i Hercegovina	1,2	3,0	3,1	2,7	17,3	79,5
Bugarska	1,4	3,6	3,4	4,0	21,0	62,5
Hrvatska	-0,5	2,3	3,0	2,7	19,5	58,8
Mađarska	4,1	3,1	2,0	3,7	21,7	49,3
Makedonija	3,6	3,8	2,4	-0,9	23,0	68,5
Crna Gora	1,8	3,4	2,5	3,2	20,3	79,2
Rumunija	3,0	4,0	4,8	5,8	24,7	61,9
Centralna i Istočna Evropa (ponderisani prosek)	2,9	3,7	3,0	4,2	22,0	57,4

1) U 2015. godini

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

Izvor: Eurostat, zavodi za statistiku pojedinačnih zemalja i EU Komisija (European Economic Forecast – Winter 2017)

**Trajni defekt zbog
kog privreda Srbije
ostvaruje niske stope
rasta je manjak
investicija**

Dakle, sve i da je Srbija imala rast u prvoj polovini 2017. od oko 2,5% to bi opet bilo najniži privredni rast u odnosu na sve zemlje Centralne i Istočne Evrope (izuzev Makedonije) – a podsećamo i na to da zaostajanje Srbije za regionom traje još od 2010. godine. Zbog toga zaključujemo da nisu samo privremeni činoci bili razlog za relativno nizak rast BDP-a u 2017, već da je takav rezultat samo nastavak dugoročnih nepovoljnih privrednih trendova. Indikaciju strukturnih problema koji onemogućavaju visok rast BDP-a prikazali smo takođe u Tabeli T2-2. Naime, u prethodnoj koloni Tabele pokazujemo da je učešće investicija u BDP-u u Srbiji znatno manje u odnosu na zemlje okruženja – iznosi tek oko 18% BDP-a³ u odnosu na oko 23% BDP-a zemalja iz okruženja i 22% svih zemalja CIE. A sa tako niskim nivoom investicija, daleko nižim u odnosu na uporedive zemlje, Srbija ne može da očekuje da će u skoroj budućnosti početi da ih pristiže. O razlogu za niske investicije pisali smo detaljno u više navrata u prethodnim izdanjima *QM-a*, pa ih ovde nećemo ponovo opisivati. Ono što je važno napomenuti je da su ti razlozi uglavnom strukturnog karaktera (vladavina prava, neefikasnost državne administracije, visok nivo korupcije, loše stanje infrastrukture i drugo) i mogu se otkloniti samo srednjoročnim reformama ovih oblasti koje se u Srbiji uporno izbegavaju.

**Povećanje penzija i
plata u javnom sektoru
neće imati značajan
uticaj na ubrzanje
rasta BDP-a**

Umesto sprovođenja ekonomskih politika usmerenih ka trajnom povećanju investicija, u poslednje vreme ponovo oživljavaju ideje da bi ubrzanje privrednog rasta u Srbiji moglo da se obezbedi povećanjem potrošnje, odnosno povećanjem penzija i plata u javnom sektoru iznad rasta nominalnog BDP-a. To jeste politički popularno, ali se ova mera više puta pokazala kao neefikasna u pogledu podsticanja privrednog rasta u Srbiji. Možda najbolji primer za to je 2015. godina (Tabela T2-2), kada je i pored znatnog umanjenja penzija i plata u javnom sektoru, privredna aktivnost ubrzala, a ne usporila, u odnosu na prethodnu godinu. Dodatnu jaku indikaciju da je povećanje privatne potrošnje neefikasna mera za podsticanje privrednog rasta takođe možemo naći u Tabeli T2-2 gde se vidi da Srbija već sad ima veće učešće potrošnje u BDP-u u odnosu na druge uporedive zemlje, a da to nije rezultiralo većim privrednim rastom u Srbiji – naprotiv, privredni rast u Srbiji bio je sistematski niži u odnosu na uporedive zemlje. Stimulisanje privatne potrošnje u svrhu podsticanja privrednog rasta može biti efikasno samo u velikim ekonomijama koje imaju neiskorišćene i konkurentne proizvodne kapacitete – što ne važi za Srbiju. U Srbiji bi se povećanje penzija i plata u javnom sektoru iznad rasta BDP-a pre svega odrazilo na rast spoljnotrgovinskih i unutrašnjih neravnoteža (tekući deficit i inflacija).

³ Precizni podaci o učešću investicija u BDP-u u 2016. za Srbiju i zemlje okruženja još uvek ne postoje, ali na osnovu nešto bržeg rasta investicija od ostalih komponenti BDP-a u 2016. zaključujemo da će ovo učešće u Srbiji da se poveća sa 17,7% BDP-a na oko 18% BDP-a.

Struktura rasta BDP-a u Q2 nije bila ekonomski povoljna

Strukturu ostvarenog rasta BDP-a u Q2 po *potrošnji* prikazali smo u Tabeli T2-3. Za razliku od 2016. kada je privredni rast bio pokrenut investicijama (rast od oko 5%) i neto izvozom (rast izvoza od 12% skoro dvostruko veći od rasta uvoza), uz znatno sporiji rast lične potrošnje – struktura rasta u Q2 i u čitavoj prvoj polovini 2017. znatno je drugačija. Lična potrošnja je ubrzala međugodišnji rast u odnosu na prethodnu godinu i u prvoj polovini 2017. imala je realni međugodišnji rast od 1,8%. Sa druge strane, investicije su usporile svoj rast na tek oko 2%, što nije dovoljno za (potrebno) povećanje njihovog učešća u BDP-u. Na kraju, neto izvoz u 2017. negativno doprinosi rastu BDP-a (povećava se spoljnotrgovinski deficit). Ovakva struktura rasta BDP-a, koji ne počiva na investicijama i rastu neto izvoza, ne može da u srednjem roku rezultira sa visokom ukupnom stopom rasta BDP-a, već dovodi do povećanja makroekonomskih neravnoteža. Ekonomske politike bi trebalo da ove nepovoljne trendove prepoznaju i utiču na njihovu promenu, umesto da se najavljuju još veće povećanje privatne potrošnje i dalje produbljivanje neravnoteža.

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

	Međugodišnji indeksi														
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2016				2017		Učešće 2015
									Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	
BDP	96,9	100,6	101,4	99,0	102,6	98,2	100,8	102,8	103,8	102,1	102,8	102,5	101,0	101,3	100,0
Privatna potrošnja	99,4	99,4	100,9	98,2	99,4	98,7	100,5	100,8	100,8	101,0	100,5	101,0	102,0	101,6	74,7
Državna potrošnja	100,6	100,8	101,1	102,4	98,9	99,4	98,5	102,3	102,3	103,7	100,8	102,3	100,5	101,7	16,2
Investicije	77,5	93,5	104,6	113,2	88,0	96,4	105,6	104,9	106,8	104,4	106,2	102,6	101,9	102,0	17,7
Izvoz	93,1	115,0	105,0	100,8	121,3	105,7	110,2	111,9	112,4	110,7	110,7	113,8	109,7	111,5	46,7
Uvoz	80,4	104,4	107,9	101,4	105,0	105,6	109,3	106,8	104,3	111,1	105,7	105,9	111,7	110,3	56,4

Izvor: RZS

Uz veliki pad poljoprivrede, relativno visok rast trgovine, saobraćaja i turizma

U Tabeli T2-4 prikazali smo rast BDP-a po *proizvodnom* principu. U Q2 jasno se uočava veliki pad poljoprivrede od 10% koji je posledica uticaja suše na ratarstvo. Sa druge strane, ubrzava rast usluga, odnosno sektora trgovine, saobraćaja i turizma, sa ostvarenim realnim međugodišnjim rastom od 4,4% koji je praktično najveći od izbijanja krize u drugoj polovini 2008. godine.⁴ Rast BDP-a po proizvodnom principu u Q2 bio je dakle konzistentan sa rastom BDP-a po *potrošnji* – vidi se da rast BDP-a sve više počiva na rastu lične potrošnje, zbog čega ubrzava rast usluga, dok su investicije usporile u odnosu na prethodne godine, na šta posredno ukazuje blagi pad građevinarstva. Ostali proizvodni sektori imaju relativno ujednačene međugodišnje stope rasta u rasponu od 1,3% do 2,8% (Tabela T2-4).

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

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2016				2017		Učešće 2015
									Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	
	Ukupno	96,9	100,6	101,4	99,0	102,6	98,2	100,8	102,8	103,8	102,1	102,8	102,5	101,0	101,3
Porezi minus subvencije	98,6	99,5	101,1	97,8	98,9	99,2	100,9	101,1	101,0	101,7	100,2	101,4	102,2	101,9	16,0
Bruto dodata vrednost	96,6	100,8	101,5	99,2	103,3	98,0	100,7	103,1	104,4	102,2	103,3	102,7	100,7	101,2	84,0
Bruto dodata vrednost bez poljoprivrede	96,7	100,2	101,5	101,1	101,6	97,5	101,7	102,6	104,1	102,0	102,3	102,1	101,6	102,3	90,5 ²⁾
Poljoprivreda	95,2	106,4	100,9	82,7	120,9	102,0	92,3	108,3	107,7	104,6	111,8	108,1	92,0	90,0	9,5 ²⁾
Industrija	96,8	100,8	103,2	105,6	106,0	92,4	103,2	103,0	106,9	100,3	102,7	102,3	101,4	102,8	24,4 ²⁾
Građevinarstvo	87,1	97,6	105,9	90,2	96,1	98,5	102,7	106,4	112,9	107,8	108,6	99,4	96,9	97,2	5,2 ²⁾
Trgovina, saobraćaj i turizam	92,9	100,0	99,5	99,3	102,3	101,1	102,2	103,9	105,1	103,1	103,4	104,2	103,2	104,4	18,4 ²⁾
Informisanje i komunikacije	97,0	103,2	102,6	102,8	99,9	96,1	101,7	102,3	102,3	102,3	102,0	102,6	101,1	101,7	5,1 ²⁾
Finansijske delatnosti i osiguranje	102,6	101,9	98,4	92,0	90,5	97,2	102,3	103,4	102,7	103,5	104,2	103,2	104,6	101,8	3,2 ²⁾
Ostalo	99,7	99,8	100,9	101,8	100,2	99,9	99,8	101,1	101,4	101,4	100,6	101,2	100,6	101,3	34,3 ²⁾

Izvor: RZS

1) U cenama iz prethodne godine

2) Učešće u BDV

Očekujemo da rast BDP-a u 2017. bude između 1,5 i 2%

Budući da je u prvoj polovini godine ostvaren nizak rast BDP-a od 1,2% , do kraja godine ovaj rezultat se ne može značajnije promeniti. Ipak u drugoj polovini godine očekujemo određeno ubrzanje privredne aktivnosti. Privredni rast čitave EU i pojedinačno najvažnijih spoljnotrgovinskih partnera Srbije sredinom 2017. osetno ubrzava,⁵ što podsticajno deluje na rast izvoza Srbije i povećanje SDI (i izvoz i SDI imaju tokom 2017. relativno snažan rast od preko 10% u odnosu na prethodnu godinu). Uz to, očekujemo da u narednim kvartalima dođe do povećanja građevinske

4 Samo je trećem kvartalu 2010. ostvaren nešto veći međugodišnji rast ovog sektora, ali je on bio posledica poređenja sa veoma niskom bazom iz Q3 2009. i nije se pokazao kao održiv.

5 Međugodišnji rast BDP-a EU28 iznosio je 2,4%, a zemalja Evrozone 2,3%.

aktivnosti, između ostalog i zato što je država od juna nešto ubrzala sprovođenje infrastrukturnih projekata nakon njihovog vrlo sporog izvršenja u prvih pet meseci. Takođe, relativno oštar pad proizvodnje EPS-a počeo je još u Q4 2016, zbog čega će se rezultati elektroenergetskog sektora krajem godine porediti sa niskom bazom iz prethodne godine (naravno pod uslovom da EPS do tada reši sve probleme koji su doveli do pada njegove proizvodnje krajem 2016. i u prvoj polovini 2017. godine). Uzimajući sve navedeno u obzir, do kraja godine očekujemo određeno ubrzanje rasta privredne aktivnosti koje će rezultirati ukupnom stopom rasta BDP-a u 2017. u rasponu od 1,5 do 2%.

U 2018. moguće je privremeno ubrzanje rasta BDP-a na oko 4%

Na kraju ove analize još jednom napominjemo da je rast BDP-a u 2017. niži od prognoziranog dobrim delom i zbog uticaja činilaca koji će se, po svemu sudeći, iscrpeti do kraja godine (suša i pad proizvodnje EPS-a). Ti činioci su u isto vreme umanjili bazu iz 2017. sa kojom će se porediti rezultati privrede u 2018. godini. Zbog toga je vrlo verovatno da će stopa rasta BDP-a u 2018. relativno snažno ubrzati, odnosno iznositi oko 4% i to bez osetnog ubrzanja „nosećeg” trenda privredne aktivnosti koji bi u 2018. mogao da iznosi oko 3%. Napominjemo, međutim, da ovakvo „ubrzanje” privrednog rasta u 2018. godini, ukoliko se desi, nikako ne bi trebalo nekritički pozitivno tumačiti. Detaljnija analiza nesporno pokazuje da privreda Srbije i ima velike strukturne slabosti zbog kojih u dužem vremenskom periodu značajno zaostaje za rastom drugih uporedivih zemalja CIE.

Industrijska proizvodnja

Ukupna industrijska proizvodnja postepeno se oporavlja u Q2 zbog manjeg pada elektroenergetskog sektora

Industrijska proizvodnja u Q2 imala je rast od 3,1% (Tabela T2-5), što predstavlja solidno ubrzanje u odnosu na 0,7% iz Q1. Iza ovog, povoljnijeg, rezultata kriju se zapravo samo bolji trendovi elektroenergetskog sektora u odnosu na prethodni kvartal, a ne široko rasprostranjeno ubrzanje industrijske proizvodnje. Ti pojedinačni trendovi doveli su do ubrzanja rasta ukupne industrijske proizvodnje i pored toga što je prerađivačka industrija usporila svoj međugodišnji rast sa oko 7% iz Q1 na oko 5% u Q2 (Tabela T2-5).

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

	Međugodišnji indeksi													Učešće		
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2016				2017		2015	
									Q1	Q2	Q3	Q4	Q1			Q2
Ukupno	87,4	102,5	102,2	97,1	105,5	93,5	108,2	104,7	110,5	102,4	103,7	102,8	100,7	103,1	100,0	
Rudarstvo	96,2	105,8	110,4	97,8	105,3	83,3	110,5	104,0	114,3	99,2	103,4	100,5	93,7	107,3	7,0	
Prerađivačka industrija	83,9	103,9	99,6	98,2	104,8	98,6	105,3	105,3	106,5	105,9	104,4	105,3	107,3	105,1	80,1	
Snabdevanje el. energijom, gasom i klimatizacija	100,8	95,6	109,7	92,9	108,1	79,9	118,8	102,7	120,9	90,2	102,1	95,9	85,5	94,1	12,9	

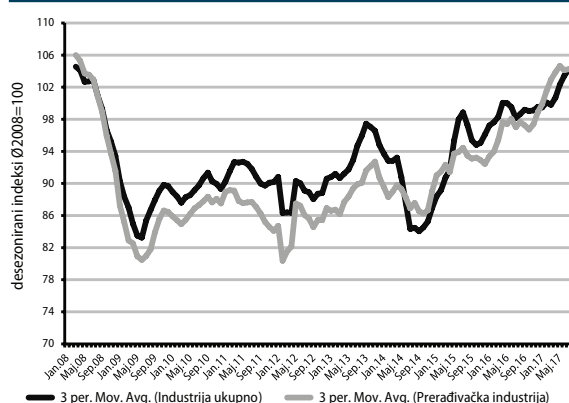
Izvor: RZS

Proizvodnja električne energije u Q2 smanjila je svoj međugodišnji pad za čak 10 p.p, odnosno sa oko 15%, na oko 6%, a rudarstvo je izašlo iz zone međugodišnjeg pada (koji je u Q1 bio posledica problema u iskopavanju uglja) i zabeležilo je rast u Q2 od oko 7%. Za sada još nije potpuno poznato da li ovi indeksi ukazuju da je EPS do sredine godine uspeo da otkloni probleme u svom poslovanju koji su doveli do snažnog pada njegove proizvodnje u Q1, ili su nešto povoljniji međugodišnji rezultati elektroenergetskog sektora u Q2 posledica završetka grejne sezone koje je uvek ispraćeno sa uobičajenim, sezonskim, usporavanjem. Poslednje bi značilo da je EPS i sa tekućim problemima u proizvodnji bio u stanju da zadovolji umanjene potrebe za proizvodnjom sa završetkom zime, ali da će se pravo stanje ove kompanije videti kada počne nova grejna sezona. Dakle, definitivni odgovor na ovo pitanje ćemo dobiti u poslednjim mesecima 2017. godine.

Ocenu kretanja industrijske proizvodnje koju smo dali na osnovu kretanja međugodišnjih indeksa u potpunosti potvrđuju i desezonirani indeksi koje smo prikazali u Grafikonu T2-6. U Grafikonu se vidi da ukupna industrijska proizvodnja (tamnija linija na Grafikonu) ubrzava svoj desezonirani rast u Q2, ali da prerađivačka industrija (svetlija linija na Grafikonu) – stagnira.

U Q2 osetan pad proizvodnje motornih vozila i usporavanje prehrambene industrije

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



Izvor: RZS

prehrambene industrije, budući da na rezultate ove oblasti svakako utiče loša poljoprivredna sezona. Prehrambena industrija je smanjila svoj međugodišnji rast koji je u Q1 iznosio preko 5% na oko 1% u Q2. Ova dva sektora najzaslužnija su za usporavanje međugodišnjeg rasta prerađivačke industrije (i stagnaciju desezoniranog indeksa), dok preostale oblasti uglavnom imaju slične stope rasta u Q2 u odnosu na Q1. Na pozitivnoj strani, sa visokim, dvocifrenim, rastom izdvajaju se uglavnom izvozno orijentisane oblasti: hemijske industrije, proizvodnje proizvoda od gume, proizvodnja nameštaja, osnovnih metala (privatizacija Železare), kao i duvanska industrija. Među značajnijim oblastima prerađivačke industrije koje tokom čitave 2017. imaju znatan pad u odnosu na prethodnu godinu izdvaja se jedino proizvodnja derivata nafte sa padom od oko 10%.

Smanjuje se pad u proizvodnji energije

Posmatrano po nameni industrijskih proizvoda (Tabela T2-7), jedina grupa koja je zabeležila međugodišnji pad u Q2 jeste proizvodnja energije, a ostale grupe imale su solidan rast – od oko 5% (potrošna dobra) do oko 10% (intermedijarna dobra). Promene koje smo uočili analizirajući industrijsku proizvodnju po oblastima odražavaju se i na kretanje proizvodnje industrijskih proizvoda po nameni. U Q2 se smanjio ogroman pad proizvodnje EPS-a iz Q1 što je uticalo na smanjenje pada proizvodnje energije sa 12% na oko 5%. Sa druge strane štrajk, u FAS-u uticao je na smanjenje proizvodnje investicionih proizvoda (u šta spada i proizvodnja automobila). Proizvodnja intermedijarnih proizvoda prednjači u odnosu na druge proizvode pod uticajem visoke proizvodnje u privatizovanoj železari iz Smedereva i hemijskoj industriji. Proizvodnja potrošnih dobara nešto je usporila pod uticajem prehrambene industrije, ali je to usporavanje delom kompenzovano blagim ubrzanjem proizvodnje drugih delatnosti iz ove namenske grupe.

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

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

Izvor: RZS

Građevinarstvo

Zvanična statistika pokazuje pad građevinarstva

Po podacima iz statistike nacionalnih računa građevinarstvo je u Q2 imalo blaži međugodišnji pad proizvodnje od oko 2,5%. Ova procena dobrim delom se zasniva na indeksu vrednosti građevinskih radova koji RZS objavljuje u okviru statistike građevinarstva, a koji pokazuje međugodišnji pad vrednosti izvedenih građevinskih radova u Q2 od oko 5% u stalnim cenama. Napominjemo, međutim, da je građevinsku aktivnost veoma teško statistički pouzdano proce-

Usporavanje prerađivačke industrije posledica je smanjenja proizvodnje manjeg broja oblasti, dok najveći deo prerađivačke industrije nastavlja sa relativno visokim stopama rasta kao u Q2. U okviru prerađivačke industrije najveću promenu u Q2 u odnosu na Q1 imala je proizvodnja motornih vozila koja je iz zone pozitivnog međugodišnjeg rasta od preko 7% prešla u međugodišnji pad od oko 10% (koji je kulminirao u julu sa padom od oko 20%). Razlog za ovaj pad je štrajk zaposlenih u kompaniji FAS. Budući da je krajem jula taj štrajk završen, očekujemo da će već od avgusta rezultati ove oblasti industrijske proizvodnje biti nešto povoljniji. Nešto trajnije bi, međutim, moglo biti usporavanje

niti u kratkom roku. Građevinarstvo je veoma dinamičan sektor u kom posluje veliki broj malih preduzeća koja se lako osnivaju i gase, a dobar deo građevinske aktivnosti obavlja se i u sivoj zoni i ostaje neregistrovan. Zbog lakšeg praćenja velikih i državnih preduzeća, indeksi građevinske aktivnosti zvanične statistike pristrasni su ka njihovom poslovanju, što ne mora uvek da potpuno verodostojno opisuje kretanje čitavog sektora. Naša analiza ukazuje da je verovatno to bio slučaj u prvoj polovini 2017. godine. Drugim rečima, sporo izvršavanje javnih investicija u prvoj polovini godine umanjilo je aktivnost dela građevinskog sektora koji statistika bolje prati, što je uticalo da prikazani rezultati čitavog sektora budu nešto lošiji od stvarnih.

Međutim, građevinarstvo u Q2 verovatno ostvaruje blagi rast u odnosu na prethodnu godinu

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

	Međugodišnji indeksi				
	I kvartal	II kvartal	III kvartal	IV kvartal	ukupno
2001	89,5	103,5	126,9	148,1	114,2
2002	83,6	107,9	115,6	81,6	99,1
2003	51,1	94,4	92,7	94,4	86,6
2004	118,8	107,4	98,5	120,1	108,0
2005	66,1	105,0	105,8	107,4	101,6
2006	136,0	102,7	112,2	120,2	112,7
2007	193,8	108,9	93,1	85,0	104,4
2008	100,1	103,7	108,1	110,1	105,9
2009	34,1	81,4	86,0	75,3	74,4
2010	160,7	96,9	96,0	97,4	101,1
2011	97,7	101,3	96,2	97,7	98,3
2012	107,9	88,3	58,2	84,9	79,6
2013	83,5	78,7	127,6	93,5	94,9
2014	136,2	90,3	96,2	104,7	101,5
2015	77,9	112,4	104,5	108,7	103,1
2016	120,2	109,8	109,9	100,4	108,9
2017	110,4	104,1	-	-	-

Izvor: RZS

0,75%. Da je trend građevinske aktivnosti njeno smanjenje to bi se odrazilo na otpuštanje, a ne povećanje broja zaposlenih u ovoj delatnosti.

Očekujemo određeno ubrzanje građevinarstva do kraja godine

Sredinom godine dolazi do ubrzanja u realizaciji javnih investicija koje će, po svemu sudeći, uticati na povećanje građevinske aktivnosti do kraja godine. Budući da statistika lakše evidentira kretanja u ovom delu građevinskog sektora, ovo ubrzanje će se najverovatnije odraziti i na zvanične procene kretanja građevinske aktivnosti, za koje očekujemo da će, nakon manjeg pada iz prve polovine godine, preći u pozitivnu zonu.

Da bismo stekli pouzdaniji uvid u stvarne trendove građevinarstva u Q2 kao dodatni indikator koristimo indeks proizvodnje cementa (cement se koristi kao građevinski material u gotovo svim građevinskim radovima, koriste ga i velika i mala preduzeća uključujući i sivu zonu), kao i neke dodatne dostupne indikatore. U Tabeli T2-8 vidi se da je proizvodnja cementa u Q2 imala međugodišnji rast od oko 4%, što ukazuje da su stvarni trendovi građevinske aktivnosti verovatno blago pozitivni, a ne negativni kako ih prikazuje statistika građevinarstva. Dodatni indikator koji smo takođe gledali, a koji potvrđuje ovaj zaključak, jeste kretanje broja zaposlenih na osnovu podataka iz Centralnog registra obaveznog osiguranja (CRO-SO).⁶ Po tim podacima broj zaposlenih u građevinarstvu povećan je u Q2 u odnosu na isti period prethodne godine za

⁶ Ovi podaci su daleko pouzdaniji od podataka iz Ankete o radnoj snazi (ARS).

