

kvartalni monitor

EKONOMSKIH TREDOVA I POLITIKA U SRBIJI

Broj 10 • jul–septembar 2007

Beograd, decembar 2007

IZDAVAČI

Fond za razvoj ekonomskih nauka
Kamenička 6, Beograd
Tel/Fax: 011 30 21 069
E-mail: fren@fren.org.yu
<http://www.fren.org.yu>

Centar za visoke ekonomskie studije
Lazarevačka 1, Beograd
E-mail: ceves@ceves.org.yu
<http://www.ceves.org.yu>

BILTEN IZLAZI KVARTALNO

REDAKCIJSKI SAVET

Jurij Bajec
Pavle Petrović
Stojan Stamenković
Branko Urošević
Boško Živković

REDAKCIJA

Milojko Arsić
Sonja Avlijaš
Danko Brčerević
Jasna Dimitrijević
Goran Radosavljević
Vuk Đoković

Pavle Petrović (glavni i odgovorni urednik)
Duško Vasiljević (urednik: trendovi)
Boško Živković (urednik: finansije)
Olivera Andelković (izvršni urednik)

SARADNICI U OVOM BROJU

Ivan Kalafatić
Aleksa Nenadović
Mirjana Gligorić
Predrag Petrović

LEKTURA
Anka Jakšić

GRAFIČKO OBLIKOVANJE
Stefan Ignjatović

SLOG I PRELOM
Maja Tomić

OBLIKOVANJE KORICA
Nikola Drinčić

ŠTAMPARIJA
Alta Nova

TIRAŽ
700 primeraka

© 2007 Centar za visoke ekonomskie studije

Podaci objavljeni u ovoj publikaciji mogu se slobodno koristiti i reproducovati bez prethodne pismene dozvole Centra za visoke ekonomskie studije, ali je prilikom njihovog korišćenja obavezno navođenje izvora.

Najtoplije se zahvaljujemo Agenciji za međunarodni razvoj SAD (USAID) i Bearing Point-u – njihovom partneru na projektu Podrška ekonomskog razvoja Srbije (SEGA) – koji su omogućili objavljanje ove publikacije.

Sadržaj

Uvodnik	5
TRENDovi	7
1. Pregled	7
Izabrani pokazatelji – tabela	10
2. Međunarodno okruženje	11
3. Cene i devizni kurs	17
4. Zaposlenost i zarade	26
5. Privredna aktivnost	33
6. Platni bilans i spoljna trgovina	44
7. Fiskalni tokovi i politika	55
8. Monetarni tokovi i politika	63
9. Finansijska tržišta	71
POD LUPOM	76
<i>Pod lupom 1:</i>	
Deficit tekućeg računa u Srbiji: uzroci, razlozi za zabrinutost i posledice	
Peter Sanfey	
1. Uvod	76
2. Šta je to tekući račun?	77
3. Koliko je velik deficit?	79
4. Zašto se deficit tekućeg računa i tranzicija javljaju zajedno?	79
5. Da li je deficit tekućeg računa opasan?	80
6. Šta bi moglo da izazove krizu u Srbiji?	81
7. Zaključak: šta činiti?	82
<i>Pod lupom 2:</i>	
Reforma poreza na dohodak građana: misli globalno, deluj lokalno	
<i>Nikola Altiparmakov, Bojana Vesnić</i>	
1. Uvod	84
2. Aspekti poreskog sistema	84
3. Alternativni pristupi oporezivanju dohotka građana	85
4. Primeri iz svetske prakse	86
5. Trenutni PDG sistem u Srbiji	88
6. Efekti uvođenja globalnog sistema	90
7. Predlog reforme PDG u Srbiji	91
8. Literatura	91
<i>Pod lupom 3:</i>	
Monetarna politika – kanali transmisiije na cene: godinu dana ciljanja inflacije	
<i>Jasna Dimitrijević</i>	
Uvod	92
I. Teorijski i praktičan okvir za sprovоđenje monetarne politike u Srbiji	93
II. Dometi monetarne politike u pogledu uticaja na količinu kredita u prvih godinu dana CI u Srbiji, empirijska ocena	104
III. Zaključak	106
ANALITIČKI PRILOG	109

Analitičke i notacijske konvencije

Vrednosti

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

Definicije agregata i indeksa

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

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

Nova privreda – Privredni subjekti nastali pod privatnom inicijativom.

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

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

Notacija

12-m – indeks ili rast u odnosu na 12 meseci ranije ili u odnosu na isti period prethodne godine. Pravilan pravopisni oblik dvanaestomesečni, zamenujemo 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 – *Makroekonomске 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 direktnе investicije

SDŠ – stara devizna štednja

SMTK – Standardna međunarodna trgovinska klasifikacija

ZZP – Zajam za preporod Srbije

Uvodnik



Budžet za 2008. je predložen i ne predviđa dovoljno smanjenje javne potrošnje. Spoljnotrgovinski deficit je i dalje osnovni strukturni problem srpske privrede. Dinar je jačao tokom 2007. i smanjivao konkurentnost privrede. Inflacija se ubrzava, ali je malo verovatno da će se oteti kontroli. To su, među ostalim, pitanja kojima se bavimo u ovom Uvodniku, a šire i u QM-u.

Privredni rast u Q3 je i dalje visok – kada se isključi poljoprivreda on iznosi 8,3% (9,3% u Q2) na godišnjem nivou. Taj rast je verovatno još uvek iznad dugoročnog trenda rasta proizvodnje, i voden je visokom agregatnom tražnjom. Rast aggregatne tražnje se usporava u Q3, a usled toga i rast proizvodnje. Tražnju su kočili sporiji rast realnih plata i apresijacije dinara, a u suprotnom pravcu je delovala fiskalna ekspanzija (doduše manja nego budžetom predviđena) i rast kredita privredi i stanovništva.

Inflacija se ubrzava u Q3: bazna je 9,4% na godišnjem nivou, i nastala je usled poremećaja na strani ponude, pre svega prehrambenih proizvoda. S obzirom na to da inflacija nije izazvana ekcesnim rastom tražnje, za sada je mala verovatnoća da se ona otrgne. Dve trećine rasta bazne inflacije, tj. one koja se formira na slobodnom tržištu, potiče od rasta cena industrijskih prehrambenih proizvoda. To pokazuje, da aggregatna tražnja nije glavni uzrok inflacije – naime, da jeste, njen rast bi se razlio na sve proizvode i doveo do rasta svih cena. Dva su moguća i komplementarna objašnjenja ovog snažnog rasta cena prehrambenih proizvoda u Srbiji. Jedno je da one prate rast cena hrane u svetu koje beleže snažan uzlazni trend (videti Okvir 1, odeljak 3. "Cene i devizni kurs"). Ovaj rast je izgleda rezultat dugoročnog trenda gde proizvodnja hrane zaostaje za potrošnjom. S druge strane, postoje neke indikacije da monopolističke strukture u Srbiji koriste svetski trend za dodatni rast ovih cena. Naime, svetski rast cena hrane nije se svuda podjednako prelio u inflaciju – ubrzanje inflacije je bilo manje u privredama sa većom konkurenjom. Najzad, bazna inflacija za celu 2007. biće niska: oko 5%, zahvaljujući veoma niskoj inflaciji u prvoj polovini godine.

Konkurentnost privrede Srbije se pogoršava pre svega zbog realne apresijacije dinara. Vrednost dinara je realno (u odnosu na cene) porasla za 4,4% u Q3, odnosno 5,3% u

2007. zaključno sa novembrom. Troškovi rada, izraženi u evrima, su glavna determinanta međunarodne konkurentnosti privrede, a oni su rezultat kretanja plata, produktivnosti i kursa (videti Okvir 2, odeljak 5. "Privredna aktivnost"). Veoma visok rast plata bio je kompenziran visokim rastom produktivnosti, koji je nažalost uglavnom rezultat pada zaposlenosti. Posledično, troškovi rada u dinarima nisu rasli. Međutim, kada se na dinarske troškove doda značajni realni rast dinara u odnosu na evro, troškovi rada u evrima rastu i tako smanjuju međunarodnu konkurentnost privrede Srbije. Ovaj trend pogoršanja konkurentnosti sistematski se ispoljava tokom 2006. i 2007. godine (videti Grafikon T5-8).

Visok deficit tekućeg računa platnog bilansa: 17% BDP-a u Q3 i dalje predstavlja osnovnu strukturnu neravnotežu privrede Srbije. Rast uvoza nastavlja da se ubrzava, kako zbog visoke aggregatne tražnje tako i zbog apresijacije dinara, dok se rast izvoza nešto usporava. Prethodno, zajedno sa smanjenjem transfera iz inostranstva dovodi do visokog deficit-a. Kako je visok tekući deficit prisutan već od 2002. godine, i biće to verovatno još niz godina, u tekstu Pod lupom 1: "Deficit tekućeg računa u Srbiji: uzroci, razlozi za zabrinutost i posledice" – detaljno analiziramo njegove uzroke, posledice i izglede. Uporedna analiza pokazuje da su po pravilu privrede u tranziciji ostvarivale, i još uvek beleže, deficit tekućeg računa. Tranzicija je prvo otvorila značajne mogućnosti profitabilnog investiranja koje značajno prevazilazi domaću štednju i vodi spoljnom deficitu. Drugo, privrede su ušle u tranziciju, ili su prvih godina bile, u dubokoj recesiji – da bi potom počele veoma brzo da rastu. Anticipirajući brzi privredni rast stanovništvo povećava potrošnju zaduživanjem, očekujući rast svog budućeg dohotka i tako dodatno utiče na uvećanje deficit-a. Najzad, javna potrošnja nije mogla naglo da se smanji, što je preko fiskalnog deficit-a takođe vodilo deficitu tekućeg računa.

U osnovi, ovo je priča i o Srbiji, s tim što naš deficit spada u ekstremne. Od uporedivih zemalja najbliža je Bugarska sa deficitom od 15% BDP-a, zatim Rumunija sa oko 12%. Mađarska, Hrvatska i Slovačka imaju deficit između 5% i 10% BDP-a, a Slovenija, Češka i Poljska ispod 5%.

U Lupi 1 iznose se argumenti za to da u sledećoj godini ne treba očekivati platnobilansnu krizu, između ostalog i zato što je naš kratkoročni dug mali u odnosu na devizne rezerve: 10% u Srbiji, prema 60% u Hrvatskoj i Rumuniji i 70% u Bugarskoj. Naravno, dramatična promena političke situacije u zemlji bi ovo predviđanje mogla da preokrene. Srednjoročno, ovako visok deficit je neodrživ. Kao što smo u prethodnim brojevima QM-a obrazlagali, nastavak strukturnih reformi i privatizacije treba da obezbede rast proizvodnje i štednje i tako nadomeste visoku tražnju i investicije, odnosno obezbede smanjenja spoljnog deficit-a. Čak i tako smanjen deficit može se finansirati samo ako se privuku nove strane direktnе investicije, jer će se prihodi od privatizacije uskoro iscrpsti (vidi Okvir 2. odeljak 6. "Platni bilans i spoljna trgovina"). Najzad, javna potrošnja mora da se smanji a država svojom štednjom (fiskalnim suficitom) da ostavi prostor privatnom sektoru. Tako dolazimo na temu fiskalne politike za 2008.

Predloženi budžet za 2008. godinu nije uspeo da napravi zaokret ka restriktivnoj fiskalnoj politici – kako je Vlada to najavila u leto 2007: umesto predviđenog smanjenja javne potrošnje od 1,7 procentnih poena u BDP-u, predviđa se smanjenje od 0,7 poena. To će dovesti do deficit-a budžeta od oko 40 do 50 milijardi dinara (po definiciji MMF-a, odnosno QM-a, videti Okvir 2 u odeljku 7. "Fiskalni tokovi i politika"), odnosno do ukupnog deficit-a fiskalnog sektora od 2% BDP-a. (Poreskom politikom se bavi Lupa 2: "Reforma poreza na dohodak građana: misli globalno, deluj lokalno", analizirajući svrshodnost uvođenja globalnog sistema poreza na dohodak). Tako država neće ni u 2008. svojom štednjom doprineti da se smanji veliki spoljni deficit privrede Srbije. To stavlja dodatni teret na monetarnu politiku koja će moći da obezbedi nisku inflaciju u 2008., ali verovatno uz dalje jačanje dinara i/ili kočenje kredita privatnom sektoru. (U Lupi 3: "Monetarna politika – kanali transmisije na cene: godinu dana ciljanja inflacije analiziramo prva iskustva NBS u ciljanju inflacije i kanale preko kojih se to ostvaruje). Spoljni deficit će, međutim, i dalje ostati veliki.

Za ekonomsku politiku u 2008. postoji još jedna *prilika* ali i *opasnost: plate u javnim preduzećima*. Prilika jeste njihova *kontrola*, odnosno zamrzavanje, što bi značajno uticalo na obuzdavanje rasta tražnje po sebi, ali i preko uticaja na sporiji rast drugih plata. S druge strane, opasnost je u tome da se rast plata u javnim preduzećima otrgne i tako još više poveća neravnotežu koja dolazi iz javnog sektora. Vlada bi zato u tekućim razgovorima sa javnim preduzećima trebalo da iskoristi priliku i uvede kontrolu plata u njima tokom 2008., a nikako da popusti pritiscima za značajno povećanje plata. Najzad, postoji još jedna opasnost za nekontrolisanu ekspanziju javne potrošnje: stvaranje javnog duga za potrebe denacionalizacije (restitucije) od četiri milijarde evra koji sa odgovarajućim kamatama podrazumeva godišnje servisiranje od 250–300 miliona evra. Taj predlog je, međutim, daleko od odgovornog vođenja javnih finansijsa.

Na kraju, ali ne i na poslednjem mestu, poštovani čitaoci, želimo da podsetimo da je pred vama deseti broj QM-a. Iako za "život" jednog časopisa skroman jubilej, verujemo da su u tom periodu u znatnoj meri ispunjeni programski ciljevi osnivača (Ekonomskog fakulteta, FREN-a i CEVES-a), Redakcije i njegovog pokretača Kori Udovički. *Kvartalni monitor*, međutim, svoje opravdanje ima i neophodne kritičke podsticaje dobija, od stručne javnosti i čitalaca. Ako smo kvalitetom svojih analiza, unapređivanjem metodologije praćenja ekonomskih fenomena domaće ekonomije i stalnim uporednim praćenjem razvoja zemalja u tranziciji doprineli širenju relevantnih saznanja za vođenje ekonomске politike u Srbiji – onda imamo razloga da nastavimo s posvećenošću koja pripada radu na časopisu. U tome poslu, vaši čitalački i kritički podsticaji su uvek dobrodošli.

TRENDovi

1. Pregled

U Q3 počinju da se realizuju negativne tendencije koje su bile nagoveštene u prethodnom kvartalu. Privredni rast (mada je i dalje solidan) blago usporava, bazna inflacija ubrzava, a spoljnotrgovinski deficit je veoma visok i nastavlja da raste. Rast BDP-a u Q3 je i dalje snažan (6,6%, procena QM-a), a nepoljoprivredna BDV raste po međugodišnjoj stopi od 8,3%, kao posledica visoke domaće tražnje. Ovaj natprosečni rast ipak predstavlja usporenje u odnosu na rast ostvaren u Q2. Preliminarni podaci za oktobar potvrđuju da i pored jakog rasta ipak dolazi do usporavanja privredne aktivnosti. Tokom Q3 ukupna inflacija neznatno usporava, dok bazna ubrzava. Prema podacima iz oktobra i novembra, i ukupna inflacija ponovo počinje da raste. To ubrzanje inflacije je pre svega posledica faktora sa strane ponude: viših cena žitarica i prehrambenih proizvoda kod nas i u svetu, kao i značajan skok cena nafte na svetskim tržištima. U Srbiji su ovi negativni efekti međunarodnog rasta cena pojačani nedostatkom konkurentnih tržišnih struktura.

Spoljnotrgovinski deficit Srbije nekontrolisano raste i pored daljeg rasta izvoza. Deficit tekućeg računa dostiže 17% BDP-a, što nas svrstava u red tranzisionih zemalja s najvećim deficitom. Spoljnotrgovinska neravnoteža je i dalje pokrivena prvenstveno daljim zaduživanjem u inostranstvu, ali i stranim direktnim investicijama, tako da devizne rezerve NBS nastavljaju sa rastom i u Q3. Međutim, verovatno je ova neravnoteža, kombinovana sa nesigurnošću vezanom za politička dešavanja oko statusa Kosova, dovela do korekcije kursa i depresijacije dinara u drugoj polovini novembra. Ukoliko se duže zadrži, ovakav slabiji kurs dinara će se verovatno srednjoročno odraziti na ublaženje spoljnog deficitta, ali može imati negativne inflatorne efekte.

Sa baznom inflacijom koja će po našoj proceni biti oko 5% na kraju godine, Narodna banka Srbije će pogoditi ciljani koridor bazne inflacije u 2007. (4-8%). Nastavljajući i u Q3 da disciplinovano sprovodi politiku ciljanja inflacije, NBS je uglavnom uspevala da amortizuje pritiske na cene koji su dolazili sa strane ponude. Nadamo se da će u tome uspeti i u narednom periodu i da neće podleći sve češćim pritiscima domaće privrede i dela javnosti koja zagovara direktno upravljanje kursom i depresijaciju dinara koja bi po njima dovela do rasta izvoza i smanjenja spoljnotrgovinske neravnoteže. NBS u tom smislu ne bi trebalo da izlazi iz okvira svojih statutarnih dužnosti održanja niske bazne inflacije.

Nasuprot čvrstoj monetarnoj politici, fiskalna politika, pre svega zbog ugovora i obaveza preuzetih za vreme prethodne vlade, vodi blago ekspanzivnu politiku. Smatramo da se Ministarstvo finansija ponaša u okviru mogućeg – iako bi idealni scenario prepostavljao štednju javnog sektora. U dogovoru sa ostalim socijalnim i ekonomskim akterima i u konstelaciji nesigurne političke 2008. godine, najavljen budžet predstavlja nužan kompromis.

Rast BDP – u Q3 procenjujemo na 6,6%. Kada iz privredne aktivnosti isključimo poljoprivredu koja je pretežno pod uticajem egzogenih faktora, privredni rast je još viši. Rast nepoljoprivredne BDV iznosi oko 8,3%, što je, i pored usporavanja u odnosu na Q2, znatno iznad višegodišnjeg proseka. U Q3 su, međutim, uočene i negativne tendencije koje mogu uticati kako na dalje usporavanje privredne aktivnosti do kraja godine, tako i na narušavanje makroekonomske stabilnosti. Domaća tražnja je usporila u Q3, ali nam se čini da pozitivni efekti koje je ona imala početkom godine na proizvodnju jenjavaju brže nego što se sama tražnja smanjuje. Izvoznoorientisani segmenti privrede značajno usporavaju, delom zbog započetih investicionih aktivnosti najvećeg izvoznika u Srbiji (US Steel), ali moguće i usled apresijacije dinara. Pitanje je da li će se u Q4 negativni nagoveštaji iz Q3 “amortizovati” ili će se pak materijalizovati, verovatno ne toliko usporavanjem privrednog rasta, koliko daljim povećanjem trgovinskog deficitta. U strukturi rasta BDP prednjače usluge s međugodišnjim rastom od oko 10%, dok materijalna proizvodnja u Q3 beleži međugodišnji pad od oko 3%. Industrijska proizvodnja je u

Q3 viša za 3,5% u odnosu na isti period prethodne godine. Prerađivačka industrija je ostvarila sličan rast od 3,2%. Građevinarstvo u Q3 beleži pad koji procenjujemo na oko 5%, što je možda i prirodna "relaksacija" tog dela privrede nakon vrlo visoke aktivnosti u prvoj polovini godine.

Broj zaposlenih kod pravnih lica nastavlja da opada između marta i septembra 2007, dok podaci o broju preduzetnika još uvek nisu raspoloživi. Prerađivačka industrija najviše utiče na pad zaposlenosti, gde je između marta i septembra 2007. zatvoreno 15.000 radnih mesta. Zaposlenost u javnom sektoru je stabilna. Broj registrovanih nezaposlenih opada, s obzirom na to da nezaposlena lica više ne ostvaruju pravo na zdravstvenu zaštitu preko Nacionalne službe za zapošljavanje.

Realni rast mesečnih bruto zarada od 14,1% međugodišnje – usporava se za preko četiri procentna poena u odnosu na prethodne kvartale. Najveći realni međugodišnji rast zarada zabeležen je u zdravstvu i socijalnom radu. Međugodišnji rast bruto plata u državnim javnim preduzećima usporio je, dok najveći rast plata u privatnom sektoru zapažamo u poslovima s nekretninama, hotelima i restoranima, a zatim i trgovini.

Ukupna inflacija u Q3 je na nešto nižem nivou nego u prethodnom kvartalu, dok bazna inflacija značajnije ubrzava. Verujemo da su takva kretanja pre svega posledica delovanja činilaca sa strane ponude. Naime, polovina porasta ukupne inflacije u Q3 i čak dve trećine porasta bazne inflacije u Q3 – posledica su poskupljenja prehrabnenih proizvoda. Prosečna mesečna stopa inflacije u Q3 iznosi 0,9%, odnosno 10,9% na godišnjem nivou (u Q2 12,0%, a u Q1 samo 5,1%). Prosečna mesečna stopa bazne inflacije u Q3 je 0,8%, odnosno čak 9,4% na godišnjem nivou, dok je u Q2 ta stopa bila 3,7%. U oktobru se zadržavaju slični trendovi – ukupna inflacija iznosi 0,6% u odnosu na prethodni mesec, a bazna 0,7%. U novembru, međutim, ukupna inflacija raste na 1,1%, a bazna ostaje ista kao u prethodnom mesecu (0,7%). Najveći doprinos inflaciji u oktobru i novembru ponovo daju prehrabeni proizvodi, dok su u novembru značajni i efekti poskupljenja nafte.

Treći kvartal (Q3) je već drugi kvartal zaredom u kom privreda Srbije beleži usporavanje rasta izvoza. U isti mah uvoz ubrzava, i raste po međugodišnjim stopama koje su gotovo dvostruko više od stopa rasta uvoza iz prethodne godine. Tako dolazi do izjednačavanja stopa rasta uvoza i izvoza i u kombinaciji s tradicionalno niskom pokrivenošću uvoza izvozom do značajnog rasta spoljnotrgovinskog deficit-a. Takav disbalans spoljnog sektora, koji je započeo krajem 2006, pojačava se padom tekućih transfera registrovanih tokom cele 2007. To dovodi do rasta deficit-a tekućeg računa koji u Q3 dostiže 17% BDP-a. Kapitalni prilivi – pre svega strana direktna ulaganja i zaduživanje privrede u inostranstvu – i dalje su snažni i pokrivaju deficit bilansa tekućeg računa, pa devizne rezerve NBS nastavljaju da rastu (za 475 miliona evra).

Kao što je bilo i očekivano, tokom Q3 tekuće godine povećana je ekspanzivnost fiskalne politike. U Q3 konsolidovani javni prihodi veći su za oko 8% realno, dok su konsolidovani javni rashodi veći za 15% realno u odnosu na isti period prethodne godine. Međugodišnja realna stopa rasta konsolidovanih javnih prihoda u Q3 ista je kao i u prethodnom kvartalu, dok je međugodišnja stopa rasta konsolidovanih javnih rashoda znatno ubrzana. Deficit u konsolidovanom bilansu, definisan sa stanovišta likvidnosnog uticaja države na agregatnu tražnju, iznosio je 12 milijardi dinara. Stepen ekspanzivnosti fiskalne politike u Q3 bio je manji nego što proizilazi iz usvojenog budžeta i fiskalne politike za 2007. godinu, što je i najavljivano u prethodnom broju QM-a. U skladu s tim procenjuje se da će ovako definisan fiskalni deficit na nivou cele 2007. godine iznositi oko 1% BDP-a.

Treći kvartal 2007. u monetarnoj sferi karakteriše ubrzanje rasta kredita kako privredi, tako i stanovništvu kojima su banke plasirale po oko 400 miliona evra neto novih kredita. Takođe, banke su ponovo intenzivno plasirale u hartije NBS (novih 420 miliona evra u dinarskoj protivvrednosti) nakon Q2 kada su ti plasmani banaka bili negativni (-200 miliona evra). Zbog apresijacije dinara, došlo je do rasta realnih prinosa na hartije NBS merenih u odnosu na kurs dinar/evro, koji su u Q3 dostizali skoro 30%. Izvore bankarskih plasmana činili su dokapitalizacija banaka (oko 400 miliona evra), uobičajeni priliv devizne štednje stanovništva

(novih 380 miliona evra), ali i, u iznenađujućoj meri, depoziti preduzeća (650 miliona evra). Time sektor preduzeća, posmatrano na nivou Q3, postaje neto poverilac banaka. Istovremeno je monetarna politika pojačala restriktivnost blagim povećanjem repo stope (sa 9,5% na 9,75% u avgustu, ali je posle u oktobru opet vraćena na 9,5%) – uz realnu apresijaciju dinara (4,4% u Q3) i meru za ograničenje potrošačkih kredita stanovništvu koja je stupila na snagu u septembru. NBS je tako zadržala primarni novac na kraju Q3 nepromjenjenim u odnosu na kraj Q2 kao rezultat: emitovanja 14 milijardi dinara – prevashodno kroz otkup devizne efektive od menjača, s jedne strane, i povlačenje iste količine dinara kroz pad neto domaće aktive, s druge. Neto domaća aktiva raste usled trošenja dinarskog depozita države kod NBS (12 milijardi dinara) i smanjenja kapitala NBS (oko šest milijardi dinara) ali se u istom periodu smanjuje kroz repo tržište, gde NBS neto povlači oko 32 milijarde dinara.

Značajan pad prometa na domaćim finansijskim tržištima i stagnacija cena i prinosa obeležili su Q3 2007. godine. Obim na tržištu akcija mereno i dinarskim prometom i brojem obavljenih transakcija, pao je prvi put u poslednje dve godine, i to za čak 41% mereno dinarskim prometom, odnosno 31% mereno brojem transakcija. Padu su podjednako doprineli i kontinuirani i diskontinuirani segment tržišta. Indeksi Beogradske berze kretali su se u relativno uskom pojasu od 200 indeksnih poena i u Q3 izgubili na vrednosti manje od pola procenta. Od početka oktobra do sredine novembra dolazi do snažnog pada vrednosti berzanskih indeksa. BELEX15 i BELEXline su izgubili 10,21% i 7,26%, respektivno, da bi 20. novembra BELEX15 u jednom danu izgubio čak 4,95% svoje vrednosti, a BELEXline 3,05%. Prinosi na obveznice kretali su se u opsegu od 40bp, pri čemu su u proseku izgubili od 7bp do 17bp, osim prinosa na A2008 i A2009 koji su porasli za 25bp, odnosno 5bp.

1. Pregled

Srbija: izabrani makroekonomski pokazatelji, 2004–2007¹⁾

	godišnji podaci											
	2004	2005	2006	2005			2006			2007		
				Q3	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	
Cene i kurs												
Maloprodajne cene - ukupno	10,1	16,5	12,7	17,1	14,8	15,6	12,5	8,2	5,8	4,7	6,5	
Maloprodajne cene - bazna inflacija ³⁾	7,9	14,8	10,3	14,9	12,0	11,6	10,8	6,9	4,7	3,0	2,9	
Realni kurs dinar/evro (prosek 2005=100) ⁴⁾	100,5	100,0	92,1	100,0	97,1	94,8	90,3	86,4	86,2	86,3	83,2	
Nominalni kurs dinar/evro ⁴⁾	72,62	82,92	84,19	83,83	87,09	86,87	83,25	79,55	79,98	81,07	80,03	
Privredna aktivnost												
BDP (u mlrd. dinara)	1.408	1.754	2.086	...	...	...	...	...	...	...	...
BDP	8,4	6,2	5,7	7,4	7,0	6,2	5,1	4,8	8,4	7,7	6,6	
Nepoljoprivredna BDV	7,5	6,3	7,9	9,7	9,8	7,9	7,1	7,2	9,0	9,3	8,3	
Industrijska proizvodnja	7,1	0,8	4,7	3,2	5,3	6,1	3,9	2,9	4,8	5,2	3,5	
Preradivačka industrija	9,7	-0,7	5,3	3,6	7,5	6,2	4,4	2,9	8,5	4,9	3,3	
Prosečna mesečna neto plata (u din)	14.108	17.478	21.745	17.969	19.284	21.126	21.986	24.585	25.103	27.165	28.019	
Ukupno zaposlenih, bez poljoprivrede (mil.)	2.050	2.061	2.022	...	...	2.032	...	2.019	...	2.004	...	
Fiskalni podaci												
u % BDP												
Javni prihodi	41,2	40,1	38,9	-0,6	4,8	3,8	4,4	5,9	15,9	8,0	8,0	
Javni rashodi	40,0	38,2	38,3	-2,5	8,1	-2,4	5,2	21,0	9,7	8,8	15,3	
u mlrd.dinara												
Konsolidovani bilans	17,5	33,8	12,0	9,9	0,4	16,3	9,9	-14,8	12,1	16,9	-3,9	
Analitički bilans (def. FREN) ⁵⁾	-7,7	-2,9	-37,2	0,8	-3,9	-0,8	-0,2	-32,3	-2,0	2,4	-12,0	
Platni bilans												
u milionima evra, tokovi ²⁾												
Uvoz robe	-8.302	-8.286	-10.096	-2.234	-2.139	-2.494	-2.541	-2.910	-2.830	-3.093	-3.225	
Izvoz robe	2.991	4.006	5.146	1.019	1.039	1.244	1.368	1.484	1.391	1.589	1.746	
Bilans tekućeg računa	-2.197	-1.805	-2.892	-519	-679	-469	-633	-1.111	-1.169	-803	-1.311	
u % BDP	-11,1	-8,6	-11,6	-9,4	-13,1	-8,0	-9,5	-15,4	-18,1	-11,2	-16,9	
Bilans kapitalnog računa	2.377	3.863	7.353	1.103	1.100	1.587	2.247	2.418	1.135	1.253	1.693	
Strane direktnе investicije	773	1.248	4.077	495	164	545	1.671	1.668	617	-5	542	
NBS bruto devizne rezerve ((+) znači povećanje)	229	1.857	4.240	454	390	1.079	1.539	1.232	-193	407	458	
Monetarni podaci												
u milionima dinara, stanja na kraju perioda ²⁾												
NBS neto sopstvene rezerve ⁶⁾	103.158	175.288	302.783	159.055	182.772	224.808	244.631	302.783	327.997	348.471	361.861	
NBS neto sopstvene rezerve ⁶⁾ , u mil.evra	1.291	2.050	3.833	1.878	2.103	2.614	2.983	3.833	4.021	4.410	4.589	
Krediti nedržavnom sektoru	342.666	518.298	609.171	456.541	547.564	591.270	614.698	609.171	666.007	732.402	786.873	
Devizna štednja stanovništva	110.713	190.136	260.661	162.667	207.609	222.105	243.328	260.661	293.195	307.783	336.109	
M2 (12-m realni rast, u %)	10,4	20,8	30,6	22,4	24,7	19,8	20,5	30,6	35,4	30,7	29,7	
Krediti nedržavnom sektoru (12-m realni rast, u %)	27,3	28,6	10,3	27,6	26,9	25,4	20,7	10,3	15,2	17,8	19,1	
Krediti nedržavnom sektoru, u % BDP	23,9	29,6	28,6	27,3	29,9	31,0	30,9	28,6	30,5	32,6	33,0	
Finansijska tržišta												
BELEXline, vrednost indeksa ⁷⁾	1.161	1.954	2.658	1.915	2.107	2.036	2.342	2.658	4.220	4.456	4.431	
Promet na Beogradskoj berzi (u mil. evra) ^{8) 9)}	423,7	498,8	1.166,4	68,4	182,5	235,8	271,4	476,7	529,4	644,8	386,7	

Izvor: FREN.

1) Detaljni podaci (mesečne serije) dati su na internet stranici, www.fren.org.yu.

2) Ukoliko drugačije nije naznačeno.

3) Bazna inflacija meri kretanje cena proizvoda i usluga koje nisu pod administrativnom kontrolom već se slobodno formiraju na tržištu.

4) Računica zasnovana na 12-m prosečima za godišnje podatke, i na tromesecnim prosečima za kvartalne podatke.

5) Analitički bilans prema FREN definiciji na rashodnoj strani uključuje i otplate starih (domaćih) dugova, konkretno otplate stare devizne štednje, zajma za preporod Srbije, duga penzionera, itd. Okovo definisan rezultant meri likvidnosni efekat koji transakcije države imaju na privredu.

6) NBS neto sopstvene rezerve predstavljaju razliku između neto deviznih rezervi NBS i zbir deviznih depozita poslovnih banaka i deviznih depozita države. Detaljnija objašnjenja data su u odeljku Monetarni tokovi i politike.

7) Vrednost indeksa na poslednji dan posmatranog perioda.

8) Ukupna vrednost prometa na Beogradskoj berzi, obuhvata vrednost prometa akcijama i obveznicama SDŠ.

9) Za preračunavanje prometa na tržištu akcija iz dinara u evre korišćen je srednji kurs za posmatrani period.

2. Međunarodno okruženje

Nakon kreditne krize koja je tokom leta pogodila SAD, finansijska tržišta se tokom jeseni postepeno normalizuju. Međutim, kriza nekretnina u Americi se nastavlja, pa strah od recesije u toj zemlji ne jenjava. Negativni efekti finansijske krize očekuju se u Q4 i tokom iduće godine. Mada je evrozona zabeležila oporavak u Q3, sprovedene ankete ukazuju na usporavanje u sledećem periodu. Zemlje u razvoju, za sada najmanje pogodjene finansijskom krizom, nastavljaju sa značajnim ekonomskim rastom. Na međunarodnim tržištima rastu cene nafte i zlata, kao i cene poljoprivrednih proizvoda.

Tabela T2-1. Svet: privredni rast i inflacija, 2005–2007

	Realni BDP								Troškovi života			
	realni rast		realni rast, desezonirano anualizovano						u odnosu na prethodnu godinu			
	2005	2006	Q2 2006	Q3 2006	Q4 2006	Q1 2007	Q2 2007	Q3 2007	Q4 2006	Q1 2007	Q2 2007	Q3 2007
u %												
Svet ukupno	3,2	3,6	3,5	2,8	4,0	3,2	3,9	3,8	2,1	2,3	2,4	2,3
od čega:												
SAD	3,5	2,9	2,6	2,0	2,2	0,6	4,0	3,9	0,2	2,4	2,7	2,5
Kanada	2,9	2,8	2,0	1,7	1,0	3,9	3,4	1,8	1,5	1,8	2,2	2,6
Japan	2,7	2,2	1,5	0,8	3,8	3,2	0,5	2,6	0,5	-0,1	-0,1	-0,1
Kina	10,2	11,1	13,1	10,4	7,9	13,6	15,7	9,4	2,0	2,7	3,6	4,2
Indija	8,4	9,4	7,7	9,6	7,8	11,3	9,6	6,1	6,2	7,0	6,3	5,8
Evro zona	1,5	2,9	2,7	2,7	3,3	2,9	1,4	2,8	1,8	1,9	1,9	1,9
Nemačka	1,1	3,1	4,4	2,6	4,0	2,2	1,0	2,8	1,6	1,9	2,0	1,4
Francuska	1,2	2,2	4,9	0,0	2,2	2,2	1,3	2,9	1,3	1,3	1,3	1,5
Velika Britanija	1,9	2,8	2,8	2,8	2,7	2,8	3,4	3,2	2,7	2,9	2,6	2
Italija	0,1	1,9	2,6	1,1	2,8	1,1	0,4	1,5	2,0	2,0	1,9	1,9
Rusija	6,4	6,7	9,9	1,8	7,7	3,7	10,0	...	9,2	7,9	8,1	7,8
Bugarska	5,5	6,0	6,4	6,7	5,7	6,2	...	...	6,0	5,3	4,7	11,1
Rumunija	4,1	6,9	7,7	8,2	7,6	5,8	5,6	...	6,1	3,8	3,8	5,5
Mađarska	4,1	3,8	4,1	3,9	3,4	1,4	0,2	1,2	6,4	8,5	8,6	7
Hrvatska	3,8	5,0	3,5	4,7	4,9	4,9	...	...	2,2	1,8	2,1	2,9
Makedonija	3,8	4,0	5,7	3,6	...	...	...	...	0,4	1,6	...	...
BIH	5,0	...	...	...	...	...	...	...	...	0,8	0,3	0,9

Izvor: Eurostat, JPMorgan, National Bank of Bulgaria, National Bank of Romania, National Bank of Republic of Macedonia, National bank of Croatia.

Svet

Letošnja kriza na finansijskim tržištima umanjila stope rasta globalne ekonomije

Međunarodni monetarni fond je u svom novom *World Economic Outlook*-u revidirao nadole stopu rasta za ovu i sledeću godinu, nakon letošnje turbulencije na finansijskim tržištima. Tekući problemi su neposredno izazvani krizom nekretnina i hipotekarnih kredita u SAD. Ta kriza će najviše usporiti rast u SAD, ali je MMF-ova procena projektovanog rasta cele svetske ekonomije za 2008. spuštena za pola procenog poena (na 4,75%)¹. Kriza na finansijskim tržištima se delimično smirila, ali je likvidnost i dalje smanjena a strah od rizika povećan, tako da još nije sigurno da li će američka privreda izbeći recesiju. Tokom prvih šest meseci, pre finansijske krize, globalni rast je iznosio preko 5%². Snažan svetski ekonomski rast će se ostvariti i pored korekcija rasta u razvijenim zemljama, pre svega zbog daljeg rasta zemalja u razvoju. Kina, Indija i Rusija su po podacima MMF-a u prva dva kvatrala 2007. registrovale međugodišnji rast od 11,5%, 9% i 8% i time su zaslužne za polovicu svetskog rasta.

Evrozona

Ubrzanje rasta BDP-a evrozone u Q3...

Nakon slabog rasta BDP-a evrozone u Q2, došlo je do oporavka u Q3 (prema prvoj proceni, tzv. "flash estimate") pa je godišnji desezoniran rast iznosio 2,8%³. U Q2 je rast bio samo 1,3%².

1 Kod računanja rasta globalne privrede, MMF kao pondere koristi veličine nacionalnih ekonomija izražene u PPP dolarima (paritet kupovne moći). Otuda razlika u stopama rasta od onih u Tabeli T2-1.

2 *World Economic Outlook*, October 2007, IMF.

3 JP Morgan.

2. Međunarodno okruženje

Nakon solidnog rasta tokom 2006., došlo je do usporavanja u 2007. godini. Međutim, deo pada bio je uzrokovani korekcijom, jer je u Q1 zbog toplog vremena došlo do neubičajenog skoka rasta građevinarstva i poljoprivrede, koji je morao opasti u Q2. Oporavak u Q3 je takođe potkrepljen podacima o industrijskoj proizvodnji. U julu je mesečni rast bio 0,7% na godišnjem nivou,⁴ a u avgustu 1,2% (najveći mesečni rast u proteklih osam meseci). Ankete takođe potvrđuju povećanu aktivnost u Q3. Anketa koja procenjuje aktivnost u proizvodnji bila je na nivou 54,1⁵, što je natprosečna vrednost, a anketa uslužnog sektora na nivou 56,9, što je takođe visoko. Značajni profiti kompanija, kao i visoke stope iskorišćenja kapaciteta (mada u opadanju) verovatno su podstakle investicije. Efekti finansijske krize biće vidljiviji u sledećem kvartalu, a posebno u 2008. Evropska centralna banka (ECB) u oktobru nije promenila referentnu kamatnu stopu (4%), što se i očekivalo. Pošto ekonomija ima solidan rast, mada sa rizicima koji predstoje, zvaničnici su istakli da nije bilo potrebe za smanjenjem stope, ali da inflatorni pritisci još postoje.

...ali raste i inflacija

Stopa inflacije je tokom Q3 bila blago iznad komforne zone, pre svega zbog cena energenata i hrane koje u poslednje vreme povećavaju inflaciju. Troškovi života u evrozoni su u Q3 porasli za 1,9% međugodišnje, ali se inflacija povećava, sa 1,7% na godišnjem nivou u avgustu na 2,1% u septembru. U septembru je na povećanje inflacije uticala cena energenata (rast od 3% na godišnjem nivou), za razliku od avgusta kada su cene energenata opale 0,9 % na godišnjem nivou. Cene hrane su u evrozoni u septembru skočile 2,4% na godišnjem nivou, na šta su značajno uticali mlečni proizvodi, koji su imali rast od 4%. Iskorišćenost kapaciteta je na nivou koji je bio na kraju ekspanzije dva poslednja biznis-ciklusa, tako da bi taj uticaj trebalo vremenom da oslabi. Visok evro smanjuje inflaciju, ali će cene energenata i hrane poništiti taj efekat. Kako su inflatorna očekivanja potrošača visoko korelisana sa cenama hrane, postoji rizik od povećavanja minimalnih plata, što bi produbilo problem. Monetarna politika ECB se više ne smatra akomodativnom, pa trenutno postoji rizik i od smanjenja privrednog rasta i porasta inflacije. No, najverovatnije će se rast umereno usporiti a inflacija blago povećati, tako da neće biti razloga za promenu referentne kamatne stope. U takvoj situaciji, predviđaju se sledeći scenariji za monetarnu politiku ECB. Prvi, ukoliko pad proizvodnje ne bude dramatičan, ECB će pustiti da niže stope iskorišćenja kapaciteta smanjuju inflaciju. Drugi, ukoliko neki od ta dva rizika (rast i inflacija) postane preteći, onda će ECB reagovati promenom referentne stope.

Trgovinski bilans evrozone je uravnotežen. U Q3 je ostvaren deficit od 10,2⁶ milijarde evra, što je blago poboljšanje u odnosu na isti kvartal prošle godine (deficit od 1,8 milijardi evra). U julu je deficit iznosio 5,2 milijarde evra, dok je u julu 2006. bio 1,1 milijardu. U avgustu je deficit iznosio 1,9 milijarde evra, a u istom mesecu prošle godine ostvaren je deficit od 5,2 milijarde. U septembru je deficit bio 3,1 milijardu evra – takođe više od prošlogodišnjih 2,3 milijarde, ali se u dolazećim mesecima očekuje negativan uticaj jakog evra na uvoz.

Izvoz EU će najverovatnije trpeti zbog visoke vrednosti evra

Kurs evra prema dolaru, koji je tokom Q3 dostigao nivo od oko 1,40, deluje negativno na izvoz. Prema poslednjim anketama izvozne porudžbine opadaju, a dovodi se u pitanje i to koliko će zemlje Centralne i Istočne Europe biti „amortizer“ smanjene razmene sa SAD. Kako se smanjuje razlika stopa centralnih banaka SAD i Evropske unije, moguće je da će doći do dalje apresijacije evra, što oktobarski i novembarski podaci i potvrđuju (evro je dostigao rekordni nivo od 1,49 dolara za jedan evro). Na tržištu novca, nakon problema proteklih meseci, nije došlo do poboljšanja uslova u meri kao što se to desilo u SAD. Tromesečni Euribor je 60 baznih poena iznad referentne kamatne stope ECB, što je tri puta više nego što je uobičajeno. Iako su injekcije novca ECB, u nekoj meri smirile strah banaka da pozajmljuju na međubankarskom tržištu, na tom tržištu i dalje nije došlo do potpune normalizacije, pa je margina između tromesečnog Euribor-a i referentne stope natprosečno visoka.

Pozitivna situacija na tržištu rada pomaže potrošnju, ali dolazi do kontrakcija kredita zbog problema na finansijskim tržištima

Domaća tražnja pokazuje znake slabljenja, ali je i dalje na nivou koji pomaže rastu. Ukoliko se finansijska kriza iz Amerike još više prenese u Evropu, pad evropskih akcija i kreditna kontrakcija mogu dovesti do oštijeg pada domaće potrošnje. Maloprodaja u avgustu nije porasla u odnosu

⁴ BNP Paribas.

⁵ Rezultat ankete preko 50 upućuje na ekspanziju, a ispod 50 na kontrakciju.

⁶ Eurostat.

na prethodni mesec, a indikator poverenja maloprodaje je opao u septembru, mada je anketa poverenja potrošača i dalje na visokom nivou. Pozitivna situacija na tržištu rada, (nezaposlenost na nivou od 6,9% u Q3) održava potrošnju, ali postoji potencijalni problem vezan za moguću kontrakciju kredita. Zbog povećanog zaziranja od rizika, prema anketi ECB, očekuje se otežavanje uslova za dobijanje potrošačkih kredita u sledećem kvartalu. Stambeni krediti su takođe pod uticajem krize na finansijskim tržištima. Ulaganje u građevinarstvo opada, što pokazuje silazni trend dozvola za gradnju. U Q3 su pooštreni uslovi za odobravanje rizičnijih kredita, a traže se i veće garancije.

Sjedinjene Američke Države

Finansijska tržišta u SAD normalizuju funkcionisanje, ali su ukupne posledice još neizvesne

Ukupna inflacija raste zbog cene nafte i hrane, dok je bazna pod kontrolom

Rast cene nafte povećao rizik od recesije, pa je FED smanjio referentnu stopu za dodatnih 25bp

I pored krize na finansijskim tržištima, u Q3 desezonirani godišnji rast BDP-a Sjedinjenih američkih država iznosio je 3,9%⁷, što je bilo više nego očekivanih 3%. Jedino je pad u građevinarstvu bio značajan. Industrijska proizvodnja će porasti blizu 2%⁸ na godišnjem nivou u Q3, prerađivački sektor je rastao 4,3%⁷, a iskorišćenost kapaciteta je 82,1%⁷ – što je iznad vrednosti dugoročnog trenda. Zbog smanjene domaće tražnje, ali i zbog povoljnog odnosa dolar – evro, trgovinski deficit SAD se smanjio sa 70,7⁷ milijardi dolara u martu na 66,6⁷ milijardi krajem avgusta, a izvoz prerađivačke industrije je u avgustu ostvario rast od 13,3%⁷ na godišnjem nivou. Troškovi života u Q3 beleže međugodišnji porast od 2,5% (u prethodnom kvartalu 2,7%). Inflacija se u septembru povećava na 2,8%⁷ zbog slabog dolara, poskupljenja nafte i rasta cena hrane (4,4% međugodišnji rast u septembru⁷). Bazna inflacija, kojoj FED za razliku od ECB pridaje više pažnje, pod kontrolom je – porasla je 0,2% na mesečnom nivou u septembru. FED je usled rekordne cene nafte koja se približava 100\$, i mogućih negativnih posledica u trenutnom ekonomskom ambijentu, odlučio da krajem oktobra dodatno smanji referentnu kamatnu stopu (FED funds rate) za četvrtinu procentnog poena – na 4,5%.

Na finansijskom tržištu investitori su prestali da ulazu u derivative preko kojih se finansiraju visokorizični stambeni krediti. U 2007. cene kuća su počele da padaju, a prosečne kamatne stope kojim se otplaćuju visokorizični krediti su porasle, što je dovelo do naglog povećanja neotplaćenih stambenih kredita te kategorije. Banke i fondovi koji su ulagali na to tržište pretrpeli su veoma visoke gubitke. Gubici ulaganja u rizične stambene kredite, iako značajni, opasni su pre svega zbog uticaja na likvidnost i povećanje zaziranja od rizika. Zbog finansijske krize, i problema s likvidnošću, troškovi zaduzivanja na međubankarskom tržištu su skočili, došlo je do zastoja u merdžerima i akvizicijama, a hedž fondovi trpe gubitke i prodaju svoje pozicije. Bura na finansijskom tržištu pokazala je da se finansijskim derivativima rizik može disperzovati ali se ne može otkloniti. Negativna strana disperzije jeste to što se trenutno još ne zna *gde* je rizik, to jest *ko* je najviše uložio u rizične stambene kredite. To stvara nepoverenje, pa su kreditni diferencijali i dalje povišeni, što dovodi do smanjenja likvidnosti.

Smanjenjem likvidnosti, mnogi učesnici na finansijskim tržištima smanjuju svoje aktivnosti i ulaganja, teže daju kredite i prodaju pozicije. Povećani diferencijali između obveznica preduzeća i državnih obveznica pokazuju povećanu odbojnost prema riziku, koji može uticati da se preispita valuacija i na drugim tržištima. Diferencijal između tromesečne USD Libor stope i federalne referentne stope je opao, ali i dalje iznosi 50bp što je dokaz da se tržište nije do kraja normalizovalo. Došlo je do veće rigidnosti pri odobravanju kredita, i to ne samo za visokorizične, već i za manje rizične klijente (u anketi FED-a 14% ispitanika prijavilo je otežavanje uslova kreditiranja). Značajan deo rizičnih stambenih kredita u SAD tek treba da pređe sa promotivnih kamatnih stopa (koje traju obično prve dve godine otplate) na više, tako da će se procenat neotplaćenih kredita verovatno povećati i u sledećim kvartalima. Kada su krediti davani, zanemarivala se solventnost klijenata, jer se računalo na rast cena nekretnina kao kolaterale, pa je planirano da se gubici od neotplaćenih kredita pokriju prodajom imovine. Međutim, kako cene nekretnina već neko vreme padaju, firme koje su imale takav pristup politici davanja kredita trpe visoke gubitke.

⁷ JP Morgan.

⁸ BNP Paribas.

2. Međunarodno okruženje

Pooštreni uslovi odobravanja stambenih kredita uticaće negativno na rast i potrošnju u budućim kvartalima. U septembru je opala izgradnja novih stambenih prostora 10,2% na mesečnom nivou⁹, najveći pad posle januara, a broj izdatih dozvola se smanjio 7,3%, tako da kriza nekretnina i dalje nije dostigla svoje dno. Pad vrednosti stambenog prostora i građevinske aktivnosti, će dovesti – preko efekta smanjenja bogatstva i smanjenja zaposlenosti – do pada lične potrošnje. Kako cene kuća padaju, nivo bogatstva se smanjuje, nezaposlenost raste i lični prihodi opadaju, što sve zajedno negativno utiče na potrošnju. Pored toga, nagli skok cene nafte ima takozvani *crowding out* efekat u potrošnji (usled skoka cena nafte, veći deo potrošnje odlazi na energente, što smanjuje rezidualnu tražnju), a to je dodatno uticalo da FED smanji referentnu kamatnu stopu. Pošto je u Americi potrošnja benzina po stanovniku relativno visoka, *crowding out* je značajniji nego u zemljama gde se ekonomičnije troši energija za ličnu potrošnju. Lična potrošnja je u Q3 ipak ostala zaštićena od negativnih uticaja i porasla 3%⁸, a maloprodaja 4%⁸, mada ankete potrošača (univerziteta Mičigen i Conference Board-a) pokazuju da od avgusta poverenje potrošača opada, tako da će se slabosti na tržištu nekretnina i na tržištu rada gotovo zasigurno odraziti na potrošnju do kraja godine.

Avgustovski podaci o broju zaposlenih su na prvi pogled rešili tzv. "zagonetku" američkog tržišta rada: zbog čega usled oštrog pada aktivnosti u građevinarstvu ne dolazi do pada zaposlenosti? Preliminarni podaci za avgust ukazivali su da je došlo do pada zapošljavanja, (4.000¹⁰ manje radnih mesta nego u julu). To je povećalo strah od recesije i očekivanja obaranja referentne stope. Međutim, statistika je napravila krupnu grešku, pa je nakon revizije u avgustu, zvaničan podatak da je u julu došlo do otvaranja 89.000⁹ novih radnih mesta! Većina novih radnih mesta je u državnom sektoru. Iako je zaposlenost u trendu opadanja, još uvek nije došlo do masovnijih otpuštanju u građevinarstvu, gde je kriza najizraženija. Stopa nezaposlenosti iznosila je 4,7% u septembru, ali bi bila i viša da se stopa participacije nije smanjila. Taj podatak upućuje na to da poslodavci još masovno ne otpuštaju, ali manje zapošljavaju nove radnike, pa se produžio prosečan period između prekidanja starog i nalaženja novog zaposlenja.

Istočna Evropa i okruženje

Privredni rast u Istočnoj Evropi je usporio

Stopa privrednog rasta u Istočnoj Evropi usporava, pa je rast BDP u Q3 iznosio 3,2%, nakon rasta BDP od 7,2% u Q2. Zemlje jugoistočne Evrope (SEE) nisu za sada pogodjene krizom na finansijskim tržištima, ali to ne znači da rizici ne postoje. Analiza grupe autora iz MMF-a procenjuje da su finansijski rizici značajni i da mogu dovesti do korekcije stope rasta¹¹. Ovi autori analiziraju zemlje jugoistočne Evrope koje su najviše integrisane u međunarodna finansijska tržišta (Srbija, Rumunija, Bugarska i Hrvatska) i zbog toga osjetljive na promenu investicione klime. Indikatori osjetljivosti¹² su na nivou koji se, na primerima drugih zemalja u razvoju, pokazao kao dugoročno neodrživ, ali faktori koji se odnose na evropske integracije mogu pomoći da se rizici ublaže. Nedavni događaji na međunarodnim finansijskim tržištima povećavaju opasnost od naglog prestanka priliva inostranog kapitala. Priliv kapitala iz inostranstva pomogao je rast dohotka po stanovniku, ali je istovremeno doprineo ranjivosti spomenutih ekonomija. Glavni uzroci ranjivosti jesu visoki spoljnotrgovinski deficit, valutni i kamatni rizik, kao i neusklađenost rokova finansiranja i prihoda. Kako je u proteklo vreme globalna likvidnost bila veoma visoka, banke su ulagale na ta tržišta zbog visokih profita. U periodima naglog skoka rasta kredita obično dolazi do pogrešne procene rizika od strane banaka, pa se kapital alocira u neuspešne projekte. Takođe, broj stranih banaka koje obezbeđuju kredite nije dovoljno velik, pa manjak diversifikacije povećava šansu naglog prestanka priliva kredita. Kapital manjim delom završava u sektorima proizvodnje razmenjivih dobara, previše finansira ličnu potrošnju, a pritisak na kurs dodatno povećava deficit i niska konkurentnost. Preduzeća se zadužuju u evrima a njihovi budući

⁹ BNP Paribas.

¹⁰ JP Morgan.

¹¹ Sorsa, Bakker, Duenwald, Maechler, Tiffin (2007), "Vulnerabilities in emerging Southeastern Europe-how much for concern?" IMF Working paper.

¹² Indikatori osjetljivosti su trgovinski bilans, spoljni dug, odnos deviznih rezervi i kratkoročnog duga, odnos deviznih rezervi sa kratkoročnim dugom plus trgovinski bilans, fiskalni bilans, javni dug, rast BDP-a, inflacija.

prihodi su u domaćoj valuti. Eventualna nestabilnost kursa može dovesti do krize solventnosti tih preduzeća. Interesantno je da se Srbija spominje kao zemlja u kojoj se strane banke najviše bave špekulativnom „carry trgovinom“. Prema autorima, banke su se u 2006. zadužile u iznosu od skoro osam procenta BDP-a Srbije, i glavninu tih sredstava uložile u domaći repo, jer je ta stopa značajno viša nego kamate na svetske valute, a dodatnu zaradu obezbeđuje apresijacija kursa. Kako taj kapital zarađuje na arbitraži, ukoliko bi došlo do depresijacije kursa, naglo bi prestao njegov priliv. Ako bi došlo do prestanka priliva kapitala u Srbiju to bi, po ovim autorima, rezultiralo korekcijom rasta od 8,1% (samo bi Bugarska imala veći pad od Srbije) u prvoj godini nakon šoka.

U Rusiji je pre izbora za parlament, koji su bili održani 2. decembra, odobren dodatni budžet koji će povećati ovogodišnju državnu potrošnju za 20%. Sredstva će biti korišćena za socijalne troškove, Rusku razvojnu banku i osnivanje državne korporacije za nanotehnologiju koja bi trebalo da dugoročno pomogne ekonomski razvoj. Oko sedam posto dodatnog budžeta biće obezbeđeno iz poreskih prihoda koji su bili viši od planiranih (uglavnom poreza na profit preduzeća, carina, akciza i PDV na uvoznu robu). Zabrinutost MMF-a izaziva prociklična fiskalna politika koja bi mogla da pogorša već komplikovanu situaciju oko inflacije. Naime, verovatni razlog povećane javne potrošnje jesu dolazeći izbori, jer će dobar deo tih sredstava biti odvojen za penzije. Donošenje zakona o zaštiti strateških grana privrede je odloženo i ono će se naći na dnevnom redu Dume tek posle izbora. Tim zakonom bi se ograničila strana ulaganja u 39 sektora (uglavnom vojne industrije), a u planu je i zakon o ograničavanju stranih investicija u sektore prirodnih resursa. Rusija tako s jedne strane počinje sve više da štiti domaće tržište od upliva stranog kapitala, a s druge – ruske firme sve više ulažu u inostranstvo. Značajni prihodi od nafte i gasa doprinose rastu ruskih stranih direktnih investicija, koje su na kraju 2006. iznosile 157¹³ milijardi dolara.

Azija

Rast u Aziji nešto niži nego u prethodnom kvartalu, ali i dalje visok

Azija (bez Japana) beleži snažan rast BDP. U Q3 je godišnji desezoniran rast iznosio 8%, što je usporavanje u odnosu na prethodni kvartal (10,9%) – ali i dalje veoma visok rast.

U Q3, Japan je ostvario veliki skok izvoza, a godišnji desezonirani rast BDP-a iznosi 2,6%¹⁴ nakon stagnacije u Q2 i pada u Q1. Centralna banka Japana je u poslednjem regionalnom izveštaju snizila projekcije rasta za tri regije (od ukupno devet), što upućuje na to da je skok bio privremen i nagoveštava ponovno usporavanje ekonomije u sledećim mesecima. Lična potrošnja domaćinstava je porasla u avgustu i septembru (0,45 i 0,7%)¹³ nakon oštrog pada u junu (-1,2%)¹³. Poverenje potrošača je oslabilo u septembru i došlo na najniži nivo od marta 2004. Stopa nezaposlenosti je porasla u avgustu na 4%¹³ u poređenju sa 3,6% u junu kada je bila na najnižem nivou od februara 1998. Investicije će pomoći rast BDP-a – kompanije prema anketi očekuju rast ulaganja od 4,9%¹³ u fiskalnoj 2007 godini. Građevinarstvo će dati dodatni doprinos rastu BDP-a jer u Japanu, za razliku od SAD, cene nekretnina u gradovima rastu. Ekonomskom rastu u Q3 doprineo je rast izvoza (4,3% u odnosu na prethodno tromeseče)¹³, a interesantno je da se izvoz u azijske zemlje povećava, što će ublažiti eventualni pad američke tražnje. Deflacija se i dalje nastavlja, indeks troškova života (ne uključujući sveže namirnice) – opao je 0,1%¹³ u septembru na godišnjem nivou, osmi mesec zaredom. Cenovni rat telekompanija može dalje otežati borbu sa deflacijom. Pošto je Japan dosta zavisан od američke tražnje, ne treba očekivati promenu referentne stope – dok se ne rasvetli razvoj nekretnina u SAD.

Valute i robe

Dolar na veoma niskom nivou

Dolar je od sredine avgusta do kraja septembra pao oko 5% prema evru, a od početka 2006. oko 17%. I pored toga MMF smatra da je dolar i dalje iznad svoje srednjoročne vrednosti i da se pad može nastaviti. Američki dolar je na rekordno niskom nivou u odnosu na evro, najnižem nivou u odnosu na kanadski dolar u poslednjih 47 godina, i 23 godine u odnosu na australijski dolar.

¹³ UNCTAD.

¹⁴ BNP Paribas.

2. Međunarodno okruženje

Uz to, usled smanjenja referentne stope, ima treći najniži prinos od glavnih svetskih valuta, posle jena i švajcarskog franka, pa se postavlja pitanje da li će dolar postati „*carry trade*“ valuta.

Sirova nafta na rekordno visokom nivou

Sirova nafta je u Q3 sa nekim 70\$ skoro dostigla cenu od 100\$ po barelu. Nekoliko faktora zajedno uticalo je na rekordno povećanje cene: nizak nivo zaliha u SAD, meksička državna kompanija smanjila je proizvodnju 20% usled lošeg vremena, a veliku neizvesnost unosi i moguća intervencija Turske protiv Kurda. Tražnja za naftom povećava površine pod usevima za biogorivo, to utiče na višu cenu drugih žitarica, a time poskupljuje stočna hrana, pa se inflacija prenosi i na meso i mleko.

Zlato prešlo cenu od 800\$

Zlato je u novembru prešlo 840\$ ali se cena vratila ispod 800\$. Prema podacima komisije za fjučerse (CFTC)¹⁵, u poslednjoj nedelji oktobra došlo je do povećanja „*short pozicija*“ (zarada se javlja pri padu cene) od 10%¹⁴, a pokrivanje tih pozicija dovelo je do rasta cene. Nakon toga, hedž fondovi su prodali svoje pozicije da bi uzeli profit, pa je cena pala. Sada je povećana tražnja za zlatom jer se investitorи tako štite od pada dolara, pa je moguć ponovni rast.

3. Cene i devizni kurs

Ukupna inflacija u Q3 je na nešto nižem nivou nego u prethodnom kvartalu, ali je i dalje relativno visoka u odnosu na kraj 2006. i Q1 2007, dok bazna inflacija značajnije ubrzava. Verujemo da su takva kretanja pre svega posledica delovanja činilaca sa strane ponude. Naime, polovina porasta ukupne inflacije u Q3 i čak dve trećine porasta bazne inflacije¹ u Q3 – posledica su poskupljenja prehrambenih proizvoda. Prosečna mesečna stopa inflacije u Q3 iznosi 0,9%, odnosno 10,9% na godišnjem nivou (u Q2 12,0%, a u Q1 samo 5,1%). Prosečna mesečna stopa bazne inflacije u Q3 je 0,8%, odnosno čak 9,4% na godišnjem nivou, dok je u Q2 ta stopa bila 3,7%. U oktobru se zadržavaju slični trendovi – ukupna inflacija iznosi 0,6% u odnosu na prethodni mesec, a bazna 0,7%. Očekujemo da će ukupna inflacija na kraju godine biti preko 9%, a bazna preko 5%. Prosečan kurs dinara prema evru u Q3 apresirao je 2,2% nominalno, odnosno 4,4% realno.

**Ukupna inflacija u Q3
približno ista kao u
prethodnom kvartalu...**

Ukupna inflacija, merena indeksom maloprodajnih cena (IMC), u Q3 ostaje na približno istom nivou kao u prethodnom kvartalu, koji je ipak viši nego krajem prošle i početkom ove godine. Prosečna stopa inflacije u Q3 iznosi 0,9%, odnosno 10,9% na godišnjem nivou (Tabela T3-1). Ista stopa u prethodnom kvartalu iznosila je 12,0%, a u Q1 svega 5,1%. Međugodišnja stopa inflacije u Q3 iznosi 6,5%, dok je u Q2 iznosila 4,7%. Činjenica da je međugodišnja stopa inflacije za čak 1,8 procenatnih poena veća u Q3 nego u Q2, iako je prosečna mesečna stopa u Q3 nešto niža, jeste posledica poređenja sa Q3 2006. kada je već došlo do promene trenda i kada je počelo značajnije usporavanje inflacije kao posledica promene monetarne politike NBS (Videti tekst Pod lupom 3).

Tabela T3-1. Srbija: indeks maloprodajnih cena i bazna inflacija, 2005–2007

	Indeks maloprodajnih cena				Bazna inflacija			
	Bazni indeks (prosek 2005 =100)	Međugodišnji rast	Mesečni rast	3m pokretnе sredine, anualizovano	Bazni indeks (prosek 2005 =100)	Međugodišnji i rast	Mesečni rast	3m pokretnе sredine, anualizovano*
2005								
dec	107,6	17,6	2,2	22,5	106,3	14,6	0,9	18,6
2006								
mart	110,0	14,4	0,3	9,1	108,1	11,7	0,8	7,0
jun	113,7	15,1	0,0	14,4	110,4	11,3	0,6	8,7
jul	113,6	12,8	-0,1	6,0	111,0	11,3	0,6	7,9
avg	114,4	13,1	0,7	2,3	111,5	10,8	0,4	6,6
sep	114,1	11,6	-0,2	1,4	112,1	10,1	0,6	6,6
okt	113,7	9,3	-0,4	0,3	112,3	8,0	0,1	4,5
nov	114,6	8,8	0,8	0,6	112,5	6,8	0,2	3,7
dec	114,7	6,6	0,1	2,1	112,5	5,8	0,0	1,2
2007								
mar	116,1	5,6	0,8	5,1	112,4	4,0	0,1	-0,4
apr	117,1	4,6	0,9	7,0	112,6	3,3	0,2	0,4
maj	118,8	4,4	1,4	12,7	112,8	2,8	0,2	2,0
jun	119,5	5,1	0,6	12,0	113,4	2,7	0,5	3,7
jul	120,2	5,9	0,6	10,9	113,6	2,3	0,2	3,7
avg	121,6	6,3	1,2	10,0	114,9	3,0	1,1	7,4
sep	122,6	7,4	0,8	10,9	115,9	3,4	1,0	9,4
okt	123,3	8,5	0,6	10,9	116,7	4,0	0,7	11,5

Izvor: Republički zavod za statistiku.

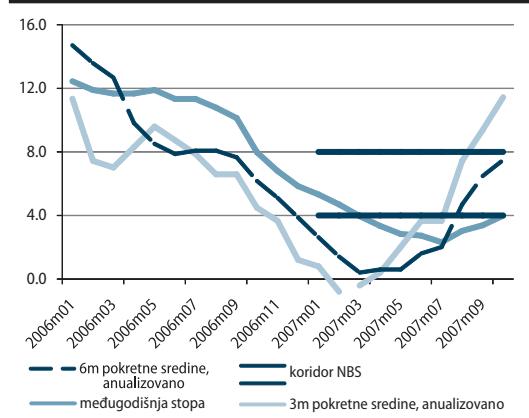
* Pokretnе sredine mesečnog porasta cena za tri meseca, dignuto na godišnji nivo. (Na primer, vrednost za mart je dobijena tako što je proseč mesečnog porasta cena u januaru, februaru i martu i dignut na godišnji nivo).