3. Tržište rada

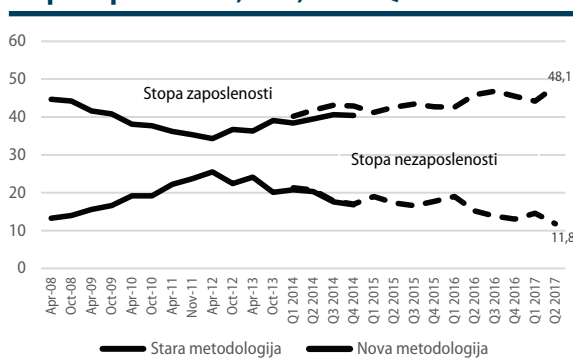
Podaci Ankete o radnoj snazi (ARS) pokazuju kontinuirana poboljšanja na tržištu rada, koja znatno prevazilaze rast privrede i impliciraju visok pad produktivnosti i rast jediničnih troškova rada. Stopa nezaposlenosti je u drugom kvartalu 2017. dostigla najnižu vrednost od 2008. i iznosi 11,8%, dok je stopa zaposlenosti dostigla najvišu vrednost od 48,1%. U Q2 2017. broj nezaposlenih lica prema ARS-u iznosi 384 hiljade, što je u odnosu na 2014. (od kada postoje uporedivi podaci) smanjenje od čak 36,8%. U Q2 2017. ukupna zaposlenost i formalna zaposlenost nastavljaju trend rasta koji je značajno brži od rasta BDP-a. Međugodišnji rast zaposlenosti u Q2 2017. iznosi 4,3%, dok je formalna zaposlenost porasla za impresivnih 5,1%. U H1 (prvom polugodištu) 2017. u odnosu na isti period prethodne godine ukupna zaposlenost je porasla za 3,8%, a formalna zaposlenost za 5,0%. S druge strane, podaci Centralnog registra obaveznog socijalnog osiguranja (CROSO) pokazuju umereniji rast formalne zaposlenosti od 2,5% u Q2 međugodišnje, odnosno 2,2% u H1 međugodišnje. Stopa neformalne zaposlenosti iznosi 22,1%. Međugodišnji rast neformalne zaposlenosti je umeren, iznosi 1,8%, odnosno 2,6% u poljoprivredi. U drugom kvartalu 2017. u odnosu na isti period prethodne godine prosečne neto zarade su nominalno bile veće za 4,6%, realno za 0,9%. Prosečne neto zarade u evrima su veće za 5,6% u odnosu na isti kvartal prethodne godine, što je uglavnom posledica jačanja dinara u junu 2017. Kretanje zaposlenosti i realne bruto dodate vrednosti (BDV) impliciraju pad produktivnosti. Pad je nešto manji kada koristimo podatke CROSO u odnosu na ARS. Pad produktivnosti (prema podacima o registrovanoj zaposlenosti) i rast zarada dovode do rasta jediničnih troškova rada od 1,9% i 1,1% (ukupno i bez poljoprivrede, respektivno) u odnosu na isti kvartal prethodne godine. Brži rast neto zarada u evrima od rasta BDP-a i rast jediničnih troškova rada impliciraju slabljenje konkurentnosti privrede Srbije.

Zaposlenost i nezaposlenost

Stopa nezaposlenosti iznosi 11,8%, stopa zaposlenosti iznosi 48,1% ...

Osnovni indikatori tržišta rada pokazuju značajna poboljšanja u drugom kvartalu 2017. u odnosu na isti kvartal prethodne godine, kao i u odnosu na prethodni kvartal. Stopa aktivnosti iznosi 54,5% i veća je za 0,4 pp u odnosu na isti kvartal prethodne godine. Stopa nezaposlenosti je dostigla rekordnu nisku vrednost od kada postoji istraživanje ARS i iznosi 11,8%. U odnosu na Q2 2016. niža je za 3,4 pp. Stopa zaposlenosti je dostigla najveću vrednost i iznosi 48,1%, što je za 2,2 pp više u odnosu na isti kvartal prethodne godine. Grafikon G3-1 prikazuje kretanje stope nezaposlenosti i stope zaposlenosti od 2008. do Q2 2017.

Grafikon G3-1. Kretanje stope nezaposlenosti i stope zaposlenosti, 15+, 2008-Q2 2017.



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

Izvor: RZS, ARS

Značajno smanjenje nezaposlenosti i rast zaposlenosti prema podacima Ankete uz skroman rasta BDP-a ...

Značajan rast ukupne i formalne zaposlenosti

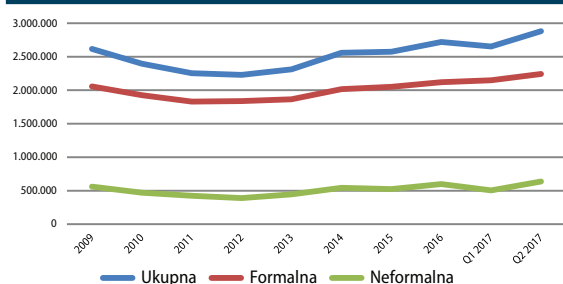
Neformalna zaposlenost umereno raste

Prema podacima ARS, broj nezaposlenih lica u drugom kvartalu 2017. iznosi 384 hiljade. To implicira smanjenje od čak 22,5% (111,4 hiljade) u odnosu na isti period prethodne godine. U odnosu na prosek 2014, broj nezaposlenih se smanjio za 224 hiljade, odnosno 36,8%. S druge strane, broj lica koji su prijavljeni na evidenciji Nacionalne službe za zapošljavanje krajem juna je iznosio 639 hiljada, što je za 61 hiljadu odnosno za oko 9% manje nego u istom mesecu prethodne godine. Broj zaposlenih u Q2 prema ARS se povećao za 4,3% međugodišnje, što znatno prevazilazi skroman rast BDP-a od 1,2%.

Ukupan broj zaposlenih u Q2 2017. iznosi 2,881 miliona. U odnosu na drugi kvartal 2016. broj zaposlenih je porastao za 4,3% (119,5 hiljada), dok je realna BDV u istom periodu porasla za 1,2%. U H1 2017. u odnosu na isti period

prethodne godine ukupna zaposlenost je porasla za 3,8%. Dok se smanjenje broja nezaposlenih jednim delom može objasniti demografskim faktorima (emigracijom), znatno brži rast broja zaposlenih od rasta BDP u dužem vremenskom periodu, nema objašnjenje ni u demografskim ni ekonomskim faktorima. Štaviše, kada bi rast zaposlenosti bio stvaran, a ne posledica propusta u Statistici, on bi imao krajnje zabrinjavajuće posledice, jer implicira visok pad produktivnosti i rast jediničnih troškova rada, što bi značilo da je međunarodna konkurentnost privrede Srbije značajno opala. Međutim, snažan rast izvoza tokom prethodnih godina, kao i rast realnih zarada na liberalizovanom tržištu rada ukazuju na to da se navedeni pad konkurentnosti nije dogodio, čime se dovodi u pitanje tačnost podataka ARS o zaposlenosti.

Grafikon G3-2. Kretanje ukupne, formalne i neformalne zaposlenosti, 2009-Q2 2017.



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

Prema podacima ARS formalna zaposlenost od drugog kvartala prethodne do drugog kvartala ove godine se povećala za 108 hiljada, dok se neformalna zaposlenost povećala za 11 hiljada. Mereno u procentima, međugodišnji rast formalne i neformalne zaposlenosti u Q2 iznosi 5,1% i 1,8%, respektivno. U H1 2017. u odnosu na isti period prethodne godine formalna zaposlenost je porasla za 5,0%, s druge strane neformalna zaposlenost se smanjila za 0,6%. Stopa neformalne zaposlenosti iznosi 22,1% i neznatno je manja u odnosu na isti kvartal prethodne godine (-0,6 pp).

Tabela prikazuje kretanje zaposlenosti (ARS i CROSO) i BDV ukupno i prema sektorima (poljoprivreda, industrija, građevinarstvo i usluge). Dok je formalna zaposlenost prema Anketi o radnoj snazi porasla međugodišnje za značajnih 5,1%, registrovana zaposlenost prema CROSO je porasla za 2,5%. Tokom 2016. i u prva dva kvartala 2017. vidimo da rast formalne zaposlenosti je uvek veći prema ARS u odnosu na registrovanu zaposlenost prema CROSO. Sa obzirom da ova dva istraživanja mere istu pojavu, primenom različitih metodologija, očekuje se da odstupanje između njih bude slučajno, ali je ono tokom poslednjih godinu i po dana sistematsko – zaposlenost prema ARS uvek raste brže nego prema CROSO. Takođe, možemo primetiti da je rast ukupne zaposlenosti prema ARS značajno veći od rasta BDV-a u poslednjih godinu dana. Zaposlenost u industriji i uslugama je takođe značajno veći od rasta njihovog BDV-a.

Tabela 3-1. Kretanje broja zaposlenih i realne BDV prema sektorima delatnosti, Q1 2016-Q2 2017, međugodišnja promena, %

	2016				2017	
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2
Zaposlenost ukupno CROSO	-0,3	1,2	1,3	2,1	2,3	2,5
Formalna zaposlenost ARS	1,9	2,7	3,8	5,2	4,9	5,1
Zaposlenost ukupno ARS	2,7	6,7	7,2	5,8	3,2	4,3
BDV ukupno	4,4	2,2	3,3	2,7	1,0	1,2
Zaposlenost poljoprivreda	-3,7	6,0	6,1	-3,4	-8,0	-1,6
BDV poljoprivreda	7,7	4,6	11,8	8,1	-2,2	-10,0
Zaposlenost industrija	4,2	7,8	7,9	7,6	9,3	8,4
BDV industrija	6,9	0,3	2,7	2,3	1,3	2,8
Zaposlenost građevinarstvo	4,7	6,8	8,2	9,1	5,7	4,6
BDV građevinarstvo	12,9	7,8	8,6	-0,6	-5,1	-2,8
Zaposlenost usluge	4,7	6,8	8,2	9,1	5,7	4,6
BDV usluge	2,6	2,1	1,7	2,4	1,6	2,3

Napomena: Izvor za zaposlenost je ARS, osim za ukupnu zaposlenost koja je navedena i prema ARS i prema CROSO.
Izvor: RZS, ARS, CROSO i SNR.

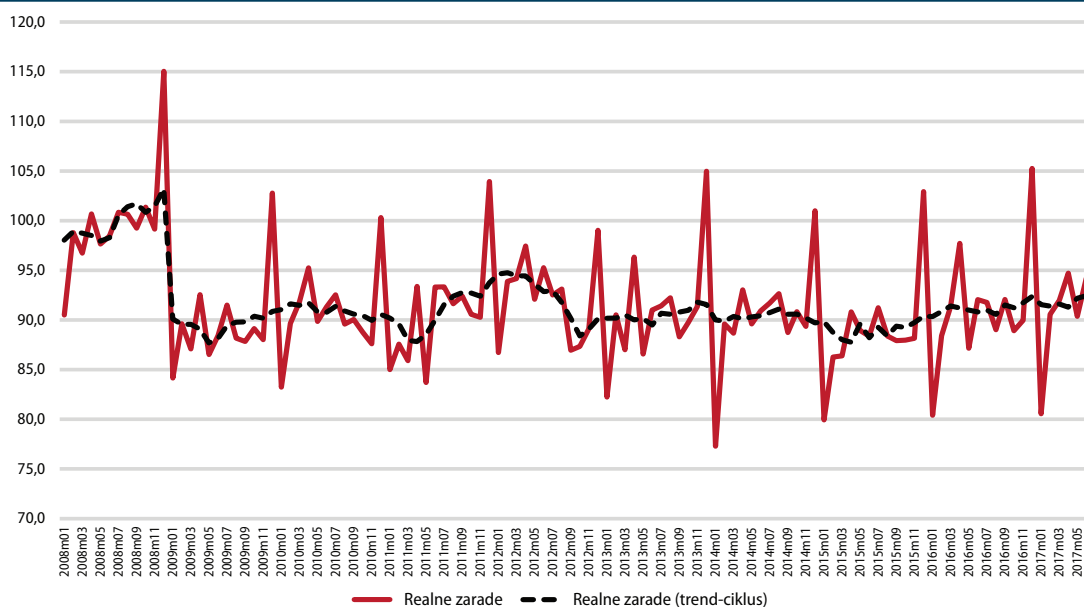
Industrija, građevinarstvo i usluge su ostvarile veći rast zaposlenosti od rasta realne BDV. Zaposlenost u poljoprivredi opada, ali manje u odnosu na realnu BDV. Manji pad zaposlenosti u poljoprivredi od pada BDV u skladu je i sa onim što se događa u drugim zemljama. Naime, kada aktivnost ili BDP u nekoj delatnosti opadaju, zaposlenost takođe opada ali sa zakašnjenjem i po nešto manjoj stopi. Međutim, problem je što tokom prethodnih godina, u periodima rasta proizvodnje u poljoprivredi, zaposlenost je rasla još brže – što je suprotno onome što se događa u drugim zemljama.

Zarade

Zarade su nominalno veće za 4,6%, realno su veće za 0,9% u Q2 2017. u odnosu na isti period prethodne godine

Prosečne nominalne neto zarade su iznosile 48.670 RSD u Q2 2017. U odnosu na isti period prethodne godine, prosečne neto zarade su u Q2 2017. bile nominalno veće za 4,6%, dok je realni rast iznosio 0,9%. U prvoj polovini 2017. rast je nominalno iznosio 4,4%, odnosno realno 1%, u odnosu na prvu polovinu 2016. Na Grafikonu G3-3 prikazano je kretanje realnih neto zarada, kao i trend-ciklus od 2008. Iako mesečni podaci imaju izrazite sezonske oscilacije, trend kretanja je u skladu sa ekonomskom aktivnosti, tj. realne zarade stagniraju u poslednjih nekoliko godina.

Grafikon G3-3. Indeks prosečnih realnih neto zarada (2008=100)



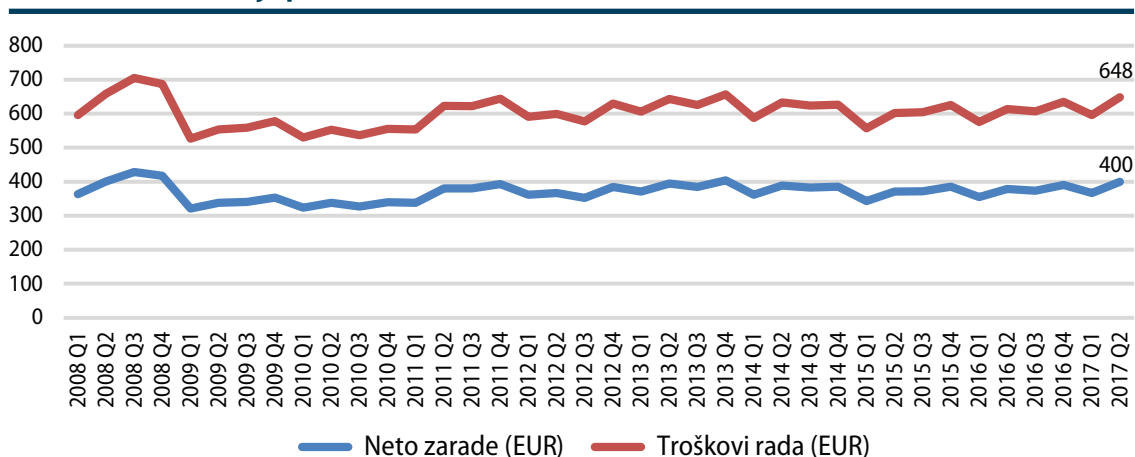
Izvor: Proračuna autora na podacima RZS-a

Neto zarade i troškovi rada u EUR su veći za 6% međugodišnje

Sa stanovišta međunarodne konkurentnosti, važno je kretanje zarada u evrima, (Grafikon G3-4). Prosečne neto zarade iznose 400 EUR, dok su troškovi poslodavca 648 EUR u Q2 2017. U odnosu na isti period prethodne godine zabeležen je značajan rast zarada u evrima od skoro 6%. To je uglavnom posledica jačanja dinara u odnosu na evro¹ u junu 2017. Rast zarada i troškova poslodavca u evrima u H1 2017. u odnosu na isti period 2016. iznosi 4,5% i 4,6%, respektivno. Dok izražavamo rezerve prema podacima o visokom padu produktivnosti, zbog sumnjivih podataka o zaposlenosti, ocenjujemo da je pogoršanje konkurentnosti usled rasta zarada u evrima realno. Ukoliko bi se rast realne vrednosti dinara održao i produbio on bi negativno uticao na konkurentnost privrede Srbije, najpre kroz povećanje spoljnog deficita, a potom i kroz sporiji rast BDP-a i zaposlenosti. Visok rast uvoza, i pogoršanje deficita tekućeg platnog bilansa u prvoj polovini ove godine mogao bi da predstavlja signal pogoršanja cenovne konkurentnosti privrede Srbije.

¹ Znatno brži rast zarada u evrima u odnosu na rast zarada iskazanih u dinarima u stalnim cenama ukazuje da zarade u evreime rastu uglavnom usled jačanje dinara u odnosu na evro. Rast zarada u USD je još veći, zbog jačanja dinara u odnosu na USD, što može negativno da utiče na izvoz koji se naplaćuje u USD (Rusija, arapske zemlje, SAD i dr.).

Grafikon G3-4. Kretanje prosečnih neto zarada i troškova rada u EUR, 2008-Q2 2017.



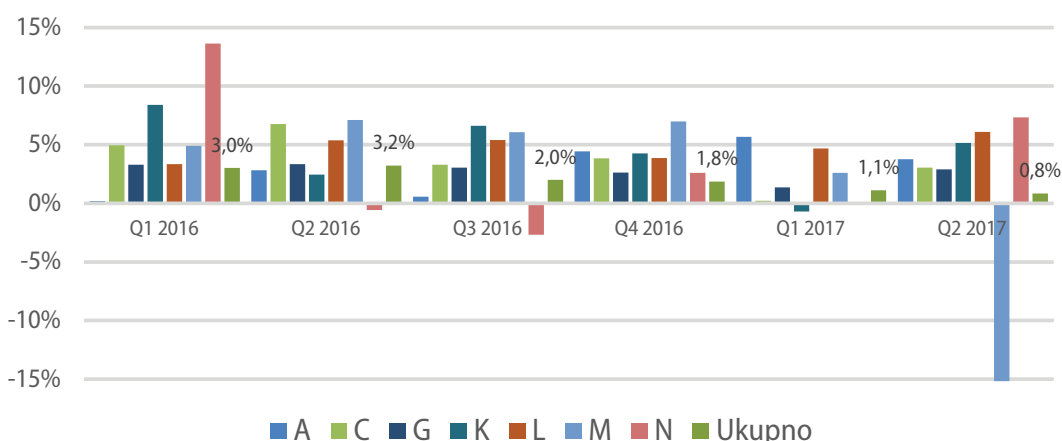
Izvor: Proračuna autora na podacima NBS-a

Najveći međugodišnji rast desezoniranih realnih neto zarada je ostvaren u delatnosti administrativne i pomoćne uslužne delatnosti, kao i delatnost poslovanja nekretninama

Obrazovanje i zdravstvo beleže skroman rast zarada, dok državna uprava beleži međugodišnji pad zarada

Desezonirane realne prosečne neto zarade su 0,8% veće u Q2 2017. u odnosu na isti period prethodne godine. Na Grafikonu G3-5 prikazano je kretanje desezoniranih realnih neto zarada prema odabranim sektorima delatnosti. Desezonirane realne neto zarade su ostvarile najveći rast u administrativnim i pomoćnim uslužnim delatnostima (7,3% međugodišnje). Značajan rast je takođe ostvarila delatnost poslovanja nekretninama, od 6,1%, što je značajno više od rasta BDV-a koji je u istom periodu iznosila skromnih 0,1%. U poslednjih nekoliko kvartala zabeležen je izrazit nesklad u kretanju zarada u sektoru poslovanja nekretninama i u kretanju BDV-a u tom sektoru. Prerađivačka industrija je ostvarila rast zarada od 3%, što je u skladu sa kretanjem bruto dodate vrednosti u rudarstvu, prerađivačkoj industriji i ostaloj industriji (2,8%), ali i sa kretanjem proizvodnje u prerađivačkoj industriji. U junu 2017. u odnosu na isti mesec prethodne godine, proizvodnja u prerađivačkoj industriji je porasla za 6%, dok je u prvoj polovini 2017. u odnosu na prvu polovinu 2016. porasla za 6,3%. Rast proizvodnje u prerađivačkoj industriji je značajno veći od rasta realnih neto zarada. Ekstremni pad su ostvarile stručne, naučne i tehničke delatnosti, 15,2% međugodišnje. Obrazovanje i zdravstvo beleže skroman rast zarada (0,8% i 0,9%), dok državna uprava, odbrana i obavezno socijalno osiguranje su ostvarili pad zarada od 2,1%.

Grafikon G3-5. Kretanje desezoniranih realnih prosečnih neto zarada, Q1 2016-Q2 2017, međugodišnja promena, %



Izvor: Proračun autora na podacima RZS-a

Legenda: A - Poljoprivreda, šumarstvo i ribarstvo; C - Prerađivačka industrija; G - Trgovina na veliko i trgovina na malo; popravka motornih vozila i motocikala; K - Finansijske delatnosti i delatnost osiguranja L - Poslovanje nekretninama M - Stručne, naučne i tehničke delatnosti N - Administrativne i pomoćne uslužne delatnosti

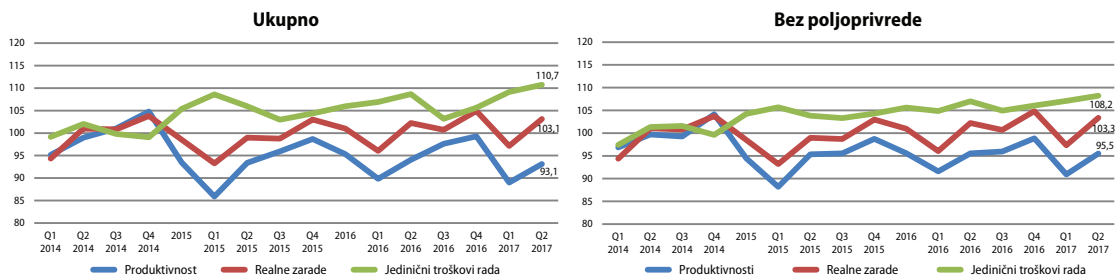
Produktivnost

Produktivnost opada, dok jedinični troškovi rada rastu

Pad produktivnosti i rast jediničnih troškova rada je značajno veći ukoliko se koriste podaci ARS u odnosu na CROSO

Grafikon G3-6 prikazuje kretanje produktivnosti, realnih zarada i jediničnih troškova rada, ukupno (levi grafikon) i kada se isključi poljoprivreda (desni grafikon). Međugodišnji rast zaposlenosti prema ARS-u u Q2 od 4,3% uz rast BDV-a od 1,5% implicira pad produktivnosti od 2,7%. Ukoliko koristimo podatke CROSO umesto ARS, usled manjeg rasta zaposlenosti prema CROSO, pad produktivnosti je manji i iznosi 1%. Prema podacima CROSO produktivnost u nepoljoprivrednim delatnostima je ostala nepromenjena, dok je prema podacima ARS produktivnost u nepoljoprivrednim delatnostima smanjena za 3%. To dalje dovodi do rasta ukupnih jediničnih troškova rada za 1,9%, odnosno bez poljoprivrede za 4,2% prema podacima CROSO.

Grafikon G3-6. Produktivnosti rada i jedinični troškovi rada, indeksi (2014=100), 2014-Q1 2017.



Izvor: Proračun autora na podacima RZS-a.

Napomena: Korišćeni su CROSO podaci o broju zaposlenih.

U odnosu na baznu 2014. produktivnost je opala za 6,9%, dok su jedinični troškovi rada porasli za 10,7%.

Na Grafikonu G3-6 su prikazani bazni indeksi produktivnosti i jediničnih troškova rada u odnosu na prosek 2014, pri čemu su korišćeni podaci o registrovanoj zaposlenosti iz CROSO. U odnosu na prosek 2014, produktivnost je u Q2 u ukupnoj privredi opala za 6,9% (u H1 2017. u odnosu na isti period 2014. -6,2%), dok pad u nepoljoprivrednim delatnostima iznosi 4,5% (u H1 2017. u odnosu na isti period 2014. -5,2%). U istom periodu dinarski jedinični troškovi rada su u ukupnoj privredi porasli za 10,7% dok su u nepoljoprivrednim delatnostima veći za 8,2%.

Prilog 1 Osnovni indikatori tržišta rada prema ARS i CROSO, 2014-Q2 2017.

	2014					2015					2016				2017		
	prosek	Q1	Q2	Q3	Q4	prosek	Q1	Q2	Q3	Q4	prosek	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2
Stopa aktivnosti (%)	51,9	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	51,8	54,5
Stopa zaposlenosti (%)	42,0	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	44,2	48,1
Stopa nezaposlenosti (%)	19,2	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	14,6	11,8
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	19,0	22,1
Broj zaposlenih u 000, (ARS)	2.559	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	2.652	2.881
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	103,6	112,6
Broj formalno zaposlenih u 000, (ARS)	2.017	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	2.148	2.243
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	107,1	107,1	106,5	111
Broj zaposlenih u 000, (CROSO)	1.845	1.836	1.845	1.850	1.851	1.989	1.983	1.985	1.998	1.989	2.008	1.978	2.008	2.023	2.030	2.024	2.059
Indeks zaposlenosti (2014=100), (CROSO)		99,5	100,0	100,3	100,3	107,8	107,5	107,5	108,2	107,7	108,8	107,2	108,8	109,6	110,0	109,7	111,5

Napomena: Registrovana zaposlenost u 2017. ne obuhvata podatak za jun, jer nije raspoloživ.