1 Bazna inflacija meri kretanje cena proizvoda i usluga koje nisu pod administrativnom kontrolom, već se slobodno formiraju na tržištu. Tako su iz bazne inflacije isključene cene električne energije, naftnih derivata, stambeno-komunalnih usluga i sl. Takođe, u baznu inflaciju ne ulaze poljoprivredni proizvodi, jer su njihove cene pod jakim uticajem sezonskih činilaca.

3. Cene i devizni kurs

...ali bazna inflacija značajno ubrzava

Grafikon T3-2. Srbija: kretanje bazne inflacije (u procentima), 2006–2007



Rast cena u Q3 pre svega posledica faktora sa strane ponude...

Izvor: Republički zavod za statistiku.

doprinos porastu cena u Q3 dali su industrijski prehrabeni proizvodi. Iako oni u ukupnom indeksu maloprodajnih cena (IMC) učestvuju sa 19,9%, njihov doprinos rastu cena u Q3 bio je čak 55%. Posebno veliki doprinos ukupnom rastu cena dali su poskupljenja hleba i peciva, svežeg mesa i mleka i mlečnih proizvoda. Te tri grupe zaslužne su za čak 43% ukupnog rasta cena u Q3 (Tabela T3-3). Treba reći i da su poljoprivredni proizvodi, koji učestvuju u ukupnom IMC sa 3,35%, doprineli ukupnoj inflaciji čak 8,6%.

Tabela T3-3. Izabrane komponente indeksa maloprodajnih cena i doprinos rastu cena u Q3

	Učešće u Indeksu maloprodajnih cena	Porast cena u Q3	Doprinos ukupnom porastu cena u Q3
u %			
Ukupno	100,00	2,6	100,0
Roba	72,46	3,1	86,1
Poljoprivredni proizvodi	3,35	6,6	8,6
Industrijski proizvodi - ukupno	69,11	2,9	76,6
Industrijski prehrabeni proizvodi	19,93	7,1	54,7
Hleb i peciva	2,11	20,0	16,4
Sveže meso	2,10	17,2	14,0
Mleko sveže i prerađeno	3,39	9,6	12,6
Masnoća-biljna	1,03	17,8	7,1
Industrijski neprehrabeni proizvodi	41,22	1,3	20,3
Tečna goriva i maziva	9,39	3,6	13,2
Usluge	27,54	1,4	14,6

Izvor: Republički zavod za statistiku.

Bazna inflacija u Q3 značajno ubrzava (Grafikon T3-2), pre svega zbog poskupljenja prehrabeni proizvoda. Tako prosečna bazna inflacija u Q3 iznosi 0,8% mesečno, odnosno čak 9,4% na godišnjem nivou, dok je u prethodnom kvartalu ta stopa bila 3,7%. Podsetimo, ista stopa je u Q1 bila negativna (-0,4%). Bazna inflacija bila je najviša u avgustu, kada je iznosila 1,1% u odnosu na prethodni mesec, što je najviša stopa bazne inflacije još od novembra 2005. Međugodišnja stopa inflacije je u Q3 iznosila 2,9%, dok je u Q2 bila 3,0%, ali i dalje smatramo da bolji indikator trenda dobijamo posmatranjem prosečne mesečne stope.

Rast cena u Q3 jeste uglavnom posledica delovanja činilaca sa strane ponude. Najveći doprinos porastu cena u Q3 dali su industrijski prehrabeni proizvodi. Iako oni u ukupnom indeksu maloprodajnih cena (IMC) učestvuju sa 19,9%, njihov doprinos rastu cena u Q3 bio je čak 55%. Posebno veliki doprinos ukupnom rastu cena dali su poskupljenja hleba i peciva, svežeg mesa i mleka i mlečnih proizvoda. Te tri grupe zaslužne su za čak 43% ukupnog rasta cena u Q3 (Tabela T3-3). Treba reći i da su poljoprivredni proizvodi, koji učestvuju u ukupnom IMC sa 3,35%, doprineli ukupnoj inflaciji čak 8,6%.

...a najveći doprinos daju industrijski prehrabeni proizvodi...

Slični zaključci izvode se i kad se posmatra bazna inflacija: najveći doprinos porastu bazne inflacije u Q3 daju prehrabeni proizvodi. U Tabeli T3-4 prikazan je doprinos izabranih komponenti baznoj inflaciji. Vidimo da je u Q3 doprinos industrijskih prehrabeni proizvoda porastu baznih cena čak 66%. Pri tome treba istaći značajan doprinos rastu cena svežeg mesa i masnoća (prvenstveno se odnosi na jestivo ulje) koji su u Q3 doprineli porastu bazne inflacije sa 29,2%, odnosno 14,4%.

Tabela T3-4. Doprinos izabranih komponenti rastu bazne inflacije

	Učešće u baznoj inflaciji	Doprinos porastu bazne inflacije u Q3	Doprinos porastu bazne inflacije od početka godine do oktobra
	u %		
Bazna inflacija	100,0	100,0	100,0
Roba	76,3	84,9	80,6
Industrijski prehrambeni proizvodi	29,9	66,1	42,3
Sveže meso	3,9	29,2	8,9
Masnoća	2,1	14,4	6,3
Pića	8,4	6,0	9,5
Industrijski neprehrambeni proizvodi	38,0	12,7	28,9
Usluge	23,7	15,1	19,4

Izvor: Republički zavod za statistiku.

Napomena: Isključene su komponente koje ne ulaze u baznu inflaciju. Na primer, iz industrijskih prehrambenih proizvoda isključene su cene hleba i mleka.

*...mogući razlozi: suša,
velika koncentracija
vlasništva u proizvodnji
i maloprodaji hrane,
kao i svetski trend
porasta cena hrane*

Takva kretanja cena prehrambenih i poljoprivrednih proizvoda uglavnom se vezuju za činioce sa strane ponude: sušu i loše rezultate poljoprivrede ove godine, dok se u javnosti često iznose mišljenja da je razlog takvog rasta cena monopolnska pozicija nekih proizvođača hrane i velika koncentracija vlasništva u maloprodaji. Kako god bilo, čini nam se da oba pomenuta faktora doprinose visokom rastu cena prehrambenih proizvoda, ali skrećemo pažnju i na to da su cene hrane u svetu i u regionu u poslednje vreme značajno porasle (videti Okvir 1), te da je neminovno da se kretanja na svetskim tržištima donekle odraze i na domaće.

Inflacija je u julu bila 0,6% u odnosu na juni mesec, tj. 5,9% u odnosu na isti mesec prethodne godine. U julu mesecu najveći doprinos porastu cena dale su nebazne cene²: poskupljenje naftnih derivata (zaslužno za 63% ukupnog porasta cena u julu), usluga društvene zaštite (22% ukupnog porasta cena) i saobraćajnih usluga (24% ukupnog porasta cena), dok je pojeftinjenje poljoprivrednih proizvoda od 6,2% umanjilo ukupnu inflaciju.

Inflacija je u avgustu iznosila 1,2% u odnosu na prethodni mesec, odnosno 6,3% u odnosu na avgust prošle godine. To je, ne računajući maj 2007. u kom je poskupela struja, najveća mesečna stopa inflacije u poslednjih 17 meseci. Visok rast cena u avgustu posledica je pre svega poskupljenja poljoprivrednih proizvoda (32% ukupnog porasta cena) i prehrambenih proizvoda. Tako su industrijski prehrambeni proizvodi zaslužni za 51% ukupnog porasta cena u avgustu, a samo tri grupe bazičnih namirnica – sveže meso, mleko i prerađevine i jestivo ulje – zaslužne su za 45% porasta cena u avgustu. Time je ukupni rast cena od početka godine – u avgustu dostigao 6,0%.

Inflacija u septembru niža je nego u prošlom mesecu, ali i dalje relativno visoka. Ukupna inflacija bila je 0,8% mesečno, odnosno 7,4% međugodišnje. Inflacija je tako od početka godine do septembra dostigla 6,9%. Porast cena u septembru je uglavnom posledica poskupljenja prehrambenih proizvoda. Gotovo polovina (44%) ukupnog porasta cena jeste zasluga poskupljenja proizvoda od žita (u koje spada i hleb) koji su u septembru u proseku poskupeli za gotovo 12%. Značajniji doprinos tom rastu dali su i mleko i mlečni proizvodi (23% ukupnog porasta), jestiva ulja (oko 13% ukupnog porasta) i poljoprivredni proizvodi (oko 10% ukupnog porasta).

*U oktobru beležimo
slična kretanja
kao i u Q3*

Inflacija je u oktobru blago usporila u odnosu na septembar. Bazna inflacija takođe je usporila u odnosu na septembar, ali je i dalje na blago uzlaznom trendu. Ukupna inflacija u oktobru je 0,6% mesečno, čime je ukupan porast cena od početka godine dostigao 7,5%. Bazna inflacija u oktobru je 0,7% mesečno i 4% na godišnjem nivou. Ponovo najveći doprinos inflaciji dolazi od prehrambenih proizvoda, i to bazičnih. Proizvodi od žita su poskupeli 1,6% u odnosu na septembar i doprineli 18% ukupnom porastu cena, a mleko i mlečni proizvodi 4,0% u odnosu na septembar i doprineli su 23% porastu cena. Dakle, proizvodi od žita (hleb, peciva, testenine) i mleko i prerađevine su ukupno doprineli čak 41% porastu cena u oktobru. Pored toga, značajniji doprinos dali su i: duvan (13% ukupnog porasta) i tečna goriva i maziva (tj. naftni derivati – 14% ukupnog porasta). Zanimljivo je da su poljoprivredni proizvodi pojeftinili za 1,7% u odnosu na

2 Nebazne cene su one koje su pod direktnom administrativnom kontrolom (cene električne energije, stambeno-komunalnih usluga i sl.) ili pod direktnim uticajem sezonskih (poljoprivredni proizvodi) ili pod uticajem egzogenih činilaca (cene naftnih derivata).

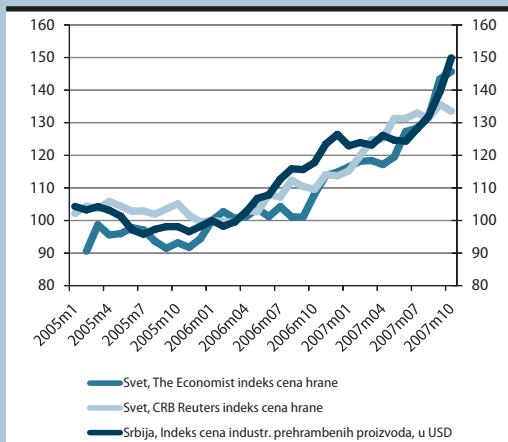
3. Cene i devizni kurs

prethodni mesec, što nije u skladu sa sezonskim obrascem, a to dovodi u pitanje rasprostranjenu tezu da je rast cena hrane isključivo posledica suše.

Okvir 1. Cene poljoprivrednih proizvoda i hrane u svetu

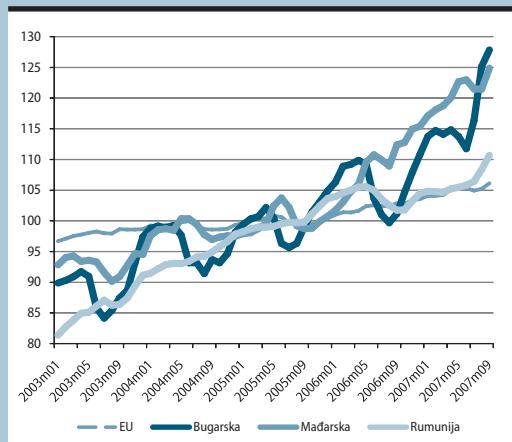
Cene hrane i poljoprivrednih proizvoda u poslednjih nekoliko meseci snažno rastu u većini zemalja sveta i zbog toga su sve češće tema rasprava u javnosti. Oba relevantna svetska indeksa cena hrane (Reuters CRB Food indeks i The Economist Commodities index, Food Stuff) od leta ove godine značajno rastu i dostižu rekordne vrednosti (Grafikon T3-5). Cene industrijskih prehrabbenih proizvoda u Srbiji, korigovane za kurs dolara, kreću se uglavnom usklađeno sa svetskim cenama (Grafikon T3-5). Međutim, u poslednjih par meseci indeks cena hrane u Srbiji prednjači s ubrzavanjem u odnosu na svetske cene. Takođe je primetno ubrzanje cena u zemljama EU od leta ove godine (Grafikon T3-6).

Grafikon T3-5. Izabrani indeksi cena hrane, januar 2006 = 100



Izvor: The Economist, CRB Reuters, RZS.

Grafikon T3-6. Indeks cena hrane u EU i izabranim zemljama, prosek 2005=100



Izvor: Eurostat.

Razlozi za snažan rast cena hrane i poljoprivrednih proizvoda leže kako na strani ponude, tako i na strani tražnje. Posebno visok rast beleži cene žitarica i mlečnih proizvoda¹. Analiziraćemo stoga, prvenstveno na primeru proizvodnje žitarica, ključne činioce koji su doveli do takvih kretanja.

Navedimo prvo činioce sa strane ponude. Svetska proizvodnja žitarica, ne računajući rekordnu 2004. godinu, od 1999. je niža ili jednaka potrošnji². Kao rezultat toga, zalihe svih žitarica su 37% niže nego rekordne 1999. godine, a svetske zalihe žita u 2007. jesu na najnižem nivou još od 1980. godine (Grafikon T3-7)³. Takođe, iako ukupna svetska proizvodnja uglavnom ima trend rasta, proizvodnja *per capita* je u stalnom padu (Grafikon T3-8). U 2007. godini suša je dodatno umanjila prinose u nizu zemalja koje su veliki proizvođači (npr. Australija, EU, SAD). Suša je pogodila većinu evropskih zemalja, pa je proizvodnja žitarica u EU ove godine na najnižem nivou od 2003. a gotovo je 20% niža od rekordne 2004. godine (Grafikon T3-9).

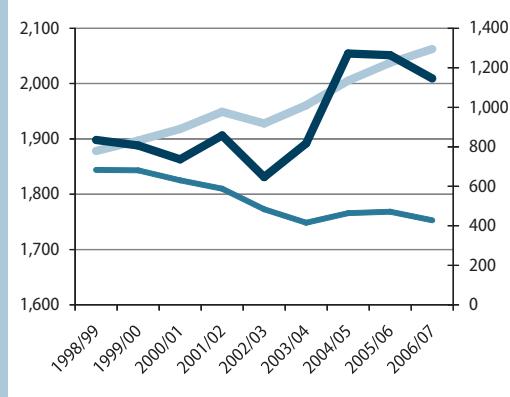
Glavni činioци koji utiču na rast cena sa strane tražnje jesu sledeći. Prvo, veliki rast cena nafte u poslednjih nekoliko godina doveo je do značajnog povećanja interesovanja za biogoriva (bioetanol i biodizel). Kako su osnovna sirovina za proizvodnju biogoriva upravo poljoprivredne kulture, to je dovelo do dodatnog porasta tražnje za njima. Takođe, sirovine pogodne za preradu u biogoriva zauzimaju sve veće površine obradivog zemljišta, i tako smanjuju površine zasejane žitaricama predviđenim za prehrabenu industriju. Na taj način kupci poljoprivrednih proizvoda za proizvodnju energije sada postaju konkurenčija kupcima poljoprivrednih proizvoda za proizvodnju hrane. S obzirom na to da se ne očekuje značajniji pad cena nafte u skoroj budućnosti, možemo očekivati da će ovaj trend samo jačati. On će biti još osnažen i ekološkim propisima. Na primer, EU obavezuje svoje članice da do 2010. godine 5,75% korišćenog goriva mora biti biološkog porekla.

1 Videti, na primer, *Food Outlook* koji objavljuje FAO (Food and Agriculture Organization of the United Nations) od novembra 2007.

2 Podaci iz FAO *Food Outlook*.

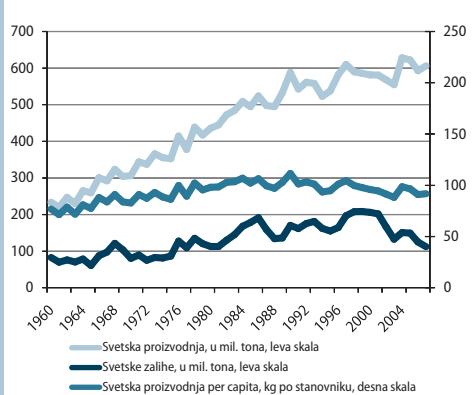
3 Podaci iz *Wheat Yearbook* koji izdaje United States Department of Agriculture.

Grafikon T3-7. Svet: Proizvodnja, potrošnja i zalihe žitarica, u milionima tona, 1999–2007



Izvor: FAO Food Outlook.

Grafikon T3-8. Svet: Proizvodnja i zalihe žita, 1960–2007

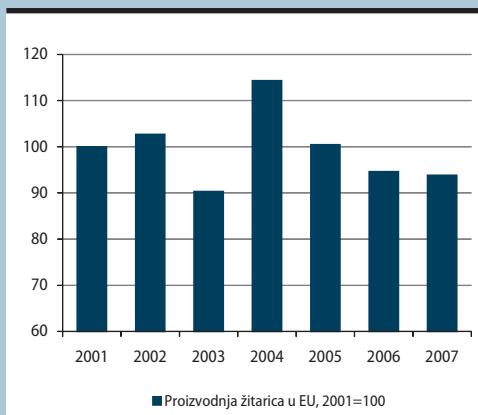


Izvor: United States Department of Agriculture.

Drugo, porastu tražnje doprinosi rastuće interesovanje velikih investicionih fondova za poljoprivredne i prehrambene proizvode. Još od Internet kraha iz 2001, fondovi stalno traže alternativne prilike za investiranje. Robe i sirovine (*commodities*) su sve popularnija alternativa. Letošnji krah na tržištu niskokvalitetnih hipotekarnih kredita (*sub prime mortgage loans*) doveo je do paničnog bega investitora iz tih plasmana. Kao posledica toga, oslobođena su značajna finansijska sredstva, povećana je tražnja za robom i sirovinama (kao alternativnom investicijom), što je dodatno doprinelo pritisku na cene.

Treće, treba spomenuti i da se porastom ekonomskog standarda u Kini i Indiji, povećava tražnja njihovog stanovništva. S obzirom na veličinu tih zemalja, rast njihove tražnje značajno doprinosi globalnom porastu tražnje za poljoprivrednim proizvodima.

Grafikon T3-9. Evropska unija: Proizvodnja žitarica, 2001–2007



Izvor: Eurostat.

Imajući na umu sve navedene činioce, možemo zaključiti da će se rast cena hrane u svetu nastaviti i u bliskoj budućnosti⁴. Postavlja se pitanje kakve će to implikacije imati za Srbiju. Da bismo mogli dati odgovor, moramo poći od toga da je rast cena hrane doveo do porasta inflacije u većini zemalja u Evropi. Primećeno je, međutim, da efekat na ukupnu inflaciju nije svuda bio isti. Prve analize sugerisu da je ubrzanje inflacije bilo manje izraženo u zemljama s razvijenim tržišnim strukturama. Pouka bi bila da i u Srbiji borbu protiv negativnih efekata većih cena hrane na životni standard ne treba usmeriti na donošenje administrativnih mera i direktno mešanje u tržišne odnose, već na stvaranje uslova za razvoj slobodnog tržišta i jačanje konkurenčije.

4 Na primer, videti *Financial Times* od 18. oktobra 2007. i 16. novembra 2007.

Cene proizvođača poljoprivrednih proizvoda značajno rastu u Q3

Indeks cena proizvođača poljoprivrednih proizvoda u Q3 značajno ubrzava i beleži veoma visoku stopu rasta. Prosečna mesečna stopa je tako snažno povećana i iznosi čak 7,5% (Tabela T3-10), dok je u istom kvartalu prethodne godine iznosila samo 1,2%. Međugodišnja stopa rasta cena proizvođača poljoprivrednih proizvoda u Q3 iznosi čak 14,1%, dok je u prethodnom kvartalu bila svega 3,1% (Grafikon T3-11).

Indeks troškova života beleži prosečnu stopu mesečnog rasta od 1,5%, dok je u Q2 ta stopa bila 0,9% (Tabela T3-10). Prosečni međugodišnji rast troškova života u Q3 je 6,6%, dok je u Q2 bio 3,3%. S druge strane, indeks cena proizvođača industrijskih proizvoda u Q3 beleži usporavanje. Tako prosečna mesečna stopa u Q3 pada na 0,5%, sa 1,3% koliko je bila u prethodnom kvartalu.

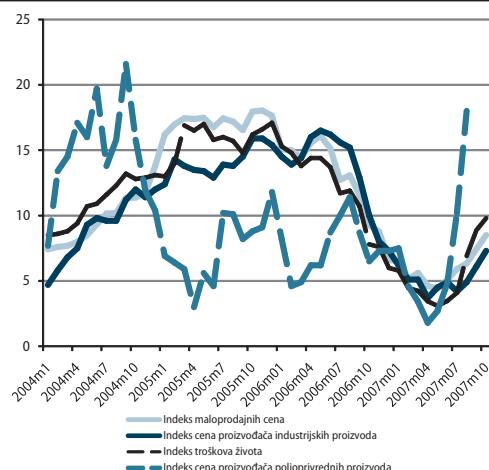
3. Cene i devizni kurs

Tabela T3-10. Srbija: kretanje izabranih indeksa cena, 2005–2007

	Indeks maloprodajnih cena			Indeks troškova života		Indeks cena proizvođača industrijskih proizvoda		Indeks cena proizvođača poljopr. proizvoda	
	Bazni indeks (prosek 2005 = 100)	Međugodišnji rast	Mesečni rast	Međugodišnji rast	Mesečni rast	Međugodišnji rast	Mesečni rast	Međugodišnji rast	Mesečni rast
2005									
dec	107,6	17,6	2,2	17,1	1,6	15,4	0,4	11,8	1,0
2006									
mar	110,0	14,4	0,3	13,8	0,6	14,4	0,6	4,9	1,1
jun	113,7	15,1	0,0	13,7	0,0	16,2	0,2	8,7	1,2
jul	113,6	12,8	-0,1	11,7	-0,9	15,6	1,3	10,0	0,3
avg	114,4	13,1	0,7	11,9	0,3	15,2	0,3	11,4	2,6
sep	114,1	11,6	-0,2	10,7	-0,1	12,9	0,0	8,7	0,8
dec	114,7	6,6	0,1	6,0	0,1	7,3	-0,2	7,3	1,1
2007									
mar	116,1	5,6	0,7	4,2	0,4	5,1	0,6	3,4	-0,5
jun	119,5	5,1	0,6	3,5	0,4	4,9	0,7	4,8	2,8
jul	120,2	5,9	0,6	4,1	-0,3	4,2	-0,1	10,2	4,4
avg	121,6	6,3	1,2	6,9	3,0	4,9	0,7	18,0	10,5
sep	122,6	7,4	0,8	8,9	1,7	6,1	0,8	...	...
okt	123,3	8,5	0,6	9,8	0,5	7,3	0,8	...	...

Izvor: Republički zavod za statistiku.

Grafikon T3-11. Srbija: izabrani indeksi cena, 12-m rast, 2004–2007



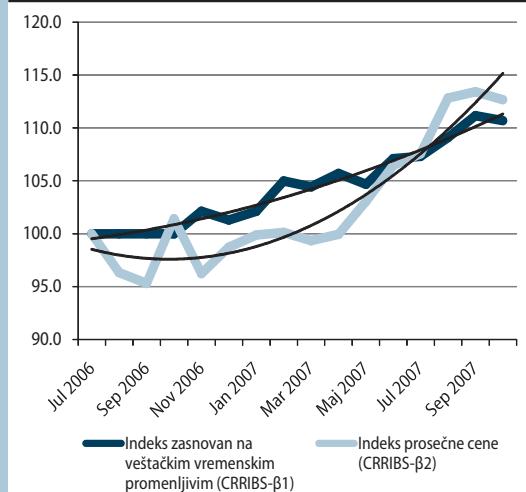
Izvor: Republički zavod za statistiku.

Okvir 2. Indeks cena stanova u Beogradu¹

Od ovog broja QM počinje sa redovnim praćenjem kretanja cena stanova u Beogradu. U tu svrhu, razvijen je indeks cena stanova CRRIBS (CEVES Residential Real estate Index Belgrade). Indeks je još uvek u fazi usavršavanja, i za sada se izračunava pomoću dve različite metodologije. Iz tog razloga, trenutno postoji dve verzije indeksa – CRRIBS-β1 i CRRIBS-β2.

¹ U QM-u smo se u broju 5 iz 2006. već bavili ovim problemom u tekstu: "Tržište stambenih nekretnina u Beogradu" autorke Dragane Cvijanović kojoj se ovom prilikom zahvaljujemo na ažurnoj bazi podataka o stanovima u Beogradu od janura 2005. do maja 2006. i na sugestijama u vezi sa primenom metodologije u ovoj analizi. Takođe se zahvaljujemo i Aleksandri Nojković na dragocenim savetima u vezi sa metodologijom.

Grafikon T3-12. Kretanje indeksa cena nekretnina, jul 2006=100



Izvor: CEVES.

Rezultati

Posmatrajući vrednosti indeksa, uočljivo je da cena po kvadratnom metru stana na teritoriji celog Beograda ima konstantno rastući trend od jula 2006. do oktobra 2007. Cena po kvadratnom metru istog stana u oktobru 2007. na tržištu je oko 13% veća u odnosu na jul 2006. (Grafikon T3-12).

Zanimljivo je posmatrati i kretanje cena stanova po opštinama. Uočljivo je da najveći rast cena stanova (preko 30%) u ovom periodu beležimo u opštinama Novi Beograd, Vračar i Stari grad. S druge strane, do najvećeg pada (4,4%) došlo je na opštini Rakovica (Tabela T3-13). Takođe, najskuplji kvadratni metar stana je na opštini Vračar, a najjeftiniji je u Rakovici. Najskuplji kvadratni metar obično je za male stanove (do 48 m²), a najjeftiniji za velike (preko 68 m²).

Tabela T3-13. Opštine u Beogradu: Indeksi ponderisane prosečne cene stana (jul 2006=100)

Period	Stari grad	Voždovac	Vračar	Zemun	Zvezdara	Čukarica	Novi Beograd	Palilula	Rakovica	Savski venac
2006										
Jul	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Avg	113,1	113,4	118,9	97,9	95,2	93,4	121,1	79,6	88,1	117,2
Sep	110,9	100,2	113,4	82,7	99,2	99,5	103,7	84,8	89,5	123,5
Okt	113,7	104,7	121,3	90,9	90,9	98,5	112,9	85,7	89,0	111,0
Nov	124,8	105,0	119,5	89,6	98,1	98,5	111,5	86,5	91,9	119,5
Dec	116,7	96,5	120,6	102,9	95,1	96,3	114,7	82,3	91,5	122,8
2007										
Jan	114,2	103,5	120,8	111,8	95,3	98,0	117,6	86,3	95,1	107,6
Feb	115,9	112,3	120,0	98,4	104,8	96,5	119,0	86,0	94,0	118,3
Mar	123,1	108,8	122,5	96,5	103,0	97,5	114,7	89,0	92,8	122,4
Apr	112,4	115,9	119,4	95,8	101,0	98,6	123,6	93,4	94,9	108,8
Maj	112,5	106,2	126,0	97,2	104,7	98,8	117,7	83,2	94,9	114,3
Jun	116,2	123,6	115,9	105,7	100,6	96,2	123,2	94,9	97,0	117,3
Jul	119,7	110,8	128,6	108,8	105,0	99,2	135,5	83,4	95,7	122,6
Avg	128,5	120,2	137,6	118,3	113,4	105,4	124,7	92,0	97,6	121,2
Sep	133,5	115,0	141,8	118,4	110,8	98,8	129,6	92,7	99,5	141,4
Okt	134,7	117,0	135,2	120,6	112,6	104,4	138,1	99,2	95,6	126,2

Izvor: CEVES.

Metodologija²

CRRIBS-β1 je zasnovan na veštačkim vremenskim promenljivim. Dobija se kao odnos koeficijenata uz veštačke vremenske promenljive za svaki period u odnosu na bazni period. Koeficijenti se dobijaju tako što se izračuna regresiona ocena modela po metodu najmanjih kvadrata – gde se za zavisnu promenljivu koristi logaritmovana cena po kvadratnom metru, a za nezavisne promenljive razne karakteristike stana o kojima postoje informacije u bazi podataka i koje utiču na cenu stana. Tim postupkom obezbeđuje se da dobijeni indeks u najvećoj mogućoj meri (uz sva ograničenja koja potiču iz posedovanja podataka o delu ponude i neposedovanja podataka o svim relevantnim karakteristikama stana) odražava promene u ceni u određenom periodu koje su uzrokovane tržišnim uticajima, a najviše ponude i tražnje.

² Za više detalja o metodologiji, korišćenim podacima i dodatnim rezultatima videti web sajt www.ceves.org.yu

CRRIBS-β2 je indeks ponderisane prosečne cene. Konstruiše se kao odnos prosečne cene kvadratnog metra na celoj teritoriji Beograda obuhvaćenoj bazom podataka u datom mesecu u odnosu na bazni period. Kako nam je cilj da indeksom cena obuhvatimo samo tržišne uticaje, tj. da isključimo uticaje promena u strukturi ponude, koristimo ponderisan prosek.

Podaci na osnovu kojih merimo kretanje cena nekretnina sastoje se iz konsolidovane ponude nekretnina u Beogradu kod 30 do 60 agencija za promet nekretnina (u zavisnosti od perioda), za period od januara 2005. do oktobra 2007. Ova konsolidovana ponuda, budući da obuhvata velike agencije, čini oko 30–40% ukupne ponude nekretnina u Beogradu. U tako sastavljenoj bazi podataka nalaze se podaci o vrsti nekretnine (stan, kuća, lokal), podatak da li je reč o prodaji ili izdavanju, ceni u evrima i ostalim karakteristikama nekretnine relevantnim za kupce. Podatak o svakoj nekretnini sadrži datum ulaska u ponudu.

Kurs dinara

**Dinar je u Q3
realno apresirao
prema evru za 4,4%**

Dinar je u Q3 i nominalno i realno apresirao u odnosu na evro. Prosečan kurs prema evru u septembru u odnosu na jun bio je jači za 2,2% nominalno, odnosno 4,4% realno. U celoj 2007. godini zaključno sa oktobrom, dinar je nominalno apresirao prema evru za 1,4%, dok je realno apresirao za značajnih 6,3% (Tabela T3-14).

Tabela T3-14. Srbija: kretanje kursa evra, 2003–2007

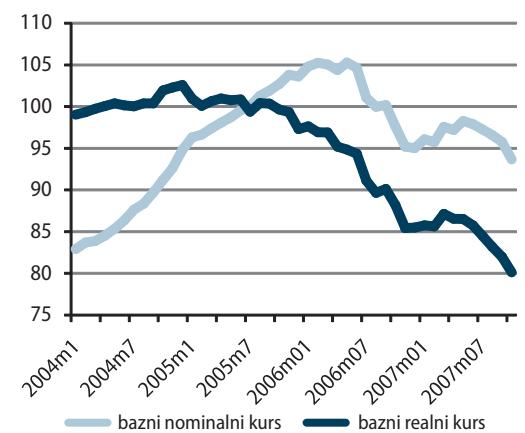
	Nominalni				Realni			
	Kurs ¹⁾	Bazni indeks ²⁾ (2005=100)	12-m indeks ³⁾	Kumulativ indeks ⁵⁾	Realni kurs ⁴⁾ (2005=100)	12-m indeks	Kumulativ indeks ⁵⁾	USD/EUR ⁶⁾
godišnji kurs								
2003	64,9743	78,4	107,1	110,5	96,8	97,6	104,4	1,1241
2004	72,6215	87,6	111,8	115,6	100,5	103,8	103,9	1,2392
2005	82,9188	100,0	114,2	109,3	100,0	99,5	94,9	1,2433
2006	84,1879	101,5	101,5	91,7	92,1	92,1	87,9	1,2537
mesečni kurs								
2005								
Mart	80,7498	97,4	116,1	102,7	100,6	100,9	98,1	1,3074
Jun	82,5172	99,5	115,3	105,0	100,8	100,7	98,3	1,2180
Septembar	84,4958	101,9	113,6	107,5	100,3	99,9	97,8	1,2265
Decembar	85,9073	103,6	109,3	109,3	97,3	94,9	94,9	1,1861
2006								
Mart	87,1033	105,0	107,9	101,4	96,9	96,3	99,6	1,2013
Jun	86,7609	104,6	105,1	101,0	94,4	93,6	97,0	1,2677
Septembar	83,0621	100,2	98,3	96,7	90,1	89,8	92,6	1,2748
Oktobar	80,9242	97,6	95,0	94,2	88,2	88,5	90,6	1,2615
Novembar	78,9404	95,2	91,7	91,9	85,4	86,0	87,8	1,2876
Decembar	78,7812	95,0	91,7	91,7	85,5	87,9	87,9	1,3210
2007								
Mart	80,8968	97,6	92,9	102,7	87,1	89,9	101,9	1,3246
April	80,5768	97,2	93,1	102,3	86,5	90,9	101,2	1,3516
Maj	81,4770	98,3	93,3	103,4	86,5	91,2	101,2	1,3512
Jun	81,1665	97,9	93,6	103,0	85,8	90,9	100,3	1,3420
Jul	80,6204	97,2	96,2	102,3	84,5	92,7	98,8	1,3716
Avgust	80,0703	96,6	96,6	101,6	83,0	92,6	97,1	1,3622
Septembar	79,3999	95,8	95,6	100,8	82,0	91,0	95,9	1,3884
Oktobar	77,6627	93,7	96,0	98,6	80,1	90,9	93,7	1,4227

Izvor: Tabela P-3 u analitičkom prilogu.

1) Prosek mjeseca, zvanični dnevni srednji kurs NBS. 2) Odnos kursa u prvoj koloni i proseka kursa u 2005. godini.

3) Odnos kursa u prvoj koloni prema istom periodu godinu dana ranije. 4) Kod obračuna realnog kursa, uzeta je u obzir i inflacija u evrozoni. Indeks je izračunat po formuli: $RE = (NE/p) \times p^*$, gde je: RE – indeks realnog kursa; NE - indeks nominalnog kursa; p – indeks cena na malo u Srbiji; p^* – indeks rasta troškova života u evro zoni. 5) Kumulativ predstavlja odnos posmatranog perioda i decembra prešle godine. 6) Prosek perioda.

Grafikon T3-15. Srbija: nominalni i realni kurs dinar/evro, 2004–2007, (2005 = 100)



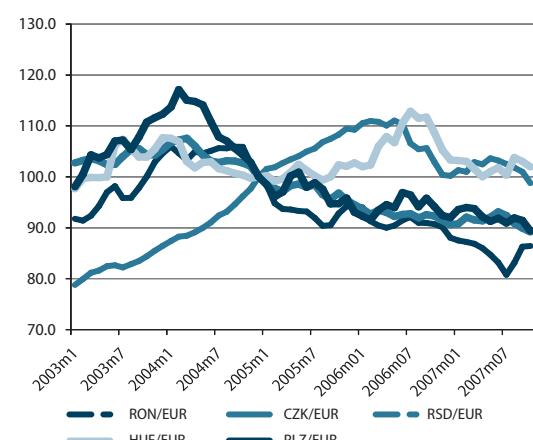
Izvor: Tabela P-3 u Analitičkom prilogu.

Napomena: Videti definiciju realnog kursa u Tabeli T3-14.

I druge istočnoevropske zemlje susrele su se sa značajnom apresijacijom

Značajna nominalna apresijacija dinara prema evru koju beležimo od sredine prošle godine (11% od maja 2006. do oktobra 2007) nije toliko neobična, niti toliko snažna kada je uporedimo sa kretanjima u drugim sličnim zemljama. Naime, apresijacija nacionalne valute, izazvana pre svega velikim kapitalnim prilivima, jeste pojava s kojom su se srele manje-više sve istočnoevropske tranzicione ekonomije (Grafikon T3-16). Tako, na primer, od februara 2004. do oktobra 2007. poljski zlot, rumunski ron i češka kruna beleže nominalnu apresijaciju prema evru od, redom, 23,9%, 17,4% i 16,8%. Takođe, u periodu od maja 2006. do oktobra 2007, kada je dinar prema evru nominalno apresirao 11%, mađarska forinta beleži apresijaciju od 10%. Slične zaključke dobijamo i kada posmatramo realni kurs. Na primer, za godinu dana, od avgusta 2006. do avgusta 2007. realni efektivni kurs u Mađarskoj je apresirao za 13,1%. Ukoliko posmatramo nešto duži period, od početka 2004. do avgusta 2007, apresijacija realnog efektivnog kursa u Češkoj iznosi 13,4%, a u Mađarskoj 15,2%.

Grafikon T3-16. Nominalni kurs izabranih valuta prema evru, baza decembar 2004=100



Izvor: Narodne banke navedenih zemalja.

³ Češka kruna je s najvećom realnom apresijacijom bila suočena 2002. godine, kada je međugodišnja apresijacija realnog efektivnog kursa dostizala 15%.

4. Zaposlenost i zarade

Broj zaposlenih kod pravnih lica nastavlja da opada između marta i septembra 2007, dok podaci o broju preduzetnika još uvek nisu raspoloživi. Prerađivačka industrija najviše utiče na pad zaposlenosti, gde je između marta i septembra 2007. zatvoreno 15.000 radnih mesta. Zaposlenost u javnom sektoru je stabilna. Broj registrovanih nezaposlenih opada, s obzirom na to da nezaposlena lica više ne ostvaruju pravo na zdravstvenu zaštitu preko Nacionalne službe za zapošljavanje. Realni rast mesečnih bruto zarada od 14,1% međugodišnje – usporava se za preko četiri procentna poena u odnosu na prethodne kvartale. Jedinični troškovi rada u privredi blago opadaju. Najveći realni međugodišnji rast zarada zabeležen je u zdravstvu i socijalnom radu. Međugodišnji rast bruta plata u državnim javnim preduzećima usporio je, dok najveći rast plata u privatnom sektoru zapažamo u poslovima sa nekretninama, hotelima i restoranima, a zatim i trgovini.

Zaposlenost

**Pad zaposlenosti
kod pravnih lica,
prerađivačka industrija
prednjači sa 15.000
radnih mesta manje**

Zaposlenost u septembru je niža za 17.000 u odnosu na mart 2007, iako podaci predstavljeni u Tabeli T4-1 nisu konačni.¹ Pad ukupne zaposlenosti je u potpunosti određen padom zaposlenih kod pravnih lica, gde i dalje prednjači prerađivačka industrija, sa 15.000 manje radnih mesta u septembru u odnosu na mart, odnosno padom zaposlenosti od 3,9% u okviru ovog sektora (Tabela P5 u Analitičkom prilogu). S obzirom na to da je rast prerađivačke industrije između marta i septembra 2007. godine iznosio oko 4%, dok zaposlenost konstantno opada, zaključujemo da se rast ovog sektora generiše rastom produktivnosti rada. Prerađivačka industrija time predstavlja sektor srpske privrede koji karakteriše rast bez otvaranja novih radnih mesta (*jobless growth*), fenomen koji se može pripisati odmakloj fazi tranzicionog restrukturiranja.

Tabela T4-1. Srbija: registrovani zaposleni, 2003–2007

	Ukupno zaposleni	Zaposleni kod pravnih lica	Zaposleni kod fizičkih lica			Ukupan broj zaposlenih radnika
			Ukupno	Privatni preduzetnici	Zaposleni kod njih	
	1 (=2+3)	2	3 (=4+5)	4	5	6 (=2+5)
u hiljadama						
2003						
Mart	2.046	1.628	418	198	220	1.848
Septembar	2.036	1.595	441	202	239	1.834
2004						
Mart	2.065	1.601	464	208	255	1.856
Septembar	2.037	1.560	477	210	267	1.827
2005						
Mart	2.070	1.557	513	228	285	1.842
Septembar	2.067	1.536	531	230	300	1.836
2006						
Mart	2.032	1.496	536	228	308	1.804
Septembar	2.019	1.447	572	242	330	1.777
2007						
Mart	2.004	1.438	566	239	327	1.765
Septembar	1.987	1.421 ¹⁾	566 ²⁾	239	327	1.748

Izvor: RZS - Polugodišnji izveštaj o zaposlenima i zaradama zaposlenih RAD-1/P; Anketa za dopunu polugodišnjeg izveštaja RAD-1; Polugodišnji izveštaj o privatnim preduzetnicima i zaposlenima kod njih RAD-15.

Napomene po kolonama:

1) Ukupan broj zaposlenih (radnika) i preduzetnika (kolona 2 + kolona 3) uključuje zaposlene kod pravnih lica (preduzeća, organizacije, institucije), preduzetnike (uključujući vlasnike radnji, slobodne profesije, itd.) i zaposlene kod preduzetnika (fizičkih lica). Zaposleni u Ministarstvu odbrane SCG kao i zaposleni u MUP-u Srbije nisu uključeni.

2) Zaposleni kod pravnih lica (preduzeća, organizacije, institucije, ustanove).

3) Preduzetnici (vlasnici radnje) i lica koja samostalno obavljaju delatnost (tzw. fizička lica) i njihovi radnici (kolona 4+5).

4) Preduzetnici (vlasnici radnji).

5) Zaposleni radnici kod preduzetnika tj. vlasnika radnje (kolona fizičkih lica).

Fusnote:

1) Podaci o pravnim licima su zapravo za avgust 2007, pošto podaci za septembar još uvek nisu raspoloživi.

2) Podaci o preduzetnicima i zaposlenim kod njih za septembar 2007. još uvek nisu raspoloživi, te su poslednji podaci za mart 2007.

1) Podaci ankete RAD-1 će biti korigovani polugodišnjim Izveštajem RAD-1/P, dok će broj preduzetnika biti dopunjeno anketom RAD-15 za septembar 2007, nakon što podaci tih anketa budu objavljeni. Poslednji podaci koje imamo o pravnim licima jesu podaci ankete RAD-1 za avgust 2007. godine.

Zaposlenost raste u sektoru poslova s nekretninama Zaposlenost je porasla za oko 2.000 radnih mesta (oko 3%) između marta i septembra u sektoru poslova s nekretninama². U ostalim sektorima primećujemo manje mesečne oscilacije koje nećemo analizirati, dok ne dobijemo konačne podatke za septembar 2007. (Tabela P-5 u Analitičkom prilogu).

Tabela T4-2. Srbija: zaposleni kod pravnih lica, detaljniji pregled, 2003–2007

	Zaposleni kod pravnih lica								
	Javni sektor			Javna preduzeća	Javni sektor ukupno	Ostalo ¹⁾			
	Iz budžeta		Zdravstveni i soc. rad						
	Administracija svi nivoi	Obrazovanje i kultura							
	1	2	3	4	5	6	7		
u hiljadama									
2003									
Mart	60	116	147	129	54	506	1.122		
Septembar	62	114	147	127	55	505	1.090		
2004									
Mart	63	117	147	125	57	509	1.092		
Septembar	63	116	148	124	57	508	1.052		
2005									
Mart	63	119	148	122	61	513	1.044		
Septembar	61	117	147	112	61	498	1.038		
2006									
Mart	60	118	141	105	61	485	1.011		
Septembar	58	117	138	102	60	475	972		
2007									
Mart	58	121	138	100	59	476	962		
Septembar	59	120	139	100	58	476	945		

Izvor: RZS.

Napomena: Vojska i policija, iako se finansiraju iz budžeta ne ulaze u ukupan bilans zaposlenih u tabeli. Njihov broj se procenjuje na oko 80.000, i oni doprinose još oko 4% ukupnoj zaposlenosti u Srbiji. Iz bezbednosnih razloga, RZS ne objavljuje tačan broj zaposlenih u ovim državnim institucijama niti njihove prosečne plate.

Fusnote:

1) Privatna, društvena i mešovita preduzeća. Kolona nije razložena detaljnije zbog nedostatka podataka. Broj dobijamo kada od ukupnog broja zaposlenih kod pravnih lica iz Tabele T4-1 oduzmemo broj zaposlenih u javnim preduzećima i onih koji se finansiraju iz budžeta.

Ukupna zaposlenost u javnom sektoru je stabilna

Ukupna zaposlenost u javnom sektoru ostaje prilično stabilna između marta i septembra. Dok u administraciji i zdravstvenom i socijalnom radu beležimo rast zaposlenosti od po oko 1.000 radnika, u obrazovanju i javnim lokalnim preduzećima posmatramo isto toliki pad zaposlenosti (Tabela T4-3). Značajan porast zaposlenosti u obrazovanju između septembra 2006. i marta 2007. od 4.000 novih radnih mesta i u septembru 2007. se zadržava značajno iznad nivoa prethodne tri godine. Verujemo da bi se taj porast zaposlenosti mogao pripisati reformama u osnovnom obrazovanju, u okviru kojih sve više osnovnih škola u Srbiji otvara boravak za učenike posle nastave, odnosno uvode i dodatne izborne predmete. Tome u prilog ide i činjenica da se svaki nastavnik prijavljuje kao stalno zaposleni, čak i ukoliko ispunjava samo 10% svog ukupnog fonda časova. Kako je ova pretpostavka bazirana na subjektivnim mišljenjima, ostaje da nastavimo da pratimo kretanje zaposlenosti u ovom sektoru da bismo sa sigurnošću utvrdili uzroke.

Nezaposlena lica više ne ostvaruju pravo na zdravstvenu zaštitu preko Nacionalne službe za zapošljavanje, zbog čega se smanjuje broj registrovanih nezaposlenih

Ukupan broj nezaposlenih registrovanih u Nacionalnoj službi za zapošljavanje (NSZ) ubrzano se smanjuje između marta i septembra (kolona 1 u Tabeli T4-3), što pripisujemo promeni Zakona o zdravstvenoj zaštiti na osnovu koje nezaposlena lica više ne ostvaruju pravo na zdravstvenu zaštitu preko NSZ. S obzirom na to da i broj zaposlenih i broj nezaposlenih u Srbiji opada u poslednje dve godine, zaključujemo da se radno aktivno stanovništvo smanjuje.

2 U ovaj sektor po statističkoj klasifikaciji spadaju i iznajmljivanje opreme, kompjuterske aktivnosti, istraživanje i razvoj, i ostale poslovne aktivnosti (arhitektonski birovi, menadžment, reklamiranje i propaganda itd.).

4. Zaposlenost i zarade

Tabela T4-3. Srbija: administrativna i ekonomска nezaposlenost , 2003–2007

	Ukupan broj nezaposlenih 15-64 god. (NSZ)	Stopa nezaposlenosti 15-64 god. (RZS) ¹⁾	Ukupan broj nezaposlenih 15-64 god. (ARS)	Stopa nezaposlenosti 15-64 god. (ARS) ²⁾
	1	2	3	4
2003				
Mart	...	25,8	..	..
Septembar	...	26,1	..	16,0
2004				
Mart	...	26,0	..	..
Septembar	842.775	23,9	664.002	19,5
2005				
Mart	884.111	25,0	..	..
Septembar	897.724	25,3	718.773	21,8
2006				
Mart	920.031	26,6	..	..
Septembar	914.564	26,6	691.877	21,6
2007				
Mart	913.299	26,7	..	..
Septembar	808.200	24,5 ³⁾

Izvor: Nacionalna služba za zapošljavanje (NSZ); RZS, Anketa o radnoj snazi (ARS).

Napomene:

1) Lica između 15-64 godina se smatraju licima radnog uzrasta.

2) Aktivno stanovništvo predstavlja zbir zaposlenih i nezaposlenih lica radnog uzrasta.

Fusnote:

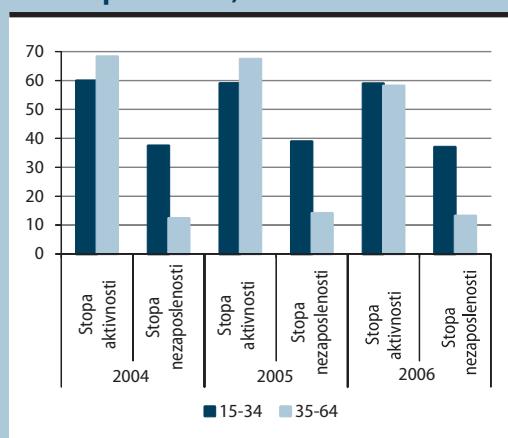
1) RZS stopa nezaposlenosti se računa kao razlika broja nezaposlenih i aktivnog stanovništva, gde se aktivno stanovništvo sastoji od ukupno zaposlenih iz evidencije RZS (kolona 1 u Tabeli T4-1), broja nezaposlenih iz evidencije NSZ (kolona 1 u ovoj tabeli) i broja poljoprivrednika iz ARS iz oktobra 2006. godine. Od septembra 2004. ova stopa nezaposlenosti računa se prema nezaposlenim licima (kolona 1), dok se u prethodnim periodu računala prema licima koja traže zaposlenje.

2) Anketa o radnoj snazi se sprovodi samo jednom godišnje tako da su podaci za septembar te godine zapravo podaci iz oktobra te godine. Anketa o radnoj snazi za oktobar 2007. još uvek nije raspoloživa, i stoga ne objavljujemo broj nezaposlenih niti stopu nezaposlenosti za 2007. po ARS (kolone 3 i 4).

3) Po objavljuvanju ARS za 2007. godinu, korigovaćemo RZS stopu nezaposlenosti za broj poljoprivrednika u 2007. godini.

Okvir 1. Aktivnost i nezaposlenost u Srbiji

Koje su karakteristike nezaposlenih i radno neaktivnih u Srbiji? Koja je starosna grupa radno aktivnog stanovništva najugroženija? Analizirajući podatke Ankete o radnoj snazi iz perioda 2004–2006, iz Grafikona T4-4 uočavamo sledeće:

Grafikon T4-4. Srbija: aktivnost i nezaposlenost po starosti, 2004–2006

Izvor: Anketa o radnoj snazi, RZS.

a) Stopa aktivnosti kod radno sposobnih preko 35 godina opada, dok je stopa aktivnosti mladih između 15–34 godine stabilna.

b) Stopa nezaposlenosti u starosnoj grupi 15–34 je oko tri puta veća nego stopa nezaposlenosti u starosnoj grupi 35–64. Ona je iznosila 37% u oktobru 2006, dok je stopa nezaposlenosti u starosnoj grupi 35–64 godine iznosila 13,2%.

Prepostavljajući da su lica otpuštana iz državnih preduzeća u procesu restrukturiranja i privatizacije u najvećem broju starija od 34 godine, zaključujemo da dosta otpuštenih radnika prelazi u neaktivnost umesto da traže novi posao. Sa socijalne tačke gledišta, oni su naizgled zbrinuti – dobili su otpremnine, neki su se prevremeno penzionisali, te ne ulaze u nacionalnu stopu nezaposlenosti.

Na Grafikonu T4-4 uočavamo da najveći kvantitativni problem na tržištu rada predstavljaju mlađa lica ispod 34 godine, koja ne mogu da se zaposle, a dosta njih takođe traži prvo zaposlenje. Novonastajući privatni sektor nije u mogućnosti da u dovoljnoj meri apsorbuje novu/mladu radnu snagu, uprkos stopi privrednog rasta od preko 7% godišnje.

Stoga zaključujemo da postoje dve, verovatno podjednako ugrožene, kategorije radne snage: prva – otpušteni, uglavnom stariji radnici koji prelaze u prevremenu neaktivnost, i druga – mlađi pripadnici radne snage, a među njima posebno dugoročno nezaposleni, bez viših kvalifikacija i radnog iskustva.

Zarade

Realni međugodišnji rast bruto zarada pada na 14,1%

Realni međugodišnji rast prosečnih bruto zarada³ usporava se za preko četiri procentna poena u odnosu na prethodne kvartale, i iznosi 14,1%. I u oktobru međugodišnji realni rast bruto zarada nastavlja da se smanjuje i iznosi 11,7% (Tabela T4-5). Iako će to usporavanje uticati na smanjenje agregatne tražnje, ono je postignuto zbog ubrzavanja inflacije sa 4,7% međugodišnje na 6,6% od Q2 do Q3 2007. Da bismo izuzeli taj efekat porasta međugodišnje stope inflacije⁴, posmatramo nominalne međugodišnje indeksse bruto zarada. Pošto se nominalni međugodišnji rast minimalno smanjio, sa 22,7% u Q2 na 21,7% u Q3 2007. godine (Tabela T4-5), zaključujemo da je to usporavanje rasta zarada daleko blaže nego što se to čini kada se posmatraju realni indeksi, odnosno, plate su nominalno ipak ostale na visokom nivou.

Tabela T4-5. Srbija: prosečne mesečne zarade i međugodišnji indeksi, 2004–2007

	Prosečna mesečna zarada (RZS)				Međugodišnji indeksi prosečne mesečne bruto zarade (RZS) ²⁾	
	Ukupni troškovi rada ¹⁾ , u din.	Neto, u din.	Ukupni troškovi rada, u evrima	Neto, u evrima	nominalni	realni
			1		5	6
2004	24.234	14.108	334	194	123,7	111,4
2005	30.142	17.478	364	211	124,4	107,1
2006	37.493	21.745	445	258	124,4	111,3
2005						
Q2	29.516	17.122	360	209	125,3	107,6
2006						
Q1	33.258	19.284	382	221	127,3	111,0
Q2	36.447	21.126	420	243	123,5	108,1
Q3	37.882	21.986	455	264	122,3	109,7
Q4	42.387	24.585	533	309	124,9	116,6
<i>Decembar</i>	48.686	28.267	618	359	128,1	120,9
2007						
Q1	41.319	25.103	517	314	124,2	118,5
Q2	44.684	27.165	551	335	122,6	118,6
Q3	46.108	28.019	576	350	121,7	114,1
<i>Oktobar</i>	47.257	28.720	608	370	122,7	111,7

Izvor: RZS.

Fusnote:

1) Ukupni troškovi rada predstavljaju ukupno opterećenje poslodavca po radniku, uključujući sve poreze i doprinose, i iznose oko 164,5% neto zarade.

2) Indeksi rasta bruto zarada i ukupnih troškova rada su jednaki jer su ukupni troškovi rada veći od bruto zarade za fiksnih 17,9%.

3) Indeksi rasta bruto zarada i ukupnih troškova rada su jednaki, jer su ukupni troškovi rada veći od bruto zarade za fiksnih 17,9%.

4) Za više detalja o porastu inflacije videti odeljak 3 "Cene i devizni kurs", u QM br.9 i QM br.10.

Okvir 2. Troškovi rada

Ukupni troškovi rada predstavljaju ukupan prosečan mesečni trošak poslodavca po radniku, i oni u Srbiji trenutno iznose oko 164,5% neto plate. Dakle, za svakih 100 dinara koje radnik odnese kući, poslodavac plaća 164,5 dinara. Dok RZS pored neto plate objavljuje bruto platu a ne ukupne troškove rada po radniku (164,5% neto zarade), u QM-u od ovog broja počinjemo da pratimo ukupne troškove rada, kao relevantniji indikator konkurentnosti naše privrede. Ukupni troškovi rada stoga sadrže: neto platu koju radnik nosi kući, porez na zaradu (od januara 2007. on iznosi 12% bruto plate¹) i ukupne doprinose za radnika koje poslodavac uplaćuje u zdravstveni, socijalni i PIO fond (od januara 2004. godine oni iznose 35,8% bruto plate, odnosno 51,1% neto plate). Zakonski su ove poreske obaveze klasifikovane na sledeći način: ceo porez na zarade (12%) i pola doprinosa (17,9%) idu *na teret zaposlenog*, dok druga polovina doprinosa (17,9%) idu *na teret poslodavca*². Dakle, neto zarada prikazuje kupovnu moć stanovništva, bruto zarada koju objavljuje RZS predstavlja pravnu kategoriju i osnovicu na koju se obračunavaju porezi i doprinosi, dok ukupni troškovi rada, s obzirom da predstavljaju prosečno opterećenje poslodavca po radniku, nose najviše informacija o konkurentnosti naše privrede³.

Jedinični troškovi rada mere prosečan trošak rada po jedinici proizvodnje, i računamo ih kao odnos mase ukupnih troškova rada i bruto dodate vrednosti (BDV). Da bismo sa većom preciznošću pratili kretanje jediničnih troškova rada u privredi, od ovog broja QM-a u koloni 3 Tabele T4-6 isključujemo poljoprivrednu i državni sektor iz BDV⁴. Dok u ukupan broj zaposlenih uključujemo broj zaposlenih kod preduzetnika, nailazimo na problem pri računanju mase ukupnih troškova rada zaposlenih kod preduzetnika, s obzirom na to da RZS ne prati njihove zarade. Stoga za aproksimaciju prosečne plate kod preduzetnika koristimo minimalnu zaradu, koja iznosi oko 40% prosečne zarade. Ovu procenu pravimo na osnovu podataka iz Poreske uprave o uplaćenim doprinosima za zaposlene kod preduzetnika, iz kojih zaključujemo da je prosečna prijavljena plata kod preduzetnika približno jednaka minimalnoj plati.

¹ Iako se prvih 5.000 dinara od januara 2007. ne oporezuje, zarad pojednostavljanja objašnjenja, ignorisemo ovu činjenicu.

² Iako u suštini sve navedene obaveze plaća poslodavac, ta zakonska podela je uvedena da bi se jasnije video kojim delom plate zapravo raspolaže radnik, ukoliko se pređe na sistem proizvoljnog raspoređivanja doprinosa.

³ Na web stranici www.fren.org.yu nalazi se detaljna računica izvođenja ukupnih troškova rada iz neto plate.

⁴ Detaljnije posmatrano, za ovu procenu isključili smo iz statistike nacionalnih računa klasifikacione delatnosti ostale usluge i poljoprivredu, da bismo dobili BDV, a iz statistike zaposlenosti i zarada klasifikacione kategorije: državna uprava i socijalno osiguranje, obrazovanje, zdravstveni i socijalni rad i komunalne, društvene i lične usluge – da bismo dobili masu ukupnih troškova rada bez tih sektora. Ovo je metodološki ispravno poređenje, s obzirom na to da klasifikacione delatnosti izdvojene iz SNA u potpunosti odgovaraju klasifikacionim delatnostima izdvojenim iz statistike zaposlenosti i zarada.

Učešće mase ukupnih troškova rada u BDP-u se u odnosu na Q2 smanjilo za 2,4 procentna poena, iako je i dalje na višem nivou nego u 2006. godini

Jedinični troškovi rada u privredi blago opadaju

Učešće mase ukupnih troškova rada u BDP-u u čitavoj 2007. godini jeste na višem nivou nego u 2006. godini (kolona 2 u Tabeli T4-6), što možemo pripisati visokom rastu prosečne plate koju nije ispratio rast produktivnosti. Međutim, pozitivan trend jeste to da se učešće mase ukupnih troškova rada u BDP-u smanjilo sa 42,8% u Q2 2007. na 40,4% u Q3 2007. (Tabela T4-6).

Kada posmatramo učešće mase ukupnih troškova rada u BDV, iz koje izuzimamo državni sektor i poljoprivredu, uočavamo višegodišnji trend opadanja jediničnih troškova rada u privredi (kolona 3 Tabele T4-6). Ovakva kretanja ukazuju na činjenicu da je državni sektor, koji karakterišu minimalna otpuštanja radnika i visok rast prosečne zarade, zapravo taj koji najviše utiče na rast jediničnih troškova rada na agregatnom nivou⁵.

⁵ Za više detalja o troškovima rada u industriji videti odeljak 5. "Privredna aktivnost" u ovom broju QM-a.

Tabela T4-6. Srbija: troškovi rada i međugodišnji indeksi, 2004–2007

	Troškovi rada			Međugodišnji indeksi masa ukupnih troškova rada ⁴⁾	
	Masa ukupnih troškova rada, u hiljadama din. ¹⁾	Jedinični troškovi rada (BDP) ²⁾	Jedinični troškovi rada (BDV) ³⁾	nominalni	realni
	1	2	3	4	5
2004	534.294.604	38,6	41,7	123,4	111,2
2005	661.108.425	38,8	40,2	123,7	106,6
2006	805.517.464	40,0	39,3	121,8	109,1
2005					
Q2	162.339.458	39,7	40,6	124,1	106,6
2006					
Q1	180.227.329	41,9	40,2	125,9	109,9
Q2	196.486.925	39,6	38,9	121,0	106,0
Q3	203.348.767	38,6	38,7	119,3	107,1
Q4	225.454.442	40,0	39,3	121,4	113,3
2007					
Q1	218.080.843	44,6	40,5	121,0	115,4
Q2	235.889.439	42,8	38,5	120,1	116,2
Q3	242.064.617	40,4	38,0	119,0	111,6

Izvor: RZS.

Fusnote:

1) Masa ukupnih troškova rada je ocenjena veličina dobijena kao proizvod broja zaposlenih i ukupnih troškova rada, koji uključuju neto platu plus sve poreze i doprinose. Podaci o zaposlenosti i zaradama kod pravnih lica su iz RZS, dok su podaci o zaradama zaposlenih kod preduzetnika procenjeni na osnovu podataka iz Poreske uprave.

2) Učešće mase ukupnih troškova rada u ukupnom BDP-u.

3) Učešće mase ukupnih troškova rada u BDV iz koje su isključeni poljoprivreda i državni sektor.

4) Indeksi rasta bruto zarada i ukupnih troškova rada su jednakim jer su ukupni troškovi rada su veći od bruto zarade za fiksnih 17,9%.

Najveći realni međugodišnji rast zarada zabeležen je u zdravstvu i socijalnom radu

Najveći realni međugodišnji rast zarada od 27,2% zabeležen je u zdravstvu i socijalnom radu kada obuhvatimo i deo plata koje se ne isplaćuju iz budžeta (Tabela T4-7), odnosno 27,5% kada posmatramo samo plate isplaćene iz budžetskih sredstava (Tabela T4-8). Visok međugodišnji rast u zdravstvu je i očekivan, jer je nivo plata bio nizak u Q3 2006, a zatim značajno porastao u Q4 2006. U okviru javnog sektora posle zdravstva sledi obrazovanje, sa ukupnim realnim međugodišnjim rastom plata od 16,3% (Tabela T4-7), odnosno 16,7% kada posmatramo samo deo plata isplaćenih iz budžeta (Tabela T4-8). Inače, zarade isplaćene iz budžeta beleže manji realni međugodišnji rast nego u prethodnim kvartalima (Tabela T4-8).

Tabela T4-7. Srbija: 12-m i međugodišnji realni indeksi bruto zarada po delatnostima, 2005–2007

	2005	Q1 2006	Q2 2006	Q3 2006	Q4 2006	2006	Q1 2007	Q2 2007	Q3 2007
Ukupno	106,8	110,9	108,0	109,7	116,4	111,3	118,6	118,6	114,2
Pojoprivreda, sumarstvo i vodoprivreda	113,2	118,3	115,7	112,4	112,4	114,7	110,2	105,6	108,2
Rabarstvo	116,2	105,5	70,8	93,6	100,5	92,6	78,8	63,6	101,5
Vodenjenerđa i kamena	100,4	108,9	114,5	115,5	115,1	113,5	135,4	121,1	111,3
Prerađivačka industrija	109,1	114,4	110,9	113,8	115,8	113,7	114,9	114,7	109,7
Proizvodnja električne energije, gase i vode	104,1	104,0	90,4	107,1	114,9	106,3	143,0	117,7	110,1
Gradjевinarstvo	104,5	108,7	111,0	112,7	119,4	112,0	123,9	126,0	112,9
Trgovina na veliko i malo, opravka	111,6	114,2	113,9	112,0	117,9	114,5	118,7	115,1	113,5
Hoteli i restorani	108,1	112,0	111,0	106,4	108,6	109,5	112,0	114,7	115,6
Seobrađaj, skladištenje i veze	104,2	110,0	111,0	104,0	109,1	108,5	108,5	111,9	108,4
Finansijsko posredovanje	110,5	112,0	111,5	113,9	111,3	112,4	112,9	111,4	105,2
Poslovni snabdevištvo, iznajmljivanje	111,6	101,5	99,1	105,8	107,3	103,4	122,0	120,8	116,6
Održavačka uprava i socijalno osiguranje	105,0	112,6	104,3	107,6	112,5	109,2	111,5	118,3	113,2
Obrazovanje	108,2	114,9	103,5	105,0	112,0	108,9	111,9	118,5	116,3
Zdravstveni i socijalni rad	100,0	101,4	102,3	104,9	125,5	108,5	125,5	130,8	127,2
Druge komunalne, društvene i lične usluge	102,6	105,2	100,7	103,1	111,0	105,0	106,2	111,2	110,6

Izvor: RZS, RAD-1.

4. Zaposlenost i zarade

Međugodišnji rast bruto plata u državnim javnim preduzećima je usporio Međugodišnji rast bruto plata u državnim javnim preduzećima je pao sa 18,9% u Q2 na 12,5% u Q3 (Tabela T4-8). Da bismo izuzeli rast inflacije, posmatramo nominalne međugodišnje indekse bruto zarada u državnim preduzećima. Nominalni rast prosečne bruto zarade je pao sa 22,8% u Q2 2007. na 20% u Q3 2007, iz čega zaključujemo da su bruto zarade nominalno opale mnogo manje nego kada posmatramo njihove realne indekse.

Najveći rast plata u privatnom sektoru zapažamo u poslovima sa nekretninama, hotelima i restoranima, a zatim i trgovini Najveći rast plata u privatnom sektoru od 16,6% beleži sektor poslova sa nekretninama⁶, a potom hoteli i restorani sa 15,6% i trgovina sa 13,5% (Tabela T4-7).

Tabela T4-8. Srbija: 12-m i međugodišnji realni indeksi bruto zarada, detaljniji pregled, 2004–2007

	Iz budžeta			Javna preduzeća		Ostalo (privreda)	Prosek Srbije
	Administracija svi nivoi	Obrazovanje i kulturni rad	Zdravstveni i soc. rad	Javna državna	Javna lokalna		
	1	2	3	4	5	6	7
2004	107,4	107,7	110,9	107,9	113,4	116,0	111,4
2005	105,9	106,0	100,8	100,5	103,0	106,9	107,1
2006	109,1	107,2	109,4	110,8	102,9	113,3	111,3
2005							
Q2	103,0	108,4	102,9	98,1	104,1	103,2	107,6
2006							
Q1	111,5	111,1	102,2	108,9	97,0	114,1	111,0
Q2	102,2	100,8	103,1	109,6	102,8	110,7	108,1
Q3	108,0	104,2	105,0	108,4	102,7	111,9	109,7
Q4	114,7	112,8	127,5	116,1	109,3	116,5	116,6
2007							
Q1	111,5	112,6	125,4	129,8	113,8	117,8	118,5
Q2	118,6	119,2	131,5	118,9	104,5	118,3	118,6
Q3	114,1	116,7	127,5	112,5	104,1	112,9	114,1

Izvor: RZS.