Izvor: RZS

Prilog 2 Realne neto zarade i produktivnost rada, 2014-Q2 2017.

	2014					2015					2016				2017	
	Q1	Q2	Q3	Q4	prosek	Q1	Q2	Q3	Q4	prosek	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2
Prosečne realne neto zarade, indeks (2014=100)	94,3	101,0	100,8	103,8	98,5	93,3	99,0	98,8	103,0	101,0	96,1	102,2	100,7	104,9	97,2	103,1
Prosečne neto zarade ukupno (€)	361	389	383	386	368	343	371	372	386	374	355	378	373	391	367	399
Prosečne neto zarade industrija (€)	359	382	378	378	374	351	376	379	389	385	369	391	382	399	376	417
Troškovi poslodavca ukupno (€)	588	633	623	626	597	557	601	603	626	608	576	613	607	635	596	648
Troškovi poslodavca industrija (€)	582	622	617	615	607	570	611	617	632	627	599	635	623	649	611	677
Produktivnost (bez poljoprivrede) (2014=100)	96,9	99,7	99,3	104,2	94,5	88,2	95,3	95,6	98,7	95,6	91,6	95,5	96,0	98,7	90,9	95,5
Produktivnost ukupno (2014=100)	95,2	99,0	101,0	104,8	93,5	85,9	93,4	95,9	98,7	95,3	89,8	94,1	97,6	99,2	89,0	93,1

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.

Izvor: RZS i NBS

4. Platni bilans i spoljna trgovina

U Q2 2017. deficit tekućeg računa iznosi 287 miliona evra, tj. 3,2% BDP-a. Naime, tekući deficit je blago ispod nivoa iz Q2 2016, dok je znatno niži od deficita zabeleženog u Q1 2017. godine - 8,9% BDP-a. Niži nivo tekućeg deficita u Q2 u poređenju sa Q1 2017. velikim delom je posledica promena u odnosima razmene, koji su tokom Q2 bili povoljniji nego na početku godine. Stoga, u prvih šest meseci 2017. tekući deficit dostiže 5,9% BDP-a. Izvoz i uvoz tokom Q2 beleže značajan rast, posmatrano međugodišnje, dok njihove desezonirane vrednosti ukazuju na njihov porast u poređenju sa prethodnim kvartalom. Tokom Q2 zabeležen je znatan priliv kapitala, pre svega usled i dalje visoke kvartalne vrednosti neto priliva SDI. U Q2 neto priliv SDI iznosi 487 miliona evra (5,4% BDP-a), od početka godine 992 miliona evra, što je za 12,2% iznad neto priliva iz H1 2016. godine. Uprkos izvesnim fluktuacijama u spoljnotrgovinskim tokovima koji će biti opredeljeni kako eksternim faktorima – pre svega privrednim rastom u zemljama evrozona i okruženja, kretanjem svetskih cena proizvoda, tako i unutrašnjim faktorima - odloženi efekat jačanja dinara, kretanje domaće tražnje, očekujemo, kao što smo istakli i u prethodnom broju QM-a, da će tekući deficit u 2017. biti na nivou od oko 5% BDP-a i da će u potpunosti biti pokriven neto prilivom SDI.

U Q2 tekući deficit iznosi 287 miliona evra....

....tj. 3,2% BDP-a...

Deficit tekućeg računa platnog bilansa tokom Q2 2017. godine iznosi 287 miliona evra, tj. 3,2% BDP-a (Tabela T4-1). Ovakva vrednost tekućeg deficita znatno je niža u odnosu na nivo sa početka godine – kada je tokom prva tri meseca tekući deficit dostigao 733 miliona evra, tj. 8,9% BDP-a (Grafikon T4-2). Stoga, u prvih šest meseci 2017. tekući deficit dostiže 5,9% BDP-a. Zapravo, tekući deficit je u Q1 2017. godine bio na višem nivou kao posledica porasta deficita robne razmene (usled ubrzanja uvoza, pre svega usled pogoršanja odnosa razmene – zbog rasta cene energenata), kao i relativno visokih rashoda na računima primarnog dohotka¹. U poređenju sa Q2 prethodne godine tekući deficit je za 0,4 pp BDP-a niži, što je neto rezultat manjeg nivoa deficita na računima primarnog dohotka (0,6 pp BDP-a), višeg robnog deficita (0,1 pp BDP-a), nižeg suficita na računima usluga (0,3 pp BDP-a) i višeg nivoa deficita po osnovu sekundarnog dohotka (0,1 pp BDP-a).

Izvoz roba i usluga u Q2 je na rekordno visokom nivou

U Q2 2017. izvezeno je robe u iznosu 3.685 miliona evra (40,5% BDP-a), dok je uvoz 4.662 miliona evra (51,3% BDP-a), te je pokrivenosti uvoza izvozom 79%². Izvoz roba i usluga u Q2 je na rekordno visokom nivou i čini 54,2% kvartalne vrednosti BDP-a. Naime, u periodu Q2 2016-Q2 2017 učešće izvoza roba i usluga u BDP-u više je za 3,7 pp (porast sa 50,5% na 54,2%), dok je istovremeno zabeležen porast uvoza roba i usluga za 4 pp BDP-a (sa 59,1% na 63,1%). Robni deficit u Q2 iznosi 977 miliona evra (10,7% BDP-a), dok je vrednost spoljnotrgovinskog deficita 811 miliona evra (8,9% BDP-a, Tabela T4-1). To je nešto više učešće spoljnotrgovinskog deficita i neznatno niže učešće robnog deficita u BDP-u u poređenju sa prošlogodišnjim – u Q2 2016. spoljnotrgovinski deficit je činio 8,6% BDP-a, a robni deficit 10,8% BDP-a, dok su oba deficita bitnije ispod nivoa iz Q1 2017 - kada su iznosili 9,7% i 12,3% BDP-a, respektivno.

Izvoz i uvoz beleže bitan rast - međugodišnje i desezonirano

U Q2 2017. izvoz i dalje beleži bitan međugodišnji rast od 11,9%, dok je, istovremeno, rast uvoza iznosio 10,2%. Time, u odnosu na prethodni kvartal izvoz blago ubrzava, dok uvoz usporava rast (zabeležene međugodišnje stope rasta u Q1 2017. izvoza i uvoza su iznosile 10,7% i 15,8%, respektivno). Desezonirani podaci ukazuju da je izvoz 2,3% iznad vrednosti iz prethodnog kvartala, dok uvoz beleži rast od 2% (Grafikon T4-4). Međugodišnje stope rasta vrednosti izvoza i uvoza od početka godine, što je slučaj još od polovine 2015, su pod znatnim uticajem odnosa razmene – visoke vrednosti indeksa u drugoj polovini 2015 i tokom 2016, a zatim pada i niskog nivoa od početka 2017. U 2017 indeks odnosa razmene je bio na veoma niskom nivou u Q1 i na nešto višem nivou u Q2 - 93,4 i 99,6, respektivno (v. Grafikon T4-3). Velikim delom se to može objasniti promenom svetskih cena energenata, koje su u dolarima u Q1 2017 za 56%, a u Q2 2017 za 13% iznad nivoa iz istih kvartala prethodne godine.

¹ Za detalje v. QM48.

² 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.

Tabela T4-1. Srbija: platni bilans

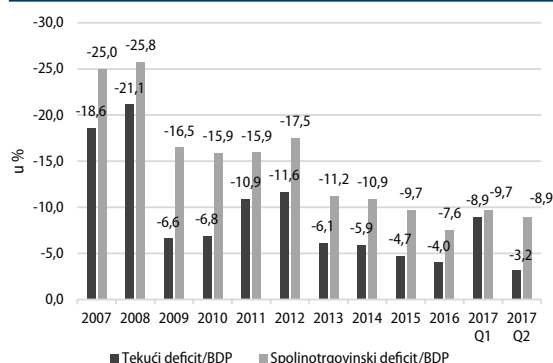
	2014	2015	2016	2016				2017	
				Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2
TEKUĆI RAČUN	-1.985	-1.577	-1.370	u milionima evra					
Roba	-4.111	-3.993	-3.476	-378	-309	-293	-390	-733	-287
Izvoz robe	10.641	11.357	12732	2.956	3.294	3.131	3.351	3.271	3.685
Uvoz robe	14.752	15.350	16209	3.701	4.230	3.939	4.339	4.284	4.662
Usluge	465	725	895	182	188	273	253	219	166
Prihodi	3.810	4.273	4.581	992	1.068	1.267	1.254	1.106	1.241
Rashodi	3.344	3.548	3.686	810	880	994	1.001	887	1.075
Primarni dohodak	-1.343	-1.658	-1.950	-486	-456	-550	-458	-652	-423
Prihodi	642	682	630	142	185	140	164	101	149
Rashodi	1.985	2.340	2.581	628	641	690	623	753	572
Sekundarni dohodak	3.003	3.349	3.161	670	895	793	804	713	947
Prihodi	3.400	3.795	3.637	772	1.010	922	933	849	1.086
Rashodi	397	446	476	102	115	130	129	135	139
Lični transferi, neto ¹⁾	2.442	2.671	2.510	521	735	624	630	564	765
od čega: Doznake radnika	1.863	2.077	1.874	379	577	458	460	414	595
KAPITALNI RAČUN- neto	7	-18	-10	5	-4	-1	-9	1	-3
FINANSIJSKI RAČUN	-1.705	-1.205	-790	-184	-197	-127	-282	-512	-236
Direktne investicije- neto	-1.236	-1.804	-1.861	-480	-404	-492	-485	-505	-487
Portfolio investicije	-369	289	916	363	331	-10	232	219	-30
Finansijski derivati	-6	2	9	0	1	5	3	-5	-2
Ostale investicije	1.703	141	448	770	190	38	-550	232	62
Ostali vlasnički kapital	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Gotov novac i depoziti	830	-218	220	318	20	-19	-99	-79	-23
Kredit	757	230	326	320	273	-4	-263	314	54
Centralna banka	574	153	23	12	7	4	0	4	0
Depozitne institucije osim centralne banke	795	434	279	100	197	80	-97	271	-289
Država	-728	-464	-299	30	11	5	-345	34	298
Ostali sektori	115	107	322	179	57	-93	179	4	45
Programi osiguranja i penzija i standardizovani garancijski programi	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Trgovinski krediti i avansi	116	129	-98	131	-102	61	-188	-3	31
Ostala potraživanja i dugovanja	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Alokacija SPV	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Devizne rezerve	-1.797	166	-302	-836	-317	332	519	-455	222
GREŠKE I PROPUSTI- neto	273	390	590	189	116	167	118	220	54
PROMEMORIA	u % BDP-a								
Bilans tekućih transakcija	-5,9	-4,7	-4,0	-4,8	-3,6	-3,3	-4,5	-8,9	-3,2
Bilans robne razmene	-12,3	-11,9	-10,2	-9,4	-10,8	-9,2	-11,3	-12,3	-10,7
Izvoz robe	31,8	33,8	37,3	37,2	38,1	35,6	38,3	39,9	40,5
Uvoz robe	44,1	45,7	47,5	46,6	48,9	44,8	49,6	52,2	51,3
Bilans robe i usluga	-10,9	-9,7	-7,6	-7,1	-8,6	-6,1	-8,4	-9,7	-8,9
Lični transferi - neto	7,3	8,0	7,4	6,5	8,5	7,1	7,2	6,9	8,4
BDP u evrima ²⁾	33.420	33.564	34.131	7.948	8.644	8.795	8.744	8.207	9.088

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.

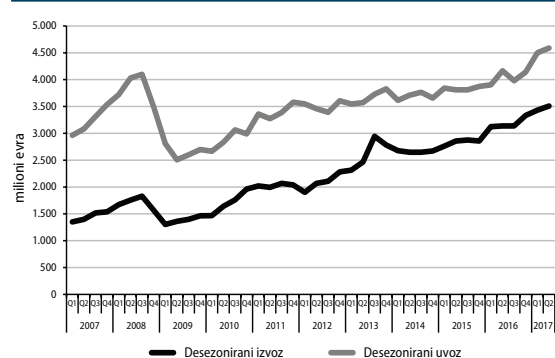
2) Kvartalne vrednosti. Konverzija godišnjeg BDP u evro je urađena po prosečnom godišnjem kursu (prosek zvaničnih dnevnih srednjih kurseva NBS).

Grafikon T4-2. Srbija: tekući i spoljnotrgovinski deficit, 2007-2017

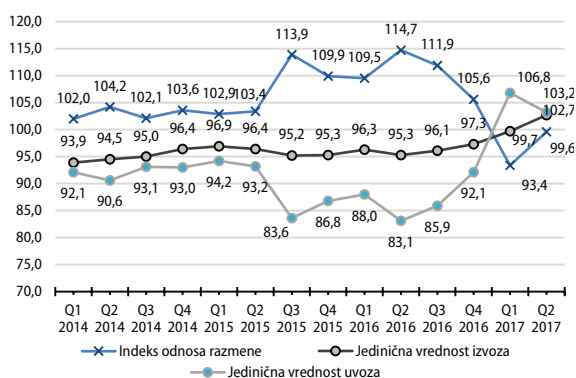


Izvor: RZS, QM

Grafikon T4-3. Međugodišnji indeksi odnosa razmene, 2014-2017



Izvor: RZS, QM

Grafikon T4-4. Srbija: desezonirani izvoz i uvoz, kvartalno, 2007-2017

Izvor: NBS, RZS, QM

Neto priliv na račun sekundarnog dohotka relativno visok - pretežno je posledica sezonskih faktora

U 2017. tekući deficit oko 5% BDP-a

Na vrednost robnog i spoljnotrgovinskog deficita tokom Q2 2017, i time na vrednost deficita tekućeg računa, povoljno su uticali realna deprecijacija dinara s kraja prethodne godine, dok su međugodišnji rast svetske cene energenata, kao i nastavak oporavka domaće tražnje delovali u smeru njihovog povećanja.

Neto priliv na račun sekundarnog dohotka tokom Q2 je relativno visok - 947 miliona evra, tj. 10,4% BDP-a i pretežno je posledica sezonskih faktora. Dominantni deo ovog priliva čine lični transferi, koji su tokom Q2 iznosili 765 miliona evra, neto, što čini 8,4% BDP-a. Odliv po osnovu neto dohotka je blago ispod onog iz Q2 2016. godine, dok je znatnije ispod vrednosti iz prethodnog kvartala - usled manjih rashoda (Tabela T4-1). Tokom Q2 ostvaren je relativno skromniji suficit u trgovini uslugama koji iznosi 166 miliona evra, usled višeg nivoa rashoda.

Do kraja godine nivo tekućeg deficita će verovatno biti oko 5% BDP-a. On će biti opredeljen povoljnim izgledima u rastu privredne aktivnosti zemalja evrozona i okruženja, koji će pozitivno uticati na domaći izvoz, dok će sa druge strane negativan uticaj na tekući račun biti od strane odloženog efekta realne aprecijacije domaće valute od početka 2017, posebno u junu. Dodatno faktori od kojih će zavisiti visina deficita tekućeg u narednom periodu su kretanja cena nafte i poljoprivrednih proizvoda na svetskom tržištu, kao i uticaj suše na ovogodišnje prinose i time izvoz. Uz to, eventualni rast plata i penzija u javnom sektoru bi se odrazili na ubrzanje rasta domaće tražnje i uvoza i naredne godine. Zapravo, smatramo da, bez obzira što je nivo tekućeg deficita sada znatno niži nego ranije, on je i dalje visok. Nije dobro da se tekući deficit zadržava na tako visokom nivou jer je, usled znatne varijabilnosti priliva kapitala, veoma neizvesan i način njegovog pokrivanja. U 2017, nakon 4-5 godina uzastopnog smanjivanja tekućeg deficita, beleži se prvi rast. Stoga smatramo da ekonomske politike treba da deluju u pravcu njegovog smanjivanja, a sadašnji trendovi, kao što su brz rast domaće tražnje i jačanje dinara pogoršavaju dosadašnje postignute rezultate.

U Q2 2017. neto priliv kapitala 509 miliona evra...

...usled znatnog neto priliva SDI

U Q2 2017. neto priliv kapitala iznosi 509 miliona evra³, što je premašilo iznos tekućeg deficita za 222 miliona evra - koliko iznosi rast deviznih rezervi. Neto priliv SDI je znatan i iznosi 487 miliona evra (od čega, u neto izrazu, se 189 miliona evra odnosi na reinvestiranu dobit, 148 miliona evra na dužničke instrumente, a 150 miliona evra na vlasnički kapital osim reinvestirane dobiti), tako da je od početka godine priliv po ovom osnovu 992 miliona evra. Za razliku od Q1, kada je zabeležen znatniji odliv po osnovu portfolio investicija, tokom Q2 je ostvaren neto priliv od 30 miliona evra (Tabela T4-1). Jedan od faktora znatnog priliva kapitala je ekspanzivna fiskalna politika ECB, tako da se kapital u većoj meri usmerava ka zemljama u razvoju, između ostalog ka našoj zemlji.

Neto priliv po osnovu ostalih investicija u ova tri meseca Q2 iznosi 62 miliona evra. Sa jedne strane zabeleženo je neto razduživanje po osnovu finansijskih (54 miliona evra) i trgovinskih kredita (31 miliona evra), dok je ostvaren neto priliv na račun gotovog novca i depozita (23 miliona evra). Po osnovu finansijskih kredita javni sektor se razdužio za 298 miliona evra, neto, ostali sektori za 45 miliona evra, dok su ostale depozitne institucije osim centralne banke povećale iznos svog dugovanja prema inostranstvu za 289 miliona evra u neto izrazu.

Rast deviznih rezervi u Q2 i juli

Tokom Q2, priliv kapitala uz nižu vrednost tekućeg deficita doveo je do porasta deviznih rezervi za 222 miliona evra. Smanjenje deviznih rezervi je zapravo zabeleženo samo u aprilu (263 miliona evra), dok je u maju i junu ostvaren njihov rast od 197 i 288 miliona evra, respektivno.

³ 455 miliona evra bez računa Greške i propusti.

Najveći deo deviznog odliva u aprilu je posledica bitnijeg razduživanja države u iznosu od 333 miliona evra po osnovu kredita, tj. redovnog servisiranja obaveza prema inokreditorima⁴. U maju i junu porast deviznih rezervi dominantno je nastao usled aktivnosti NBS na međubankarskom deviznom tržištu (priliv po osnovu kupovine deviza 145 miliona evra u maju i 275 miliona evra u junu). Odliv u poslednja dva meseca Q2 ostvaren je najvećim delom po osnovu promene međuvalutnih odnosa na međunarodnom finansijskom tržištu i po osnovu neto razduživanja države po osnovu kredita⁵.

U julu je došlo do daljeg porasta deviznih rezervi. Najveći deo odliva je ostvaren po osnovu smanjenja izdvajanja devizne obavezne rezerve banaka, kao i servisiranja stare devizne štednje, dok su devizne rezerve povećane pre svega usled kupovine deviza na međubankarskom deviznom tržištu od strane NBS (220 miliona evra)⁶. Zapravo, od početka aprila do kraja jula NBS je intervenisala na međubankarskom deviznom tržištu kupovinom 670 miliona evra, u cilju ublažavanja prekomernih kratkoročnih oscilacija deviznog kursa.

Izvoz

Od početka godine izvoz beleži brz rast....

...iako blago usporava u julu

Izvoz beleži visok međugodišnji rast po stopi od 13,2% u Q2 i dostiže vrednost od 3.933 miliona evra. Time, izvoz nastavlja brz rast iz prvog kvartala (rast od 13,4% međugodišnje u Q1, Tabela T4-5), mada u julu blago usporava i za 10,3% je iznad nivoa ostvarenog u julu prethodne godine. Rast izvoza tokom Q2 ostvaren je usled rasta svih izvoznih grupa osim *Energije*. Ipak, kako izvoz energije čini samo 2,4% ukupnog izvoza, ostvareni pad vrednosti se ne odražavaju bitnije na ukupan izvoz. U julu i izvoz energetskih proizvoda beleži međugodišnji rast, a jedino je izvoz Kapitalnih dobara na nižem nivou u odnosu na jul 2016. Kako je vrednost izvoza drumskih vozila u Q2 i julu ispod prošlogodišnje vrednosti (za 13,6% u Q2, i za 29,7% u julu), izvoz bez drumskih vozila beleži međugodišnji porast od 16,9% i 14,1%, respektivno. Dominantan doprinos rastu izvoza je od izvoza osnovnih metala, kao rezultat rasta investicija, proizvodnje i izvoza u domaćoj železari⁷.

Tabela T4-5. Srbija: izvoz, međugodišnje stope rasta, 2014–2017

	Učešće u ukupnom izvozu u u %	2014	2015	2016	2017			2016		2017		
					Q1	Q2	jul	Q3	Q4	Q1	Q2	jul
		u milionima evra				u %						
Ukupno	100,0	11.159	12.041	13.432	3.504	3.933	1.231	9,9	15,7	13,4	13,2	10,3
Ukupno bez drum. vozila	89,8	9.621	10.630	12.057	3.143	3.562	1.162	10,8	18,7	16,7	16,9	14,1
Energija	2,4	414	342	329	67	81	32	-18,4	15,9	-15,2	-6,8	19,8
Intermedijarni proizvodi	34,8	3.687	4.084	4.669	1.297	1.496	479	12,1	19,5	23,3	24,4	22,3
Kapitalni proizvodi	25,0	2.877	3.064	3.352	872	961	245	11,6	7,3	4,3	4,3	-1,3
Kapitalni proizvodi bez drum. vozila	14,7	1.340	1.653	1.977	511	589	176	18,7	19,2	16,5	20,0	17,3
Trajni proizvodi za široku potrošnju	5,5	586	664	739	186	214	62	6,6	11,6	19,1	14,3	4,9
Netrajni proizvodi za široku potrošnju	23,8	2.614	2.847	3.198	774	835	309	9,6	12,1	7,4	4,6	7,6
Ostalo	8,5	981	1.040	1.145	307	347	105	10,6	41,5	24,4	23,7	0,4

Izvor: RZS

U Q2 2017 izvoz beleži značajan rast zahvaljujući rastu svih grupa osim Energije...

...u julu izvoz Energije beleži međugodišnji rast, dok je izvoz Kapitalnih proizvoda bio ispod prošlogodišnjeg

U H1 2017 izvoz beleži značajan rast zahvaljujući rastu svih izvoznih grupa osim Energije. Ipak, u julu izvoz Energije beleži međugodišnji rast. Izvoz *Intermedijarnih proizvoda* beleži određeno ubrzanje rasta – međugodišnji rast 23,3% u Q1 i 24,4% u Q2, da bi zabeležio blago usporavanje u julu. *Kapitalni proizvodi* beleže konstantan rast izvoza u prvoj polovini 2017 – po stopi od 4,3% međugodišnje, da bi u julu njihov izvoz bio ispod prošlogodišnjeg za 1,3%. *Kapitalni proizvodi* po isključenju drumskih vozila imaju zapažen međugodišnji rast od 20% u Q2 i 17,3% u julu. Rast izvoza *trajnih proizvoda za široku potrošnju* usporava od početka godine, dok izvoz netrajnih pro-

⁴ <https://www.nbs.rs/internet/cirilica/scripts/showContent.html?id=11388&konverzija=no>

⁵ <https://www.nbs.rs/internet/cirilica/scripts/showContent.html?id=11513&konverzija=no>,

<https://www.nbs.rs/internet/cirilica/scripts/showContent.html?id=11617&konverzija=no>

⁶ <https://www.nbs.rs/internet/cirilica/scripts/showContent.html?id=11749&konverzija=no>

⁷ Rast od 15,3% desezonirano u Q2, preko 50% međugodišnje, a kompanija „Hestil Srbija“ je drugi najveći pojedinačni izvoznik. *Izveštaj o inflaciji*, avgust 2017, str. 37.

izvoda za široku potrošnju usporava u Q2, i ubrzo u julu. Rast neklasifikovanog izvoza iznosi 23,7% u Q2, a u julu rast od 0,4% u odnosu na iste periode 2016 (Tabela T4-5).

Zabeleženi brz rast izvoza već više kvartala zaredom je od izuzetnog značaja za privredu Srbije. Kao što smo napominjali u prethodnim brojevima, on bi trebalo, uz investicije, da bude glavni nosilac rasta, i stoga smatramo bi i dalje trebalo da se podrži svim ekonomskim politikama. Stoga, realna aprecijacija deviznog kursa od početka 2017. će svakako imati nepovoljan uticaj na nivo izvoza u drugoj polovini godine. Pored toga, moguć je nepovoljan uticaj ovogodišnje suše i mraza na izvoz poljoprivrednih proizvoda i time na ukupan izvozni rezultat. Sa druge strane, očekuje se dalji rast izvoza metala. Dodatno, kako se očekuje bolji izgledi rasta u zemljama EU i u zemljama okruženja, to će svakako povoljno doprineti izvozu u narednom periodu. U narednom periodu na izvoz će uticati i nivo svetskih cena, pre svega poljoprivrednih proizvoda i metala.