Napomena: Kolona 6 uključuje privatna, društvena i mešovita preduzeća.

⁶ U ovaj sektor po statističkoj klasifikaciji spadaju i iznajmljivanje opreme, kompjuterske aktivnosti, istraživanje i razvoj, i ostale poslovne aktivnosti (arhitektonski birovi, menadžment, reklamiranje i propaganda ,itd.).

5. Privredna aktivnost

Privreda je u Q3 usporila svoj rast, ali on još uvek ostaje vrlo visok. Rast BDP u Q3 procenjujemo na 6,6%. Kada iz privredne aktivnosti isključimo poljoprivredu koja je pretežno pod uticajem egzogenih faktora, privredni rast je još viši. Rast nepoljoprivredne BDV iznosi oko 8,3% što je, i pored usporavanja u odnosu na Q2, znatno iznad višegodišnjeg proseka. U Q3 su, međutim, uočene i negativne tendencije koje mogu uticati kako na dalje usporavanje privredne aktivnosti do kraja godine, tako i na narušavanje makroekonomske stabilnosti. Domaća tražnja je usporila u Q3, ali nam se čini da pozitivni efekti koje je ona imala početkom godine na proizvodnju jenjavaju brže nego što se sama tražnja smanjuje. Izvozno orijentisani segmenti privrede značajno usporavaju, delom zbog započetih investicionih aktivnosti najvećeg izvoznika u Srbiji, ali moguće i usled apresijacije dinara. Pitanje je da li će se u Q4 negativni nagoveštaji iz Q3 amortizovati ili će se pak materijalizovati, verovatno ne toliko usporavanjem privrednog rasta, koliko daljim povećanjem trgovinskog deficit-a. U strukturi rasta BDP prednjače usluge s međugodišnjim rastom od oko 10%, dok materijalna proizvodnja u Q3 beleži međugodišnji pad od oko 3%. Industrijska proizvodnja je u Q3 viša za 3,5% u odnosu na isti period prethodne godine. Prerađivačka industrija je ostvarila sličan rast od 3,2%. Građevinarstvo u Q3 beleži pad koji procenjujemo na oko 5%, što je možda i prirodna "relaksacija" tog dela privrede nakon vrlo visoke aktivnosti u prvoj polovini godine.

Bruto domaći proizvod

Rast BDP u Q3 procenjujemo na 6,6%

Prema preliminarnoj proceni QM-a, zasnovanoj na raspoloživim podacima o rezultatima privredne aktivnosti, a na osnovu metodologije RZS¹, međugodišnji realni rast BDP u Q3 procenjujemo na oko 6,6%. Ostvareni rast predstavlja usporavanje u odnosu na Q2 od oko jednog procentnog poena. Najveći uticaj na usporavanje BDP imali su loši rezultati poljoprivrede u Q3, usled posledica suše (Tabela T5-1).

Usporava i nepoljoprivredna BDV...

Nepoljoprivredna BDV, kao mera rasta privrede bez značajnog uticaja egzogenih faktora, i dalje upućuje na visok privredni rast od 8,3%. Međutim, i nepoljoprivredna BDV u Q3 usporava rast za jedan procentni poen u odnosu na Q2 što je, po našoj proceni, posledica usporavanja rasta agregatne tražnje.

...verovatno zbog nešto niže aggregatne tražnje

Na Grafikonu T5-2 predstavljeno je kretanje domaće i agregatne tražnje od 2001. godine. Domaća tražnja usporava u Q2 i Q3, ali je i dalje vrlo visoka (oko 20% iznad nivoa BDP). Zabrinjavajuće, međutim, može biti moguće usporavanje izvozne tražnje koje se još ne vidi u kvartalnoj analizi tražnje za Q3 (Grafikon T5-2), ali na koje ukazuje usporavanje izvoza u Q3² i analiza industrijske proizvodnje u avgustu, a pogotovo u septembru (Grafikon T5-6)³.

Na usporavanje realnog rasta domaće tražnje uticalo je smanjenje realnog rasta zarada koje u Q3 beleže rast od 14,2% u odnosu na 18,7% iz prve polovine godine. Fiskalna politika jeste u Q3 ekspanzivnija nego u Q2 i Q1, ali je utisak da se ona još uvek nije otrgla kontroli, ili, još verovatnije, da se još uvek nije značajno odrazila na povećanje domaće tražnje. Ne treba gubiti izvida da se efekat fiskalne ekspanzije iz Q4 2006. najvećim delom preslikao na tražnju, a samim tim i privrednu aktivnost, sa zakašnjenjem od jednog kvartala.

¹ Metodologija koju smo koristili prilikom procenjivanja BDP zasnovana je na proceni realnog rasta bruto dodate vrednosti pojedinačnih sektora privrede po proizvodnom principu, a zatim njihovom sumiranju i dodavanju poreske komponente. Modifikacije u odnosu na RZS delom su vezane za indikatore na osnovu kojih procenjujemo sektorski rast, a za koje smatramo da u pojedinim slučajevima pouzdanije prikazuju stvarni rast sektora (npr. proizvodnja cementa u građevinarstvu). Takođe, budući da raspolažemo manjim brojem dostupnih indikatora od RZS, u procenu uključujemo i posredne indikatore koji nisu sastavni deo zvanične metodologije, a sprovodimo i dublje analize trendova pojedinačnih sektora i analizu tražnje.

² Za više detalja videti odeljak 6. "Platni bilans i spoljna trgovina" ovog izdanja QM-a.

³ Doprinos međugodišnjem rastu prerađivačke industrije – oblasti izvoza i domaćeg tržišta.

5. Privredna aktivnost

Tabela T5-1. Srbija: bruto domaći proizvod, 2004–2007¹⁾

	Međugodišnji indeksi										Bazni indeks (jan-sep) ₀₇ / (jan-sep) ₀₂	Učešće 2006		
	2004			2005			2006			2007				
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3 ²⁾	Q4	Q1	Q2	Q3 ²⁾			
Ukupno	108,4	106,2	105,7	107,0	106,2	105,1	104,8	108,4	107,7	106,6	133,3	100,0		
Porezi minus subvencije	109,3	110,2	99,8	99,1	101,9	96,6	101,5	113,5	108,1	110,0	146,3	15,3		
Bruto dodata vrednost u baznim cenama	108,3	105,5	106,8	108,4	107,1	106,8	105,4	107,6	107,6	105,3	131,1	84,7		
Bruto dodata vrednost bez poljoprivrede	106,6	107,3	107,9	109,8	107,9	107,1	107,2	109,0	109,3	108,3	137,1	87,1		
Poljoprivreda	119,0	95,1	99,8	97,2	101,1	104,7	96,1	94,5	93,4	92,0	94,2	12,9		
Prerađivačka industrija	108,8	99,9	105,6	109,2	106,7	104,4	103,2	108,7	104,4	103,2	112,1	16,1		
Građevinarstvo	103,5	102,0	107,7	119,7	105,5	100,4	110,2	128,2	109,6	95,0	131,9	3,5		
Saobraćaj	115,8	123,4	129,3	131,2	130,7	128,8	127,0	118,4	121,4	120,0	241,6	11,5		
Trgovina na veliko i malo	117,0	122,0	110,3	115,9	107,7	108,5	110,5	121,5	119,3	118,5	211,8	12,9		
Finansijsko posredovanje	109,9	117,4	117,2	119,9	118,8	116,8	113,9	119,2	120,0	120,0	198,5	7,4		
Ostalo	101,4	102,1	100,5	100,9	100,4	100,4	99,4	101,8	101,5	106,6	35,7			

Izvor: RZS.

1) U stalnim cenama iz 2002. godine.

2) Procena QM-a.

Grafikon T5-2. Srbija: kretanje agregatne i domaće tražnje



Izvor: RZS

1) U odnosu na BDP.

2) Agregatna tražnja = domaća tražnja + izvoz.

Domaća tražnja će verovatno ubrzati u Q4...

...ali ovaj put neće delovati podsticajno na proizvodnju

Materijalna proizvodnja je u padu...

Izvoz u Q3 takođe blago usporava rast i on sada iznosi 27,3% (robna razmena) što predstavlja usporavanje u odnosu na Q2 kada je međugodišnji rast izvoza iznosi 31,4%. Analiza industrijske proizvodnje izvozno orijentisanih sektora prerađivačke industrije ukazuje na nepovoljne trendove koji će se verovatno odraziti na dalje usporavanje izvoza. Dva su razloga zbog kojih očekujemo nastavak usporavanja izvoza do kraja godine: (1) započeti remont visoke peći dva u preduzeću US Steel Serbia koje je najveći izvoznik Srbije sa 12% učešća u izvozu u 2006. i (2) apresijacija dinara koja je smanjila konkurentnost srpskog izvoza na međunarodnom tržištu⁴.

Posledice uticaja navedenih činilaca sa strane tražnje na BDP u Q3 bile su smanjenje visokog rasta nepoljoprivredne BDV, uz nešto nepovoljnije trendove u pojedinim segmentima privrede, o čemu će biti više reči u sledećim delovima ovog teksta. Sa stanovišta privrednog rasta i makroekonomskih stabilnosti zabrinjavajuće je da je pri visokoj domaćoj tražnji došlo do apresijacije dinara – što se može odrazilo na smanjenje konkurentnosti privrede i usporavanje privrednog rasta koji se supstituiše većim uvozom.

U Q4 očekujemo da ekspanzivna fiskalna politika postane vidljivija, tim pre što se u Q4 najavljuje dodatna ekspanzija u odnosu na Q3. S tim u vezi, verovatno će privreda, podgrevana domaćom tražnjom, zadržati solidan rast. Prepostavljamo, međutim, da bi nastavak apresijacije dinara u takvim okolnostima ipak uticao na dalje blago usporavanje privrede⁵, do čega bi došlo uz povećanje i ovako izuzetno visokog trgovinskog deficit-a. Procene rasta BDP za čitavu 2007. godinu ostaju u okvirima prognoze iz prethodnog broja QM-a – nešto iznad 7%.

Posmatrajući BDP po proizvodnom principu, uočavamo da je materijalna proizvodnja⁶ u Q3 zabeležila međugodišnji pad od oko 1% (Tabela T5-1). Za te nepovoljne rezultate svakako je najzaslužnija poljoprivreda, ali treba imati u vidu da i građevinarstvo beleži međugodišnji pad proizvodnje od oko 5%, dok prerađivačka industrija, iako zadržava pozitivne indekse rasta, primetno usporava.

⁴ Nakon završetka pisanja teksta došlo je do depresijacije dinara, koja verovatno neće imati uticaja na privrednu aktivnost u Q4. U slučaju da je u pitanju trajna promena kursa, uticaće na privrednu aktivnost u Q1 2008.

⁵ Mereno rastom nepoljoprivredne BDV.

⁶ Materijalna proizvodnja podrazumeva poljoprivredu, industrijsku proizvodnju i građevinarstvo.

... dok usluge zadržavaju visok rast Na strani usluga u Q3 nije bilo značajnijih promena u odnosu na Q2. Usluge su u Q3 ostvarile međugodišnji rast od oko 10,6%. Visoka tražnja stanovništva koja je posledica još uvek visokog realnog rasta zarada i kredita stanovništvu generiše visok rast trgovine, koji ipak blago usporava u odnosu na Q2. Kao indikator za procenu rasta finansijskog posredovanja koristimo međugodišnji rast depozita i kredita. Visok međugodišnji rast depozita i kredita u Q3, kako privredi tako i stanovništvu, upućuje na nastavak trenda visokog rasta finansijskog posredovanja. U septembru je nakon mera monetarne vlasti došlo do određenog usporavanja kreditiranja stanovništva⁷ čiji će se rezultati verovatno osetiti u Q4. Za procenu rasta saobraćaja još uvek nemamo dovoljno zvaničnih podataka, ali i ovde nema naznaka promena u trendu rasta.

Okvir 1. Privredni rast Srbije u odnosu na međunarodno okruženje

Mereno rastom BDP, privreda Srbije u proteklim godinama beleži vrlo visok rast. Posmatrano u kontekstu globalnih ekonomskih kretanja, vidi se da ostvareni privredni rast nije toliko neuobičajeno visok kao što se čini na prvi pogled.

Visok rast BDP u većini evropskih tranzisionih privreda...

U novembru je objavljena nova studija MMF-a *Regional Economic Outlook – Europe*, u kojoj je prikazan uporedni pregled rasta BDP evropskih zemalja za 2006. s projekcijama za ovu i sledeću godinu (Tabela T5-3). Rast BDP u Evropi u 2006. iznosio je visokih 3,8%, pri čemu su evropske zemlje u razvoju, u koje se ubraja i Srbija, ostvarile još viši rast od 6,6%. Projekcije za ovu i sledeću godinu ukazuju na usporavanje privrednog rasta u čitavoj Evropi uključujući i zemlje u razvoju. Kao osnovni razlog za usporavanje privrednog rasta evropskih zemalja u razvoju, MMF navodi neminovni početak postepene korekcije spoljašnje neravnoteže koja postoji u većini obuhvaćenih zemalja.

Tabela T5-3. Evropa: realni rast BDP i inflacija, 2006–2008

	Realni rast BDP			Inflacija		
	2006	2007 ¹⁾	2008 ¹⁾	2006	2007 ¹⁾	2008 ¹⁾
Evropa ukupno	3,8	3,7	3,2	3,5	3,3	3,1
Razvijene zemlje	2,9	2,7	2,2	2,2	2,0	2,0
Evropska Unija	3,2	3,0	2,5	2,3	2,3	2,3
Evro zona	2,8	2,5	2,1	2,2	2,0	2,0
Nove članice EU	6,4	6,1	5,2	3,2	3,9	4,0
Zemlje u razvoju	6,6	6,3	5,7	7,2	6,8	6,0

Izvor: MMF, World Economic Outlook.

1) Procena MMF-a.

...ali se očekuje usporavanje

U kontekstu analize MMF skrećemo pažnju na dve činjenice povezane sa privrednom aktivnošću u Srbiji: (1) da Srbija po ostvarenom visokom privrednom rastu nije izuzetak, već da je visok privredni rast odlika svih evropskih zemalja u razvoju i (2) da MMF predviđa da će postojanje značajne spoljašnje neravnoteže neminovno dovesti do restriktivnih politika i usporavanja "pregrejanih" ekonomija.

Srbija je u 2006. ostvarila rast BDP od 5,7%, koji je bio ispod prosečnog rasta BDP evropskih zemalja u razvoju (Tabela T5-3). Naša je ocena da privredni rast Srbije u 2006. godini ipak nije zaostajao za repernim ekonomijama. U toj godini je podbacio samo rast poreske komponente BDP¹, dok je privreda imala rast na nivou ostalih evropskih zemalja u razvoju (Tabela T5-1).

QM predviđa rast BDP u Srbiji u 2007. od preko 7%, što je nešto iznad proseka evropskih zemalja u razvoju, ali i dalje na sličnom nivou. U 2008. godini verovatno i u Srbiji sledi blago usporavanje privredne aktivnosti u skladu sa trendovima navedenim u studiji MMF. Pretpostavljamo da će privredni rast u Srbiji i pored očekivanog usporavanja u 2008. ostati visok. Naša procena polazi od činjenice da stvarni rast privrede u 2007. iznosi oko 8,5%, a da je rast BDP nešto niži zbog loših

¹ Za više detalja videti odeljak 5 "Privredni rast" QM7.

² Rast nepoljoprivredne BDV.

⁷ Za više detalja videti odeljak 8. "Monetarni tokovi i politika" ovog izdanja QM-a

rezultata poljoprivrede. U 2008. godini je, dakle, dovoljna i jedna sasvim prosečna poljoprivredna sezona da amortizuje verovatno usporavanje rasta ostatka privrede, jer će se poljoprivreda u 2008. porediti sa nižom bazom iz 2007. Takođe, argument koji koristi MMF, da će doći do usporavanja privrednog rasta pod pritiskom uspostavljanja narušene spoljašnje ravnoteže, verovatno neće u punoj meri važiti za Srbiju. Smatramo da nedavno predloženi budžet Republike Srbije za 2008. godinu nije u dovoljnoj meri restriktivan kako bi se ovakva prognoza obistinila.

Posmatranje privrede Srbije u regionalnom kontekstu i pored određenih simplifikacija koje ovakve studije neminovno sa sobom nose, naznačava nešto širi okvir u kom možemo posmatrati ekonomsku aktivnost Srbije. U ovom slučaju, očigledno je da su trendovi privredne aktivnosti u Srbiji i pored manjih odstupanja u skladu sa trendovima ostalih evropskih zemalja u razvoju.

Industrijska proizvodnja

Industrijska proizvodnja je u Q3 ostvarila rast od 3,5%

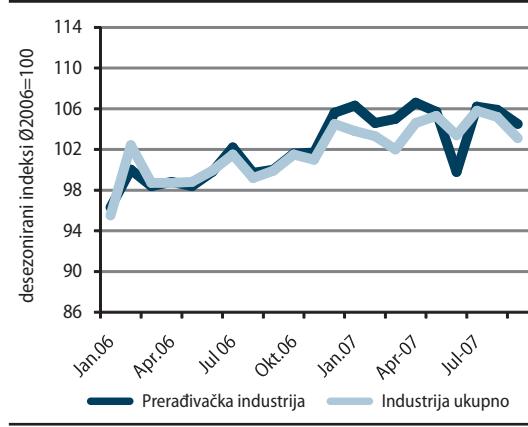
Industrijska proizvodnja je u Q3 ostvarila solidan rast od 3,5% (Tabela T5-4), ali su primetni znaci usporavanja. Prerađivačka industrija ostvarila je međugodišnji rast od 3,3%, što je za 1,7 procenatnih poena niže od rasta ostvarenog u Q2. Proizvodnja i distribucija električne energije, vode i gasa, kao i u Q2, i u Q3 prednjači u industrijskoj proizvodnji s međugodišnjim rastom koji je sada takođe nešto niži i iznosi 6,5%. Vađenje ruda i kamena je na sličnom nivou proizvodnje ostvarenom u Q3 2006.

Tabela T5-4. Srbija: indeksi industrijske proizvodnje, 2005–2007

	Međugodišnji indeksi									Bazni indeksi (jan-sep)07/ (jan-sep)02	Učešće 2006		
	2005		2006		2006			2007					
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q1	Q2	Q3			
Ukupno	100,8	104,7	105,3	106,1	103,9	102,9	104,8	105,2	103,5	112,3	100,0		
Vađenje ruda i kamena	102,1	104,1	104,0	102,6	102,8	104,6	102,1	101,4	99,2	103,7	6,3		
Prerađivačka industrija	99,3	105,3	107,5	106,2	104,4	102,9	108,5	104,9	103,3	113,5	75,4		
Proizvodnja i distribucija el. energije, vode i gasa	106,6	102,2	99,3	107,6	101,6	102,1	94,2	108,7	106,5	110,8	18,3		

Izvor: RZS.

Grafikon T5-5. Srbija: desezonirani indeksi industrijske proizvodnje, 2006–2007



Desezonirani indeksi ukazuju na usporavanje

Desezonirani mesečni indeksi rasta industrijske proizvodnje ukazuju na usporavanje rasta industrijske proizvodnje od jula do septembra za oko dva procentna poena. I pored toga što je, posmatrano na kvartalnom nivou, desezonirani indeks rasta u Q3 viši u odnosu na Q2, jasno se uočava promena u trendu industrijske proizvodnje koja sada usporava rast. Analiza po oblastima industrijske proizvodnje pokazuje, međutim, da je usporavanje koncentrisano samo u manjem broju oblasti, dok najveći deo industrijske proizvodnje i u Q3 zadržava visoke stope rasta.

Usporavanje indeksa industrijske proizvodnje u Q3 neznatno menja našu procenu rasta industrijske proizvodnje u 2007. koja je iznosila

oko 5%. Verovatnije je da će 5% biti gornja granica mogućeg rasta industrijske proizvodnje u 2007, dok je realno očekivati nešto niži rast od toga.

**Mala preduzeća imaju
brži rast od ostatka
industrije**

Ocena industrijske proizvodnje malih preduzeća, koja ne obuhvataju redovna statistička istraživanja industrije, ukazuje da ona imaju u Q3 znatno brži međugodišnji rast od ostatka industrije⁸. Viši rast industrijske proizvodnje malih preduzeća u odnosu na srednja i velika jeste uobičajena pojava od 2002. U Q3 je razlika u rastu industrijske proizvodnje malih preduzeća u odnosu na ostala nešto viša od uobičajene. Takva kretanja u industrijskoj proizvodnji najavili smo u prethodnim brojevima QM-a i očekujemo nastavak sličnih kretanja do kraja godine. Uzrok nešto višeg međugodišnjeg rasta malih preduzeća u odnosu na ostatak industrije jeste niža baza iz druge polovine 2006. s kojom se njihova proizvodnja sada poredi. Počevši od juna 2006, pa do februara 2007. indeks rasta malih preduzeća bio je niži od ostatka industrije. Kao što smo ovaj pad prethodne godine smatrali privremenim zastojem, tako i sada zadržavamo rezervu prema visokom rastu industrijske proizvodnje malih preduzeća.

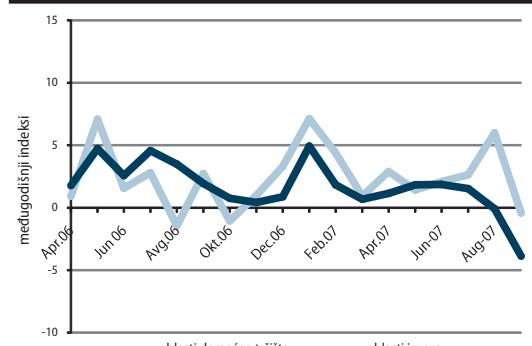
**Prerađivačka industrija
je u Q3 ostvarila rast od
3,3%**

Prerađivačka industrija je u Q3 ostvarila međugodišnji rast od 3,3% (Tabela T5-4), što je znatno niže u odnosu na međugodišnji rast ostvaren u Q2 i Q1. Najveći uticaj na usporavanje industrijske proizvodnje u prerađivačkoj industriji imao je pad u proizvodnji osnovnih metala. Kada bismo iz rezultata prerađivačke industrije isključili proizvodnju osnovnih metala (videti Okvir 3), onda bi međugodišnji indeks rasta industrijske proizvodnje bio gotovo identičan onom ostvarenom u Q2.

**Izvozno orientisane
oblasti su u Q3 u padu**

I u ovom broju QM-a nastavljamo analizu tipičnih oblasti prerađivačke industrije koje mogu da ukažu na poreklo tražnje za industrijskim proizvodima. Analizirane su dve grupacije oblasti prerađivačke industrije. U prvoj grupaciji izdvojili smo oblasti prerađivačke industrije koje značajan deo svoje proizvodnje plasiraju na inostrano tržište – oblasti izvoza, dok su u drugoj grupaciji bile oblasti koje gotovo svu proizvodnju plasiraju na domaće tržište – oblasti domaćeg tržišta (Grafikon T5-6). Tokom većeg dela 2006 – veći doprinos rastu prerađivačke industrije imale su oblasti orijentisane na izvoz i pored toga što imaju manje učešće u prerađivačkoj industriji. Od novembra 2006. dolazi do preokreta trenda i od tada su oblasti domaćeg tržišta pokrećući rasta prerađivačke industrije. Sve navedeno upućuje na zaključak da je povećana domaća, a ne izvozna, tražnja pokrenula industrijsku proizvodnju krajem Q4 2006. i u toku 2007, što je u skladu s analizom kretanja agregatne i domaće tražnje (Grafikon T5-2).

**Grafikon T5-6. Srbija: doprinos
međugodišnjem rastu prerađivačke in-
dustrije, oblasti domaćeg tržišta¹⁾ i oblasti
izvoza²⁾, 2006–2007**



Izvor: RZS.

1) Oblasti prerađivačke industrije koje najveći deo svoje proizvodnje plasiraju na domaće tržište.

2) oblasti prerađivačke industrije koje značajan deo svoje proizvodnje plasiraju na inostrano tržište.

U Q3 su oblasti izvoza pod uticajem zastoja u proizvodnji osnovnih metala i od avgusta beleže pad industrijske proizvodnje koji se dodatno produbio u septembru. Analiza QM pokazuje da su izvozne oblasti, i kada izuzmemo uticaj proizvodnje osnovnih metala, u padu u Q3, što se možda može dovesti u vezu sa apresijacijom dinara u odnosu na evro. Loši rezultati industrijske proizvodnje oblasti usmerenih na izvoz su najava usporavanja izvoza u Q4 i dodatnog povećavanja spoljnotrgovinskog deficitata.

Oblasti domaćeg tržišta, s druge strane, beleže ubrzanje međugodišnjeg indeksa rasta industrijske proizvodnje u avgustu, a zatim pad proizvodnje u septembru. U pitanju su, najverovatnije, oscilacije uobičajene za međugodišnje indekse rasta industrijske proizvodnje, a oblasti domaćeg tržišta nastavljaju sa sličnim trendom rasta uspostavljenim još krajem 2006. godine.

⁸ Indeks rasta industrijske proizvodnje za mala preduzeća se procenjuje na osnovu uzorka od oko 300 preduzeća, ali se ne objavljuje kao zvaničan podatak i ne ulazi u ukupan indeks rasta industrijske proizvodnje.

**Oblasti domaćeg tržišta
su na sličnom nivou
proizvodnje kao u Q2**

Jedinični troškovi rada predstavljaju učešće troškova rada u dodatoj vrednosti

Od 2005. JTR su u skladu sa rastom produktivnosti

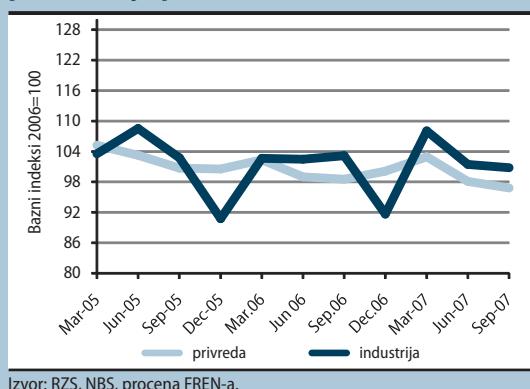
JTR se posmatraju kao mera konkurentnosti

Okvir 2.Jedinični troškovi rada i konkurentnost

Jedinični troškovi rada (JTR) predstavljaju učešće troškova rada u dodatoj vrednosti koja nastaje u proizvodnom procesu i mogu se definisati kako na nivou pojedinačnih oblasti industrije, tako i na nivou ukupne industrije ili privrede. JTR su koristan indikator koji ukazuje na međusobni odnos tržišta rada i privredne aktivnosti. Na primer: rast JTR može nastati usled pada privredne aktivnosti koja nije ispraćena smanjenjem broja zaposlenih ili zarada, ali može nastati i ako postoji manjak ponude na tržištu rada.

JTR možemo posmatrati i kao odnos produktivnosti rada i zarada¹. Imajući u vidu prethodnu definiciju, promena JTR ukazuje na nesklad između rasta produktivnosti rada i rasta zarada. Porast JTR je indikacija da je rast zarada bio brži od rasta produktivnosti, dok smanjenje JTR ukazuje da je rast produktivnosti bio iznad rasta zarada. Na Grafikonu T5-7 je prikazano kretanje JTR od 2005. godine u privredi iz koje smo isključili državu i poljoprivredu (u daljem tekstu privreda) i kretanje JTR u industrijskoj proizvodnji².

Grafikon T5-7. Srbija: kretanje industrijske proizvodnje po nameni, 2004–2007



Izvor: RZS, NBS, procena FREN-a.

nivoom JTR se može smatrati konkurentnjom i u mogućnosti je da poveća svoje međunarodno tržišno učešće, dok privreda sa višim JTR po definiciji ima slabiju poziciju na međunarodnom tržištu. Kada JTR koristimo kao indikator konkurentnosti, on mora u sebe uključiti i realne promene kursa domaće valute. Realna depresijacija utiče na povećanje konkurentnosti, dok je realna apresijacija smanjuje.

JTR se kao mera konkurentnosti u teoriji najčešće definiše i izračunava za prerađivačku industriju koja proizvodi najveći deo međunarodno razmenjivih proizvoda. Uz prerađivačku industriju naša analiza je obuhvatila i ukupnu privredu. Naime: (1) u proizvodnji razmenjivih proizvoda se koriste i nerazmenjiva dobra i usluge i (2) sa razvojem informacionih i komunikacionih tehnologija mnoge usluge postaju razmenjive, te je distinkcija između sektora po kriterijumu razmenjivosti proizvoda postala manje striktna. Mi smo pratili promenu konkurentnosti domaće privrede i posebno prerađivačke industrije od 2005. u odnosu na evro tržište, te smo kao indikator koristili evro JTR. Naglašavamo da ovakva analiza prati samo relativnu promenu konkurentnosti (JTR) u odnosu na prosek 2004. godine i da ne dajemo ocenu da li je domaća privreda konkurentna ili ne na međunarodnom tržištu.

Na Grafikonu T5-8 je prikazano kretanje JTR u evrima u prerađivačkoj industriji i privredi. Kao bazu godinu usvojili smo 2004. godinu, pre početka realne apresijacije dinara, dok je metodologija proračuna evro JTR slična kao kada smo ih računali za privredu i industriju u domaćem okruženju.

1 Pod zaradama se podrazumevaju ukupni troškovi rada uključujući i poreze i doprinose.

2 Za proračun JTR korišćena su dva različita metodološka pristupa: za indeks kretanja JTR u privredi koristili smo kvartalne izveštaje o sektorskim BDV iz statistike nacionalnih računa, dok smo mase zarada po sektorima računali na osnovu podataka statistike zarada i zaposlenosti. Kao deflator smo koristili indeks cene na malo. Za proračun indeksa kretanja JTR u industriji koristili smo podatke o produktivnosti rada iz statistike industrijske proizvodnje i podatke o prosečnim platama iz statistike zarada. Svi podaci su agregirani na kvartalnom nivou kako bi bili uskladišteni sa statistikom nacionalnih računa.

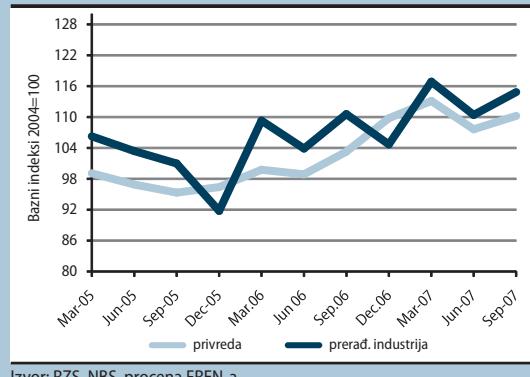
3 Oscilacije su najvećim delom posledica sezonskog karaktera industrijske proizvodnje.

4 Za više detalja videti odeljak: „Zaposlenost i zarade“ Trendova ovog izdanja QM-a.

JTR mereni u evrima pokazuju da se konkurentnost smanjila

Jedina razlika je u tome što su ovom slučaju zarade izražene u evrima, dok se kao deflator koristi evro inflacija.

Grafikon T5-8. Srbija: realni evro jedinični troškovi rada u privredi i prerađivačkoj industriji, 2005–2007



Izvor: RZS, NBS, procena FREN-a.

Na grafikonu se uočava da su evro JTR viši u odnosu na prosek 2004. za preko 10% i u prerađivačkoj industriji i u privredi. Ovakav rezultat za privredu je i očekivan budući da smo već videli da su JTR u privredi praktično konstantni (Grafikon T5-7), odnosno da su zarade usklađene sa rastom produktivnosti. Kada u jednacinu dodamo realnu apresijaciju dinara u odnosu na evro, upravo za toliko se približno smanjuje i nivo konkurentnosti (rast evro JTR). Možda je bilo očekivano da u prerađivačkoj industriji pod većim pritiskom međunarodne konkurenциje evro JTR rastu sporije od ostatka privrede, ali to se očigledno ne dešava.

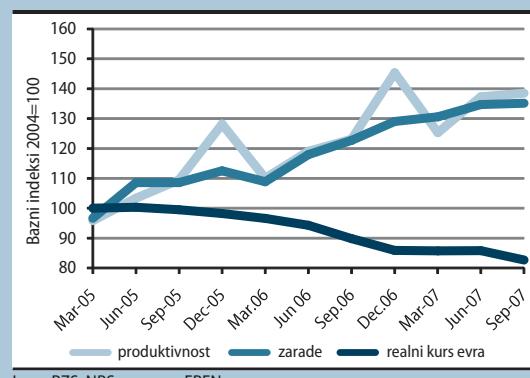
Moramo ipak napomenuti da se JTR ne mogu posmatrati kao idelna mera konkurentnosti

privrede. Naime: (1) JTR se odnose samo na trošak radne snage. Čak i kada troškovi radne snage čine najveći deo inputa, cena kapitala i intermedijarnih inputa može biti od presudnog uticaja na konkurentnost. (2) Troškovi radne snage se odnose samo na cenovnu konkurentnost. Ukupna konkurentnost se odnosi i na druge faktore koje definije tražnja, a koji nisu samo cenovne prirode i (3) Na konkurentnost mogu uticati i neki egzogeni faktori poput bilateralnih sporazuma, politika subvencionisanja ili carinskih protekcija.