Uvoz

U Q2 uvoz usporava rast, da bi opet beležio ubrzanje u julu

Tokom Q2 2017 robni uvoz iznosi pet milijardi evra i beleži usporavanje rasta (međugodišnje povećanje vrednosti u Q2 10,2%, naspram 15,4% u Q1, Tabela T4-6). Uvoz u julu ubrzo rast, i za 14,1% je iznad vrednosti iz jula 2016. Ovakvo kretanje domaćeg uvoza sigurno je delom posledica fluktuacija svetske cene energenata, mada i uvoz bez energije beleži sličnu dinamiku (nakon 11,7% iz Q1, međugodišnja stopa rasta iznosi 9,4% u Q2 i 12,5% u julu). Dok su sve ostale grupe ostvarile međugodišnje povećanje, jedino je uvoz kapitalnih dobara na nižem nivou od prošlogodišnjeg (što je slučaj već četiri poslednja kvartala zaredom, kao i u julu).

Rast uvoza Energije je iznosio 55,2% u Q1, 19,2% u Q2 i 31,2% u julu. Istovremeno, cene su zabeležile smanjenje od početka godine - prema podacima MMF-a za 7,1% je cena energije u dolarima niža u Q2 u odnosu na prethodni kvartal, ali je iznad cene iz Q2 2016. Naime, svetska cena energije u dolarima je u Q2 2017 12,8% iznad cene iz istog perioda prošle godine, tj. za 15,8% ukoliko cene posmatramo u evrima. Stoga, kada isključimo efekat cene na promenu vrednosti uvoza energenata, zapravo je uvoz u Q2 realno međugodišnje porastao samo za 2,9%.

Izuzev Kapitalnih proizvoda, sve ostale grupe ostvarile međugodišnje povećanje

Uvoz Kapitalnih proizvoda je na nižem nivou posmatrano međugodišnje - za 3,8% u Q2 i za 15% u julu. Sa druge strane, uvoz *Intermedijarnih proizvoda* beleži dinamičan međugodišnji rast - u Q2 15,9%, u julu 21,7%. Ovo se može objasniti zabeleženim rastom industrijske proizvodnje⁸. Stoga je rast uvoza velikim delom determinisan oporavkom industrije, što možemo oceniti kao povoljno. Međugodišnji rast uvoza ostvaren je i kod *Trajnih i Netrajnih proizvoda za široku potrošnju*, kao i kod *Ostalog uvoza*, u Q2, kao i u julu. Ove grupe beleže sličnu dinamiku rasta - usporavanje u Q2 i ubrzanje u julu (Tabela T4-6).

Tabela T4-6. Srbija: uvoz, međugodišnje stope rasta, 2014-2017

	Učešće u ukupnom uvozu u u %	2014	2015	2016	2017			2016		2017		
					Q1	Q2	jul	Q3	Q4	Q1	Q2	jul
					u milionima evra					u %		
Ukupno	100,0	15.490	16.387	17.382	4.587	5.004	1.583	5,0	7,2	15,4	10,2	14,1
Energija	8,9	2.180	1.873	1.552	526	462	155	-19,2	-3,6	55,2	19,2	31,2
Intermedijarni proizvodi	34,4	5.156	5.529	5.982	1.513	1.734	586	3,7	3,0	16,8	15,9	21,7
Kapitalni proizvodi	24,4	3.757	4.021	4.241	821	1.086	299	-1,5	-4,9	-9,3	-3,8	-15,0
Trajni proizvodi za široku potrošnju	2,3	328	416	394	93	104	32	-5,0	-8,4	14,9	4,2	8,7
Netrajni proizvodi za široku potrošnju	15,3	2.360	2.512	2.660	648	686	228	1,8	-1,1	17,7	6,5	11,0
Ostalo	14,7	1.709	2.037	2.553	987	932	282	51,4	61,4	22,7	19,1	40,6
Uvoz bez energije	91,1	13.311	14.514	15.830	4.061	4.542	1.427	8,1	8,5	11,7	9,4	12,5

Izvor: RZS

Prvenstveno, znatniji rast uvoza od početka 2017. prvenstveno se duguje međugodišnjem rastu cena energenata usled prošlogodišnjeg visokog pada ovih cena i stoga veoma niske baze. U narednom periodu na uvoz će uticati dalje kretanje svetske cene energije, a niska prošlogodišnja baza može uticati da svaki viši ovogodišnji nivo doprinese međugodišnjem rastu vrednosti ukupnog uvoza. Dodatno, očekuje se dalji rast domaće tražnje u Srbiji, koji će dodatno biti ubrzan ukoliko

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

dođe do najavljenog rasta penzija i plata u javnom sektoru. Stoga, rast domaće tražnje brže od rasta BDP-a će dovesti do ponovnog rasta spoljne neravnoteže. Takođe, realna aprecijacija dinara može biti jedan od faktora rasta uvoza u narednom periodu.

Spoljni dug

Spoljni dug Srbije na kraju marta 2017 iznosi 26.174 miliona evra, tj. 76,1% BDP-a

Spoljni dug Srbije na kraju marta 2017 iznosi 26.174 miliona evra (Tabela T4-7). Tokom Q1 2017. smanjenje spoljnog duga je iznosilo 374 miliona evra. Spoljni dug izražen kao procenat BDP-a iznosi 76,1% i za 1,7 pp BDP-a je ispod vrednosti zabeležene tri meseca ranije. Od tog porasta učešća, smanjenje učešća u BDP od 0,6 pp duguje se nešto višoj vrednosti BDP-a koji se koristi kao imenilac. Smanjenje spoljnog duga od početka 2017 delom se duguje aprecijaciji evra u odnosu na dolar.

Od ukupnog smanjenja spoljnog duga od 374 miliona evra tokom prva tri meseca 2017, posledica je kako smanjenja duga javnog sektora za 176 miliona evra (za 0,9 pp BDP-a), tako i smanjenja duga privatnog sektora za 199 miliona evra (0,8 pp BDP-a). Efekti fiskalne konsolidacije se ogledaju u određenoj meri na zabeleženi pad duga javnog sektora. Smanjenja spoljne zaduženosti privatnog sektora u Q1 rezultat je sa jedne strane razduživanja po osnovu dugoročnog duga od 59 miliona evra, i, sa druge strane nižeg nivoa kratkoročnog duga za 139 miliona evra. Po osnovu dugoročnih kredita bankarski sektor se razdužio za 61 miliona evra, dok je dugoročni dug privrede na kraju Q1 na istom nivou kao tri meseca ranije. Banke smanjuju iznos kratkoročnog zaduživanja za 208 miliona evra, dok preduzeća imaju viši iznos kratkoročnog duga za 68 miliona evra nego u prethodnom kvartalu.

Tabela T4-7. Srbija: dinamika kretanja spoljnog duga, 2013–2017

	2013	2014	2015	2016				2017
				Mar.	Jun	Sep.	Dec.	Mar.
stanja, u milionima evra, kraj perioda								
Ukupni spoljni dug	25.644	25.679	26.234	25.709	25.667	25.648	26.549	26.174
(U% BDP-a) ⁴⁾	74,8	76,8	78,2	75,8	75,7	75,4	77,8	76,1
Javni spoljni dug ¹⁾	13.120	14.145	15.295	14.934	15.031	14.923	15.679	15.504
(U% BDP-a) ⁴⁾	38,3	42,3	45,6	44,1	44,3	43,9	45,9	45,1
Dugoročni	13.120	14.140	15.295	14.934	15.031	14.923	15.679	15.504
od čega MMF	697	152	15	7	0	0	0	0
specijalna prava vučenja	434	463	493	483	488	484	494	495
Kratkoročni	0	5	0	0	0	0	0	0
Privatni spoljni dug ²⁾	12.525	11.534	10.939	10.775	10.636	10.725	10.869	10.671
(U% BDP-a) ⁴⁾	36,5	34,5	32,6	31,8	31,4	31,5	31,8	31,0
Dugoročni	12.328	11.441	10.636	10.463	10.358	10.272	10.190	10.131
od čega banke	3.219	2.503	2.057	1.912	1.730	1.514	1.403	1.342
od čega privreda	9.108	8.935	8.575	8.547	8.624	8.752	8.781	8.782
od čega ostali	1	3	4	4	4	6	6	7
Kratkoročni	196	94	303	312	277	453	679	540
od čega banke	171	57	186	237	222	406	592	384
od čega privreda	25	37	117	75	55	48	87	156
Neto spoljni dug ³⁾ , (u% BDP-a) ⁴⁾	42,2	47,2	47,2	47,8	48,3	47,3	47,9	47,8

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 (1.022,0 miliona evra, od čega se 445,6 miliona evra odnosi na domaće banke, a 576,4 miliona evra na domaća 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.

U odnosu na stanje od pre godinu dana ukupni spoljni dug je viši za 466 miliona evra...

U odnosu na nivo iz marta 2016. godine, ukupni spoljni dug viši je za 466 miliona evra (Tabela T4-7). Ipak, treba imati u vidu da iznosi spoljnog duga i njegovih komponenti, kao i njihove promene, su velikim delom određeni promenama u vrednosti valuta.

***...što je neto rezultat
zaduživanja javnog
sektora i razduživanja
privatnog sektora***

Vrednost spoljnog duga javnog sektora je za 570 miliona evra veća od prošlogodišnje. Sa druge strane, zabeleženo je smanjenje spoljne zaduženosti privatnog sektora u odnosu na kraj marta 2016 od 104 miliona evra – isključivo posledica razduživanja bankarskog sektora po osnovu dugoročnog duga za 570 miliona evra. Sa druge strane, kratkoročni dug banaka je za 147 miliona evra viši u Q1 2017 u poređenju sa istim kvartalom godinu dana ranije. Istovremeno, preduzeća su povećala dugoročni dug za 235 miliona evra, a kratkoročni za 80 miliona evra.

5. Cene i devizni kurs

Inflacija se u Q2 stabilizovala na nivou nešto iznad ciljne vrednosti Narodne banke Srbije i na kraju kvartala iznosi 3,6%. Nakon deflacije u julu (-0,4%) i neznatne inflacije u avgustu (0,2%), međugodišnja inflacija pala je na 2,5%. Usporavanju inflacije tokom Q2 doprineo je novi pad svetskih cena energenata, dok su najznačajniji dezinflatorni činioci u julu i avgustu bili sezonski pad cena hrane i izražena aprecijacija dinara. Noseća inflacija (merena indeksom potrošačkih cena bez cena hrane, energenata, alkohola i duvana) takođe je bila niska i stabilna na nivou od oko 2%, dok se u avgustu spustila na donju granicu ciljnog koridora NBS i iznosi 1,5%. Niska inflacija u poslednjih nekoliko meseci, a posebno snažni aprecijacijski pritisci na dinar, omogućili su početkom septembra prvo smanjenje referentne kamatne stope u 2017. godini – sa 4% na 3,75% – što ocenjujemo kao adekvatan odgovor monetarne politike. U narednim mesecima očekujemo jačanje trenutno relativno niskih inflatornih pritisaka usled umerene relaksacije monetarne politike, daljeg rasta domaće tražnje i očekivane sezonske deprecijacije dinara – ali će inflacija svakako nastaviti da se kreće u granicama ciljnog koridora NBS do kraja godine. Dinar je u Q2 nominalno aprecirao u odnosu na evro za 2,5%, što je trend koji se nastavio i tokom letnjih meseci – uprkos tome što je NBS u posmatranom periodu kupila 960 mln evra na međubankraskom deviznom tržištu. Od početka godine, dinar je nominalno ojačao u odnosu na evro za 3,5%, pri čemu je nominalna aprecijacija u odnosu na dolar bila još izraženija (14,3% u prvih osam meseci 2017. godine). Budući da je tokom 2017. godine inflacija u Srbiji bila viša nego u zemljama evrozone, dinar je u Q2 realno ojačao u odnosu na evro za 1,7%, a u prvih osam meseci za čak 5,3%. Ovako snažna realna aprecijacija dinara praćena sporijim rastom produktivnosti u poređenju sa zemljama EU, najvažnijim trgovinskim partnerima Srbije, ozbiljno pogoršava međunarodnu konkurentnost domaće privrede.

Cene

Inflacija u Q2 relativno niska, a sličan trend nastavljen je i u julu i avgustu

Na kraju drugog kvartala 2017. godine međugodišnja inflacija iznosila je 3,6% i ostala je na gotovo nepromenjenom nivou u odnosu na kraj prvog kvartala ove godine (Tabela T5-1). Prosečna inflacija u prvoj polovini ove godine iznosi 3,4% i neznatno je iznad ciljne vrednosti Narodne banke Srbije. Na kvartalnom nivou, u Q2 zabeležena je relativno niska inflacija od 0,5% usled preovlađujuće dezinflatornih pritisaka. Nakon rasta cene nafte krajem 2016. i potom stabilizacije u prvim mesecima ove godine, u Q2 zabeležen je njen novi pad (slično se dogodilo i na tržištima osnovnih metala). Cene naftnih fjučersa ukazuju na to da do kraja 2017. neće biti velikih oscilacija u kretanju cene nafte, zbog čega je uticaj njihovog poslednjeg pada na domaću inflaciju privremen i dobrim delom već iscrpljen. Od domaćih činilaca stabilizaciji inflacije u Q2 najviše su doprineli aprecijacija dinara i sezonski pad cena hrane. Na mesečnom nivou, nakon relativno visoke inflacije u aprilu od 0,8%, u maju je zabeležena deflacija od -0,5% i neznatna inflacija u junu od 0,2%. Mesečni rast cena u aprilu (najvećim delom usled porasta cena voća, povrća i mesa) doprineo je povećanju međugodišnje inflacije na 4% (što je najviši nivo od oktobra 2013. godine). Deflacija u maju i blaga inflacija u junu omogućili su stabilizaciju međugodišnje inflacije blizu proseka u dosadašnjem delu godine od oko 3,5%, pa je inflacija tokom Q2 ostala unutar granica novog ciljnog koridora Narodne banke Srbije (NBS)¹. Slični trendovi nastavljeni su i tokom letnjih meseci, pa je tako u julu zabeležena deflacija od -0,4%, a u avgustu neznatno povećanje cena od 0,2%.

Noseća inflacija takođe je bila stabilna u Q2 na nivou od oko 2%, što je i dalje bliže donjoj granici ciljnog intervala NBS

Noseća inflacija (merena indeksom potrošačkih cena bez hrane, alkoholnih pića, duvana i energenata) u Q2 bila je stabilna i u junu je iznosila 2%, tako da se od početka 2017. nalazi ispod sredine ciljnog intervala NBS (Grafikon T5-2). U julu i avgustu došlo je do blagog smanjenja noseće inflacije na 1,5%, što predstavlja donju granicu ciljnog intervala NBS. Glavni faktori koji su

¹ Narodna banka Srbije je u saradnji sa Vladom Republike Srbije donela odluku o spuštanju koridora ciljane inflacije sa 4±1,5% na 3±1,5% od januara 2017. godine.

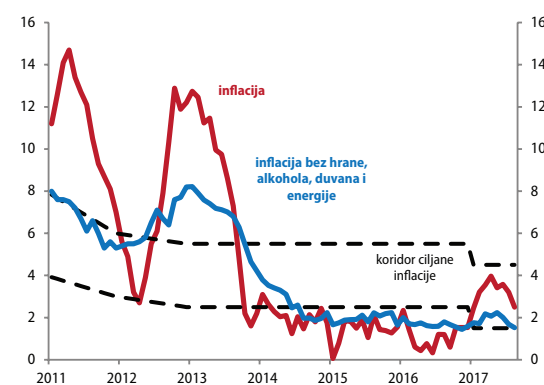
Tabela T5-1. Srbija: indeks potrošačkih cena, 2011-2017

	Indeks potrošačkih cena				
	Bazni indeks (prosek 2006 =100)	međugodišnji rast	kumulativ (od početka godine)	mesečni rast	3m pokretne sredine, anualizovano*
2011					
dec	154,3	7,0	7,0	-0,7	2,5
2012					
dec	173,1	12,2	12,2	-0,4	9,9
2013					
dec	176,9	2,2	2,2	0,2	-0,9
2014					
dec	180,0	1,8	1,8	-0,4	-2,4
2015					
mar	182,4	1,8	1,3	0,7	5,5
jun	183,8	1,9	2,1	0,5	3,1
sep	183,7	1,4	2,1	0,0	-0,3
dec	182,8	1,6	1,6	-0,2	-1,9
2016					
mar	183,5	0,6	0,4	-0,1	1,5
apr	184,2	0,4	0,8	0,4	0,9
maj	184,3	0,8	0,8	0,1	1,3
jun	184,4	0,3	0,9	0,1	2,0
jul	184,3	1,2	0,8	-0,1	0,2
avg	185,9	1,2	1,7	0,9	3,5
sep	184,8	0,6	1,1	-0,6	0,9
okt	186,1	1,5	1,8	0,7	4,0
nov	185,9	1,5	1,7	-0,1	0,0
dec	185,6	1,5	1,5	-0,2	1,8
2017					
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	0,0

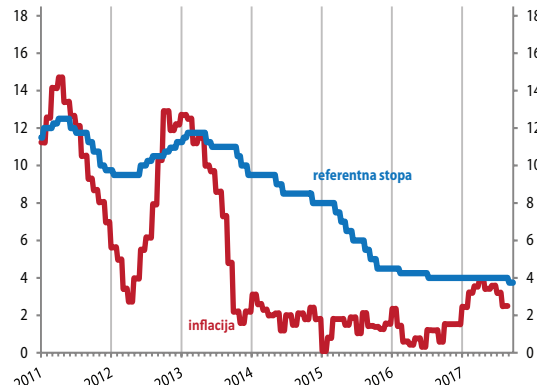
* Pokretne sredine mesečnog porasta cena za tri meseca, dignuto na godišnji nivo. (Na primer, vrednost za mart je dobijena tako što je prosek mesečnog porasta cena u januaru, februaru i martu podignut na godišnji nivo).

Izvor: RZS.

uticali na to da noseća inflacija bude veoma stabilna u prethodnom periodu (kreće se u uskom intervalu od 1,4% do 2,3% još od avgusta 2014. godine) jesu stabilan i gotovo fiksiran kurs dinara i umeren rast domaće tražnje. Takva kretanja zabeležena su i u Q2 2017. godine: dinar je zapravo ojačao prema evru, dok je realni međugodišnji rast domaće tražnje još uvek relativno umeren i iznosio je oko 1,9%. U narednom periodu očekujemo da će domaća tražnja i njen uticaj na kretanje inflacije presudno zavistiti od fiskalne politike, koja bi u trebalo da u 2017. bude blago restriktivna. Međutim, imajući u vidu aktuelne najave o velikom povećanju penzija i plata u javnom sektoru, još uvek nije moguće precizno proceniti karakter fiskalne politike u sledećoj godini, nakon isteka aranžmana sa MMF-om. Pređašnja iskustva s fiskalnom ekspanzijom u Srbiji upućuju na zaključak da je fiskalni multiplikator veoma nizak, pa bi se eventualni snažan rast državne potrošnje pre odrazio na povećanje uvoza i inflacije nego što bi doprineo ubrzanju privrednog rasta.

Grafikon T5-2. Srbija: međugodišnja stopa inflacije i noseće inflacije i ciljani koridor NBS, 2011-2017

Izvor: NBS i proračun QM-a

Grafikon T5-3. Srbija: referentna kamatna stopa NBS i međugodišnja stopa inflacije, u %, 2011-2017

Izvor: NBS

Niska inflacija i snažni aprecijacijski pritisci na dinar u prethodnim mesecima otvorili su prostor za smanjenje referentne kamatne stope na 3,75%

Inflacija u Q2 stabilizovana, što potvrđuje prethodnu procenu da je izraženo ubrzanje inflacije u Q1 bilo privremeno

Narodna banka Srbije tokom Q2 nije menjala restriktivnost monetarne politike i referentna kamatna stopa je ostala na nivou od 4% do kraja avgusta (Grafikon T5-3). Međutim, niska inflacija i naročito snažni aprecijacijski pritisci na dinar u poslednjih pet meseci (NBS je na međubankarskom deviznom tržištu u posmatranom periodu kupila 960 mln evra) uticali su na odluku o smanjenju referentne kamatne stope početkom septembra na 3,75%. Povećanje ekspanzivnosti monetarne politike u ovom trenutku donekle je iznenađujuće imajući u vidu pokazatelje koji ukazuju na postepeno povećanje domaćih inflatornih pritisaka, pre svega poboljšanja na tržištu rada (porast zaposlenosti i stabilan međugodišnji rast realnih zarada od oko 3%), solidan rast kreditne aktivnosti banaka i očekivane sezonske deprecijacijske pritiske na dinar do kraja godine. Pored toga, premda je u prvoj polovini 2017. godine ostvaren razočaravajući privredni rast, to je najvećim delom posledica jednokratnih činilaca (pad poljoprivredne proizvodnje usled suše i problemi u energetsom sektoru na početku godine) a ne suštinskih pogoršanja trendova u realnom sektoru ekonomije.

U drugom kvartalu 2017. godine došlo je do skromnog rasta nivoa cena od 0,5% (Tabela T5-4) i to uglavnom zahvaljujući relativno visokoj inflaciji u aprilu (0,8%), dok je u maju zabeležena deflacija (-0,5%) a u junu niska inflacija (0,2%). Glavni pokretač inflacije u Q2 bio je porast cena hrane za 1,4% (doprinos od 0,4 p.p.), vođen sezonskim povećanjem cena voća (28,3%, doprinos od 0,6 p.p.) i mesa (4,5%, doprinos 0,3 p.p.). Najveći deflacioni uticaj poticao je od sezonskog pada cena povrća (pad za 8,4%, doprinos -0,4 p.p.) i smanjenja cena čvrstih goriva nakon njihovog porasta u zimskim mesecima (pad od 5%, doprinos -0,1 p.p.). Cene preostalih grupa proizvoda i usluga u Q2 nisu se bitnije menjale, a uticaj tih promena na inflaciju se uglavnom međusobno potire.

Tabela T5-4. Srbija: izabrane komponente IPC i doprinos rastu inflacije

	učešće u IPC (u%)	porast cena u Q2 2017.	doprinos ukupnom porastu (procentni poeni)	porast cena u julu 2017.	doprinos ukupnom porastu (procentni poeni)	porast cena u avgustu 2017.	doprinos ukupnom porastu (procentni poeni)
Ukupno	100,0	0,5	0,5	-0,4	-0,4	0,2	0,2
Hrana i bezalkoholna pića	32,0	1,2	0,4	-2,0	-0,6	0,2	0,05
Hrana	28,4	1,4	0,4	-2,2	-0,6	0,2	0,1
Alkoholna pića i duvan	7,3	0,0	0,0	2,7	0,2	0,0	0,0
Duvan	4,6	0,0	0,0	4,3	0,2	0,0	0,0
Odeća i obuća	4,5	1,3	0,1	-1,2	-0,1	-1,3	-0,1
Stanovanje, voda struja	13,7	-1,1	-0,2	-0,1	0,0	0,5	0,1
Električna energija	5,0	-1,4	-0,1	0,1	0,0	0,5	0,0
Nameštaj i opremanje domaćinstva	4,6	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,4	0,0
Zdravstvo	5,0	0,4	0,0	-0,1	0,0	-0,1	0,0
Transport	12,8	-0,7	-0,1	-0,9	-0,1	-0,2	0,0
Goriva i maziva	5,9	-1,1	-0,1	-1,3	-0,1	-0,5	0,0
Komunikacije	5,0	0,7	0,0	-0,1	0,0	0,6	0,0
Ostalo	15,1		0,3		0,2		0,1

Izvor: RZS i proračun QM-a

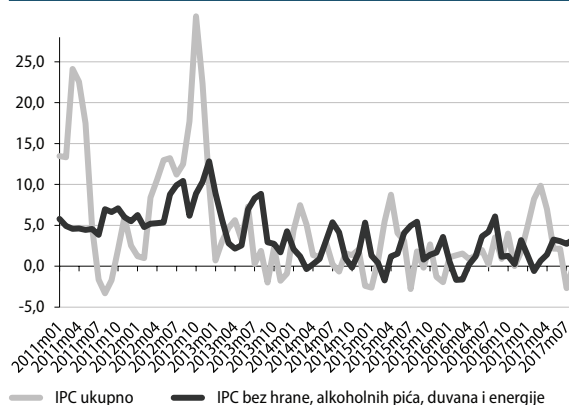
U julu je zabeležena deflacija od -0,4%, a u avgustu blagi porast cena za 0,2%

U julu 2017. godine došlo je do pada nivoa cena od 0,4%, najviše zahvaljujući padu cena hrane (pad od 2,2%, doprinos -0,6 p.p.), odeće i obuće (pad od 1,2%, doprinos -0,1 p.p.) i naftnih derivata (pad od 1,3%, doprinos -0,1 p.p.). U smeru povećanja nivoa cena u julu delovao je porast cena duvanskih proizvoda usled usklađivanja iznosa akcize (rast od 4,3%, doprinos 0,2 p.p.) i porast cena iz grupe rekreacija i kultura (za 3,5%, doprinos 0,2 p.p.). Pad cena hrane je sezonskog karaktera i potiče od smanjenja cena povrća (za 12,1%, doprinos -0,6 p.p.) i voća (za 3,3%, doprinos nešto manje od 0,1 p.p.). S obzirom na to da se sezonski efekat promena cena određenih

proizvoda (voća, povrća, mesa, odeće i obuće, turističkih aranžmana) obično javlja u istim mesecima u godini, to uglavnom nema značajan uticaj na izračunavanje međugodišnje stope inflacije, ali je dobrim delom odgovoran za oscilacije u kretanju mesečnih stopa inflacije. Deflacija u julu doprinela je smanjenju međugodišnje inflacije na 3,2%. Tokom avgusta došlo je do neznatnog povećanja nivoa cena od 0,2% usled poskupljenja proizvoda i usluga u grupama Rekreacija i kultura (2,7%), Komunikacije (0,6%), Stan, voda, električna energija, gas i druga goriva (0,5%) i Hrana i bezalkoholna pića i Restorani i hoteli za po 0,2%. Dezinflatorno je delovao pad cena u grupama Odeća i obuća (-1,3%), Nameštaj, pokućstvo i tekuće održavanje stana (-0,4%), Transport (-0,3%) i Obrazovanje (-0,2%). Budući da je u avgustu 2016. godine bila ostvarena znatno viša stopa inflacije od 0,9% usled jednokratnog porasta cene mesa (što se ove godine nije dogodilo), međugodišnja inflacija smanjena je na 2,5%.

Ukupna inflacija beleži pad u Q2, dok je noseća inflacija osetno porasla u odnosu na Q1

Grafikon T5-5. Srbija: IPC i noseća inflacija, anualizovane serije, u %, 2011-2017



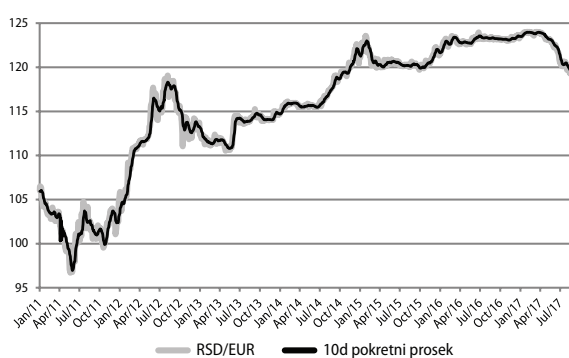
Izvor: RZS i proračun QM-a

beleži izražen rast u Q2, sa 0,7% u martu na 3,1% u junu. Visoka volatilnost anualizovanog 3m proseka ukupne inflacije ukazuje na to da je kretanje cena u Srbiji pod snažnim uticajem jednokratnih i sezonskih činilaca (na primer, veliki pad ukupne inflacije u Q2 i u julu bio je vođen padom cena voća i povrća). U takvim okolnostima bolji pokazatelj kretanja nivoa cena bio bi anualizovani prosek u dužem periodu (poput šestomesečnog) ili međugodišnja inflacija iz koje se gotovo potpuno isključuju pomenuti sezonski efekti.

Devizni kurs

Dinar je u Q2 i tokom letnjih meseci snažno ojačao, pa je na kraju avgusta kurs gotovo dostigao vrednost od 119 dinara za evro

Grafikon T5-6. Srbija: dnevni kurs dinar/evro, 2011-2017



Izvor: NBS

aprecijacija dinara u odnosu na ove valute u Q2 još je izraženija. U odnosu na dolar, dinar je tokom Q2 ojačao za 9% (za 3,8% na nivou proseka kvartala) i za dodatnih 5% u julu i avgustu

Ukupna inflacija (3m anualizovani prosek) na kraju Q2 iznosila je 2,1%, što predstavlja osetno smanjenje u odnosu na kraj Q1 (Grafikon T5-5). U julu je nastavljen pad ukupne inflacije tako da je tromesečni anualizovani prosek završio u negativnoj zoni (-2,7%), dok avgustovski 3m anualizovani prosek ukazuje na stagnaciju nivoa cena (inflacija 0%). Oštar pad ukupne inflacije u poslednjih nekoliko meseci (od aprila do jula za oko 10 p.p.) posledica je postepenog izlaska relativno visoke mesečne inflacije do aprila iz obračuna proseka i uključivanja niskih i negativnih stopa inflacije od maja. Sasvim suprotno, noseća inflacija (3m anualizovani prosek inflacije bez hrane, alkohola, duvana i energenata)

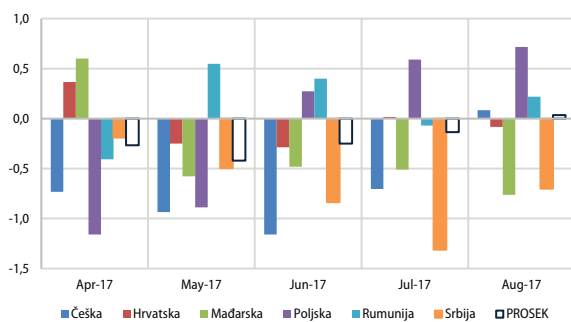
Dinar je tokom Q2 primetno ojačao prema evru – za 2,5% u odnosu na kraj marta, odnosno za 0,8% posmatrano na nivou proseka kvartala (Grafikon T5-6). Trend aprecijacije dinara nastavio se i tokom letnjih meseci pa je dinar u julu ojačao za 0,4% (1,3% ukoliko se posmatra mesečni prosek) i u avgustu za dodatnih 1% (0,7% na nivou mesečnog proseka). Od početka 2017. godine dinar je ukupno ojačao prema evru za 3,5% tako da je kurs na kraju avgusta iznosio nešto preko 119 dinara za evro, što je najveća vrednost dinara još od oktobra 2014. Budući da je istovremeno zabeleženo i jačanje evra u odnosu na američki dolar i švajcarski franak,

Aprecijacija dinara u Q2, a naročito u periodu od juna do avgusta, znatno je izraženija u poređenju s kretanjem deviznih kurseva zemalja u regionu

(6,9% na nivou mesečnog proseka). Slično, dinar je tokom Q2 ojačao u odnosu na franak za 4,8% (2% na nivou mesečnog proseka) i za dodatnih 5,6% u julu i avgustu (6,6% na nivou mesečnog proseka).

Umerena aprecijacija dinara u odnosu na evro tokom aprila i maja bila je u skladu s kretanjem valuta u zemljama regiona sa sličnim režimom deviznog kursa (Grafikon T5-7). Međutim, trend jačanja dinara od juna meseca bio je znatno izraženiji u odnosu na prosek izabranih valuta, uprkos značajno velikim intervencijama Narodne banke Srbije na međubankarskom deviznom tržištu (MDT). Kako bi sprečila prekomernu kratkoročnu aprecijaciju dinara, Narodna banka Srbije je na MDT u Q2 kupila ukupno 505 mln evra (od čega samo u junu 345 mln evra), a u julu i avgustu dodatnih 455 mln evra. Ovakvo snažni aprecijacijski pritisci jednim delom su uobičajeni

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

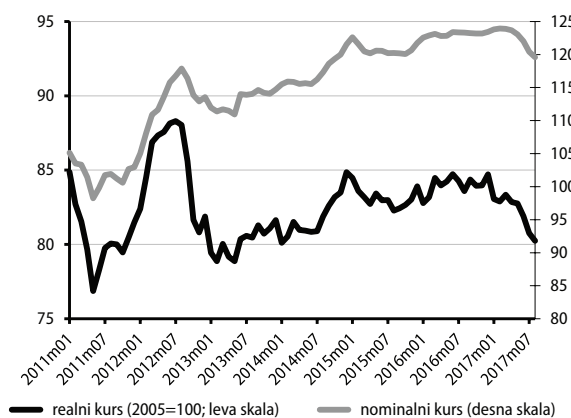


Izvor: Eurostat, NBS i proračun QM-a
Napomena: porast označava deprecijaciju.

Relativno snažna realna aprecijacija u Q2 i julu i avgustu u suprotnosti s kretanjem makroekonomskih fundamenata

Dinar je tokom Q2 realno aprecirao prema evru za 1,7%, u julu za 1,4% i u avgustu za dodatnih 0,6%. S obzirom na to da je dinar i u Q1 realno apresirao prema evru za 1,6%, ukupna realna aprecijacija u prvih osam meseci 2017. godine iznosila je 5,3%. Premda je u posmatranom periodu dinar nominalno ojačao u manjoj meri, snažnija realna aprecijacija posledica je znatno veće inflacije u Srbiji u odnosu na zemlje evrozona. Ovakvo kretanje kursa dinara u dosadašnjem delu godine imalo je i neke pozitivne efekte (primeru radi, jačanje dinara u odnosu na evro i dolar znatno je doprinelo smanjenju javnog duga Srbije), ali je negativno to što je tako

Grafikon T5-8. Srbija: nominalni i realni kurs dinar/evro, prosek meseca, 2011-2017



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

za ovaj period godine usled sezonski velikog priliva doznaka i posledično povećanog otkupa stranih valuta od fizičkih lica. Pored toga, rastu ponude evra i jačanju dinara doprinele se ekspanzivna monetarna politika ECB (i rast izvozne tražnje), restriktivna domaća fiskalna politika (suficit od preko 70 mlrd dinara u prvih sedam meseci), a povećano je i ulaganje stranih investitora u državne hartije od vrednosti, koje uprkos padu premije na rizik za Srbiju i dalje donose relativno visok prinos u odnosu na posmatrane zemlje regiona (4% godišnje na julsjoj emisiji desetogodišnjih državnih obveznica denominovanih u evrima).

više nego poništen skroman rast cenovne konkurentnosti privrede Srbije u 2016. koji je ostvaren zahvaljujući realnoj deprecijaciji dinara od oko 1%. Trend realne aprecijacije dinara prema evru u 2017. u suprotnosti je s kretanjem makroekonomskih fundamenata, imajući u vidu pogoršanje deficita tekućeg računa u ovoj godini i relativni pad produktivnosti domaće privrede u odnosu na produktivnost u zemljama EU – najvažnijim trgovinskim partnerima Srbije. Snažno jačanje dinara praćeno padom produktivnosti ozbiljno pogoršava konkurentnost privrede Srbije. Istorijski posmatrano, realni kurs dinara u avgustu bio je na približno istom nivou kao u januaru 2014. godine (Grafikon T5-8).

6. Fiskalni tokovi i politika

U Q2 je nastavljen snažan rast poreskih i neporeskih prihoda, tako da je naplata ukupnih javnih prihoda bila znatno veća od plana, dok su javni rashodi zabeležili umereni pad, uglavnom u skladu sa planom, a slična dinamika je nastavljena i u julu. U periodu januar-jul 2017. godine ostvaren je konsolidovani fiskalni suficit od 73,5 mlrd. dinara (2,9% BDP-a). Rast poreskih prihoda je i dalje široko rasprostranjen, budući da rastu prihodi od svih poreskih oblika, osim od akciza, a najveći uticaj na rast ukupnih prihoda ima veća naplata poreza na dobit, kao i doprinosa i poreza na dohodak. Neporeski prihodi nastavljaju rast, iako je planirano njihovo smanjenje za četvrtinu u odnosu na prošlu godinu. Ukupni javni rashodi se kreću u skladu sa planom, ali su kapitalni rashodi u prvih sedam meseci 2017. ostvarili realan međugodišnji pad za 18,4% i iznosili su svega 2,2% BDP-a, što je za oko 7 mlrd. dinara manje od plana. Slaba realizacija kapitalnih rashoda se ocenjuje kao negativna iz perspektive podsticanja privrednog rasta. Fiskalni rezultat ostvaren u prvih sedam meseca 2017. godine bolji je za oko 80 mlrd. dinara u odnosu na plan, usled delovanja tri grupe faktora – poboljšanja odnosa razmene i pada troškova kapitala na međunarodnom tržištu što je uticalo na rast profitabilnosti privrede, zatim rasta naplate neporeskih prihoda i slabije realizacije kapitalnih rashoda. Ukoliko se trendovi iz prethodnog dela godine nastave u 2017. godini bi mogao biti ostvaren fiskalni suficit od oko 0,5% BDP-a. Ostvarivanje fiskalnog suficita u periodu kada privreda raste po stopi koja je osetno niža od očekivane, ocenjuje se kao neadekvatno, te bi u narednom periodu trebalo kroz osetno povećanje kapitalnih rashoda smanjiti restriktivnost fiskalne politike, tako da se fiskalni deficit stabilizuje na nivou od 0,5-1% BDP-a. Javni dug je na kraju jula 2017. iznosio 67,8% BDP-a, što je za oko 6,6% BDP-a manje nego na kraju 2016. godine, pre svega usled realne aprecijacije dinara prema dolaru i evru, kao i usled povoljnih tekućih fiskalnih trendova.

Fiskalne tendencije i makroekonomske implikacije

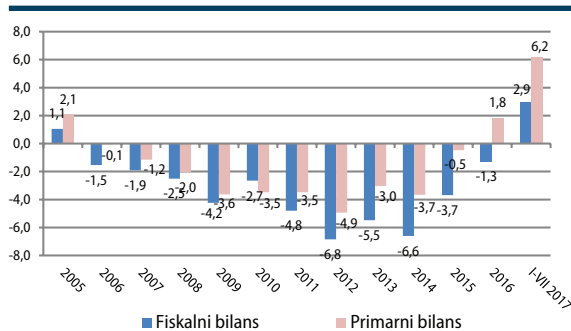
U prvih sedam meseci 2017. ostvaren je konsolidovani suficit od 73,5 mlrd dinara (2,9% BDP-a)

U Q2 nastavljen je snažan realan rast javnih prihoda i umeren rast javnih rashoda, kako u odnosu na prethodno tromesečje, tako i u odnosu na isti period prošle godine. Rast gotovo svih kategorija prihoda (osim akciza) nastavljen je i u julu, dok su rashodi nastavili pad, tako da je u prvih sedam meseci 2017. godine ostvaren konsolidovani fiskalni suficit od 73,5 mlrd. dinara (oko 2,9% sedmomesečnog BDP-a). Kada se isključe rashodi kamata, dobija se da je u ovom periodu ostvaren primarni suficit od oko 155 mlrd. dinara (oko 6,2% BDP-a). Ostvarivanje visokog fiskalnog suficita u periodu kada privreda raste po stopi koja je osetno niža od očekivane, ocenjuje se kao neadekvatno, tako da bi u narednom periodu trebalo kroz osetno povećanje kapitalnih rashoda smanjiti restriktivnost fiskalne politike.

Nastavljen snažan rast poreskih prihoda

Rastu sve vrste prihoda, osim od akciza

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



Izvor: Obračun QM-a

U Q2 2017. godine ostvaren je znatan realan međugodišnji rast poreskih prihoda (za 6%), što predstavlja nastavak trenda iz prethodnih kvartala. Desezonirani poreski prihodi su osetno realno porasli i u odnosu na prethodni kvartal (za 2,4%).

Rast poreskih prihoda je bio široko rasprostranjen, budući da je realno povećanje zabeleženo kod svih vrsta poreskih prihoda, osim kod akciza.

Relativno posmatrano, najveći međugodišnji rast u Q2 je zabeležen kod prihoda od poreza na dobit preduzeća (51,9%), što je posledica snažnog rasta profitabilnosti privrede u 2016. godine, do kojeg je došlo usled poboljšanja

dica snažnog rasta profitabilnosti privrede u 2016. godine, do kojeg je došlo usled poboljšanja

Posebno snažan rast ostvaren po osnovu poreza na dobit, a znatno rastu i prihodi od poreza na rad

odnosa razmene (pada troškova energenata) i pada troškova finansiranja na međunarodnom finansijskom tržištu. Veliki uticaj na rast ukupnih poreskih prihoda imalo je snažno povećanje prihoda od doprinosa, koji su u Q2 2017. godine bili realno veći za 5,1% u odnosu na Q2 2016. godine. Snažan realan rast prihoda od doprinosa, kao i od poreza na dohodak u ovom periodu predstavlja posledicu umerenog rasta zarada i zaposlenosti, a verovatno i suzbijanja rada na crno. U Q2 je došlo do usporavanja rasta prihoda od PDV, budući da su u ovom kvartalu prihodi od PDV realno bili veći za svega 0,3% u odnosu na isti period prošle godine. Nakon blagog pada u Q1, neporeski prihodi su u Q2 ponovo zabeležili realan međugodišnji rast (za 3,1%), što ukazuje na nastavak politike agresivne naplate dividendi od javnih preduzeća.

U julu 2017. zabeležen je blagi realan međugodišnji pad poreskih prihoda (za 0,6%), usled osetnog pada prihoda od akciza (za 15,5%), dok je kod ostalih poreskih oblika nastavljena dinamika iz prethodnih meseci, a kod neporeskih prihoda je zabeleženo snažno povećanje (30,1%). Shodno tome, u prvih sedam meseci 2017. godine poreski prihodi su bili realno veći za 5% u odnosu na isti period 2016. godine, pre svega usled snažnog relativnog rasta prihoda od poreza na dobit (45,9%), ali i znatnog relativnog i apsolutnog rasta prihoda od doprinosa i poreza na dohodak (za 4,5% i 5,1% respektivno), dok su prihodi od PDV zabeležili blagi realan rast (za 1,1%). U navedenom periodu prihodi od akciza su zabeležili blagi realan pad (za 1,6%), pre svega usled osetnog pada prihoda od akciza na cigarete, što može ukazivati na ponovni rast sive ekonomije u domenu prometa ovih akciznih proizvoda.

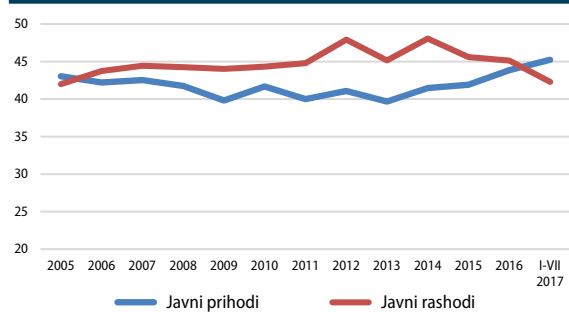
Shodno navedenom, ocenjuje se da je znatan rast poreskih prihoda ostvaren u periodu januar-jul 2017. godine posledica povećanja profitabilnosti privrede (uzrokovanog poboljšanjem odnosa razmene i povoljnim uslovima finansiranja), te umerenog rasta formalne zaposlenosti i zarada. Relativno spori realan rast prihoda od PDV-a konzistentan je sa podacima o niskom rastu privredne aktivnosti u prvih sedam meseci 2017. godine.

Neporeski prihodi takođe osetno rastu, iako je planirano njihov smanjenje za četvrtinu

Neporeski prihodi su u periodu januar-jul 2017. zabeležili osetan međugodišnji realan rast (za 5,2%), iako je planirano da u 2017. neporeski prihodi budu smanjeni za gotovo četvrtinu u odnosu na 2016. godinu. Na to je uticao nastavak politike agresivne naplate dividendi od javnih preduzeća i u 2017. godini, što ima negativne posledice po investicije i dugoročne poslovne performanse tih preduzeća, kao i naplata gotovo 9 mlrd. dinara dividende od NBS.

Javni rashodi nastavljaju blagi pad, pre svega usled smanjenja rashoda na plate, penzije i kamate

Grafikon T6-2. Srbija: Konsolidovani javni prihodi i javni rashodi (% BDP)¹



Izvor: Obračun QM-a na osnovu podataka MF

Javni rashodi su u Q2 2017. godine nastavili blagi realan pad u odnosu na isti period prethodne godine (za 1,7%), dok su u prethodni kvartal gotovo stagnerali (-0,2%). Pad ukupnih javnih rashoda u Q2 rezultat je smanjenja rashoda kamata (usled neujednačene dinamike otplate), te nastavka blagog pada rashoda na plate i penzije, dok su rashodi na robu i usluge, subvencije, kao i kapitalni rashodi u Q2 zabeležili rast. U julu je došlo do osetnijeg realnog međugodišnjeg pada rashoda (za 4,4%) pre svega usled pada kapitalnih rashoda i subvencija.

U periodu januar-jul 2017. konsolidovani javni rashodi su bili za 1,9% realno manji u odnosu na isti period prethodne godine. Međugodišnji pad je zabeležen kod svih kategorija rashoda, osim po osnovu nabavke robe i usluga. Najveći relativni međugodišnji pad u ovom periodu ostvaren je kod kapitalnih rashoda (gotovo za petinu), a umeren pad je ostvaren i kod rashoda na kamate (za 4,2%), pre svega usled povoljnijih uslova zaduživanja koji su posledica opšteg pada kamatnih stopa na međunarodnom finansijskom tržištu, kao i smanjenja rizika zemlje usled fiskalne stabilizacije. Niska indeksacija penzija i umerena indeksacija plata u javnom sektoru na početku 2017. godine, te nastavak politike zamrzavanja zapošljavanja učinili su da rashodi na plate i penzije nastave međugodišnji realan pad, što je bitno doprinelo blagom smanjenju ukupnih rashoda u ovom periodu.

¹ Javni rashodi* su korigovani za jednokratne izdatke na subvencije i penzije u decembru 2014. i 2015. godine

Kapitalni rashodi od januara do jula 2017. manji su za petinu u odnosu na 2016. godinu

Iako je planirano da kapitalni rashodi u 2017. budu za oko 6% veći nego u prethodnoj godini, oni su u prvih sedam meseci 2017. godine zabeležili realan međugodišnji pad za 18,4%, tako da su u ovom periodu iznosili svega 2,2% sedmomesečnog BDP-a. U apsolutnom iznosu, kapitalni rashodi u prvih sedam meseci 2017. godine su bili za oko 7 mlrd. dinara manji u odnosu na plan. Budući da je pad kapitalnih rashoda zabeležen i tokom letnjih meseci (npr. u julu 2017. su bili realno manji za 54% u odnosu na isti mesec 2016. godine), slaba realizacija kapitalnih rashoda se ne može pripisati samo lošim vremenskim uslovima na početku godine, već je verovatno posledica i lošeg planiranja i neefikasne realizacije infrastrukturnih projekata. Kao što je više puta navedeno u prethodnim brojevima QM-a, povećanje kapitalnih rashoda na 4-5% BDP-a, čime bi se oni doveli na nivo proseka zemalja Centralne i Istočne Evrope, imalo bi pozitivne efekte na rast privrede, kako u periodu njihove realizacije, tako i u periodu eksploatacije izgrađenih infrastrukturnih objekata.

Fiskalni rezultat u periodu januar-jul 2017. je za oko 80 mlrd. dinara bolji u odnosu na plan...

Polazeći od unutargodišnje dinamike javnih prihoda i javnih rashoda u prethodnim godinama, procenjuje se da je fiskalni rezultat ostvaren u prvih sedam meseca 2017. godine bolji u odnosu na plan za oko 80 mlrd. dinara, od čega se više od polovine (oko 50 mlrd. dinara) duguje većoj naplati poreza, oko trećina (oko 30 mlrd. dinara) većoj naplati neporeskih prihoda, dok se javni rashodi (osim kapitalnih), realizuju u skladu sa planom.

...usled rasta profitabilnosti privrede, agresivnije naplate neporeskih prihoda i slabe realizacije kapitalnih rashoda

Najznačajniji uticaj na veću naplatu poreza u odnosu na plan ima snažno povećanje prihoda od poreza na dobit (plan premašen za gotovo 25 mlrd. dinara), a bolja naplata u odnosu na plan je ostvarena i kod svih ostalih vrsta prihoda. Zaključuje se da se pozitivno odstupanje poreskih prihoda u odnosu na plan prevashodno objašnjava delovanjem tri grupe faktora – *i*) poboljšanjem odnosa razmene i padom troškova kapitala na međunarodnom tržištu što je uticalo na rast profitabilnosti privrede, *ii*) naplatom velikog iznosa dividende (9 mlrd. dinara) od NBS, i *iii*) slabijom realizacijom kapitalnih rashoda. Faktori koji su uticali na rast profitabilnosti privrede su egzogeni i verovatno privremeni, dok agresivna naplata neporeskih prihoda i slaba realizacija kapitalnih rashoda takođe predstavljaju nepoželjne mehanizme smanjenja deficita, jer negativno utiču na ukupan nivo investicija u zemlji, na performanse javnih preduzeća i na budući privredni rast.

U 2017. bi mogla da bude ostvarena fiskalna ravnoteža ili blagi suficit

Ukoliko se trendovi u pogledu dinamike javnih prihoda i javnih rashoda ostvareni u periodu januar-jul 2017. nastave i u ostatku godine, te ne bude ponovnog preuzimanja negarantovanih obaveza javnih i državnih preduzeća od strane države, konsolidovani sektor države bi u 2017. godini mogao da ostvari suficit od oko 0,5% BDP-a (oko 20 mlrd. dinara). Povoljni fiskalni trendovi dovode do pojačavanja pritisaka i obećanja u pogledu smanjenja smanjenje poreza i povećanje rashoda (npr. veliko povećanje plata i penzija). Realizacija tih ideja i obećanja verovatno ne bi osetnije uticala na fiskalni bilans u tekućoj godini, ali bi se efekti ostvarili u 2018. godini kada se počne sa njihovom primenom.