Ipak, uz sva ograničenja JTR su koristan indikator kojim možemo pratiti konkurentnost određene privrede na kraći i srednji rok. U literaturi se često kaže da se relativnim JTR meri temperatura izvozno orijentisanih sektora privrede i razmatraju mogući recepti ukoliko oni rastu⁵. U tom kontekstu, merenje JTR je posebno korisno kada se dekomponuje na kretanje produktivnosti rada, realnih zarada i realnog kursa. Na grafikonu T5-9 prikazano je kretanje ova tri indikatora u odnosu na vrednosti iz 2004. godine u industrijskoj proizvodnji.

Rast produktivnosti je bio izuzetno visok...

Grafikon T5-9. Srbija: rast produktivnosti, realni rast zarada i realni kurs evra, 2005–2007



Izvor: RZS, NBS, procena FREN-a.

Na grafikonu T5-9 uočavamo visok i usklađen rast produktivnosti rada i zarada kao i značajnu realnu apresijaciju dinara u odnosu na evro. Za zadržavanje nepromjenjenog nivoa konkurentnosti rast produktivnosti mora biti dovoljno visok da nadoknadi i realni rast zarada i apresijaciju valute, što se u našem slučaju nije desilo (Grafikon T5-9).

Visoke stope rasta izvoza ipak ukazuju da je domaća industrija i pored određenog gubitka konkurentnosti od 2004. uspela da visokim rastom produktivnosti amortizuje veći deo pritiska na konkurentnost od strane visokog rasta prosečnih zarada i apresijacije dinara. Visok rast produktivnosti je međutim u posmatranom periodu ostvaren najvećim delom kroz

smanjenje broja zaposlenih, a samo manjim delom kroz povećanje fizičkog obima proizvodnje⁶. Dugoročno posmatrano ovako ostvaren rast produktivnosti ne može biti održiv, te ostaje da vidišmo kakva će u promenjenim okolnostima biti kretanja izvoza, zarada i realnog kursa.

...ali nije održiv na duži rok

⁵ Unit Labour Costs, Productivity and International Competitiveness; Bart van Ark, Edwin Stuivenwold and Gerard Ypma; University of Groningen.

⁶ Oko dve trećine rasta produktivnosti u industriji direktna je posledica smanjenja broja zaposlenih.

5. Privredna aktivnost

Tabela T5-10. Srbija: oblasti sa najvećim učešćem u rastu u 2007, 2005–2007

	Međugodišnji indeksi										Bazni indeksi (jan-sep)07/ (jan-sep)02	Učešće 2006		
	2005 2006		2006				2007							
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q1	Q2	Q3				
Prerađivačka industrija	99,3	105,3	107,5	106,2	104,4	102,9	108,5	104,9	103,3	113,5	113,5	100,0		
Ukupno odabrani sektori	102,8	111,0	109,3	113,0	115,9	106,0	115,5	107,9	103,3	136,1	136,1	56,4		
Proizvodnja prehr. pr. i pića	104,6	105,3	104,2	105,1	109,5	102,5	112,2	107,7	104,2	120,7	120,7	30,0		
Proizvodnja osnovnih metala	121,8	122,7	116,6	131,7	135,4	109,8	115,1	108,7	92,2	222,8	222,8	10,9		
Proizvodnja nameštaja i raznovrsnih pr.	92,2	165,5	134,3	163,0	197,8	160,2	169,5	113,6	83,9	152,7	152,7	3,1		
Proizvodnja mašina i uređaja osim električnih	60,9	86,2	95,8	85,8	79,0	86,6	102,6	106,2	142,0	78,2	78,2	3,6		
Proizvodnja pr. od nemetalnih minerala	97,7	106,6	119,3	107,8	103,3	103,1	123,4	98,0	91,9	89,8	89,8	5,4		
Izdavanje štampanje i reprodukcija zapisa	94,0	105,0	107,1	115,1	95,3	100,6	99,8	119,4	119,0	112,7	112,7	3,4		
Ostalo	94,8	97,9	105,2	97,4	89,5	98,9	99,5	101,0	103,2	84,2	84,2	43,6		

Izvor: RZS.

Lideri su ostvarili rast jednak ostatku industrije

U Tabeli T5-10 predstavljene su oblasti koje su najviše doprinele rastu industrijske proizvodnje u 2007. godini (oblasti *lidiere*). To su: proizvodnja prehrambenih proizvoda i pića, proizvodnja osnovnih metala, proizvodnja nameštaja i raznovrsnih proizvoda, proizvodnja mašina i uređaja osim električnih, proizvodnja proizvoda od nemetalnih minerala i izdavanje, štampanje i reprodukcija zapisa. Rast lidera u prerađivačkoj industriji bio je u Q3 gotovo istovetan rastu ostalih oblasti. U prethodnom broju QM-a smo ukazali na to da se lideri u prerađivačkoj industriji u 2007. ne izdvajaju po izuzetno visokim stopama rasta u odnosu na ostatak prerađivačke industrije, što je bila uobičajena slika u prethodnim godinama. Ipak, gotovo identičan međugodišnji rast lidera i ostalih oblasti kakav imamo u Q3 jeste posledica ne samo prirodne konvergencije većine oblasti do koje nesumnjivo dolazi, već i nekih egzogenih uticaja (videti Okvir 3) i pada u, pre svega, proizvodnji osnovnih metala i proizvodnji proizvoda od nemetalnih minerala.

U kontekstu sve veće konvergencije kretanja indeksa industrijske proizvodnje različitih oblasti prerađivačke industrije, mogu se posmatrati i koje su oblasti prerađivačke industrije lideri u 2007. godini. Među liderima postoji najmanje po jedan predstavnik iz svake namenske grupacije industrijske proizvodnje⁹. Svoj status među liderima učvrstila je proizvodnja mašina i uređaja osim električnih, koja pripada grupaciji proizvodnje investicionih dobara. Zanimljivo je da je proizvodnja investicionih dobara bila najveći gubitnik u procesu tranzicije i njen trenutni nivo industrijske proizvodnje je tek na oko 70% onog ostvarenog u istom periodu 2002 (Tabela T5-11).

Tabela T5-11. Srbija: proizvodnja industrijskih proizvoda po nameni, 2005–2007

	Međugodišnji indeksi										Bazni indeksi (jan-sep)07/ (jan-sep)02	Učešće ⁵⁾ 2006		
	2005 2006		2006				2007							
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q1	Q2	Q3				
Ukupno	100,6	104,7	105,3	106,1	103,9	102,9	104,8	105,2	103,5	112,5	112,5	100,0		
Energija ¹⁾	103,9	102,5	100,7	104,8	99,9	102,7	93,0	104,9	105,6	110,6	110,6	23,6		
Investiciona dobra ²⁾	74,2	90,0	107,2	87,9	78,4	90,3	97,1	99,1	117,8	69,3	69,3	7,5		
Intermedijalna dobra ³⁾	104,9	106,7	109,4	109,1	106,5	102,3	113,6	108,4	102,4	131,1	131,1	32,2		
Intermedijalna dobra bez osnovnih metala	101,5	101,3	106,9	101,4	96,6	99,7	113,1	108,3	105,9	99,9	99,9	24,0		
Potrošna dobra ⁴⁾	101,6	112,0	107,5	110,0	116,2	110,2	122,4	109,1	102,3	127,6	127,6	36,7		
Potrošna dobra bez prehr. industrije	96,3	128,3	112,9	117,8	126,9	122,5	138,7	111,4	99,3	138,5	138,5	14,1		

Izvor: RZS.

1) Vađenje uglja, sirove nafte i gasa, elektro i vodoprivreda.

2) Proizvodnja metalnih proizvoda, osim mašina (oblasti 281, 282 i 283 Klasifikacije delatnosti), proizvodnja mašina i uređaja (osim električnih), proizvodnja kancelarijskih i računarskih mašina, radio TV i komunikacione opreme, preciznih i optičkih instrumenata, proizvodnja motornih vozila i prikolica i proizvodnja ostalih saobraćajnih sredstava.

3) Rude metala, nemetala, kamen. Tekstilna predvija i tkanine, proizvodi od drveta i plute (sem nameštaja), celuloza, papir i prerađevine od papira, proizvodi od gume i plastike, proizvodi hemijske industrije (osim farmaceutske i proizvoda kućne hemije), petrohemija, građevinski materijal, osnovni metali, podsektor proizvodnje metalnih proizvoda, osim mašina (oblasti 284, 285, 286 i 287 Klasifikacije delatnosti), električne mašine i aparati i podsektor reciklaže.

4) Proizvodi prehrambene industrije, duvanski proizvodi, odevni predmeti, proizvodi od kože, obuća, proizvodi izdavačke delatnosti, proizvodi farmaceutske industrije i kućna hemija, nameštaj i ostali raznovrsni proizvodi.

5) Učešće u ukupnoj industrijskoj proizvodnji.

9 Namenske grupacije jesu: proizvodnja energije, proizvodnja investicionih dobara, proizvodnja intermedijarnih dobara, proizvodnja potrošnih dobara (trajna i netrajna).

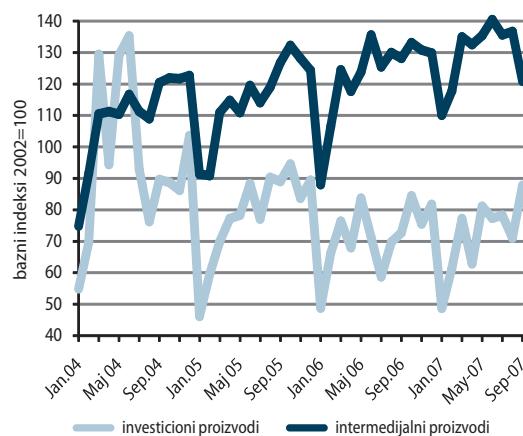
Posmatrano po nameni prednjači proizvodnja investicionih dobara

Posmatrano po nameni, vidi se da je najviši međugodišnji rast industrijske proizvodnje ostvarila proizvodnja investicionih dobara od 17,8% (Tabela T5-11). Sledi je proizvodnja energije s ostvarenim međugodišnjim rastom od 5,9%. Do značajnog usporavanja rasta industrijske proizvodnje u odnosu na Q2 došlo je u proizvodnji potrošnih dobara i intermedijarnih proizvoda (Tabela T5-11).

Proizvodnja intermedijarnih dobara usporava

Na Grafikonu T5-12 prikazano je kretanje industrijske proizvodnje intermedijarnih i kapitalnih dobara. Naša ocena iz prethodnog broja – da u 2007. očekujemo završetak divergentnih trendova u proizvodnji intermedijarnih i investicionih dobara – potvrđuje se rezultatima industrijske proizvodnje u Q3. Prikazivanjem na jednom Grafikonu baznih indeksa kretanja industrijske proizvodnje intermedijarnih i investicionih dobara u odnosu na 2002. godinu (Grafikon T5-12), ukazivali smo na uticaj otvaranja ekonomije Srbije na uspostavljanje nove strukture industrijske proizvodnje. Naime, proizvodnja intermedijarnih dobara, sa tehnološki iskoristivim kapacitetima, dobrom delom privatizovana, uspela je da vrlo brzo pronađe tržiste za svoje proizvode i ostvari visok rast u prethodnih pet godina. Proizvodnja investicionih dobara, međutim, nije bila u stanju da se odmah izbori sa inostranom konkurencijom, te je njihova današnja proizvodnja tek na nivou od 70% one ostvarene u 2002. godini. U 2007. prvi put posle više godina, evidentiramo rast industrijske proizvodnje investicionih proizvoda. Verovatno objašnjenje jeste da je priveden kraju proces tržišnog prilagođavanja proizvodnje ove namenske grupe proizvoda. Da je pomenuti rast utemeljen na zdravim osnovama, ukazuje i visok rast izvoza investicionih proizvoda u 2007. godini od preko 50%.

Grafikon T5-12. Srbija: kretanje industrijske proizvodnje po nameni, 2004–2007

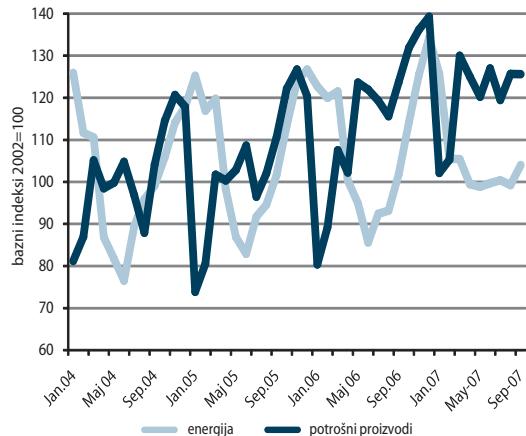


Izvor: RZS.

Od početka godine najviše je usporila proizvodnja potrošnih dobara

Na Grafikonu T5-13 prikazano je kretanje industrijske proizvodnje energije i potrošnih proizvoda. Iako su obe namenske grupe industrijske proizvodnje pod snažnim uticajem sezonske komponente, u 2007. godini dolazi do znatnih odstupanja od očekivanih sezonskih nivoa proizvodnje. Proizvodnja energije je usled tople zime imala nešto niže vrednosti proizvodnje u Q1, ali je zatim izostao i očekivani letnji sezonski pad. Kod potrošnih dobara trendovi su još zanimljiviji. U Q1 došlo je do izuzetno visokog rasta u proizvodnji potrošnih dobara – međugodišnji rast od 22,4% (Tabela T5-11), pretpostavljamo pod pritiskom povećane domaće tražnje. Od Q1 dolazi do snažnog usporavanja industrijske proizvodnje potrošnih dobara, da bi u Q3 ta nemenska grupacija industrijske proizvodnje ostvarila međugodišnji rast od tek 2,3%. Analiza domaće tražnje (Grafikon T5-2) nam ukazuje na smanjivanje domaće tražnje u Q2 i Q3 koje koïncidira sa smanjenjem industrijske proizvodnje potrošnih dobara. Međutim, usporavanje domaće tražnje je znatno slabijeg intenziteta od usporavanja u proizvodnji potrošnih proizvoda. Možda su pouzdaniji indikatori koji mogu ukazati na domaću tražnju za potrošnim proizvodima – indeks prometa u trgovini na malo u stalnim cenama ili indeks realnog rasta zarada. Ta dva

Grafikon T5-13. Srbija: kretanje industrijske proizvodnje po nameni, 2004–2007



Izvor: RZS.

5. Privredna aktivnost

indeksa ukazuju na blago usporavanje koje, ni izbliza, nije slično usporavanju proizvodnje potrošnih dobara. I na samom kraju, uvoz potrošnih dobara u navedenom periodu, a pogotovo u Q3, nije zabeležio slično usporavanje kao domaća proizvodnja. Sve ove činjenice nas navode na zaključak, koji smo već izneli prilikom analize ukupnih privrednih kretanja, da će visoka tražnja stanovništva uz apresijaciju dinara biti sve više zadovoljavana uvozom.

Okvir 3.Uticaj proizvodnje osnovnih metala na industrijsku proizvodnju u Q3

Započeta je modernizacija postrojenja US Steel Serbia

Bez osnovnih metala, industrijska proizvodnja u Q3 ostaje na istom nivou kao u Q2

Proizvodnja US Steel-a je značajna na makro nivou...

...te očekujemo da će doći do usporavanja izvoza i industrijske proizvodnje do kraja godine

U smederevskoj željezari U.S. Steel Serbia počela je u Q3 modernizacija "visoke peći dva", koja će nakon remonta raditi po najnovijim svetskim standardima. Projekat je vredan oko 30 miliona evra i na njemu će učestvovati više od 500 izvođača. Za vreme remonta poslove visoke peći dva obavljaće visoka peć jedan.

Planirano je da remont visoke peći dva traje do kraja 2007. godine što će nesumnjivo dovesti do pada u proizvodnji osnovnih metala u navedenom periodu. Znatno učešće proizvodnje osnovnih metala u ukupnoj industrijskoj proizvodnji nas navodi na dalju analizu i moguću reviziju ocena o trendu usporavanja industrijske proizvodnje (Tabela T5-14).

Tabela T5-14. Srbija: indeksi industrijske proizvodnje bez proizvodnje osnovnih metala, 2005–2007

	Međugodišnji indeksi						Učešće 2006	
	2006				2007			
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	
Ukupno	105,3	106,1	103,9	102,9	104,8	105,2	103,5	100,0
Ukupno bez proizvodnje osnovnih metala	103,9	103,0	100,1	102,1	103,5	104,8	104,8	91,8
Prerađivačka industrija	107,5	106,2	104,4	102,9	108,5	104,9	103,3	75,4
Prerađivačka industrija bez proizvodnje osnovnih metala	106,4	103,1	100,6	102,1	107,7	104,4	104,6	67,2
Proizvodnja osnovnih metala	116,6	131,7	135,4	109,8	115,1	108,7	92,6	8,2

Izvor: RZS.

Proizvodnja kompanije US Steel Serbia je vrlo značajna na nivou ukupne industrijske proizvodnje u Srbiji. U prvih šest meseci 2007. kompanija US Steel Serbia ostvarila je rekordnu proizvodnju od milion tona čelika. Prošle godine je ukupna proizvodnja iznosila, takođe rekordnih, 1,7 miliona tona čelika. Poslednji put pre 2006. železara je postigla proizvodnju iznad milion tona u čitavoj 1989, ali je za vreme sankcija zapala u velike teškoće.

Remont visoke peći dva će se odraziti i na spoljnotrgovinsku razmenu Srbije. U.S. Steel je pojedinačno najveći srpski izvoznik, koji čelik izvozi u više od 80 zemalja. Prema statističkim podacima, ova kompanija je sa izvozom u 2006. godini vrednim 664,6 miliona evra – učestvovala u ukupnom izvozu Srbije sa čak 12%. Ujedno, US Steel Serbia spada i među najveće uvoznike, jer Srbija nema potrebnu rudu za proizvodnju čelika.

U Tabeli T5-14 prikazani su međugodišnji indeksi rasta industrijske proizvodnje bez proizvodnje osnovnih metala. Rezultati te proizvodnje, međutim, sugerisu oprez prilikom zauzimanja stava o usporavanju industrijske proizvodnje u Q3. Naime, kada isključimo proizvodnju osnovnih metala, indeks međugodišnjeg rasta industrijske proizvodnje u Q3 je identičan ostvarenom rastu u Q2, dok je prerađivačka industrija ostvarila u Q3 čak i nešto viši rast od onog iz Q2.

Rezultate proizvodnje osnovnih metala ipak ne bi trebalo izdvajati iz ukupne slike industrijske proizvodnje Srbije u Q3, tim pre što su uočeni neki suštinski nepovoljni trendovi u kretanju industrijske proizvodnje i u ostalim izvoznoorientisanim oblastima prerađivačke industrije (Grafikon T5-6). Deo zabeleženog usporavanja industrijske proizvodnje u Q3, a verovatno i onog koje će se tek desiti u Q4, možemo pripisati započinjanju novog investicionog ciklusa samo jednog, ali na makro nivou, vrlo značajnog preduzeća.

Građevinarstvo

U Q3 građevinarstvo je ostvarilo pad od 5%

... koji smatramo privremenim

Rast građevinarstva u 2007. godini procenjujemo na oko 10%

Građevinarstvo je u Q3 ostvarilo međugodišnji pad koji procenjujemo na oko 5%. Među više indikatora koji opisuju kretanja u građevinarstvu kao najpouzdaniji posmatramo indeks proizvodnje cementa¹⁰ (Tabela T5-15). Proizvodnja cementa u Q3 2007. je 6,9% niža od proizvodnje iz istog perioda prethodne godine.

Pad građevinske aktivnosti u Q3 je verovatno posledica "relaksacije" ovog dela privrede nakon izuzetno visokog rasta u prvoj polovini godine. Naime, povoljni meteorološki uslovi u Q1 su omogućili veći broj radnih dana od uobičajenog, pa je i građevinska aktivnost u Q1 bila izuzetno visoka. Prepostavljamo da je upravo usled vanredno visoke aktivnosti građevinarstva početkom godine sada i došlo do usporavanja, jer dolazi do usklađivanja daljeg rasta sa tražnjom.

Rast građevinarstva u prva tri kvartala u odnosu na isti period prethodne godine iznosi 11,4% (meren rastom proizvodnje cementa). Verujemo da je ovo i noseći trend rasta građevinarstva, a da je pad u Q3 samo privremen. U Q4 će građevinska aktivnost biti pod znatnim uticajem promenjivih vremenskih uslova, ali će, po svemu sudeći, ukupan rast građevinarstva u 2007. godini biti oko 10%.

Od ostalih indikatora građevinarstva koje objavljuje RZS: vrednost građevinskih radova u Q2 je nominalno viša za 3,4%, a u stalnim cenama je niža za 0,7% u odnosu na isti period prethodne godine. Broj radnika na gradilištima je niži za 5,7%, dok je zabeležen i međugodišnji pad ostvarenih časova rada na gradilištima od 4%. Navedeni indikatori, kao i indeks proizvodnje cementa, ukazuju na usporavanje građevinske aktivnosti, ali i nastavak trenda rasta produktivnosti u građevinarstvu.

Tabela T5-15. Srbija: proizvodnja cementa, 2001–2007

	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	-	-

Izvor: RZS.

¹⁰ Ispravan indikator bi bila potrošnja cementa, ali nije dostupan na kvartalnom nivou. Istraživanja su pokazala da proizvodnja cementa relativno pouzdano aproksimira potrošnju.

6. Platni bilans i spoljna trgovina

Već drugi kvartal zaredom privreda Srbije beleži usporavanje rasta izvoza. U isti mah uvoz ubrzava, i raste po međugodišnjim stopama koje su gotovo dvostruko više od stopa rasta uvoza iz prethodne godine. Tako dolazi do izjednačavanja stopa rasta uvoza i izvoza i u kombinaciji s tradicionalno niskom pokrivenošću uvoza izvozom do značajnog rasta spoljnotrgovinskog deficit-a. Takav disbalans spoljnog sektora, koji je započeo krajem 2006., pojačava se padom tekućih transfera registrovanih tokom cele 2007. To dovodi do rasta deficit-a tekućeg računa koji u Q3 dostiže 17% BDP-a. Kapitalni prilivi – pre svega strana direktna ulaganja i zaduživanje privrede u inostranstvu – i dalje su snažni i pokrivaju deficit bilansa tekućeg računa, pa devizne rezerve NBS nastavljaju da rastu (za 475 miliona evra).

Deficit tekućeg računa u Q3 udvostručio se u odnosu na isti period prethodne godine

Pogoršanje bilansa tekućeg računa posledica pogoršanja trgovinskog bilansa i pada tekućih transfera

Tekući račun platnog bilansa Srbije u Q3 beleži značajan deficit, i iznosi -1.310 miliona evra, dvostruko više nego u istom periodu prethodne godine. Drastično međugodišnje pogoršanje u Q3 (109,6%) prevazilazi visoke međugodišnje stope rasta deficit-a tekućeg računa u Q1 i u Q2 (71,9% i 68,9%, respektivno).

Izražen u procentima BDP-a deficit tekućeg računa u Q3 iznosi 16,9%, što je za 5,7 procentnih poena više u odnosu na Q2 kada je iznosio 11,2% BDP. Takvo pogoršanje bilansa tekućeg računa determinisano je najvećim delom pogoršanjem trgovinskog deficit-a i padom tekućih transfera (doprinos od 45,4% i 48,0% respektivno)¹.

Spoljnotrgovinski deficit u Q3 2007. godine iznosi 1.478 miliona evra (19,1% BDP) što je za 26,7 procentnih poena više u odnosu na isti period prošle godine. Saldo tekućih transfera iznosi svega 237 miliona evra i apsolutno je niži za 329 miliona evra (58,2%) u odnosu na Q3 prethodne godine. Takav pad tekućih transfera uslovljen je u najvećoj meri višim odlivom deviza sa deviznih računa građana (međugodišnji rast odliva od 43,8%), kao i međugodišnjim padom neto deviznih računa stranih lica (87,3%). Tekući transferi u Q3 učestvuju sa 3,1% u BDP, dok je samo jedan kvartal ranije njihovo učešće u BDP iznosilo 10,8%.

Okvir 1. Korekcije platnog bilansa za Q1 i Q2 2007. godine

Podaci o platnom bilansu za Q1 i Q2 koje objavljujemo u ovom broju razlikuju se od podataka objavljenih u prethodnom broju QM-a. Do tih razlika je došlo zbog korekcija platnobilansnih podataka Narodne banke Srbije. U prošlom broju QM-a smo objavili da je deficit tekućeg računa u Q2 iznosi 13,5% BDP-a, ali prema korigovanim podacima – deficit u Q2 iznosi 11,2% BDP-a. Takođe je došlo do korekcije salda tekućih transfera u Q2, koji su sa 524 miliona evra, kako je prвobitno objavila NBS, korigovani na 776 miliona evra. Najveću korekciju beležе neto devizni računi stranih lica, (sa prвobitno objavljenih 5,6 miliona evra korigovani su na 163 miliona evra). Strane direktnе investicije u Q2 korigovane su u obrnutom smeru: sa 152 su korigovane na -5 miliona evra. Izvesne razlike postoje i kod srednjoročnih i dugoročnih kredita kao i kod stavke "ostali kapitalni prilivi", ali su one manjeg obima. Izvinjavamo se čitaocima zbog pomenutih razlika, koje su u potpunosti posledica korekcija NBS.

Izvoz usporava rast u Q3 (međugodišnji rast od 26,9%), dok uvoz ubrzava (26,3%)

Izvoz robe u Q3 prema podacima NBS² iznosi 1.737 miliona evra (međugodišnji rast od 26,9%), dok je istovremeno uvezeno robe u vrednosti od 3.224 miliona evra (rast od 26,3%), što ukupno, zbog niske pokrivenosti uvoza izvozom (53,8%) – dovodi do rasta spoljnotrgovinskog deficit-a (1.478 miliona evra).

¹ Doprinos trgovinskog bilansa i bilansa tekućih transfera pogoršanju tekućeg računa platnog bilansa računamo kao učešće njihovih apsolutnih promena u apsolutnoj promeni bilansa tekućeg računa.

² U delu teksta koji se bavi analizom platnog bilansa koriste se korigovani podaci za uvoz i izvoz (f.o.b) koje objavljuje NBS i koji se računaju po metodologiji MMF-a („Balance of Payments Manual”, fifth edition, IMF <http://www.imf.org/external/np/sta/bop/BOPman.pdf>). U delu teksta koji se bavi analizom uvoza i izvoza koristimo podatke RZS koji se metodološki razlikuju od podataka NBS. Zbog toga postoji objektivna razlika u prikazanom uvozu i izvozu kao i u stopama rasta.

Zastoju izvozu metala i slabiji izvoz poljoprivrednih proizvoda usporava-ju rast izvoza

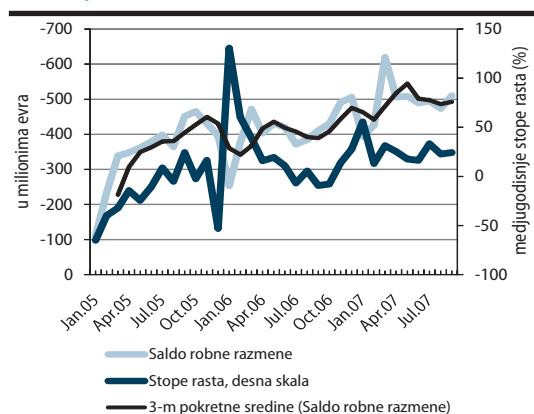
Rast izvoza usporava u Q3, (26,9% u Q3 u odnosu na 29,4% u Q2) prvenstveno zbog zastoja u izvozu metala – zbog remonta proizvodnih kapaciteta – kao i zbog slabijeg izvoza poljoprivrednih proizvoda, koji nastaje kako zbog suše i slabijih ratarskih prinosa, tako i zbog tokom leta uvedenih administrativnih zabrana izvoza osnovnih žitarica. O uzrocima usporavanja rasta izvoza pišemo detaljnije u delu koji analizira spoljnotrgovinske tokove.

Ubrzan rast uvoza izazvan visokom tražnjom, apresijacijom i rastom cene energetika

Na drugoj strani, tražnja za uveznim proizvodima ne jenjava – ne samo da uvoz zadržava isti tempo rasta već beleži ubrzanje međugodišnje stope rasta (rast od 26,6% u Q3 u odnosu na rast od 23,8% u Q2). Visoka domaća tražnja, rast cene energetika na svetskim tržištima kao i značajna nominalna apresijacija dovode do ubrzanog rasta uvoza. Podsetimo da je pre godinu dana, u Q3 2006. uvoz rastao po gotovo dvostruko nižoj stopi (14,1%). Izvoz čini 22,6% BDP-a, a uvoz 41,8% BDP-a, a njihova razlika (deficit trgovinskog bilansa) iznosi petinu bruto domaćeg proizvoda.

Gotovo izjednačene stope rasta uvoza i izvoza u Q3, vode daljem povećanju spoljnotrgovinskog deficit-a, zbog niske pokrivenosti uvoza izvozom (53,8%). Da bi došlo do smanjenja spoljnotrgovinskog deficit-a, izvoz bi trebalo da raste po stopi koja je dvostruko veća od stope rasta uvoza. U 2007, za razliku od 2006, to ni izdaleka nije slučaj, i tokom godine i posebno u Q3 dolazi do rasta spoljnotrgovinskog deficit-a (Grafikon T6-1).

Grafikon T6-1. Srbija: spoljnotrgovinski deficit, 2005–2007



Izvor: NBS

U Q3 uvoz i izvoz usluga beleže približno jednake iznose (560 i 577 miliona evra respektivno) što dovodi do gotovo neutralnog salda usluga u Q3 (17 miliona evra). Na međugodišnjem nivou uvoz i izvoz usluga prikazuju skoro identičan rast (17,8% i 17,5%). Rastu prihoda od usluga u Q3 najviše doprinosi rast saobraćaja (46,3%) i turizma (16,1%), dok investicioni radovi u inostranstvu prikazuju pad (-51,1%). Rastu rashoda usluga najviše doprinose saobraćaj (rast od 52,3%) i turizam (25,9%). Uvoz roba i usluga čine gotovo polovinu vrednosti kvartalnog BDP-a (49,0%), dok izvoz ne dostiže ni trećinu BDP-a (tačnije 30,1%).

Međugodišnji pad tekućih transfera od čak 329 miliona evra...

...determinisan velikim odlivom doznaka ...

...padom neto menjačkih priliva...

...kao i nižim prilivima na devizne račune stranih lica

Suficit kapitalnog računa iznosi 1,7 milijardi evra

Pored spoljne trgovine, na rast deficit-a tekućeg računa u velikoj meri je uticao i pad tekućih transfera, koji dostižu svega 237 miliona evra u Q3, dok su u istom kvartalu prethodne godine iznosili 566 miliona evra. Primetno nizak nivo tekućih transfera u ovom kvartalu je pretežno determinisan velikim odlivom sa deviznih računa građana u julu i avgustu. Upravo u ova dva meseca saldo tekućih transfera je bio izuzetno nizak: 66,8 miliona evra u avgustu i čak negativan (-6 miliona evra) u julu. Prilivi transfera i efektive na devizne račune građana (priliv doznaka) održavaju približno isti nivo iz meseca u mesec od početka 2007. uz blagi porast, dok su odlivi u Q3 drastično veći i dostižu visoke nivoe (naročito u avgustu kada su odlivi iznosili 171 miliona evra). Poredeći sa Q3 prethodne godine uočljiv je rast priliva doznaka od 17,7% i znatno veći rast odliva od 43,8%. Neto devizni računi stranih lica niži su za 87,7%, dok je neto otkup deviza po menjačkim poslovima niži za 28,6% u odnosu na Q3 2006. godine, što dodatno dovodi do pada tekućih transfera i konsekventno do većeg deficit-a tekućeg računa. Od početka godine neto priliv strane efektive kroz menjačke poslove iznosi 811 miliona evra, dok je u prva tri kvartala 2006. iznosio 1.166 miliona evra. Moguće je da je jedan deo tog pada posledica legalizovanja robno-finansijskih tokova sa Crnom Gorom, kao i smanjenja tokova nezvaničnih doznaka.

Kapitalni račun platnog bilansa u Q3 beleži suficit (1.693 miliona evra), što pokriva deficit tekućeg računa i dovodi do rasta deviznih rezervi NBS od 457 miliona evra.