Za brži privredni rast fiskalni deficit bi trebalo držati na nivou od 0,5-1% BDP...

Znatno smanjenje fiskalnog deficita i zaustavljanje rasta javnog duga u prethodne tri godine se ocenjuju kao pozitivno iz perspektive obezbeđenja dugoročne održivosti javnih finansija. Međutim, ostvarivanje znatnog fiskalnog suficita, koji je u prvih sedam meseci 2017. godine iznosio 2,9% BDP-a (a primarni suficit čak 6,2% BDP-a), u uslovima kada je stopa rasta BDP-a vrlo niska (videti: *Privredna aktivnost*), ukazuje da je fiskalna politika suviše restriktivna. S tim u vezi, u narednom periodu, fiskalna politika bi trebalo da bude postavljena tako da obezbeđuje dalji pad javnog duga, te da deluje podsticajno na privredni rast. U narednom periodu konsolidovani fiskalni deficit od 0,5% i 1% BDP-a bi obezbeđivao dalji pad javnog duga.

te shodno tome kapitalne rashode povećati za 1-1,5% BDP-a

Pošto će država u 2017. verovatno ostvariti fiskalnu ravnotežu ili blagi suficit, fiskalni prostor od 1-1,5% BDP-a bi trebalo iskoristiti pre svega za osetnije povećanje kapitalnih rashoda, dok bi tekući izdaci na plate i penzije trebalo da rastu po stopi koja neće biti veća od stope nominalnog rasta BDP-a (3-5%). Eventualno veći rast plata i penzija u javnom sektoru bi značio smanjenje fiskalnog prostora za povećanje kapitalnih rashoda ili povećanje deficita, što bi u oba slučaja imalo negativne efekte na dinamiku privrednog rasta u budućnosti.

Analiza kretanja javnog duga

Javni dug na kraju jula iznosio je 66,8% BDP-a

Na kraju jula 2017. godine javni dug Srbije iznosio je 23,8 mlrd. evra (66,8% BDP), a uključujući i negarantovani dug lokalnih zajednica oko 67,8% BDP-a, što je za oko 1 milijardu evra manje u odnosu na kraj 2016.

...a sa dugom lokalnih zajednica – 67,8% BDP-a

U relativnom iznosu, dug je na kraju jula 2017. bio za oko 6,6% BDP-a manji u odnosu na kraj 2016, zbog toga što nije bilo potrebe za neto zaduživanjem u ovom periodu usled ostvarenog fiskalnog suficita, kao i zbog blagog rasta BDP-a. Posmatrano po strukturi duga, uočava se da je u periodu januar-jul došlo do smanjenja i direktnog duga (za oko 750 miliona evra) i indirektnog duga (za oko 250 miliona evra).

Smanjenje duga gotovo u potpunosti je posledica aprecijacije dinara

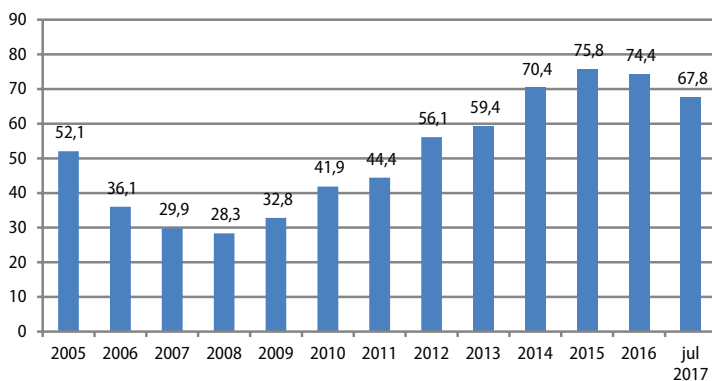
Osetno smanjenje javnog duga u periodu januar-jul predstavlja posledicu aprecijacije kursa dinara prema evru i dolaru, kao i povoljnih fiskalnih trendova, usled čega nije bilo potrebe za dodatnim neto zaduživanjem radi finansiranja fiskalnog deficita u tekućem periodu. Kurs dinara prema dolaru je u periodu januar-jul snažno realno aprecirao, za oko 15%, a znatna realna aprecijacija ostvarena je i u odnosu na evro (za oko 5%). S obzirom na valutnu strukturu javnog duga Srbije, aprecijacija kursa dinara prema evru i dolaru uticala je na nominalno smanjenje javnog duga za preko milijardu evra, čime je neutralisan veći deo negativnih efekata promene kursa na visinu javnog duga krajem 2016. godine. Deo smanjenja javnog duga u periodu januar-jul može se smatrati privremenim, budući da je u srednjem roku realno očekivati blagu realnu deprecijaciju dinara prema evru, dok bi promena kursa prema dolaru mogla biti i snažnija, zbog snažne volatilnosti kursa evra prema dolaru.

Efektivna kamatna stopa na dug Srbije iznosi oko 4,3%, što se ocenjuje kao nepovoljno

Aprecijacija dinara prema evru i dolaru takođe utiče i na blagi pad rashoda kamata, budući da je oko 80% javnog duga Srbije nominirano u inostranim valutama. U 2016. godini implicitna prosečna kamatna stopa, koja se dobija kao odnos rashoda kamata i iznosa javnog duga, u Srbiji je iznosila oko 4,3%, što se ocenjuje kao nepovoljno, u odnosu na druge uporedive države. Dospće skupih kredita iz prethodnog perioda i njihovo refinansiranje pod trenutno povoljnijim uslovima, uticaće na umereni pad implicitne prosečne kamatne stope u narednom periodu. Na povoljnije uslove zaduživanja Srbije utiče opšti pad kamatnih stopa na međunarodnom tržištu kapitala usled ekspanzivne monetarne politike ECB i Fed, kao i ostvarena stabilizacija javnih finansija. Stoga bi trebalo iskoristiti trenutno povoljne uslove na finansijskom tržištu za refinansiranje nekih od postojećih skupih kredita, kao i za obezbeđenje sredstava za finansiranje otplata dospelih dugova u narednom periodu.

Dobri fiskalni rezultati ostvareni u prvih sedam meseci 2017. godine uticali su da ne bude potrebe za dodatnim neto zaduživanjem države, a snažna aprecijacija kursa dinara uticala je na osetno smanjenje apsolutnog iznosa duga. Budući da je kretanje kursa u narednom periodu nepredvidivo, za stabilizaciju i dalje smanjenje duga potrebno je da se konsolidovani deficit stabilizuje na oko 0,5-1% BDP-a, te da se učini osetan napredak u pogledu restrukturiranja javnih preduzeća (pre svega EPS-a i Srbijagasa), kao i privatizacije državnih preduzeća (petrohemijski kompleks, RTB Bor, Galenika, Prva Petoletka i dr.), kako ne bi došlo do stvaranja novih gubitaka i njihovog preliivanja na konsolidovani bilans države.

Grafikon T6-3. Kretanje javnog duga Srbije (% BDP)



Izvor: Obračun QM-a

Prilozi

Prilog 1. Srbija: konsolidovani bilans sektora države, 2010-2017.

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016				2017				
							Q1	Q2	Q3	Q4	Q1-Q4	Q1	Q2	Q1-Q2	I-VII
I UKUPNI PRIHODI	1.278,4	1.362,6	1.472,1	1.538,1	1.620,8	1.694,8	414,7	460,8	476,9	490,3	1.842,7	449,9	503,8	953,7	1.133,7
1. Tekući prihodi	1.215,7	1.297,9	1.393,8	1.461,3	1.540,8	1.687,6	413,3	458,8	472,5	488,7	1.833,3	448,0	502,3	950,4	1.130,1
Poreski prihodi	1.056,5	1.131,0	1.225,9	1.296,4	1.369,9	1.463,6	353,2	405,0	405,3	422,2	1.585,8	386,4	444,9	831,3	986,7
Porez na dohodak	139,1	150,8	35,3	156,1	146,5	146,8	34,5	37,7	40,5	42,4	155,1	37,5	40,7	78,2	93,6
Porez na dobit	32,6	37,8	54,8	60,7	72,7	62,7	13,3	31,1	18,1	17,8	80,4	18,9	49,0	67,9	76,6
PDV	319,4	342,4	367,5	380,6	409,6	416,1	103,8	114,9	112,7	122,0	453,5	109,6	119,5	229,1	276,3
Akcize	152,4	170,9	181,1	204,8	212,5	235,8	57,4	65,5	75,2	67,5	265,6	64,9	65,2	130,0	159,9
Carine	44,3	38,8	35,8	32,5	31,2	33,3	8,6	8,7	9,2	9,9	36,4	9,3	9,7	19,0	22,2
Doprinosi	323,0	346,6	378,9	418,3	440,3	505,7	120,5	130,8	132,6	143,6	527,5	129,6	142,4	272,0	318,7
Ostali poreski prihodi	46,0	43,5	42,6	43,5	57,3	63,3	15,1	16,3	16,9	19,0	67,3	16,6	18,4	35,1	39,4
Neporeski prihodi	159,2	36,9	37,9	34,9	170,9	224,0	60,1	53,8	67,1	66,5	247,5	61,6	57,5	119,1	143,5
II UKUPNI RASHODI	-1.419,5	-1.526,1	-1.717,3	-1.750,2	-1.878,9	-1.844,0	-430,7	-462,9	-463,1	-543,0	-1.899,7	438,2	471,5	909,6	1.060,2
1. Tekući rashodi	-1.224,8	-1.324,8	-1.479,9	-1.549,8	-1.628,0	-1.696,6	-403,9	-419,5	-416,4	-478,2	-1.717,9	415,7	425,1	840,7	978,8
Rashodi za zaposlene	-308,1	-342,5	-374,7	-392,7	-388,6	-419,2	-99,8	-104,6	-103,7	-109,5	-417,7	102,5	108,2	210,7	245,1
Kupovina roba i usluga	-202,5	-23,3	-235,7	-236,9	-256,8	-257,6	-57,5	-67,2	-68,4	-90,6	-283,6	60,5	72,8	133,2	157,6
Otplata kamata	-34,2	-44,8	-68,2	-94,5	-115,2	-129,9	-45,9	-32,0	-31,6	-22,0	-131,6	47,4	25,4	72,8	82,2
Subvencije	-77,9	-80,5	-111,5	-101,2	-117,0	-134,7	-18,0	-24,1	-20,4	-50,2	-112,7	18,9	26,6	45,5	51,1
Socijalni transferi	-579,2	-609,0	-652,5	-687,6	-696,8	-710,0	-171,9	-176,3	-178,3	-190,3	-716,8	174,5	178,4	352,9	410,8
od čega: penzije ³⁾	-394,0	-422,8	-473,7	-498,0	-508,1	-490,2	-122,1	-123,8	-123,2	-125,2	-494,2	123,1	124,6	247,7	288,8
Ostali tekući rashodi	-22,9	-31,7	-37,4	-36,9	-53,7	-45,3	-10,7	-15,3	-13,9	-15,7	-55,6	11,9	13,7	25,6	32,0
2. Kapitalni rashodi ⁴⁾	-105,1	-111,1	-126,3	-84,0	-96,7	-114,5	-17,4	-31,2	-37,5	-53,1	-139,3	12,0	35,5	47,5	55,8
3. Aktivirane garancije	-2,7	-3,3	-3,7	-7,9	-29,7	-30,1	-8,7	-11,2	-8,2	-11,0	-39,1	8,3	5,8	14,1	15,3
4. Budžetske pozajmice	-30,0	-25,0	-38,2	-35,6	-55,4	-2,7	-0,6	-1,0	-1,0	-0,7	-3,3	2,2	5,1	7,3	10,3
III KONSOLIDOVANI BILANS	-141,0	-163,5	-245,2	-212,1	-258,1	-149,1	-16,0	-2,1	13,8	-52,8	-57,1	11,7	32,3	44,1	73,5

Izvor: Obračun QM-a na osnovu podataka MF

Prilog 2. Srbija: međugodišnje realno kretanje konsolidovanog bilansa sektora države, 2010-2017.

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016				2017				
							Q1	Q2	Q3	Q4	Q1-Q4	Q1	Q2	Q1-Q2	I-VII
I UKUPNI PRIHODI	-1,5	-4,6	0,6	-2,2	3,2	3,1	7,4	7,8	9,2	5,6	7,5	5,3	5,5	5,4	4,9
1. Tekući prihodi	-1,5	-4,4	0,1	-2,6	3,3	3,3	7,3	7,9	8,6	5,8	7,4	5,2	5,6	5,4	5,0
Poreski prihodi	-2,5	-4,1	1,0	-1,7	3,5	0,3	7,1	9,2	7,5	4,8	7,2	6,1	6,0	6,1	5,0
Porez na dohodak	-3,9	-2,9	2,1	-12,2	-8,1	-1,2	4,5	5,2	6,8	1,6	4,5	5,6	4,1	4,8	5,1
Porez na dobit	-3,6	3,9	35,1	2,9	17,4	-15,0	1,2	19,3	55,8	43,4	26,9	37,6	51,9	47,8	45,9
PDV	-0,7	-4,0	0,0	-3,8	5,4	0,2	6,4	14,1	3,2	7,7	7,8	2,4	0,3	1,3	1,1
Akcize	4,2	0,6	-1,2	5,1	1,6	9,4	22,2	13,8	16,6	-2,9	11,4	9,6	-4,0	2,3	-1,6
Carine	-14,9	-21,5	-14,0	-15,6	-6,5	5,9	7,4	9,6	10,2	5,4	8,1	5,2	6,6	5,9	6,6
Doprinosi	-6,5	-3,9	1,9	2,6	3,1	-2,1	2,7	3,2	3,7	2,9	3,2	4,4	5,1	4,7	4,5
Ostali poreski prihodi	14,5	-15,2	-8,8	-5,2	29,2	8,9	10,9	0,7	-2,8	12,7	5,1	7,0	9,5	8,3	6,9
Neporeski prihodi	5,8	-6,1	-6,2	-8,7	1,5	27,9	8,5	-1,1	15,9	12,8	9,3	-0,5	3,1	1,2	5,2
II UKUPNI RASHODI	-1,7	3,3	4,3	-0,3	5,2	-3,2	5,7	4,9	2,3	-3,7	1,9	-1,3	-1,7	-1,5	-1,9
1. Tekući rashodi	-2,2	3,1	4,1	-2,7	2,9	-1,4	3,7	2,7	0,4	-5,1	0,2	-0,1	-2,2	-1,2	-1,0
Rashodi za zaposlene	-5,9	0,4	2,0	-2,6	-3,1	-9,7	-0,4	-0,4	-4,5	-1,4	-0,4	-0,2	-0,3	-0,7	-0,7
Kupovina roba i usluga	-0,3	4,3	1,5	-6,6	6,2	-1,1	11,3	13,5	4,2	7,7	8,9	2,1	4,5	3,4	3,6
Otplata kamata	-0,3	17,4	41,9	28,8	19,3	11,2	11,6	-2,6	-3,4	-10,4	0,2	0,2	-23,5	-9,6	-4,2
Subvencije	40,6	7,4	29,1	-15,6	13,2	13,6	-5,3	0,5	-20,0	-26,2	-17,3	1,8	6,9	4,7	-0,8
Socijalni transferi	13,9	5,8	-0,1	-2,1	-0,7	0,5	1,6	0,8	1,0	-3,7	-0,1	-1,5	-2,4	-2,0	-2,3
od čega: penzije ³⁾	-3,9	3,9	4,4	-2,3	-0,1	-4,8	-0,5	0,2	-0,2	-0,8	-0,3	-2,2	-2,9	-2,6	-2,6
Ostali tekući rashodi	-6,1	23,9	9,9	-8,4	42,6	-16,7	30,0	21,8	39,9	4,0	21,4	7,8	-14,1	-5,1	-0,1
2. Kapitalni rashodi ⁴⁾	-11,8	5,3	6,0	-38,2	12,7	16,8	64,1	30,7	25,3	3,6	20,3	-33,2	9,7	-5,5	-18,4
3. Aktivirane garancije	-2,7	-3,3	-3,7	248,7	267,8	0,1	25,3	36,0	8,2	43,4	28,5	-7,9	-50,2	-31,7	-30,1
4. Budžetske pozajmice	-30,0	-25,0	-38,2	44,2	52,2	-95,1	27,7	19,9	43,7	-3,3	20,8	243,9	372,8	325,1	402,5

Izvor: Obračun QM-a na osnovu podataka MF

7. Monetarni tokovi i politika

Stabilizacija inflacije oko ciljanog nivoa uz izraženo jačanje aprecijacijskih pritisaka obeležili su Q2 ali bez uticaja na monetarnu politiku NBS. Nakon spuštanja međugodišnje stope inflacije u avgustu na 2,5% čime se našla ispod ciljanog nivoa, NBS je u septembru donela odluku da smanji referentnu kamatnu stopu na 3,75% što je njena prva korekcija nakon 14 meseci. Aprecijacijski pritisci koji su se pojačavali tokom Q2 uticali su da NBS interveniše na strani kupovine deviza u iznosu od 505 miliona evra radi ublažavanja trenda jačanja dinara što se zatim nastavilo i u julu i avgustu. Pritisak na jačanje dinara u proteklom periodu generisan je kombinovanim dejstvom međunarodnih tokova kapitala koji su uticali na povećan priliv deviza ali i smanjenom ponudom dinara usled rastućeg suficita budžeta i povećanih ulaganja domaćih banaka u REPO zapise. Međugodišnji rast novčane mase M2 usporio je na 7,4% nominalno, dok je realni rast sa 3,8% međugodišnje gotovo prepolovljen u odnosu na prethodni kvartal. Pozitivne promene su primetne kod realne stope rasta kredita ner državnim sektoru koji je povećan na 3,1% međugodišnje ali i dalje isključivo po osnovu rasta kredita stanovništvu. Poslovne banke su zabeležile značajan rast neto plasmana u Q2 koji je vođen povećanjem u segmentu neto kredita privredi i stanovništvu ali i rastom plasmana u REPO uz dodatno povećanje sopstvenog kapitala i rezervi banaka. Trend razduživanja privrede zaustavljen je u Q2 kada se beleži rast neto kredita u ovom segmentu od 83 miliona evra uz dodatnih 135 miliona u julu mesecu. U istom periodu nastavlja se povećanje kreditne aktivnosti stanovništvo kod kojeg je zabeležen rast neto kredita od 330 miliona evra. Učešće loših kredita do kraja Q2 je smanjeno za dodatnih 0,8 p.p. kao posledica rasta kreditne aktivnosti i kombinacije otpisa i prodaje loših kredita licima van bankarskog sektora. Podaci iz jula i avgusta ipak pokazuju da se učešće loših kredita uprkos rastu kreditne aktivnosti ponovo blago povećava što sugerise da bi država i NBS morale da pojačaju napore u cilju brzeg smanjenja učešća loših kredita kao što je to učinjeno u nekim zemljama iz okruženja.

Centralna banka: bilans i monetarna politika

Stabilizacija inflacije otvorila prostor za relaksaciju monetarne politike...

... koje je usledila tek u septembru

Međugodišnja stopa inflacije se nakon ubrzavanja rast u aprilu sa 3,6% do kraja Q2 vratila bliže ciljanom okviru da bi se u avgustu sa 2,5% međugodišnje spustila ispod ciljano nivoa ($3 \pm 1,5\%$). U istom periodu je zabeležena deflacija na mesečnom nivou u maju od -0,5% a zatim ponovo u julu sa -0,4% što je bio jedan od faktora koji su uticali na povećano interesovanje poslovnih banaka za plasmane viška likvidnosti u REPO zapise. Dodatni povoljan faktor koji je plasmane u REPO učinio znatno interesantnijim je nominalna i realna aprecijacija dinara koja je zabeležena u istom periodu (Tabela T7-2). Iako je NBS reagovala na međubankarskom deviznom tržištu u cilju sprečavanja većih dnevnih oscilacija kursa dinara, teško da se ostvarena aprecijacija dinara može opravdati realnim trendovima u domaćoj privredi imajući u vidu nivo spoljnotrgovinskog deficita kao i razlika u inflaciji i privrednom rastu Srbije u poređenju sa okruženjem i evrozonom. NBS tokom Q2 nije menjala monetarnu politiku u pogledu nivoa referentne kamatne stope koja je ostala na nivou od 4% sve do prve polovine septembra kada je korigovana na 3,75%. Sa trenutnom situacijom povećane ponude deviza na međubankarskom deviznom tržištu i stabilizacijom inflacije oko ciljanog nivoa, otvoren je prostor NBS za nešto odlučnije vođenje politike deviznog kursa u narednom periodu. Dalje jačanje kursa dinara koje nije posledica realnih poboljšanja u domaćoj privredi vrlo brzo će se negativno odraziti na međunarodnu konkurentnost našeg izvoza ali i jediničnih troškova rada iskazanih u evrima.

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

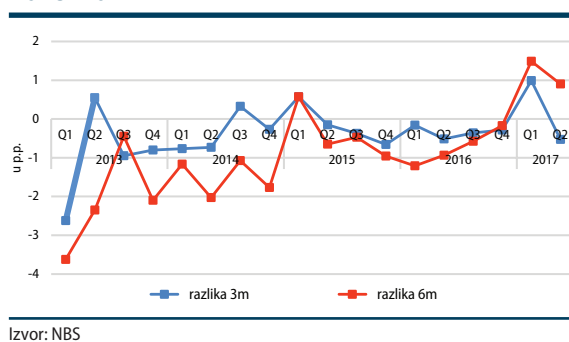


Tabela T7-2. NBS intervencije i devizne rezerve 2015-2017

	2015				2016				2017	
	Mar	Jun	Sep	Dec	Mar	Jun	Sep	Dec	Mar	Jun
Repo stok (u milionima evra)	2,85	168,72	508,19	253,24	246,50	239,12	528,92	279,23	480,53	572,42
Repo stopa NBS	7,50	6,00	5,00	4,50	4,25	4,25	4,00	4,00	4,00	4,00
repo stopa korigovana za inflaciju	-1,13	3,08	5,00	6,66	2,60	1,78	3,17	1,94	-5,11	1,94
repo stopa korigovana za promene kursa	11,33	5,70	6,29	-0,76	-0,34	3,35	4,57	3,37	4,48	15,71
Intervencije NBS na međubankarskom dev. tržištu (u milionima evra, kumulativno)	170,00	290,00	730,00	520,00	-555,00	-820,00	-345,00	-160,00	-345,00	160,00
u milionima evra, kumulativni od početka godine										
Neto sopstvene rezerve ²⁾	607,7	638,6	1022,9	1163,0	-469,43	-785,86	-346,46	-163,03	-269,73	-265,22
Neto Domaća aktiva (NDA)	-515,6	-460,4	-956,2	-783,4	45,62	395,60	-99,67	94,92	-171,42	-248,75
Dinarski depoziti države ³⁾	-151,9	-13,7	-308,7	-217,4	41,52	275,36	35,00	195,73	-41,59	-358,48
Repo operacije i trajna prodaja hartija NBS ⁴⁾	68,0	-97,4	-413,3	-166,4	5,09	19,53	-279,20	-25,66	-207,38	-285,41
Ostala (domaća) aktiva, neto ⁵⁾	-431,8	-349,3	-234,1	-399,5	-0,99	100,71	144,53	-75,15	77,56	395,14
Primarni novac	92,1	178,3	66,7	379,6	-423,81	-390,27	-446,13	-68,11	-441,15	-513,96
od čega: gotovina u opticaju	-133,7	-95,5	-39,9	76,8	-68,06	-20,21	40,74	157,26	-104,02	-114,39
od čega: slobodne rezerve	210,3	229,5	104,1	408,0	-284,91	-319,01	-465,39	-241,74	-351,17	-422,08
u milionima evra, kumulativni od početka godine										
Narodna banka Srbije, neto	676,36	561,44	762,45	667,97	-865,84	-1.061,63	-784,51	-137,62	-464,59	-618,87
Bruto rezerve	638,67	440,86	613,29	508,46	-880,04	-1.080,32	-807,49	-153,76	-469,25	-632,21
Obaveze	37,69	120,58	149,16	159,52	14,21	18,69	22,97	16,14	4,66	13,34
MMF	39,37	106,55	129,87	141,97	8,10	15,09	16,00	14,12	-0,04	5,81
Ostale obaveze	-1,67	14,04	19,29	17,54	6,10	3,59	6,98	2,02	4,69	7,53
STRUKTURA NETO REZERVEI NBS										
1. Narodna banka Srbije, neto	676,36	561,44	762,45	667,97	-865,84	-1.061,63	-784,51	-137,62	-464,59	-618,87
1.1 Depoziti poslovnih banaka	-20,68	-29,93	65,59	100,98	331,11	302,75	339,40	90,80	144,67	156,34
1.2 Depoziti države	-47,99	107,13	194,81	393,89	65,30	-26,98	98,65	-116,22	50,18	197,32
1.3 NBS sopstvene rezerve	607,70	638,64	1.022,85	1.162,84	-469,43	-785,86	-346,46	-163,03	-269,73	-265,22
(1.3 = 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.