Tabela T6-2. Srbija: platni bilans, 2004–2007¹⁾

	2004	2005	2006	2005			2006			2007			
				Q1	Q2	Q3	Q1	Q2	Q3	Q1	Q2	Q3	
godišnje, u milionima evra												kvarталне вредности, u milionima evra	
TEKUĆE TRANSAKCIJE	-2197	-1805	-2892	-324	-291	-519	-680	-475	-625	-1169	-803	-1311	
Robni bilans	-5311	-4279	-4950	-683	-1089	-1215	-1101	-1256	-1167	-1439	-1504	-1479	
Izvoz robe	2991	4006	5146	813	1011	1019	1039	1243	1380	1391	1589	1746	
Porast (12-m, u %)	14,7	33,9	28,5	54,4	52,6	23,4	27,8	22,9	35,5	33,9	27,9	26,5	
Uvoz robe	-8302	-8285	-10096	-1496	-2100	-2234	-2140	-2498	-2548	-2830	-3093	-3225	
Porast (12-m, u %)	29,4	-0,2	21,9	-13,4	6,6	15,2	43,0	19,0	14,1	32,2	23,8	26,6	
Bilans usluga	155	-5	-49	-25	42	0	-31	4	16	6	-6	17	
Kamate, neto	-172	-260	-314	-59	-83	-56	-58	-97	-81	-98	-107	-137	
Tekući transferi	2728	2471	2240	410	790	686	474	828	566	320	776	237	
Otkup deviza, neto	1592	1631	1447	320	563	445	289	593	284	196	412	203	
Devizni računi stranih lica	568	460	561	37	70	151	183	94	218	111	163	28	
Donacije	403	268	181	33	49	66	36	45	42	42	38	51	
GREŠKE I PROPUSTI	168	-384	-221	-184	109	-130	-31	-32	-83	-158	-44	75	
KAPITALNE TRANSAKCIJE	2377	3863	7353	710	463	1103	1100	1587	2247	1135	1253	1693	
Strane direktnе investicije (SDI)	773	1248	4077	262	240	495	164	574	1671	617	-5	542	
Zaduživanje i ostali prilivi	1604	2615	3276	448	223	608	936	1013	577	518	1258	1151	
Srednjoročni i dugoročni krediti	1221	1820	3140	157	444	387	443	1242	771	511	973	642	
Prevremenata otplata duga i kamata države ²⁾	-1060	0	0	0	0	-189	-188	-145	45	0	
Ostalo ³⁾	383	795	1196	291	-221	220	493	-40	-6	153	240	510	
DEVIZNE RESERVE NBS⁴⁾, neto, (korisćenje: +)	-349	-1675	-4240	-202	-281	-454	-390	-1079	-1539	193	-407	-458	
PRO MEMORIA													
Sopstvene rezerve NBS ⁵⁾	-299	-679	-1666	-51	-219	-185	-92	58	-181	278	-373	-340	
u % BDP-a odgovarajućeg perioda													
Izvoz robe	15,2	19,0	20,7	17,8	19,7	18,5	20,1	20,9	21,0	21,5	22,2	22,6	
Uvoz robe	-42,1	-39,3	-40,6	-32,7	-41,0	-40,5	-41,3	-42,1	-38,8	-43,7	-43,1	-41,8	
Bilans robne razmene	-26,9	-20,3	-19,9	-14,9	-21,2	-22,0	-21,3	-21,2	-17,8	-22,2	-21,0	-19,1	
Bilans tekućih transakcija	-11,1	-8,6	-11,6	-7,1	-5,7	-9,4	-13,1	-8,0	-9,5	-18,1	-11,2	-17,0	
BDP u evrima ⁶⁾	19.723	21.108	24.877	4.578	5.125	5.517	5.180	5.932	6.569	6.469	7.170	7.723	

Izvor: Tabela P-9, u Analitickom prilogu.

1) Originalni podaci u US dolارима konvertovани su u evre na mesečnom nivou po mesečnom proseku zvaničnih dnevnih srednjih kurseva NBS.

2) Uključuje prevenumu otplatu duga i kamata MMF-u i Svetskoj banci.

3) Kratkoročni robni krediti, neplaćen uvoz nafte i gasa, kratkoročni krediti, ostala aktiva i pasiva, bruto rezerve poslovnih banaka.

4) Ne uključuje tranše MMF-a.

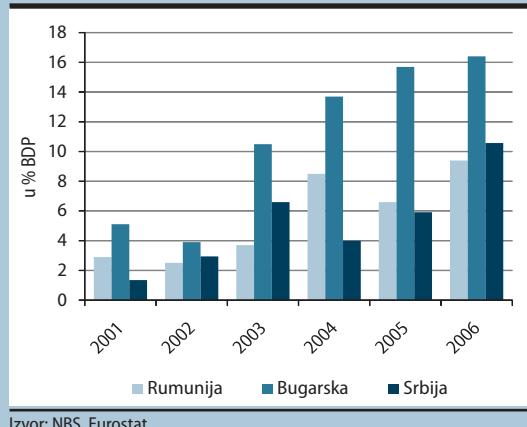
5) Bruto rezerve NBS, bez depozita banaka i države.

6) Konverzija godišnjeg BDP u evru je urađena po prosečnom godišnjem kursu (prosek zvaničnih dnevnih srednjih kurseva NBS); BDP 2007 - Procena FREN-a.

SDI u Q3 su niže u odnosu na prethodnu godinu zbog rekordnih privatizacionih priliva u Q3 2006

Neto SDI prikazane u platnom bilansu kumulativno za jul, avgust i septembar iznose 542 miliona evra, što predstavlja pad od 67,7% u odnosu na Q3 2006. Međutim, SDI u Q3 prethodne godine zabeležile su rekordne nivoje, zbog privatizacije operatera mobilne telefonije (Telenor), kao i privatizacija u bankarskom sektoru, tako da je ovaj pad SDI prividan, posledica efekta baze sa kojom vršimo poređenje. SDI uključuju i portfolio investicije, koje u Q3 iznose 115 miliona evra.

Okvir 2. Strane direktnе investicije u Srbiji i okruženju

Grafikon T-6.3 Srbija: SDI u Srbiji i uporedivim zemljama, 2001–2006

Posmatrajući učešće priliva stranih direktnih investicija u bruto domaćem proizvodu Rumunije, Bugarske i Srbije u periodu 2001–2006. (Grafikon T6-3) – primećuje se da su one znatno niže u Srbiji u odnosu na Bugarsku, i u poređenju sa prilivima SDI u Rumuniji. U Srbiji priliv SDI značajno raste od 2001. godine; u 2006. dostiže čak 10,6% BDP-a. Međutim, struktura priliva stranih direktnih investicija u Srbiji i državama sa kojima je poredimo tokom poslednjih šest godina – bitno se razlikuje. Dok su prilivi u Bugarsku i Rumuniju investicije u nove proizvodne kapacitete i u bankarski sektor, u stvari posledica očekivanog i najavljenog pristupa ove dve zemlje Evropskoj uniji, prilivi u Srbiju predstavljaju prvenstveno privatiza-

cione prilive. Zato se postavlja pitanje, (kako iz perspektive ekonomskog rasta, tako i sa stanovišta platnobilansne ravnoteže): kako će se razvijati priliv SDI nakon završetka privatizacije. Ovo i stoga što iskustva drugih tranzisionih zemalja pokazuju da je priliv SDI značajno korelisan sa izvesnošću ulaska u EU, kao i zato što su SDI važan činilac ekonomskog rasta u tim zemljama. Procenjuje se da je preko 50%¹ rasta centralnoevropskih i baltičkih zemalja u periodu 1994–2003. posledica priliva direktnih stranih investicija.

¹ Marco Neuhaus "Foreign direct investment: The growth engine in Central and Eastern Europe" in EU Monitor, Jun 2006 – Deutsche Bank.

Privatno zaduživanje u inostranstvu nastavlja da raste u Q3

...prvenstveno zbog daljeg zaduživanja privrede

...dok se banke razdužuju

Ulaganje u Srbiju je profitabilno što dovodi do rasta kapitalnog računa

Neto srednjoročno i dugoročno zaduživanje u inostranstvu iznosi 642 miliona evra u Q3. Ono je prvenstveno posledica značajnog porasta srednjoročnog i dugoročnog zaduživanja preduzeća od preko 700 miliona evra. U okviru te stavke država se dodatno zadužila (30,4 miliona evra), dok su se banke razdužile (-113,1 miliona evra). Razduživanje bankarskog sektora jeste posledica kako sve većeg direktnog zaduživanja privrede iz inostranstva, tako i restriktivnih mera monetarne politike NBS, to jest smanjenja propisane pokrivenosti ukupnog kredita stanovništvu kapitalom na 150%, što dovodi do značajne dokapitalizacije, i korišćenja sopstvenih izvora za finansiranje plasmana. Kumulativan porast kratkoročnog zaduživanja u Q3 iznosi 125 miliona evra. Neto kratkoročno zaduživanje banaka u Q3 iznosi 186,1 milion evra. S druge strane, neto kratkoročni dug preduzeća se u Q3 smanjio za 61 milion evra.

Nova devizna štednja dostiže rekordne nivoe u Q3 – 445 miliona evra prikupljene nove devizne štednje građana (međugodišnji rast od 15,0%), što je posledica kako ekonomskog rasta, tako i visokih prinosa na deviznu štednjku kod domaćih banaka.

I pored loših performansi tekućeg bilansa, značajni kapitalni prilivi dovode do daljeg rasta deviznih rezervi NBS od 457 miliona evra. I pored postojećih rizika, čini se da je ulaganje u Srbiju i dalje veoma isplativo, i to objašnjava snažne kapitalne prilive iz inostranstva.

Spoljni dug

Spoljni dug Srbije – 57,5% BDP-a

Tendencija smanjenja javnog duga

Ukupna spoljna zaduženost naše zemlje je u septembru za 0,8 procenata poena veća nego u junu i iznosi 57,5% procenjenog BDP-a (16.691 miliona evra).

Javni spoljni dug ima tendenciju opadanja i sada čini svega 22,2% BDP-a (6.336 miliona evra). Od ukupnog iznosa javnog duga, 6.282 miliona evra ili 99,2% odnosi se na dugoročni javni spoljni dug.

Okvir 3. Spoljni dug Srbije u poređenju sa zemljama regiona

U ovom broju QM-a uporedili smo stanje ukupne zaduženosti Srbije sa zaduženošću ostalih zemalja regiona (Tabela T6-4). Poredili smo dva koeficijenta koja govore o relativnoj zaduženosti zemlje: strani dug u odnosu na BDP, i strani dug u odnosu na izvoz roba i usluga. Prema prvom indikatoru (strani dug/BDP) Srbija je umereno zadužena zemlja, dok drugi indikator (strani dug/izvoz robe i usluga) navodi na zaključak o drastično lošem položaju Srbije u poređenju s navedenim zemljama. Loš koeficijent ukupne spoljne zaduženosti u odnosu na izvoz roba i usluga, pre govori o drastično niskom izvozu Srbije nego o velikom problemu spoljnog zaduživanja. U tom smislu relevantnije je posmatrati prvi indikator – strani dug/BDP. Najmanji ideo stranog duga u bruto domaćem proizvodu beleži Albanija (19,2%), dok se kao najviše zadužena zemlja ističe Mađarska (94%). Albanija i

6. Platni bilans i spoljna trgovina

Rumunija pokazuju veoma nisku spoljnu zaduženost u poređenju sa Srbijom. Bosna i Hercegovina i Makedonija imaju nešto povoljniji odnos stranog duga u odnosu na Srbiju. Mađarska, Bugarska i Hrvatska, pokazuju visoke udele spoljnog duga u BDP-u i zaduženje su od Srbije.

Tabela T6-4. Ukupan spoljni dug u % BDP i izvoza robe i usluga za Srbiju i zemlje regionalne, 2006. godina

	Albanija	Mađarska	Rumunija	Bugarska	Hrvatska	BiH	Makedonija	Srbija*
Strani dug/BDP	19,2	94,0	34,3	82,3	89,7	54,0	40,4	59,8
Strani dug/Izvoz robe i usluga	85,7	121,4	106,1	128,8	170,9	152,6	87,1	218,4

Izvor: EBRD, Trasition report (2007)

*Podaci za Srbiju izvor NBS

Tabela T6-5. Srbija: struktura spoljnog duga, 2004–2007

	2004	2005	2006	2007		
				Mar.	Jun	Sep.
stanje na kraju perioda, u milionima evra						
Ukupan spoljni dug (u % BDP-a)	10.354 53,6	13.064 61,9	14.884 59,8	14.858 56,8	15.689 57,3	16.361 57,2
Javni spoljni dug (u % BDP-a)	7.112 36,1	7.714 36,5	6.420 25,8	6.241 23,9	6.253 22,1	6.210 20,7
Dugoročni od čega MMF	7.039 706	7.630 732	6.363 185	6.185 0	6.197 0	6.157 0
Kratkoročni	73	84	57	56	56	53
Privatni spoljni dug (u % BDP-a)	3.242 16,8	5.350 25,3	8.464 34,0	8.617 32,9	9.436 34,4	10.151 35,5
Dugoročni od čega banke	2.582 687	4.156 1.260	7.263 2.929	7.669 2.906	8.532 2.704	9.152 2.628
od čega privreda	1.895	2.895	4.334	4.763	5.828	6.524
Kratkoročni od čega banke	660 444	1.194 924	1.201 942	948 701	904 808	999 875
od čega privreda	216	271	259	247	96	123
Neto spoljni dug ¹⁾ , (u% BDP-a)	37,5	38,4	23,4	23,1	23,5	23,9

Izvor: NBS.

1) Ukupni spoljni dug umanjen za devizne rezerve NBS.

Privatni spoljni dug, značajno raste, i veći je za gotovo 10% u odnosu na Q2 prvenstveno zbog snažnog zaduživanja privrede u inostranstvu. Stok privatnog zaduživanja u Q3 iznosi 10,3 milijarde evra, (35,5% BDP). Kratkoročno zaduženje iznosi 9,84% privatnog spoljnog duga.

Spoljni dug privrede viši od inostranog duga banaka

Ukupna spoljna zaduženost bankarskog sektora u septembru iznosi 3.584 miliona evra (12,5% BDP-a). Od ukupnog duga banaka 75% predstavlja dugoročni spoljni dug, a ostatak (25%) jeste kratkoročno zaduživanje. Privreda je zadužena u duplo većem iznosu, pa je dug privrede u septembru 2007. godine 6.782 miliona evra (23,7% BDP-a), od čega je 98,2% dugoročno zaduživanje, a mali procenat, svega 1,8%, kratkoročni dug privrede inostranstvu.

Izvoz³

U Q3 izvoz usporava...

U Q3 2007. već drugi kvartal zaredom dolazi do usporavanja rasta robnog izvoza (27,3% prema 31,4% u Q2 i 34,1% u Q1, Tabela T6-6)⁴. To je rezultat usporavanja rasta izvoza gvožđa, čelika i obojenih metala u avgustu, ali i usporavanja izvoza obojenih metala i smanjenja izvoza gvožđa, čelika i žitarica u septembru mesecu. Uzroci ovog usporavanja – remont postrojenja u najvećem srpskom izvozniku (US Steel – Srbija), suša i niži poljoprivredni prinosi, kao i administrativne mere restrikcije izvoza žitarica – jesu, čini se, prolaznog karaktera.

Tabela T6-6. Srbija: izvoz, međugodišnje stope rasta, 2005–2007

Učešće u ukupnom izvozu u 2006.	2007		2005		2006				2007			
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	
	u %	u mil. evra	međugodišnji rast (u %)									
Ukupno	100,0	1.390	1.613	28,5	25,6	38,0	36,7	35,3	28,7	34,5	31,4	27,3
Krupni (dominantni) izvoz	32,8	455	501	21,9	27,6	32,7	13,1	55,0	45,9	36,1	34,3	19,4
Gvožđe i čelik	13,6	213	222	-13,6	5,4	2,2	24,7	92,5	43,4	61,5	29,2	9,7
Obojeni metali	9,6	120	149	76,1	67,7	79,9	53,5	58,8	73,3	11,8	36,2	17,6
Povrće i voće	5,1	57	75	19,2	8,5	88,0	31,9	20,5	26,9	30,3	59,2	29,7
Žitarice i proizvodi	4,5	65	55	130,5	77,1	88,0	31,9	21,2	29,6	26,6	23,2	40,7
Noseći izvoz	67,2	935	1.113	31,6	24,8	23,2	26,2	26,8	21,4	33,8	30,1	31,4
Jezgro	31,9	443	515	38,2	40,4	29,6	24,0	26,8	26,0	30,6	35,3	28,6
Odeća	5,0	76	74	69,9	55,8	8,6	1,4	19,1	28,0	29,8	31,0	28,1
Razni gotovi proizvodi,nigde pomenuti	4,4	51	64	40,5	32,9	34,8	21,8	7,2	4,5	6,0	17,1	34,2
Proizvodi od metala,nigde pomenuti	4,2	60	81	37,1	36,6	24,1	14,7	68,8	50,8	76,7	60,6	33,0
Proizvodi od kaučuka	3,8	55	54	36,2	17,8	24,1	14,7	10,0	17,7	16,2	18,0	4,9
Električne mašine,aparati i uređaji	2,8	42	58	49,6	81,9	19,7	9,5	70,5	56,1	77,6	81,2	66,7
Organski hemijski proizvodi	2,6	43	39	20,0	29,8	61,4	69,6	16,9	36,0	42,8	71,4	46,3
Plastične materije u primarnim oblicima	2,6	30	36	-4,8	14,6	30,2	11,7	35,7	3,8	-7,4	8,2	8,3
Obuća	2,5	35	37	55,0	60,0	45,2	19,4	21,6	22,2	34,9	18,1	10,9
Hartija,karton i proizvodi od celuloze	2,1	27	34	36,2	61,9	20,2	72,1	18,0	22,1	12,3	35,6	23,0
Proizvodi od nemetalnih minerala	2,0	25	37	40,2	70,0	32,5	33,8	34,2	26,0	55,3	32,0	28,1
Ostalo	35,4	492	598	25,8	14,0	13,4	29,4	26,8	17,5	36,8	25,9	34,2

Izvor: RZS.

Uobičajena analiza QM-a podrazumeva dezagregaciju ukupnog izvoza na dva velika segmenta – *krupni izvoz* i *noseći izvoz*. Krupni izvoz uključuje odseke (kategorije) Standarne međunarodne trgovinske klasifikacije (SMTK) čiji je pojedinačni udeo u ukupnom izvozu 2006. godine premašio 4%, a tempo rasta bio značajan. U ovu kategoriju spadaju: gvožđe i čelik, obojeni metali, povrće i voće, i žitarice i proizvodi. Noseći izvoz se sastoji od dve potkategorije – jezgro i ostalo. Kategorija *jezgro* obuhvata odseke čije je pojedinačno učešće u ukupnom izvozu u 2006. bilo veće od 2%, a godišnji rast premašio 15%. Konačno, komponenta *ostalo* obuhvata veoma široku lepezu proizvoda koji nisu svrstani u dve prethodno pomenute grupe.

...prvenstveno zbog usporavanja krupnog izvoza

Krupni izvoz u najvećoj meri dovodi do usporavanja rasta ukupnog izvoza (međugodišnji rast od svega 19,4% u Q3 prema 34,3% u Q2). Dezagregacija podataka na mesečnom nivou pokazuje da je kvartalno usporavanje krupnog izvoza posledica drastičnog uspoređenja u avgustu a potom i negativnog međugodišnjeg rasta u septembru mesecu (respektivne međugodišnje stope rasta od 12,9% i -2,7%). Zbog takve dinamike umanjen je i doprinos ove komponente prirastu ukupnog izvoza sa 33,2% u Q2 na 24,4% u Q3⁵. Analiza strukture krupnog izvoza daje odgovor na pitanje zašto se to desilo.

Drastičan pad stope rasta izvoza gvožđa i čelika u Q3 posledica remonta visoke peći U.S. Steel-a Srbija

Najveći doprinos usporavanju rasta kako ukupnog, tako i krupnog izvoza daje kategorija *gvožđe i čelik* (rast 9,7% u Q3 prema 29,2% u Q2, Tabela T6-6). Drastično usporavanje rasta izvoza tih proizvoda ostvareno je u avgustu mesecu (Tabela T6-7), da bi u septembru, prvi put od februara 2006, bio zabeležen međugodišnji pad izvoza tih proizvoda (5,5%). Nepovoljna dinamika izvoza

³ U ovom delu teksta koristimo podatke o uvozu i izvozu Republičkog zavoda za statistiku. Ti podaci se metodološki razlikuju od podataka NBS korišćenih za analizu platnog bilansa, što dovodi do određenih razlika u odnosu na prvi deo teksta.

⁴ Vremenska serija koja je predmet analize obuhvata i spoljnotrgovinski razmenu sa Crnom Gorom od jula meseca 2005. godine.

⁵ Doprinos prirastu predstavlja učešće povećanja izvoza nekog proizvoda u povećanju ukupnog izvoza. Isto se odnosi i na uvoz.

6. Platni bilans i spoljna trgovina

gvožđa i čelika u ta dva meseca posledica je remonta proizvodnih postrojenja, tačnije, druge visoke peći u U.S. Steel-u Srbija, koji će trajati do kraja ove godine. U međuvremenu proizvodnja će funkcionišati s jednom visokom peći. Ovo je bez bilo kakve sumnje razlog i zašto je proizvodnja osnovnih metala u Q3 smanjena za 7,4% na međugodišnjem nivou. S obzirom na to da će remont trajati do kraja tekuće godine, smatramo da će se u tom periodu nastaviti i nepovoljni trendovi u domenu izvoza gvožđa i čelika.

Tabela T6-7. Srbija: komponente krupnog izvoza i njihove međugodišnje stope rasta, 2006–2007

	2006					2007					2007				
	Maj	Jun	Jul	Avg.	Sept.	Maj	Jun	Jul	Avg.	Sept.	Maj	Jun	Jul	Avg.	Sept.
u mil. evra															12-m rast (u %)
Gvožđe i čelik	65	58	58	67	76	75	78	79	70	72	15,2	33,8	36,0	4,1	-5,5
Obojeni metali	40	39	40	35	42	62	44	55	38	44	54,0	11,2	38,2	9,8	4,6
Povrće i voće	15	20	29	33	29	19	40	41	41	36	27,0	103,7	41,8	22,6	25,8
Žitarice i proizvodi	15	17	15	18	24	17	22	42	24	14	9,4	25,0	173,2	34,3	-40,0

Izvor: RZS.

Izvoz obojenih metala usporio rast

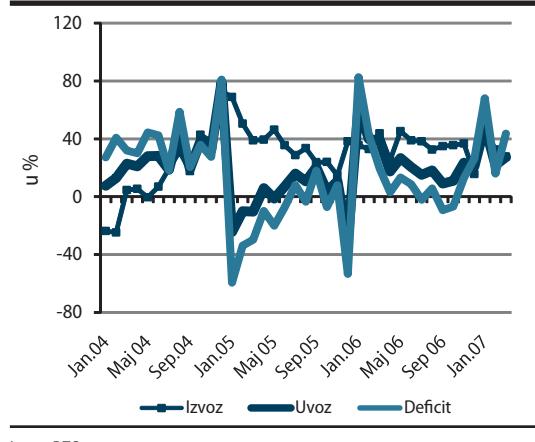
Drugi važan razlog usporavanja ukupnog izvoza jeste negativna dinamika izvoza *obojenih metala*. Naime, izvoz tih proizvoda drastično je usporio rast u avgustu i septembru (Tabela T6-7), što je, čini se, posledica smanjenja tražnje za obojenim metalima na svetskom tržištu, i, moguće je, uticaja sezone godišnjih odmora.

Izvoz voća i povrća nakon visokog junskog izvoza beleži primetno usporjenje

Kada je reč o izvozu *povrća i voća*, uočava se njegovo usporavanje na kvartalnom nivou (29,7% u Q3 prema 59,2% u Q2). Ipak, kvartalna analiza u velikoj meri deformiše sliku o dinamici ove komponente ukupnog izvoza. Dezagregacija kvartalnih podataka na mesečni nivo otkriva

uzrok visoke stope rasta u Q2 2007. Vanredno visok međugodišnji rast u junu mesecu (Tabela T6-7) – prouzrokovani je naglim porastom izvoza povrća i voća u junu u odnosu na maj 2007. godine, dok je u istom periodu 2006. rast bio dosta slabiji. Međutim, rast tog izvoza u julu u odnosu na jun 2007. bio je simboličan, dok je on u istom periodu 2006. bio veoma intenzivan. Slično se ponovilo i u avgustu mesecu, zbog čega je međugodišnja stopa rasta svedena sa 103,7% u junu, preko 41,8% u julu, na 22,6% u avgustu i 25,8% u septembru mesecu. Ako posmatramo četvoromesečni period (jun–septembar) vidimo da je međugodišnja promena izvoza povrća i voća 42,3%, i da, u poslednja dva meseca izvoz ove grupe ipak primetno usporava.

Grafikon T6-8. Srbija: 12-m stope rasta izvoza, uvoza i deficit-a, 2004–2007



Izvor: RZS.

Visok izvoz žitarica u julu i snažan pad u septembru

Kvartalna analiza deformiše sliku o dinamici izvoza *žitarica i proizvoda*. Naime, posmatrajući kvartalne podatke stiče se utisak da ova komponenta izvoza značajno ubrzava (40,7% u Q3 prema 23,2% u Q2). Ukoliko, pak, posmatramo mesečnu dinamiku (Tabela T6-7), vidimo da je drastičan rast ovog izvoza u julu mesecu (42 miliona evra) uzrok ekstremno visoke stope međugodišnjeg rasta. Snažan skok izvoza žitarica u julu dovodi do rasta međugodišnje stope u celom kvartalu, uprkos veoma intenzivnom smanjenju koje je registrovano u septembru (međugodišnji pad od 40,0%). Septembarsko smanjenje direktna je posledica donošenja “Uredbe o privremenom ograničenju izvoza određenih vrsta robe”. Zapravo, nakon izuzetno sušne sezone koja je rezultirala znatno smanjenom poljoprivrednom proizvodnjom, Vlada Republike Srbije je 3. 8. 2007. donela Uredbu kojom se zabranjuje izvoz određenih žitarica. U njoj se eksplicitno kaže da se zbog kritične nestašice bitne robe nastale usled dugotrajne suše i potrebe za otklanjanjem

njenih posledica privremeno zabranjuje izvoz robe u okviru sledećih tarifnih oznaka: 1001 – pšenica i napolica, 1005 – kukuruz, 1201 00 - soja u zrnu, uključujući lomljenu ili drobljenu i 1206 00 – seme suncokreta, uključujući lomljeno ili drobljeno. Na sednici Vlade Republike Srbije održanoj 25.10.2007. godine, doneta je odluka o promeni pomenute uredbe. Promene se sastoje u tome što je zabrana izvoza suncokreta i soje ukinuta, jer su već otkupljene sve količine tih kultura od proizvođača, dok je zabrana izvoza pšenice i kukuruza produžena za još 120 dana. Pored toga, dozvoljen je i izvoz prerađevina od pšenice i kukuruza, kao što su pšenično i kukuruzno brašno i prekrupa.

Noseći izvoz (izvoz iz koga smo isključili krupan izvoz, 67,2% ukupnog izvoza) nastavlja sa stabilnim rastom (31,4% u Q3, 30,4% u Q2). Noseći izvoz, koji predstavlja diversifikovanu strukturu širokog spektra izvoznih grupa, tokom 2007. beleži stope rasta koje premašuju 30%, dok je tokom 2006. prosečna stopa rasta izvoza ove kategorije iznosila oko 25%. Ovakvo kretanje izvoza iz koga su izdvojene najveće izvozne grupe je dobar znak: postoji diversifikacija izvoza, smanjen je rizik, budući da izvoz nije koncentrisan, na mali broj izvoznih proizvoda, i noseći izvoz, suštinski, u 2007 ubrzava rast.

Izvesno usporavanje rasta kategorije jezgro

Što se tiče izvoza proizvoda koji su svrstani u kategoriju *jezgro* – uočava se izvesno usporavanje rasta (28,6% u Q3 prema 35,3% u Q2). Dok je međugodišnji rast izvoza tih dobara u julu i avgustu stabilan i visok (respektivno 32,5% i 30,8%), u septembru se uočava očigledno usporavanje (23,0%) koje je delimično prouzrokovano i lančanim rastom u istom mesecu prethodne godine (visokih 11,4%). Najveći rast u ovoj grupi proizvoda zabeležili su: električne mašine (66,7%), organski hemijski proizvodi (46,3%) i proizvodi od metala (33,0%).

Najveći izvoz i dalje u BiH i Italiji

Izvoz odseka svrstanih u komponentu *ostalo* značajno ubrzava rast (34,2% u Q3 prema 25,9% u Q2), što je uočljivo i na mesečnom nivou u okviru Q3 (respektivni rast od 27,6%, 32,8% i 42,8%).

Geografska struktura izvoza u komparaciji sa prethodnim kvartalom neznatno je izmenjena (Tabela T6-9).⁶ Prva dva mesta i dalje zauzimaju BiH i Italija, s tim što su one u Q3 zamenile mesta. Takođe, na trećoj i četvrtoj poziciji su se rotirale Nemačka i Crna Gora. Konačno, Ruska Federacija je potisla Republiku Makedoniju sa petog mesta. Evropska unija u koju se izvozi 56,4% ukupnog robnog izvoza ostaje najvažniji spoljnotrgovinski partner. Osim toga, treba istaći i činjenicu da je rastu ukupnog izvoza najviše doprineo izvoz u: Crnu Goru (12,1%), Nemačku (11,0%), BiH (9,3%), Sloveniju (6,8%) i Austriju (6,5%).

Tabela T6-9. Srbija: izvoz, struktura po zemljama, 2006–2007

	Q3 2006	Q3 2007	Q3 2006	Q3 2007	Q3 07 / Q3 06
	učešće u %		u mil. evra		u %
EU	55,7	56,4	762	975	27,9
BiH	12,3	11,7	169	202	19,8
Italija	12,3	11,0	169	191	13,0
Nemačka	10,7	10,8	147	186	26,8
Republika Crna Gora	10,3	10,7	141	184	30,7
Ruska Federacija	5,3	5,2	73	91	23,8
Republika Makedonija	4,7	4,9	65	85	31,7
Slovenija	4,0	4,6	55	79	44,6
Austrija	3,1	3,8	42	65	56,1
Hrvatska	4,0	3,7	55	64	15,0
Francuska	3,6	3,2	49	56	13,0
Ostale zemlje	29,5	30,3	404	524	29,8

Izvor: RZS.

⁶ Podaci o ukupnom izvozu i uvozu, dobijeni sabiranjem po zemljama, razlikuju se od mesečnih podataka koje koristimo tokom analize, zbog retroaktivnih korekcija Republičkog zavoda za statistiku.

Uvoz

Ubrzanje rasta uvoza...

Uvoz robe u Q3 ubrzava (međugodišnji rast od 26,9% u Q3 prema 23,0% u Q2-Tabela T6-10). Ubrzanje uvoza uočava se i ukoliko iz njegove strukture eliminišemo energente zbog njihove izražene volatilnosti (31,6% u Q3 prema 29,5% u Q2). Neznatno brži rast izvoza od uvoza implicirao je jedva primetno povećanje procenta pokrivenosti uvoza izvozom sa 51,5% u Q3 2006. na 51,7% u Q3 2007, godine, što je, ipak, najveća kvartalna vrednost od Q1 2003. Ubrzanje rasta ukupnog uvoza rezultat je ubrzanja rasta uvoza kapitalnih dobara, (pre svega motornih vozila, koja spadaju u ovu kategoriju), uvoza energenata i ubrzanja uvoza trajnih potrošnih dobara.

Tabela T6-10. Srbija: uvoz, međugodišnje stope rasta, 2006–2007

	Učešće u uvozu (2007)			2007			2006				2007		
	Q1	Q2	Q3	Q1	Q2	Q3	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3
	u %			u mil. evra			međugodišnji rast (u %)						
Ukupno	100,0	100,0	100,0	2.901	3.183	3.343	44,4	21,7	13,9	18,5	31,0	23,0	26,9
Energija	20,5	15,7	15,7	594	499	526	42,3	43,1	3,6	24,1	14,2	-3,0	6,8
Intermedijarni proizvodi	35,2	38,6	38,5	1.021	1.228	1.286	42,5	14,0	22,5	21,1	34,6	32,6	29,7
Kapitalni proizvodi	23,9	25,8	26,5	693	820	887	54,1	21,4	15,4	13,7	51,1	32,9	41,0
Trajni proizvodi za široku potrošnju	3,5	3,7	3,8	101	116	127	45,2	16,2	1,7	6,0	29,1	34,8	41,8
Netrajni proizvodi za široku potrošnju	13,9	13,8	13,6	403	440	454	45,9	22,1	11,2	19,3	23,3	19,2	18,2
Ostalo	3,1	2,5	1,9	90	79	64	20,0	6,8	-2,9	7,0	24,3	7,0	33,3
Uvoz bez energije	79,5	84,3	84,3	2.307	2.684	2.817	45,0	17,3	16,6	17,3	36,2	29,5	31,6

Izvor: RZS.

Rast uvoza kapitalnih dobara prvenstveno zbog rasta uvoza automobila

Analiza strukture robnog uvoza prema ekonomskoj nameni pokazuje da je najveće ubrzanje rasta zabeleženo u oblasti *kapitalnih dobara* (41,0% u Q3 prema 32,9% u Q2). Međutim, rast uvoza kapitalnih dobara nije posledica značajnog ubrzanja uvoza tehnološke infrastrukture domaće privrede, već je rast uvoza te izvozne grupe gotovo u potpunosti ostvaren zahvaljujući ubrzanju uvoza drumskih vozila (koja pripadaju ovoj kategoriji). Kapitalni proizvodi su u Q3 2007. doprineli povećanju ukupnog uvoza sa 36,4%.