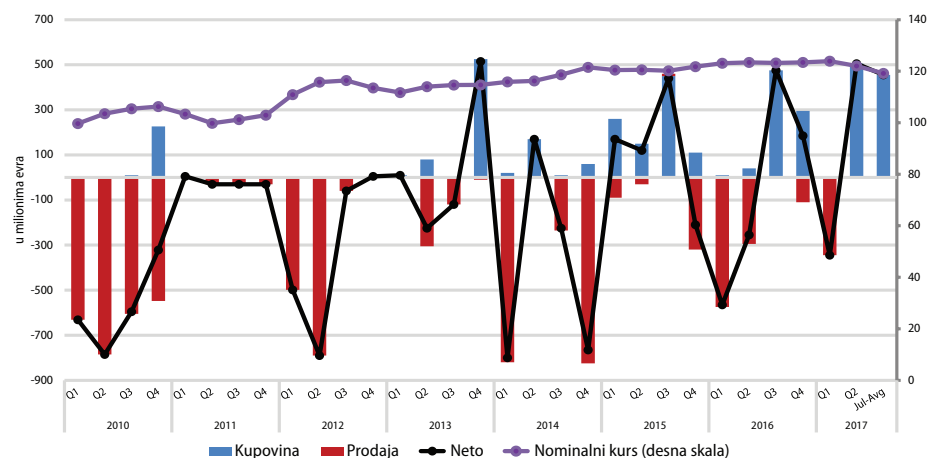
5) Ostala domaća aktiva neto uključuje: domaće kredite (neto potraživanja od banaka, isključujući BZ i repo transakcije; neto potraživanja od privrede) zajedno s ostalom aktivom (kapital i rezerve; i stavke u bilansu: ostala aktiva i ostala pasiva) i korigovana je za promenu kursa.

NBS je u Q2 intervenisala na strani kupovine deviza ...

... radi ublažavanja aprecijacijskog trenda na kurs dinara

U Q2 dolazi do promene smera pritisaka na međubankarskom deviznom tržištu, tako da je NBS morala da interveniše kupovinom deviza kako bi ublažila trend jačanja dinara. Usled toga, NBS se našla u poziciji neto kupca deviza u iznosu od 505 miliona evra uz dodatnih 455 miliona evra koliko je realizovano u julu i avgustu (Grafikon T7-3). Najveći pritisci na jačanje kursa zabeleženi su u junu kada je NBS intervenisala sa 345 miliona evra ali je i pored toga u tom mesecu zabeležena najveća nominalna aprecijacija kursa. Jačanje kursa dinara je tipično za ovaj period kada je priliv doznaka iz inostranstva nešto veća ali trajanje i intenzitet je sada pojačan delovanjem faktora na strani ponude kapitala u Evropi i domaće fiskalne politike. Ekspanzivnost monetarne politike ECB koja i dalje traje delovala je na veći priliv deviza u Srbiju po osnovu kupovine

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



Izvor: NBS

državnih obveznica dok se suficit budžeta generisan u H1 odrazio na smanjenje dinara u prometu. Kupovina deviza od strane NBS nije se odrazila na nivo neto sopstvenih rezervi koje su u Q2 povećane samo za 4 miliona evra, dok je osetniji rast od 217 miliona evra zabeležen u julu (u Q1 neto sopstvene rezerve smanjene za 270 miliona evra, Tabela T7-2). Primarni novac je dodatno smanjen u Q2 za 72 miliona evra, nakon smanjena od 441 miliona evra u prethodnom kvartalu. Neto domaća aktiva (NDA) posmatrano u odnosu na prethodni kvartal je takođe smanjena za 77 miliona evra, što je posledica kombinovanog efekta povećanja na računu dinarskih depozita države od 317 miliona evra i povećanih plasmana banaka u REPO zapise od 78 miliona evra. Ove efekte su delimično neutralisani povećanjem ostale neto aktive od 318 miliona evra, čime je zaustavljen veći pad NDA na nivou kvartala.

Monetarni sistem: struktura i tokovi novčane mase

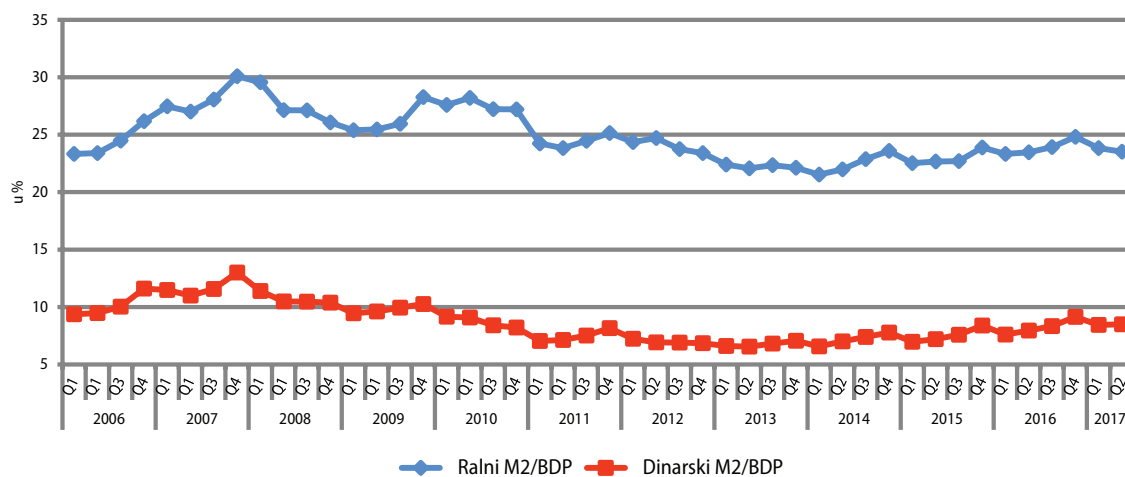
Međugodišnji realni rast M2 usporava u Q2

...

... ali se beleži ubrzavanje realnog rasta kredita nedržavnom sektoru

Nakon visokog rasta u prethodnom kvartalu, novčana masa M2¹ usporila je rast u Q1 na 7,4% međugodišnje (u Q1 novčana masa povećana je za 10,3% međugodišnje, Tabela T7-5). Novčana masa je u odnosu na vrednost sa kraja marta smanjena za 0,4% što je posledica kombinovanog efekta povećanja neto strane aktive (NSA) i pada NDA. Doprinos NSA povećanju M2 u odnosu na prethodni kvartal iznosio je 0,6 p.p. ali je istovremeno došlo do smanjenja NDA od 1 p.p. usled čega je i zabeležen pad M2 u odnosu na vrednost sa kraja marta. Kada se posmatraju međugodišnje stope rasta korigovane za inflaciju takođe se beleži usporavanje rasta M2 sa 3,8% (u Q1 realna međugodišnja stopa rasta iznosila 6,4%). Nešto bolja situacija je kod kredita nedržavnom sektoru čiji rast se u Q2 ubrzava na 2,7% međugodišnje. Ovo je u potpunosti zasluga realnog rasta kredita domaćinstvima koji iznosi 9,7% međugodišnje. Kod privrede uprkos zabeleženom značajnom kvartalnom povećanju neto plasmana usled razduživanja iz prethodna tri kvartala i dalje i dalje se beleži negativna međugodišnja stopa rasta, koja u Q2 iznosi -2%.

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



Izvor: Proračun QM-a

Struktura doprinosa nominalnom rastu M2 nepromenjena u odnosu na prethodne kvartale

Analizom pojedinačnih doprinosa nominalnom međugodišnjem rastu M2 dobijamo sličnu strukturu kao i u prethodnom kvartalu. Nominalnom rastu od 7,4% međugodišnje najviše je doprineo najuži monetarni agregat M1 sa 3,4 p.p. što je nastavak trenda od sredine 2015. godine do kada je rast deviznih depozita bio glavni generator rasta. Doprinos deviznih depozita sada iznosi 2,5 p.p. dok su štedni i oročeni depoziti zabeležili ponovo pozitivan doprinos od 1,5 p.p. (tokom 2016. godine štedni i oročeni depoziti su gotovo svakog meseca negativno doprinosili rastu M2).

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

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

	2015				2016				2017	
	Mar	Jun	Sep	Dec	Mar	Jun	Sep	Dec	Mar	Jun
	12-m, u %									
M2 ¹⁾	8,5	7,8	4,1	7,2	7,9	7,8	10,2	9,9	10,3	7,4
Kreditni nedržavnom sektoru ²⁾ (promena stanja u dinarima)	5,8	4,2	2,2	2,8	2,2	4,7	5,9	2,6	4,1	2,0
Kreditni nedržavnom sektoru ³⁾ (korigovani tokovi za promenu kursa)	2,8	1,2	1,7	2,5	0,6	3,1	3,9	1,5	3,5	3,5
Domaćinstva	5,5	4,9	3,8	4,3	3,8	5,8	8,4	9,4	11,0	11,8
Privreda	1,2	-1,0	0,3	1,3	-1,4	1,4	1,0	-3,3	-1,3	-2,1
	12-m realni, u %									
M2 ¹⁾	6,4	5,8	2,6	5,5	7,2	7,3	9,4	8,0	6,4	3,8
Kreditni nedržavnom sektoru ³⁾ (korigovani tokovi za promenu kursa)	1,6	0,3	1,1	1,8	0,2	2,3	2,8	0,9	2,4	2,7
Domaćinstva	3,9	3,4	2,9	3,4	2,9	4,6	6,6	7,5	8,6	9,7
Privreda	0,3	-1,5	0,0	0,8	-1,5	0,9	0,4	-3,2	-1,7	-2,0
	u milijardama dinara na kraju perioda									
Novčana masa: M2 ¹⁾	1.835,4	1.876,1	1.893,8	1.999,6	1.979,6	2.023,2	2.087,0	2.196,8	2.182,7	2.173,3
Novčana masa: dinarski M2 ¹⁾	567,8	595,3	632,4	702,6	645,5	685,0	727,1	808,0	772,7	785,2
Devizni depoziti (privreda i domaćinstva)	1.267,7	1.280,8	1.261,4	1.297,0	1.334,1	1.338,2	1.359,9	1.388,7	1.410,0	1.388,1
	kvartalni rast M2 i učešća									
M2 ¹⁾	-1,6	2,2	0,9	5,6	-1,0	2,2	3,2	5,3	-0,6	-0,4
Neto strana aktiva (NSA), dinarski prirast	-2,5	1,5	2,0	3,7	-2,9	2,0	2,1	3,9	-1,6	0,6
Neto domaća aktiva (NDA)	0,9	0,7	-1,0	1,9	1,9	0,2	1,1	1,4	1,0	-1,0

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.

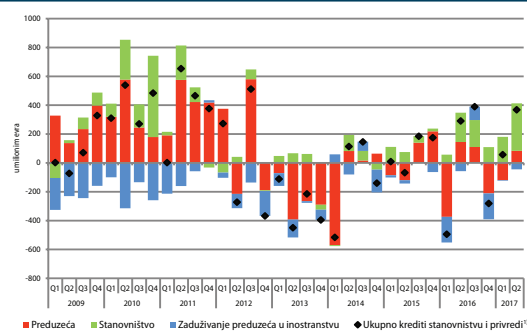
Bankarski sektor: plasmani i izvori finansiranja

Poslovne banke zabeležile osetan rast neto plasmana u Q2...

... u kojem neto krediti privredi ponovo beleže povećanje

Neto plasmani banaka koji predstavljaju razliku između vrednosti novih plasmana i prispelih otpлата po osnovu ranije plasiranih sredstava u Q2 su povećani za 601 milion evra (Tabela T7-7). Poslovne banke uvećale su vrednost plasmana u sva tri segmenta među kojima prednjači rast neto novih kredita privredi i stanovništvu. Neto krediti privredi i stanovništvu uvećani su u Q2 za 413 miliona evra, pri čemu je rast gotovo u celosti ostvaren u junu. Imajući u vidu da je celokupan rast neto kredita privredi i stanovništvu u 2016. godini iznosio 227 miliona evra, ovaj podatak sugeriše da na domaćem kreditnom tržištu polako dolazi do oživljavanja tražnje. O tome svedoče i podaci iz jula meseca, kada je ostvareno dodatno povećanje neto kredita privredi i stanovništvu za 212 miliona evra. Kao i u prethodnim kvartalima, neto krediti stanovništvu zabeležili su najveće povećanje koje je u Q2 iznosilo 330 miliona evra i dodatnih 76 miliona evra u julu. Pozitivnu promenu uočavamo u segmentu neto kredita privredi koji posle negativnih vrednosti iz prethodna dva kvartala ponovo beleže povećanje od 83 miliona evra na nivou Q2 i dodatno 135 miliona evra u julu mesecu. Ostatak rasta neto plasmana domaćih banaka raspodeljen je na rast plasmana u REPO zapise i neto kreditiranje države. U Q2 su REPO plasmani iznosili 87 miliona evra ali je već u julu REPO stok smanjen za 363 miliona evra, dok je neto kreditiranje države u Q2 iznosilo 100 miliona evra.

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



Izvor: Proračun QM-a

V. fusnotu 1 u Tabeli T7-5

Razduživanje privrede prema inostranstvu se i dalje nastavlja

Za razliku od delimičnog oporavka kreditne aktivnosti privrede kada su domaće banke u pitanju, prema podacima iz Q2 i dalje se nastavlja razduživanje prema inostranim bankama. Privreda je nastavila trend negativnih prekograničnih kredita koji u Q2 iznosi -45 miliona evra. Na osnovu razduživanja prema inostranstvu i rasta kreditne aktivnosti u domaćem bankarskom sistemu, prema privredi i stanovništvu je zabeležen rast neto plasmana u iznosu od 329 milion evra što je jedan od najvećih kvartalnih prirasta plasmana u poslednjih pet godina (Grafikon T7-6). Ipak, za razliku od perioda pre finansijske

krize kada su novi plasmani privredi iz domaćih banaka i po osnovu prekograničnih kredita bili osnovni pokretač kreditne aktivnosti sada je stanovništvo glavni faktor povećanja neto plasmana banaka. Najveći deo novoodobrenih kredita privredi se i u ovom kvartalu odnosio na kredite za obrtna sredstva (60%), dok je učešće investicionih kredita sa 22% bilo nešto manje nego u Q1. Tražnja stanovništva je kao i u prethodnom periodu najviše bila usmerena ka dinarskim gotovinskim i kreditima za refinansiranje (59%), dok je učešće novoodobrenih stambenih kredita zadržano na sličnom nivou (18,2%) kao u prethodnom kvartalu.

Tabela T7-7. Poslovanje banaka – izvori i struktura plasmana, korigovani¹⁾ tokovi, 2015-2017

	2015				2016				2017	
	Mar	Jun	Sep	Dec	Mar	Jun	Sep	Dec	Mar	Jun
	u milionima evra, kumulativni od početka godine									
Izvori sredstava (-, povlačenje)	241	33	-368	-513	377	168	-363	-1.130	354	-252
Domaći depoziti	47	-118	-324	-918	223	-235	-708	-1.425	107	-104
Depoziti stanovništva	-11	-104	-114	-282	-16	-235	-362	-625	-69	-164
dinarski depoziti	96	19	-57	-196	3	-75	-154	-290	27	-7
devizni depoziti	-107	-123	-57	-86	-19	-161	-208	-334	-96	-157
Depoziti privrede	58	-14	-211	-635	239	0	-346	-800	175	60
dinarski depoziti	168	112	-75	-455	385	222	5	-352	207	142
devizni depoziti	-110	-126	-136	-181	-146	-222	-351	-448	-31	-82
Obaveze prema inostr. (zaduživanje i rač. nerezid.)	36	150	58	225	181	397	427	335	218	49
Kapital i rezerve	158	1	-101	179	-27	6	-82	-40	29	-198
Devizne rezerve (-, povlačenje)	-150	-115	-262	-497	214	337	284	244	-35	-153
Plasmani¹⁾	-20	149	928	1.252	128	426	1.129	997	255	856
Ukupno privreda i stanovništvo	24	-21	165	407	-316	32	329	186	61	474
Privreda	-86	-207	-67	158	-374	-228	-118	-372	-119	-36
Stanovništvo	111	186	231	248	57	260	447	559	180	510
Plasmani u hartije NBS ²⁾	-66	100	439	192	-7	-14	276	27	202	289
Neto kreditiranje države ³⁾	22	69	324	653	452	408	525	784	-8	93
PRO MEMORIA										
Obavezne rezerve i depoziti	444	605	288	311	-598	-864	-859	-565	-161	-94
Ostala potraživanja od NBS (neto) ⁴⁾	-182	-309	-209	-100	-107	160	6	201	-324	-401
od čega: slobodne rezerve posl. banaka	-204	-317	-225	-134	-102	160	3	187	-326	-415
Ostale stavke ⁵⁾	-352	-379	-404	-343	0	-204	-175	253	-79	18
Efektivna obavezna rezerva (u %) ⁶⁾	22	23	20	20	17	16	15	16	16	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

U Q2 zabeleženo značajno povećanje kreditnog potencijala banaka...

... koji je slično raspodeljen između sva tri segmenta

Pored rasta kreditnih plasmana u Q2 je kod poslovnih banaka zabeleženo i povećanje izvora za nove plasmane u iznosu od 606 miliona evra (u Q1 izvori za nove plasmane smanjeni za 354 miliona evra, Tabela T7-7). Povećanje je gotovo podjednako raspoređeno između sva tri kanala rasta kreditnog potencijala bankarskog sektora, pri čemu je posebno interesantno povećanje zaduženosti domaćih banaka prema inostranstvu. Domaće banke su se u prethodnim godinama razduživale prema svojim centralama po osnovu ranije uzetih sredstava, usled čega bi neto povećanje zaduženosti prema inostranstvu za 199 miliona evra moglo sugerisati da banke očekuju dalji oporavak domaće kreditne aktivnosti. Domaći depoziti su u Q2 zabeležili povećanje od 211 miliona evra, od čega je 115 miliona rast depozita privrede dok ostatak predstavlja povećanje depozita stanovništva. Devizna struktura depozita pokazuje nešto veće učešće deviznih depozita sa 111 miliona evra, naspram 99 miliona evra dinarskih depozita, što se duguje većem rastu deviznih depozita stanovništva u odnosu na dinarske. Povećanju kreditnog potencijala doprineo je i rast kapitala i rezervi domaćih banaka od 227 miliona evra, što je ponovo najveće kvartalno povećanje u poslednjih nekoliko godine a prema podacima iz jula ono se nastavlja sa dodatnih 58 miliona evra.

Tabela T7-8. Učešće loših kredita prema tipu dužnika, 2008-2017

	2009		2010		2011		2012		2013		2014		2015				2016				2017		
	Q4	Q4	Q4	Q4	Q4	Q4	Q4	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Avg				
	stanje na kraju perioda																						
Pravna lica	12,14	14,02	17,07	19,06	27,76	25,5	25,85	28,63	25,52	24,4	26,89	26,26	23,56	19,48	19,92	19,24	19,70						
Preduzetnici	11,21	15,8	17,07	15,92	20,82	43,29	45,19	34,91	32,03	29,92	33,03	30,12	28,44	27,42	26,49	25,02	26,71						
Fizička lica	6,69	6,71	7,24	8,32	8,59	9,97	10,16	11,6	10,68	10,53	10,95	10,63	10,36	9,66	9,21	8,35	8,68						
Iznos ostatka duga po kreditima u docnji (u milijardama evra)	1,58	1,94	2,63	3,19	4,09	3,70	3,72	3,96	3,61	3,52	3,76	3,75	3,45	2,83	2,83	2,77	3,04						

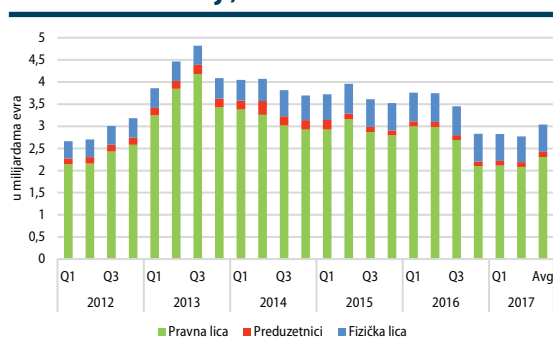
Izvor: Proračun QM-a

Učešće loših kredita se dodatno smanjuju u Q2 ...

... ali je nivo i dalje visok u poređenju sa okruženjem

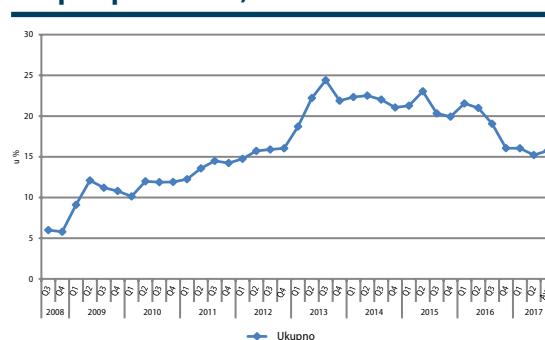
Kao i u prethodnim kvartalima, na kraju Q2 zabeleženo je smanjenje učešća loših kredita u ukupno plasiranim kako u zbirnom iznosu, tako i kod svih pojedinačnih kategorija dužnika. Na kraju Q2 učešće loših kredita smanjeno je za 0,83 p.p. na 15,2% (Grafikon T7-10) pri čemu je najveće smanjenje ostvareno u segmentu fizičkih lica od 0,86 p.p. (Tabela T7-8). Iako je relativno nešto manji pad učešća ostvaren kod pravnih lica sa 0,68 p.p. ovo je imalo najveći efekat u apsolutnom iznosu pošto loši kredit pravnim licima predstavljaju 76% ukupne sume loših kredita u domaćem bankarskom sektoru. U segmentu loših kredita plasiranih preduzetnicima je takođe primećeno smanjenje od 0,47 p.p. ali pošto oni predstavljaju tek oko 4% ukupnih loših kredita ove promene nemaju veći efekat na ukupno učešće. Smanjenje učešća loših kredita je posledica povećanja kreditne aktivnosti u Q2 ali i povećanog otpisa i prodaje loših kredita licima van bankarskog sistema o čemu svedoče i podaci o apsolutnom iznosu loših kredita na kraju juna. Ukupan vrednost preostalog duga po kreditima koji su u docnji preko 90 dana je u Q2 smanjena za 58 miliona evra u odnosu na prethodni kvartal od čega se ipak jedan deo duguje i promenama u kursu koje su bile značajne između kvartala. Ono što može da zabrinjava su podaci iz jula prema kojima se ponovo beleži povećanje loših kredita uprkos zabeleženom povećanju kreditne aktivnosti koja bi uz ostale nepromenjene faktore trebala da utuče na pad učešća loših kredita. To potvrđuju i podaci o apsolutnom povećanju vrednosti ostatka duga po kreditima u docnji preko 90 dana koji pokazuju rast od 270 miliona evra. Pored toga, treba primetiti i da je tempo smanjenja učešća loših kredita značajno usporio nakon osetnog smanjenja u Q4 2016. godine i da se od početka godine do avgusta zadržava na nivou 15-16%, što je jedno od najvećih učešća u odnosu na zemlje u okruženju.

Grafikon T7-9. Iznos ostatka duga po kreditima u docnji, 2012-2017



Izvor: Proračun QM-a

Grafikon T7-10. Učešće loših kredita u ukupno plasiranim, 2008-2017



Izvor: Proračun QM-a

Kamatne stope: stanje i trendovi

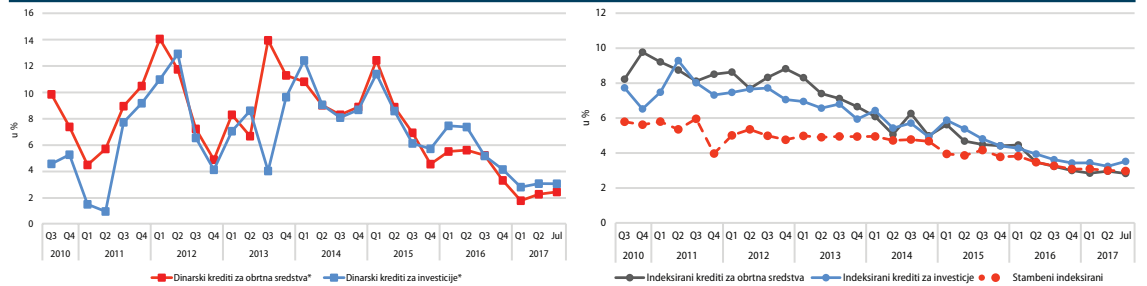
Trend smanjenja kamatnih stopa zaustavljen u Q2 ...

... što sugeriše da je većina stopa blizu potencijalnog minimuma

Uprkos zadržavanju međugodišnje stope inflacije na nepromenjenom nivou u Q2 su kamatne stope na dinarske kredite zabeležile povećanje u odnosu na početni kvartal 2017. godine. Kamatne stope na dinarske kredite za obrtna sredstva povećane su za 0,5 p.p nominalno i realno, dok je kod dinarskih investicionih kredita zabeležen porast kamatnih stopa od 0,27 p.p. u odnosu na Q1 (Grafikon T7-11b). Kada su u pitanju kamatne stope na indeksirane kredite, takođe se beleži pogoršanje u pojedinim kategorijama. Na kraju Q2 su kamatne stope za indeksirane kredite za obrtna sredstva ostvarile porast od 0,11 p.p. u odnosu na prethodni kvartal, ali je prema podacima iz jula meseca uočeno smanjenje na nivo sa kraja Q1 (Grafikon T7-11a). U segmentu kamatnih stopa na indeksirane kredite za investicije primećuje se drugačiji trend. Prvo je na kraju

Q2 ostvareno smanjenje od 0,2 p.p da bi zatim u julu došlo do povećanja od 0,3 p.p. usled čega je nivo kamatnih stopa za ove kredite iznad onog ostvarenog na kraju Q1. Smanjenje kamatne stope kako na kraju Q2 tako i do kraja jula ostvareno je kod indeksiranih stambenih kredita. Za ove kredite kamatna stopa smanjena je prvo za 0,09 p.p. na nivou kvartala da bi zatim u julu bilo zabeleženo dodatno smanjenje od 0,03 p.p. čime se po prvi put kamatna stopa za indeksirane stambene kredite našla ispod 3%.

Grafikon T7-11. Kamatne stope na dinarske i indeksirane kredite, 2010–2017



Izvor: Proračun QM-a

* realne kamatne stope

OSVRTI

Šta do sada znamo o nejednakosti dohotka u Srbiji?

Gorana Krstić¹, Jelena Žarković Rakić²

Uvod

Srbija beleži najvišu nejednakost u raspodeli dohotka, merenu Gini koeficijentom, među evropskim zemljama prema podacima iz Ankete o prihodima i uslovima života. Gini koeficijent u iznosu od 38,2 poena u 2015. godini bio je značajno veći od prosečnog Ginja za EU – 28 zemalja (31,0), i takođe viši nego u bilo kojoj drugoj bivšoj jugoslovenskoj republici, kao na primer Makedoniji (35,2), Hrvatskoj (30,6), i posebno u Sloveniji (24,5).

Uprkos tome, interesovanje donosilaca odluka u Srbiji za problem nejednakosti do sada je bilo prilično ograničeno. Glavna zabrinutost Vlade proteklih nekoliko godina nije se odnosila na problem nejednakosti i siromaštva već pre svega fiskalne konsolidacije, očuvanja makroekonomske stabilnosti i podsticanja rasta i investicija. S obzirom na malu zainteresovanost donosilaca odluka za temu nejednakosti, ne iznenađuje i da nisu razvijene zvanične procedure za procenu distributivnih efekata javnih politika pre njihovog usvajanja.

Istovremeno, akademska istraživanja o nejednakosti u Srbiji su malobrojna. Milanović (2003) ispituje nejednakost potrošnje i dohotka i doprinos svake komponente dohotka nejednakosti. Krstić i dr. (2007) i Krstić i Sanfey (2011) analiziraju obim i dinamiku nejednakosti zarada, kao i faktore koji je objašnjavaju korišćenjem podataka Ankete o radnoj snazi (ARS) 1996–2003. i Ankete o životnom standardu (AŽS) 2002–2007. Randelović i Žarković-Rakić (2011) pokazuju da sistem poreza na dohodak u Srbiji ima značajno manje redistributivno dejstvo, odnosno kapacitet da smanji nejednakost, u odnosu na sistem poreza na dohodak (uglavnom starih) zemalja članica Evropske unije. Slično, u starim zemljama članicama EU najvažnije naknade iz domena socijalne pomoći znatno više smanjuju nejednakost u poređenju sa socijalnim naknadama u Srbiji. Pa iako fragmetisana i limitirana, dosadašnja istraživanja ukazuju na moguće uzroke visoke dohodne nejednakosti u Srbiji – nizak redistributivni kapacitet poreza i socijalnih naknada, s jedne strane, i niske stope zaposlenosti i izražene dualnosti tržišta rada, s druge strane.

U ovom osvrtu prikazaćemo šta znamo o nejednakosti dohotka do sada, odnosno, diskutovaćemo trenutno stanje nejednakosti i trend kretanja nejednakosti tokom poslednje decenije u Srbiji u odnosu na zemlje okruženja i Evropske unije (EU), kao i rezultate skorijih istraživanja koji mogu biti relevantni donosiocima odluka u našoj zemlji.

U analizi ćemo koristiti podatke iz Ankete o prihodima i uslovima života (Survey on Income and Living Conditions, SILC) koju sprovodi Republički zavod za statistiku od 2013. godine po metodologiji koja je u uporediva sa standardima EU. Ova anketa obezbeđuje detaljne podatke o ukupnom dohotku domaćinstva i lica i njegovim komponentama, i upravo zbog toga predstavlja najbolji izvor podataka za merenje nejednakosti prema zvaničnoj metodologiji Republičkog zavoda za statistiku (i Eurostata). Polazni agregat za analizu nejednakosti je raspoloživi neto dohodak domaćinstva. To je novčani dohodak koji je, posle plaćenih poreza i doprinosa, raspoloživ domaćinstvu za potrošnju i štednju. Raspoloživi dohodak domaćinstva se dalje deli sa modifikovanom skalom ekvivalencije OECD-a (kako bi uzeli u obzir sastav domaćinstva i ekonomiju obima) i dobija ekvivalentni raspoloživi dohodak koji predstavlja osnovu za računanje nejednakosti.

Srbija ima visoku nejednakost u raspodeli dohotka

Praćenjem nejednakosti dohotka, merene Gini koeficijentom, u poslednje četiri godine, i poređenjem sa podacima koji postoje za prethodni period možemo izvesti nekoliko zaključaka:

(1) Prema podacima SILC-a, vrednost Gini koeficijenta koja se kretala u intervalu od 38,0 do 38,6 u periodu 2013–2016. ukazuje na relativno stabilnu i visoku nejednakost dohotka u Srbiji, značajno veću od proseka za EU-28;

Tabela 1: Gini koeficijent (*100) za ekvivalentni raspoloživi dohodak, Srbija i EU, SILC, 2013–2016.

	2013.	2014.	2015.	2016.
Srbija	38,0	38,6	38,2	38,6
EU	30,5	30,9	31,0	...

Izvor: Anketa o prihodima i uslovima života (SILC). Za Srbiju, Saopštenje br. 6poj 087, Republički zavod za statistiku; Za EU baza Eurostat-a: http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=ilc_di12&lang=en

(2) došlo je do rasta nejednakosti u odnosu na prethodnu deceniju, ali deo tog rasta svakako je posledica različitih izvora podataka koji su korišćeni: Ankete o potrošnji

¹ Ekonomski fakultet u Beogradu i FREN

² Ekonomski fakultet u Beogradu i FREN

domaćinstva (APD) i SILCa koji je postao dostupan tek od 2013. godine (Krstić, 2016);

(3) nejednakost dohotka od 2006-2013. je verovatno bila veća od nejednakosti koju je bilo moguće pratiti na osnovu APD, ali sve do pojave SILC-a nije bilo adekvatnih anketnih podataka dizajniranih za obuhvat dohotka koji bi to pokazali (osim podataka iz Ankete o životnom standardu);

Da bi ponudili odgovor na pitanje kako smanjiti nejednakost dohotka u Srbiji, bavili smo se potencijalnim uzrocima visoke nejednakosti. Jedan od uzroka visoke nejednakosti u Srbiji jeste visok procenat lica koja žive u domaćinstvima koja imaju veoma nizak intenzitet rada (Krstić, 2016), a to su lica koja rade manje od 2.5 meseca tokom jedne godine. Podaci SILC-a iz 2013. godine ukazuju da je radna intenzivnost članova domaćinstva u Srbiji veoma niska, sa znatno većim učešćem ovih lica starosti do 60 godina (21,2%) od evropskog proseka (10,5%) i od pojedinačnih zemalja EU (izuzev Irske 21,1%). Tome je doprinela visoka neaktivnost stanovništva radnog uzrasta u Srbiji, kao i činjenica da nizak procenat takvih lica živi sa drugim odraslima koji rade. Srbija ima najveće učešće lica koja ne rade, posebno nezaposlenih, u stanovništvu radnog uzrasta u poređenju sa zemljama EU.

Analiza nejednakosti prema intenzitetu rada članova domaćinstva ukazuje da je nejednakost dohotka najveća za domaćinstva sa veoma niskim intenzitetom rada i da se smanjuje sa rastom intenziteta rada članova domaćinstva (Krstić i Žarković Rakić, 2017a). Najveće smanjenje nejednakosti je prelaskom iz veoma niskog ka niskom intenzitetu rada, što je očekivano jer domaćinstvima sa veoma niskim intenzitetom rada pripadaju i lica koja ne rade. To ukazuje da bi se značajnije smanjenje nejednakosti dohotka moglo ostvariti upravo zapošljavanjem lica u ovim domaćinstvima.

Dekompozicija ukupne nejednakosti na nejednakost između domaćinstava različitog intenziteta rada i preostalu nejednakost unutar tih domaćinstava ukazuje da razlike u prosečnom dohotku između domaćinstava sa različitim nivoom intenziteta rada objašnjavaju 19% ukupne nejednakosti dohotka. To znači da se najveći deo ukupne nejednakosti dohotka (81%) može pripisati nejednakosti unutar domaćinstava sa različitim nivoom intenzivnosti rada, što je zaključak koji može biti relevantan sa aspekta kreiranja javnih politika koje bi mogle da doprinesu smanjenju nejednakosti. Otuda, smanjenje nejednakosti dohotka unutar tih domaćinstava bi rezultiralo u značajnom smanjenju ukupne nejednakosti, a potencijalni faktori koji mogu uticati na nejednakost dohotka/zarada unutar tih domaćinstava su karakteristike lica (pol, starost, obrazovanje, bračni status, de-

latnost itd.) i domaćinstva, što ćemo dalje analizirati u nastavku teksta.

Dekompozicija nejednakosti prema izvorima dohotka klasičnim metodom, merena Gini koeficijentom, ukazuje na nekoliko interesantnih zaključaka (Krstić i Žarković Rakić, 2017a):

(1) zarade, koje čine najvažniji izvor dohotka (tri četvrtine ukupnog raspoloživog dohotka), imaju visoku nejednakost (0,615) i nejednako su raspodeljene pretežno ka bogatijim licima. To sve utiče da zarade najviše doprinose ukupnoj nejednakosti (93%) i povećavaju je. Svi ostali izvori dohotka, izuzev dohotka od kapitala (čiji je uticaj mali), smanjuju nejednakost;

(2) najveći uticaj na smanjenje nejednakosti imaju porezi, zatim su to socijalni transferi, potom penzije i na kraju dohodak od samozaposlenosti i privatni transferi. Ipak, uticaj ovih komponenata dohotka na smanjenje nejednakosti je veoma mali jer, pod pretpostavkom ostalih nepromenjenih uslova, jedan procenat rasta poreza smanjuje nejednakost dohotka za 0,062, dok je kod socijalnih transfera taj efekat nešto manji i iznosi 0,055.

Dekompozicija ukupne nejednakosti dohotka sekvencijalnim pristupom je drugi način dekompozicije nejednakosti koji je korišćen da bi poredili pravac i veličinu uticaja svake komponente dohotka na nejednakost sa prosekom zemalja EU (Krstić i Žarković Rakić, 2017a). On podrazumeva da se uticaj svake komponente dohotka izračunava poređenjem nejednakosti dohotka bez i sa tim izvorom dohotka.³

Sve komponente dohotka (izuzev zarada čiji uticaj nije ispitan jer je raspodela zarada bila početna, referentna raspodela sa kojom se poredi uticaj dohotka od samozaposlenosti) smanjuju nejednakost. Pravac uticaja je isti za sve komponente kao kod zemalja EU, jedino je razlika kod dohotka od samozaposlenosti, jer u većini zemalja EU ovaj dohodak povećava nejednakost (ILO 2015), a u Srbiji smanjuje. To je zbog toga što je kod nas najveći deo dohotka od samozaposlenosti povezan sa ranjivom zaposlenošću, budući da je raspodela ovog dohotka usmerena prevashodno ka siromašnijem delu populacije.

Iako je Gini koeficijent raspoloživog dohotka u Srbiji znatno veći od proseka EU-28, važno je istaći da je Gini koeficijent za tržišni dohodak na nivou proseka zemalja EU (55,1 vs. 55,2). To ukazuje da je glavni uzrok visoke nejednakosti raspoloživog dohotka u Srbiji niska redistributivna uloga socijalnih transfera i poreza.

³ Ovaj metod dekompozicije nije pogodan ukoliko želimo da utvrdimo koja komponenta ima najveći uticaj na smanjenje/rast nejednakosti, jer se referentna raspodela menja sa uključivanjem svake nove komponente dohotka (ILO, 2015). Međutim, on je koristan za međunarodna poređenja.

Najveća razlika u uticaju različitih komponenti dohotka na nejednakost u odnosu na EU postoji kod penzija. Ako penzije dodamo tržišnom dohotku, Gini koeficijent se smanjuje, u proseku, za 17,2 procentnih poena za zemlje EU a svega 10,9 procentnih poena za Srbiju. Jedno od objašnjenja moglo bi da se nađe u manjem obuhvatu stanovništva sistemom penzijskog osiguranja u Srbiji nego u EU, budući da 93% muškaraca i samo 79% žena u Srbiji prima penziju prema podacima Popisa iz 2012, kao i činjenica da u većem broju zemalja EU lica preko 65 godina primaju socijalne penzije, što takođe utiče na smanjenje nejednakosti. Ostali socijalni transferi smanjuju nejednakost u Srbiji nešto manje nego što pokazuje prosek EU (3,5 prema 3,7 procentna poena, respektivno), što se objašnjava niskim obuhvatom domaćinstava novčanom socijalnom pomoći i dečjim dodatkom i niskim iznosom obeju naknada u Srbiji. Porezi znatno manje utiču na smanjenje nejednakosti dohotka nego u EU (2,7 prema 4 procentna poena), što je posledica niske progresivnosti poreza na dohodak u Srbiji.

Na kraju, budući da zarade najviše doprinose ukupnoj nejednakosti dohotka (prema prikazanim rezultatima dekompozicije nejednakosti prema izvorima dohotka), bavili smo se faktorima koji utiču na nejednakost zarada (Krstić and Žarković-Rakić, 2017b). Primenom regresionog metoda, dekomponovali smo nejednakost zarada prema različitim karakteristikama lica za koje očekujemo da utiču na zarade, kao što su godine starosti, nivo obrazovanja, pol i sl. Iako znatan deo varijacija zarada ostaje neobjašnjen varijablama u regresiji, rezultati ukazuju na značajnu ulogu obrazovanja u objašnjavanju nejednakosti zarada u Srbiji. Stepenn obrazovanja čini čak 63% objašnjenog dela nejednakosti zarada 2012. godine. Uloga obrazovanja kao faktora koja utiče na nejednakost zarada bila je dominantna i tokom 2000-tih na osnovu podataka Ankete o životnom standardu (Krstić and Sanfey, 2011). Indikativni u ovom smislu su i podaci iz PISA istraživanja koji pokazuju da naš obrazovni sistem ne uspeva da poništi efekte socio-ekonomskih nejednakosti. Štaviše, u nekim segmentima ih i produbljuje s obzirom da podaci pokazuju⁴ da je dvostruko više funkcionalno nepismene dece u porodicama koje se nalaze među 20% populacije najnižeg socio-ekonomskog statusa, nego u 20% najbolje stojećih porodica. Deca iz prve grupe zaostaju za svojim vršnjacima čiji roditelji pripadaju višim društvenim slojevima i to za dve školske godine.

Kako se može smanjiti nejednakost u raspodeli dohotka u Srbiji?

Sve veći broj istraživanja ukazuje na rast dohodne nejednakosti u razvijenim zemljama koji se odvija poslednje tri decenije (OECD 2011, IMF 2014). Neki od predloga za smanjenje nejednakosti kreću se od uvođenja garantovanog osnovnog dohotka, preko univerzalnog dečijeg dodatka i povećanja mogućnosti za vlasništvom nad kapitalom za šire slojeve populacije. Ističe se i aktivno rukovođenje procesom tehnološkog napretka koji bi povećao zapošljivost radnika, posebno onih sa niskim kvalifikacijama. Takođe, preporučuje se da se prate distributivne posledice uključivanja u međunarodne tokove trgovine (Atkinson, 2015).

Srbija, s druge strane, sve i da ne prolazi kroz trenutne mere štednje, ne bi mogla finansijski da priušti uvođenje garantovanog minimalnog dohotka ili univerzalnog dečijeg dodatka. Rashodi na dve osnovne socijalne naknade, novčanu socijalnu pomoć i dečiji dodatak, iznose 0,6% BDP što je daleko ispod prosečnih 1,1% BDP koliko iznose rashodi na slične naknade u zemljama EU (Clavet et al, 2017). Niski iznosi ove dve socijalne naknade i slab obuhvat populacije ne mogu značajno da doprinesu smanjenju nejednakosti. Ipak, iako je u situaciji kada su na snazi mere štednje nerealno očekivati rast rashoda za socijalnu pomoć, može se raditi na boljem ciljanju pomoći, posebno dečijeg dodatka, kroz sprečavanje curenja naknade ka ne-tako-siromašnim pojedincima (recimo, onim koji ostvaruju dohodak u svojoj ekonomiji) i usmeravanje sredstava ka onima kojima su najviše potrebna.

Globalizacija i tehnološke promene uticale su i na situaciju na tržištu rada Srbije, ali do najvećih promena je došlo usled restrukturiranja privrede, gašenja postojećih i stvaranja novih preduzeća, kao i u drugim bivšim socijalističkim zemljama. Uprkos određenom oporavku u periodu nakon poslednje ekonomske krize, situacija na tržištu rada Srbije je i dalje zabrinjavajuća s obzirom da raste broj osoba koje imaju veoma nizak intenzitet rada. Za samo dve poslednje godine njihov broj se uvećao za 130 hiljada. Većina među takvim licima su nezaposleni ili neaktivni (gde dominiraju penzioneri), i mahom se radi o osobama koje imaju nizak nivo obrazovanja. Rezultati dekompozicije ukupne nejednakosti prema intenzitetu rada članova domaćinstva pokazuju da se najveće smanjenje nejednakosti postiže upravo smanjenjem nejednakosti dohotka unutar tih domaćinstava. To znači da bi se povećanjem zaposlenosti lica u tim domaćinstvima smanjila nejednakost dohotka, jer bi se broj onih bez plate ili onih koji primaju naknadu za nezaposlene smanjio. Međutim, to nije dovoljno, ukoliko ovi novi poslovi ne bi bili sa punim radnim vremenom, permanentni, u formalnom sektoru, ili drugačije rečeno

⁴ http://www1.worldbank.org/poverty/visualizeinequality/PISA/cov_gaps.html

kvalitetniji poslovi sa većom zaradom, boljom socijalnom zaštitom i boljim drugim uslovima rada.

Da bi se povećala njihova zapošljivost potrebno je kroz savetovanje, dodatne obuke i druge mere iz skupa aktivnih mera zapošljavanja, koje sprovodi Nacionalna služba za zapošljavanje, povećati nivo njihovih veština i kvalifikacija. S tim u vezi, potrošnja na aktivne mere bi trebalo da se poveća, što je i predviđeno Nacionalnom strategijom zapošljavanja⁵ prema kojoj bi do 2020. godine potrošnja za ove svrhe trebalo da poraste do 0,5% BDP, Međutim, to trenutno izgleda teško dostižno s obzirom da su izdaci na aktivne mere iz godine u godinu opadali i sada iznose manje od 0,1% BDP.

Važno je, međutim, delovati i pre nego što pojedinci dospeju na tržište rada a to znači osigurati što je moguće većem broju ljudi pristup kvalitetnom obrazovanju. S tim u vezi, podaci pokazuju da je stopa upisa u gimnazije značajno niža od proseka (za skoro 30%) kod dece iz nižih društvenih slojeva, a 16% viša kod dece iz bolje stojećih porodica. Ove nejednakosti se nastavljaju tokom daljeg školovanja jer gimnazijalci, iako čine svega trećinu svih maturanata, učestvuju sa skoro 50% u ukupnom broju studenata prve godine akademskih studija (Baucal i Pavlović Babić, 2009).

Povećanje progresivnosti poreza na dohodak građana u Srbiji moglo bi da se ostvari kroz uvođenje prava na odbitke za izdržavane članove porodice (na šta sada imaju pravo samo građani koji plaćaju godišnji porez na dohodak, dakle, oni koji imaju visoka primanja) kao i kroz povećanje neoporezivog iznosa za zarade sa sadašnjih 25% na 50% prosečne zarade (Arandarenko and Vukojevic, 2008). No, iznad svega bi trebalo sadašnji, tzv. mešoviti sistem oporezivanja, koji se retko u ovom obliku može naći u savremenim poreskim sistemima, zameniti sistemom koji objedinjuje dohotke od rada i kapitala na koje se onda primenjuju progresivne poreske stope koje bi se kretale od 15% do 30%.

Najzad, dalja istraživanja bi trebalo posvetiti uticaju penzija na smanjenje nejednakosti kako bi se precizno identifikovali uzroci manjeg redistributivnog kapaciteta ove vrste dohotka. Za sada, izgleda da je manja pokrivenost penzijama, posebno ženske populacije u ruralnim oblastima, jedan od uzroka takve situacije. Naime, poljoprivredna domaćinstva kada se i odlučuju da neko od članova bude prijavljen za socijalno osiguranje biraju da to bude nosilac domaćinstva, odnosno muški članovi porodice. S tim u vezi, da bi se smanjila nejednakost, a posebno siromaštvo u starosti, neophodno je raditi na povećanju obuhvata ruralne populacije socijalnim osiguranjem.

Literatura:

1. Arandarenko, M. and Vukojevic, V. 2008. *Labor Costs and Labor Taxes in the Western Balkans*, in: *Enhancing Efficiency and Equity: Challenges and Reform Opportunities Facing Health and Pension Systems in the Western Balkans*, ed. by C.Bredenkamp, M.Gragmolati and V.Ramljak, World Bank, Washington DC – Health, Nutrition and Population, pp. 119-160.
2. Atkinson, A. (2015). *Inequality: what can be done?* Harvard University Press
3. Baucal, A. i Pavlović Babić, D. (2009) *Kvalitet i pravедnost obrazovanja u Srbiji: Obrazovne šanse siromašnih*, Beograd: Vlada RS i Institut za psihologiju
4. Clavet, N, Tiberti, L., Vladislavljevic, M. Zarkovic Racic, J., Anic, A., Krstic, G. and Randelovic, S. (2017). *Reduction of child poverty in Serbia: Improved cash-transfers or higher work incentives for parents?* Working Papers PMMA, <https://portal.pepnet.org/documents/download/id/30137>
5. International Labour Office (2015). *Global Wage Report 2014/2015: Wages and Income Inequality*. International Labour Office, Geneva.
6. IMF (2014). *Redistribution, Inequality and Growth*. International Monetary Fund Staff Discussion Note, April 2014
7. Krstić, G., Litchfield, J. & Reilly, B. (2007). An Anatomy of Male Labour Market Earnings Inequality in Serbia – 1996 to 2003. *Economic Systems*, Vol. 31, Issue 1, pp. 97-114
8. Krstić G. and Sanfey, P. (2011). Earnings inequality and the informal economy: evidence from Serbia. *Economics of Transition*, 19(1), 179-199.
9. Krstić, G. 2016. Why Income Inequality is so high in Serbia: Empirical evidence and a measurement of the key factor. *Economic Annals* , Volume LXI, No. 210
10. Krstić, G., Žarković Rakić, J. (2017a). "Dohodna nejednakost u Srbiji: uzroci i preporuke za politiku", konferencija Naučnog društva ekonomista Srbije sa Akademijom ekonomskih nauka i Ekonomski fakultet, Beograd: *Ekonomika politika Srbije u 2017. godini*, (redaktori M. Arsić i D. Šoškić), 2017, str. 141-156.
11. Krstić, G., Žarković Rakić, J. (2017b). Please, mind the gap: Income inequality in Serbia, International conference *Economic policy for smart, inclusive and sustainable growth*, 15-17 June 2017, Book of abstracts, p.28, Faculty of Economics, University of Belgrade.

⁵ http://www.nsz.gov.rs/live/digitalAssets/0/302_nacionalna_strategija_zaposljavanja_2011-2020.pdf

12. Milanović, B. (2003). Incidence of Social Transfers; Inequality in Bogićević et al., Poverty and Reform of Financial Support to the Poor (43-66). Republic of Serbia, Ministry of Social Affairs and Center for Liberal Democratic Studies, Belgrade
13. OECD (2011) *An Overview of Growing Income Inequalities in OECD Countries: Main Findings*. Organisation for Economic cooperation and Development.
14. Ranđelović S. i Žarković-Rakić J. (2011) *Redistributivni efekti reforme poreza na dohodak: mikrosimulaciona analiza za Srbiju* Tematski zbornik radova Ekonomska politika i razvoj. CID, Beograd
15. Republički zavod za statistiku (2017), Anкета o prihodima i uslovima života, Saopštenje br. 087.

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 najjementnija 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