Uvoz energenata ubran zbog rasta cena nafte i pada raspoloživih zaliha

Uvoz *energenata* na međugodišnjem nivou (6,8% u Q3 prema -3,0% u Q2) u najvećoj meri je posledica rasta cene sirove nafte na svetskim berzama i nižim domaćim zalihama. Ipak, posmatrano na mesečnom nivou, dinamika uvoza energenata pokazuje veoma veliku kolebljivost. Da je to tako svedoče i respektivne međugodišnje stope rasta uvoza u julu, avgustu i septembru od 21,6%, -8,4% i 6,0%. Nakon smanjenja uvoza energenata u Q2 2007. i posledične potrošnje zaliha, u julu mesecu je zabeležen značajan porast uvoza ovih proizvoda, koji je obnovio energetske stokove i ostavio manevarski prostor za njegovo smanjenje u avgustu mesecu, da bi već u septembru bilo registrovano ponovno oživljavanje. Smanjenju uvoza energenata u avgustu naročito je doprineo pad uvoza nafte i derivata od 18,9%. Energenti čine 15,7% ukupnog uvoza i doprinose njegovom rastu sa 4,7%.

Rast agregatne tražnje dovodi do rasta uvoza trajnih potrošnih dobara

Ubrzanje rasta uvoza *trajnih potrošnih dobara* (međugodišnji rast od 41,8% u Q3 prema 34,8% u Q2) jeste treći razlog zašto je ubran rast ukupnog uvoza. Ukoliko u obzir uzmemos usporavanje agregatne i domaće tražnje u Q3, ali i postepeno kvartalno ubrzanje rasta uvoza ovih proizvoda u 2007. god. (Tabela T6-10), zaključujemo da je ovo ubrzanje najverovatnije posledica pomerenog efekta rasta agregatne tražnje u Q4 2006, Q1 i Q2 2007. godine Ukoliko u obzir uzmemos i postepeno kvartalno usporavanje rasta uvoza netrajinih potrošnih dobara, dolazimo do nalaza da je porast agregatne tražnje u izvesnoj meri praćen zaokretom u strukturi potrošnje i to od netrajinih ka trajnim potrošnim dobrima. Uvoz trajnih potrošnih dobara, zbog malog učešća od svega 3,8%, neznatno doprinosi rastu ukupnog uvoza (5,3%).

Uvoz netrajinih potrošnih dobara usporava

Uvoz *netrajinih potrošnih dobara* neznatno usporava (18,2% u Q3 prema 19,2% u Q2). Blago usporavanje je uočljivo kako na kvartalnom nivou tokom čitave 2007. godine (Tabela T6-10), tako i na mesečnom nivou u okviru Q3 (respektivne mesečne stope od 24,0%, 19,4% i 12,1%). Za sada ne bismo mogli da zaključimo da će se usporavanje i nastaviti. U prilog ovako opreznog stava ide činjenica da smo usporavanje rasta imali i u prva tri kvartala 2006, nakon čega je došlo

do ubrzanja u Q4 i stabilizacije međugodišnje stope rasta na oko 20%. Takođe, posmatrano u okviru kvartala, usporavanje je bilo zabeleženo i u Q4 2006, ali je već u Q1 2007. ostvaren zaokret. Netrajna potrošna dobra doprinose rastu ukupnog uvoza sa 9,8%.

Konstantan rast uvoza intermedijarnih dobara

Konačno, uvoz *intermedijarnih dobara* nastavlja sa dosadašnjim rastom uz minimalno usporavanje (29,7% u Q3 prema 32,6% u Q2) koje je u vezi sa usporavanjem rasta nepoljoprivredne BDV i ukupne industrijske proizvodnje. Ovo usporavanje je, prema našem mišljenju, posledica usporavanja rasta agregatne i domaće tražnje, kao i smanjenja proizvodnje i izvoza osnovnih metala. Postepeno usporavanje uočljivo je tokom čitave 2007. godine (Tabela T6-10). Tempo rasta uvoza intermedijarnih dobara u prva tri kvartala tekuće godine veći je od onog u istom periodu 2006. Naglo ubrzanje privredne aktivnosti u Q1 2007. uticalo je na značajno ubrzanje uvoza intermedijarnih dobara, dok je usporavanje ekonomskog rasta u Q3 uticalo na blago usporavanje rasta tih dobara. Smatramo da će i ubuduće tempo rasta uvoza intermedijarnih dobara biti determinisan dinamikom privrednog rasta, zbog visoke uvozne zavisnosti domaće privrede. Ova komponenta ukupnog uvoza, zbog visokog učešća (38,5%), najviše doprinosi povećanju ukupnog uvoza (41,5%).

Nema bitnijih promena geografske strukture uvoza

Što se tiče geografske strukture uvoza (Tabela T6-11), u Q3 2007. nema bitnijih promena. Naime, od 2004. godine kao najznačajniji spoljnotrgovinski partneri izdvajaju se: Ruska Federacija, Nemačka, Italija i Kina. Iz tih zemalja potiče 38,3% ukupnog robnog uvoza. Osim toga, uočljivo je i veoma oštro međugodišnje povećanje uvoza iz Kine, što ukazuje na ekspanziju spoljnotrgovinskog deficit-a u razmeni sa tom zemljom. To je ujedno i razlog zašto je trgovina sa Kinom najviše doprinela rastu ukupnog uvoza i to sa 14,7%. Evropska unija, iz koje se uvozi gotovo 57% ukupnog robnog uvoza, ostaje najvažniji snabdevač srpske privrede.

Tabela T6-11. Srbija: uvoz, struktura po zemljama, 2006–2007

	Q3 2006	Q3 2007	Q3 2006	Q3 2007	Q3 07 /Q3 06
	učešće u %		u mil. evra		u %
EU	56,4	56,8	1.489	1.901	27,7
Ruska Federacija	15,6	12,9	413	431	4,6
Nemačka	10,0	9,8	264	328	24,1
Italija	8,2	7,8	216	262	21,8
Kina	5,9	7,8	157	261	66,5
BiH	2,8	3,2	73	107	46,5
Bugarska	3,6	2,9	94	96	2,7
Hrvatska	2,5	2,5	67	83	23,6
Mađarska	2,4	2,5	63	83	30,1
Slovenija	2,4	2,2	62	74	18,9
Francuska	2,4	2,1	62	70	12,9
Ostale zemlje	44,3	46,4	1.170	1.553	32,8

Izvor: RZS.

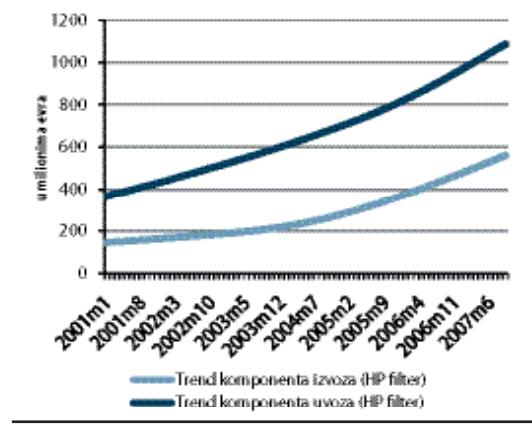
Ekonometrijske prognoze ukazuju na deficit od 6,5 milijarde evra do kraja godine

Razmatranje spoljnotrgovinske razmene Srbije proširili smo ovog puta analizom trenda uvoza i izvoza u vremenskom periodu januar 2001–jul 2007. godine.⁷ Ova procena, bazirana na ekonometrijskoj analizi u kojoj izdvajamo trend komponentu jasno prikazuje lom i promenu nagiba linije trenda izvoza početkom 2004. godine i približno konstantan rast uvoza (Grafikon T6-12). Značajno veći nagib u trendu izvoza koji započinje početkom 2004. ukazuje na ubrzan rast izvoza, koji traje do danas. Ako izvršimo ekstrapolaciju trenda rasta izvoza možemo da očekujemo da bi njegova vrednost do kraja 2007. mogla da bude oko 6,5 milijardi evra. Ovu procenu ipak treba uzeti s rezervom, s obzirom na veoma izraženu volatilnost dinamike izvoza, koja je prilikom ekstrapolacije zanemarena (međugodišnja stopa rasta izvoza se u periodu od septembra 2004. do septembra 2007. kretala od minimalnih 25,1% do maksimalnih 31,7%). Trend rasta uvoza, kao što se može uočiti na grafikonu, gotovo je linearan, uz blago ubrzanje od sredine 2004. Ekonometrijsko ocenjivanje jednačina izvoza, uvoza i njihova ekstrapolacija

⁷ Trend komponenta je izolovana za vremenski period januar 2001–septembar 2007. primenom HP filtera.

6. Platni bilans i spoljna trgovina

Grafikon T6-12. Srbija: trend komponenta vremenske serije robnog izvoza i uvoza, 2001–2007



Izvor: RZS.

pokazuju da bi njihove ovogodišnje vrednosti mogле respektivno da iznose oko 6,5 i 13 milijardi evra, što implicira spoljnotrgovinski deficit od približno 6,5 milijardi evra.

Zbog relativno niske pokrivenosti uvoza izvozom, trenutni odnos stopa rasta uvoza i izvoza ni izbliza nije dovoljan da se obezbedi smanjenje spoljnotrgovinske neravnoteže. Na ovo ukazuju i nagibi trend-komponenti ove dve vremenske serije (Grafikon T6-12).

7. Fiskalni tokovi i politika

Kao što je bilo i očekivano, tokom Q3 tekuće godine povećana je ekspanzivnost fiskalne politike. U Q3 konsolidovani javni prihodi veći su za oko 8% realno, dok su konsolidovani javni rashodi veći za 15% realno u odnosu na isti period prethodne godine. Međugodišnja realna stopa rasta konsolidovanih javnih prihoda u Q3 ista je kao i u prethodnom, dok je međugodišnja stopa rasta konsolidovanih javnih rashoda znatno ubrzana. Deficit u konsolidovanom bilansu, definisan sa stanovišta likvidnosnog uticaja države na agregatnu tražnju, iznosio je 12 milijardi dinara. Stepen ekspanzivnosti fiskalne politike u Q3 bio je manji nego što proizilazi iz usvojenog budžeta i fiskalne politike za 2007. godinu – kao što je i najavljivano u prethodnom broju QM-a. U skladu s tim procenjuje se da će ovako definisan fiskalni deficit na nivou cele 2007. godine iznositi oko 1% BDP-a. Predloženi budžet i ukupna fiskalna politika za 2008. predstavljaju korak u pravcu smanjenja javne potrošnje u odnosu na BDP, ali manji nego što je to najavljivano i što je potrebno pri aktuelnim makroekonomskim neravnotežama.

Opšte tendencije i makroekonomske implikacije

Prihodi stabilno rastu...

Konsolidovani javni prihodi u Srbiji u Q3 2007. godine veći su za 15% nominalno, odnosno za 8% realno u odnosu na isti kvartal prethodne godine. Realna međugodišnja stopa rasta konsolidovanih javnih prihoda već je drugi kvartal zaredom na nivou od oko 8%, što je verovatno nešto malo iznad rasta realnog BDP u navedenom periodu. Poreski prihodi u Q3 2007. rasli su nešto sporije nego ukupni javni prihodi. Pri interpretaciji stopa rasta konsolidovanih poreskih prihoda, u 2007. godini u odnosu na 2006, neophodno je imati u vidu da su poreske stope u ovoj godini znatno niže nego u prethodnoj. Najznačajnije smanjenje ostvareno je kod fiskalnog opterećanja zarada (smanjenje ukupnog opterećanja sa 73% na oko 62%), a potom kod poreza na prenos apsolutnih prava (smanjenje stope sa 5% na 2,5% u drugoj polovini 2007. godine) i u manjoj meri kod PDV (smanjenje stope za neke grupe proizvoda).

...rashodi se ubrzavaju...

Tokom Q3 2007. godine značajno je ubrzan rast konsolidovanih javnih rashoda. Konsolidovani javni rashodi u Q3 2007. veći su za 15,3% realno u odnosu na isti period prethodne godine, dok rast u odnosu na prethodni kvartal iznosi 12%. Ubrzanje rasta javnih rashoda u Q3 najvećim delom jeste posledica realizacije ugovorenih (projekti NIP-a i dr.) i zakonskih obaveza (transferi Vojvodini i lokalnim zajednicama i dr.) koje su nastale pre formiranja aktuelne Vlade, ali i realizacije predizbornih obećanja stranaka vladajuće koalicije (subvencije za poljoprivredu i dr.). Povećanje javne potrošnje u Q3 manjim delom jeste posledica isplate odloženih javnih rashoda iz perioda privremenog finansiranja, uključujući i isplatu kumuliranih docnji.

...deficit raste

Konsolidovani deficit, posmatran prema najširoj definiciji, u Q3 dostigao je iznos od 12 milijardi dinara, što iznosi oko 2% BDP ostvarenog u istom kvartalu. Ovo predstavlja povećanje u odnosu na prvu polovinu 2007. kada je konsolidovani bilans bio u blagom suficitu. Ovako procenjeni deficit predstavlja gornju granicu likvidnosnog uticaja države na domaću tražnju. Prema metodologiji MMF-a – deficit u Q3 bio je nešto manji i iznosio je 5,6 milijardi dinara, odnosno nešto ispod 1% procenjenog BDP u Q3.

Ekspanzivnost fiskalne politike raste, ali sporije nego što je planirano

Na osnovu prethodnih procena može se zaključiti da je fiskalna politika u Q3 ostvarila određeni uticaj na povećanje agregatne tražnje. Veličina tog uticaja je verovatno između deficit-a koji odgovara analitičkoj definiciji FREN-a (2% BDP u Q3) i deficit-a koji odgovara definiciji MMF-a (1% BDP u Q3)¹. Zbog postojanja vremenskog pomaka između promene fiskalnih i makroekonomskih varijabli, procenjuje se da povećanje ekspanzivnosti fiskalne politike nije značajno uticalo na kretanje inflacije i spoljnotrgovinskog deficit-a u Q3 2007. godine.

¹ Za detaljnije obrazloženje metodoloških razlika videti Okvir 2.

7. Fiskalni tokovi i politika

Tabela T7-1. Srbija: konsolidovani bilans sektora države¹⁾, 2005–2007

	2005		2006				2007			
	Q3	Q1-Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1-Q4	Q1	Q2	Q3
u milijardama dinara										
I UKUPNI PRIHODI	176,9	701,6	175,4	201,6	207,5	240,6	825,0	215,1	228,1	238,7
II UKUPNI RASHODI	-167,2	-667,8	-174,9	-185,3	-197,6	-255,4	-813,2	-203,0	-211,2	-242,6
III OTPLATE STARIH DUGOVA I BUDŽETSKI KREDITI od čega III.3. Budžetski krediti, neto ²⁾	-8,9	-36,6	-4,4	-17,1	-10,1	-17,5	-49,1	-14,1	-14,6	-8,1
IVa KONSOLIDOVANI BILANS (I+II), definicija MFin ³⁾	9,8	33,8	0,4	16,3	9,9	-14,8	11,8	12,1	16,9	-3,9
IVc ANALITIČKI BILANS (I+II+III), definicija FREN ³⁾	0,8	-2,9	-3,9	-0,8	-0,2	-32,3	-37,3	-2,0	2,4	-12,0
V FINANSIRANJE (definicija FREN) ⁴⁾	11,9	27,7	8,5	1,4	103,2	8,7	121,7	24,9	8,0	-0,3
VI PROMENA STANJA NA RAČUNU (IVc+V)	12,7	24,8	4,5	0,5	103,0	-23,7	84,4	22,9	10,4	-12,3
PRO MEMORIJA										
Promena neto pozicije države u bankarskom sistemu (NBS)	..	16,0	10,5	6,6	90,1	-31,9	107,2	36,7	25,2	6,1
Potraživanja privrede po osnovu PDV (procena FREN) ⁵⁾	3,5	17,1	-1,6	2,1	-1,7	1,9	0,7	1,4	2,7	1,0
Prihodi od licence ⁴⁾	27,0	..	27,0	25,5	0,0	0,0

Izvor: Tabela P-9 u Analitičkom prilogu.

1) Sektor države (general government) - svи nivoi vlasti (republika, pokrajina, opštine) i njihovi budžetski korisnici i organizacije obaveznog socijalnog osiguranja (PIO fondovi, Republički zavod za zdravstveno osiguranje, Nacionalna služba za zapošljavanje). Ne uključuje javna preduzeća i NBS.

2) Stavka odgovara pojmu "Izdaci za nabavku finansijske imovine" u BfJ, odnosno stavci "net lending" u prezentaciji MMF. Reč je o kreditima studentima, finansiranju Nacionalne korporacije za osiguranje stambenih kredita i sl.

3) IVa Konsolidovani bilans (cash surplus/deficit po GFS 2001) predstavlja razliku između tekućih prihoda i primanja od prodaje nefinansijske imovine (tj. kapitalnih prihoda) i tekućih rashoda i izdataka za nabavku nefinansijske imovine (tj. kapitalnih rashoda). IVc Analitički bilans prema FREN definiciji na rashodnoj strani uključuje i otplate starih (domaćih) dugova, konkretno otplatu stare devizne štednje, zajma za prepord Srbije, duga penzionerima, itd. Ovako definisan rezultant meri likvidnosni efekat koji transakcije države imaju na privredu. Videti metodološku diskusiju u Okviru 1 u Kvartalnom monitoru br.3 za detalje.

4) S obzirom na jednokratni karakter prihoda od licence za mobilnu telefoniju ovaj prihod smo tretirali kao finansiranje, za razliku od MFin koji ga tretira kao neporeski prihod.

5) Procena FREN-a na osnovu nezvanične informacije o kretanju poreskih kredita koje potražuje privreda od države i na osnovu analize tokova povraćaja PDV prikazanih u BfJ.

Napomene: Za detalje videti Tabelu P-6 u Analitičkom prilogu.

Analiza pojedinačnih poreskih oblika i pojedinačnih pozicija rashoda

Prihodi rastu u skladu sa planovima

Rast konsolidovanih javnih prihoda u Q3 bio bi nešto veći da nije bilo nepovoljnog kalendarskog efekta², usled koga su prihodi u septembru bili manji za oko 4–5 milijardi dinara, što je uticalo na smanjenje stope rasta prihoda u Q3 u odnosu na isti period prethodne godine za oko 2 procentna poena.

Porezi na dohodak i dalje predstavljaju jedini važan poreski oblik koji ostvaruje negativnu realnu stopu rasta. U Q3 2007. prihodi od poreza na dohodak bili su za 6,7% niži nego u istom kvartalu prethodne godine. Međugodišnja stopa pada ovog prihoda u Q3 manja je nego u Q2 i Q1 2007. godine, što ukazuje na postojanje tendencije smanjenja međugodišnjih stopa pada prihoda od ovog poreskog oblika. Pokretač ove tendencije je visok rast zarada tokom 2007. godine. S obzirom na to da se očekuje rast zarada do kraja 2007., smanjivanje međugodišnje stope pada prihoda od poreza na dohodak će biti nastavljeno i tokom Q4 tekuće godine.

Tokom Q3 2007. godine nastavljen je visok rast prihoda od poreza na dobit u odnosu na isti period prethodne godine. Realni nivo prihoda od poreza na dobit u Q3 2007. bio je za 25% veći nego u istom kvartalu prethodne godine. Relativno dobri finansijski rezultati privrede u 2006. godini, koji su verovatno nastavljeni i u tekućoj godini – jesu glavni činilac rasta prihoda od poreza na dobit. Nizak nivo poreske stope predstavlja snažan podsticaj protiv utaje ovog poreza.

Realni nivo prihoda od PDV u Q3 porastao je za 10,1% u odnosu na isti period prethodne godine, čime je ostvaren rast u odnosu na međugodišnju stopu rasta u Q2. Rast prihoda od PDV iznad procenjenog rasta BDP, tokom Q3, ukazuje na ubrzanje međugodišnjeg rasta domaće tražnje. Kretanja u spoljnotrgovinskom bilansu, koja su obrađena u odeljku 6. "Platni bilans i spoljna trgovina," takođe ukazuju na određeno ubrzanje domaće tražnje u odnosu na kretanje BDP.

Prihodi od akciza u Q3 ostvarili su nešto veću stopu rasta u odnosu na iznenađujuće usporavanje tokom Q2. Prihodi od akciza su u Q3 bili za 6,3% viši nego u istom kvartalu prethodne godine.

2 Broj radnih dana u septembru iznosio je samo 20 što je manje od uobičajenih 21–23 radna dana. Osim toga poslednja dva dana u ovom mesecu, koji je karakterističan po visokoj naplati javnih prihoda (akcize, porezi i doprinosi na plate), bili su dani vikenda. Usled toga deo javnih prihoda iz septembra 2007. godine je naplaćen u narednom mesecu. Previđanje ovog kalendarskog efekta verovatno je razlog što su neki analitičari (MAT br. 9. septembar 2007, str. 8.), nakon objave septembarskih fiskalnih podataka, zaključili kako su u Zakonu o budžetu za 2007. godinu precenjeni prihodi.

Ukoliko bi se ostvareni prihodi povećali za iznos prenetih prihoda u Q4, usled kalendarskog efekta, u iznosu od 2,5 milijardi dinara (tj. za oko 10%), realni rast prihoda od akciza u Q3 bi u odnosu na isti period prethodne godine iznosio oko 17%.

Prihodi od doprinosa u Q3 nastavili su stabilan rast iz prethodnih kvartala ove godine. Realni nivo prihoda u Q3 bio je veći za 1,7% u odnosu na Q2 tekuće godine. Usporavanje međugodišnje stope rasta realnog nivoa prihoda od doprinosa u celini jeste posledica izuzetno visokog skoka ovih prihoda u Q3 prethodne godine.

Međugodišnja stopa rasta *prihoda od carina* i dalje ispoljava visoku varijabilnost po kvartalima. Prihodi od carina u Q3 u odnosu na isti kvartal prethodne godine veći su za čak 38,7%, što je višestruko povećanje u odnosu na međugodišnju stopu rasta u prethodnom kvartalu. Posmatrano po kvartalima međugodišnje stope rasta prihoda od carina ne ispoljavaju visoko slaganje sa međugodišnjim stopama rasta uvoza. Međutim, kada se posmatraju prva tri kvartala ove godine u odnosu na isti period prethodne – rast prihoda od carina iznosi 19%, što je vrlo blisko međugodišnjoj stopi rasta uvoza korigovanoj za stopu apresijacije nominalnog kursa dinara.

Ostali poreski prihodi u Q3 2007. godine manji su za 6,4% u odnosu na isti period prethodne godine, odnosno za 7,7% u odnosu na Q2 tekuće godine. Ocenjuje se da je na pad realnog nivoa prihoda od tog poreskog oblika uticalo značajno kašnjenje Poreske uprave u dostavljanju rešenja o iznosu obaveza po osnovu poreza na imovinu u 2007. godini.

Neporeski prihodi (administrativne, sudske i konzularne takse, prodaja dobara i usluga, te prodaja nepokretnosti u državnoj svojini) – ostvaruju visok realni rast u odnosu na isti period prethodne godine, 20,1%, kao i u odnosu na Q2 2007. godine, 22%. Rastu neporeskih prihoda u Q3 najviše je doprinoe rast prihoda od prodaje nepokretnosti u državnoj svojini.

Nakon značajnog usporavanja u Q2, *kapitalni prihodi* prelaze na negativne stope rasta u Q3 2007. godine. Negativne i relativno visoke stope rasta ostvarene su kako u odnosu na isti period prethodne godine, tako i u odnosu na prethodni kvartal tekuće godine.

Ubrzava se rast rashoda, ali sporije od planova države Većina važnijih pozicija *javnih rashoda* ostvarila je značajan porast u Q3 u odnosu na Q2 tekuće godine. Najveći porast ostvaren je kod diskrecionih pozicija čiji nivo nije određen zakonima kao što su: subvencije, kapitalni rashodi i ostali rashodi. Značajan porast tih pozicija povezan je s istekom perioda privremenog finansiranja, u kome su prednost imale zakonom propisane obaveze, dok je realizacija rashoda o kojima se donose diskrecione odluke odlagana.

Rashodi za zaposlene u Q3 veći su za 15,4% realno u odnosu na isti period prethodne godine, što znatno prevazilazi rast realnog BDP. Međutim, u odnosu na prethodni kvartal tekuće godine, rashodi za zaposlene su ostali približno nepromjenjeni. Iz prethodnog sledi da je viši nivo troškova rada u Q3, u odnosu na isti kvartal prethodne godine, posledica povećanja plata krajem 2006. godine, i u manjoj meri rasta plata u aprilu 2007. godine, dok u periodu od aprila do septembra 2007. godine nije bilo značajnijeg povećanja plata u državnom sektoru.

Rashodi za kupovinu roba i usluga u Q3 veći su za 14,7% realno u odnosu na Q3 2006. godine. Rast u odnosu na prethodni kvartal 2007. godine iznosi 11,2%, što ukazuje na izvesno usporenenje rasta (rast u Q2, u odnosu na Q1 iznosio je 18,3%).

Javne investicije i subvencije predvode rast javnih rashoda *Rashodi za subvencije* su u Q3 značajno realno povećani, čime je preokrenut opadajući trend iz prva dva kvartala 2007. godine. Posmatrano u apsolutnim iznosima, rashodi za subvencije su u Q3 dostigli iznos od blizu 18 milijardi dinara, što je nešto manje od zbiru subvencija tokom prva dva kvartala 2007. godine.

Rashodi za penzije u Q3 tekuće godine realno su veći za 4,1% u odnosu na isti period prethodne godine. Rast rashoda za penzije u navedenom periodu sporiji je od rasta BDP, usled čega je smanjeno njihovo učešće u BDP. Sporiji rast rashoda za penzije od rasta BDP posledica je primene važeće formule za indeksaciju, prema kojoj se rast penzija u 2007. godini obračunava kao ponderisani prosek rasta troškova života (75%) i zarada (25%). Primena navedene formule, u uslovima izrazito visokog rasta zarada, uticala je i na smanjenje odnosa prosečne penzije i

7. Fiskalni tokovi i politika

prosečne plate na 52,7% u septembru 2007. godine. Međutim, ova ušteda se neće preneti na 2008. godinu, zbog toga što će usled primene Zakona o izmenama i dopunama Zakona o penzijskom i invalidskom osiguranju („Službeni glasnik RS”, broj 85/05) penzije od prvog januara 2008. godine biti povećane tako da dostignu 60% prosečne zarade u 2007. godini.

Snažan rast *kapitalnih rashoda* koji je započet realizacijom NIP-a, krajem 2006. godine, nakon privremenog usporavanja tokom prve polovine godine, ponovo je ubrzan tokom Q3 2007. godine. Ubrzanje rasta kapitalnih rashoda u Q3 najvećim delom jeste posledica prelaska sa režima privremenog finansiranja budžeta na redovno finansiranje, što je omogućilo ubrzanje realizacije započetih projekata. Povoljni uslovi za realizaciju građevinskih aktivnosti tokom Q3 predstavljali su dobru okolnost za rast javnih investicija. Deo povećanja rashoda za javne investicije u Q3 posledica je izmirenja ranije nastalih obaveza, a koje usled privremenog finansiranja nisu mogle biti izmirene.

Tabela T7-2. Srbija: konsolidovani bilans sektora države¹⁾, 2005–2007

	2006				2007				Međugodišnji				U odnosu na preth. kvartal			
	Q3		Q1-Q4		Q1		Q2		Q3		2006		2007		2007	
											Q3	Q1-Q4	Q1	Q2	Q3	Q1-Q3	Q3 / Q2
u milijardama dinara															realni rast (u %)	
I UKUPNI PRIHODI	207,5	825,0	215,1	228,1	238,7	4,4	4,7	15,9	8,0	8,0	10,4	2,1				
od čega: Javni prihodi bez PDV obaveza prema privredi i kompenzacija sa FZR ^{2),3)}	205,3	815,0	213,7	225,3	237,6	5,7	6,8	14,2	7,8	8,7	10,1	2,9				
1. Tekući prihodi	204,9	814,8	211,9	225,4	236,2	4,2	4,6	15,5	8,0	8,2	10,4	2,2				
Poreski prihodi	188,5	751,3	194,9	208,8	215,3	3,2	4,6	15,5	7,7	7,2	9,9	0,6				
Porez na dohodak	29,2	118,6	24,9	28,2	29,1	8,1	11,9	-8,9	-8,0	-6,7	-7,8	0,6				
Porez na dobit	3,5	18,3	11,7	5,6	4,6	67,3	58,0	39,2	82,4	25,0	44,5	-19,5				
PDV	57,0	225,1	60,5	65,0	66,9	-6,8	-7,3	23,4	7,2	10,1	13,0	0,3				
od čega: Neto PDV ²⁾	58,7	224,6	59,1	62,2	65,8	2,6	0,3	16,5	6,6	5,3	9,1	3,1				
Akcize	21,7	81,6	19,1	22,8	24,5	-2,2	1,8	23,1	3,2	6,3	9,6	4,9				
Carine	9,9	45,3	12,0	13,9	14,6	-15,6	3,7	18,1	4,4	38,7	19,0	2,3				
Doprinosi	59,4	232,2	58,8	65,0	67,8	13,9	12,3	14,5	14,8	7,1	11,9	1,7				
od čega: Doprinosi bez kompenzacija sa FZR ³⁾	55,5	222,7	58,7	64,9	67,8	8,1	11,0	14,6	14,6	14,7	14,7	1,9				
Ostali poreski prihodi	7,9	30,1	7,9	8,3	7,9	21,7	11,0	14,4	10,0	-6,4	5,5	-7,7				
Neporeski prihodi	16,3	63,5	17,0	16,7	20,9	17,8	4,1	15,7	12,4	20,1	16,3	22,0				
2. Kapitalni prihodi	2,6	10,3	3,2	2,6	2,5	16,9	15,7	48,2	10,6	-12,1	13,6	-8,8				
II UKUPNI RASHODI	-197,6	-813,2	-203,0	-211,2	-242,6	5,2	8,3	9,7	8,8	15,3	11,3	12,0				
1. Tekući rashodi	-184,4	-749,3	-187,5	-196,1	-221,8	3,0	5,0	5,7	7,3	12,9	8,7	10,3				
Rashodi za zaposlene	-47,1	-198,6	-51,9	-56,2	-57,9	1,1	6,2	6,5	17,3	15,4	13,0	0,4				
Rashodi za zaposlene bez otpremnine ⁴⁾	-47,1	-196,3	-51,9	-56,2	-57,9	1,1	6,2	8,7	17,3	15,4	14,6	0,4				
Kupovina roba i usluga	-29,0	-114,1	-25,6	-31,1	-35,5	11,4	10,3	8,3	17,6	14,7	13,8	11,2				
Otplata kamata	-8,8	-28,9	-5,7	-3,1	-4,2	37,6	5,0	-5,6	-39,3	-55,5	-36,3	30,7				
Subvencije	-13,6	-54,4	-9,3	-10,4	-17,8	-13,7	-11,2	-13,3	-21,8	22,8	-3,0	66,9				
Socijalni transferi	-81,7	-335,8	-91,1	-91,8	-101,8	2,8	6,1	7,8	7,9	16,9	10,8	8,2				
od čega: penzije ⁵⁾	-58,5	-227,7	-62,0	-63,3	-64,9	10,9	8,8	11,0	8,5	4,1	7,8	0,0				
Ostali tekući rashodi	-4,1	-17,4	-3,9	-3,4	-4,6	-13,0	-2,0	4,5	-27,9	6,4	-6,9	31,2				
2. Kapitalni rashodi ⁶⁾	-13,2	-63,9	-15,5	-15,1	-20,8	49,8	71,8	100,2	32,8	48,2	55,4	34,5				
III OTPLATE STARIH DUGOVA I BUDŽETSKI KREDITI	-10,1	-49,1	-14,1	-14,6	-8,1	0,7	18,6	206,4	-18,9	-24,8	11,4	-45,7				
1. Otplata duga - SDŠ i ZZP	-4,8	-21,8	-4,6	-13,3	-6,5	-16,1	-13,2	345,9	-13,1	26,8	14,1	-52,8				
2. Penzije	-4,0	-20,3	-8,9	0,0	0,0	139,8	85,5	431,7	-100,0	-100,0	20,1	-100,0				
3. Budžetski krediti, neto ⁷⁾	-1,3	-7,1	-0,6	-1,2	-1,7	-50,0	30,8	-70,1	41,8	15,8	-18,5	30,9				

Izvor: Tabela P-9 u Analitičkom prilogu.

1) Videti fuznotu 1) u Tabeli T7-1.

2) Porez na promet/PDV umanjen za nove poreske kredite privrede.

3) Doprinosi umanjeni za kompenzacije između PIO fonda, Fonda za Razvoj i preduzeća dužnika PIO fondu.

4) Procena FREN. Videti tabelu P-9 u Analitičkom prilogu za objašnjenje.

5) Odnosi se samo na izdatke za tekuće penzije.

6) Kapitalni rashodi ne sadrže projekte finasirane iz inostranih izvora.

7) Stavka odgovara pojmu "Izdaci za nabavku finansijske imovine" u BJF, odnosno stavci "net lending" u prezentaciji MMF. Reč je o kreditima studentima, finansiranju Nacionalne korporacije za osiguranje stambenih kredita i sl.

Napomena: Realni rast dobijen je primenom prosečnog baznog indeksa cena na malo (baza decembar 2003) na kvartalne podatke.

Tabela T7-3. Srbija: pozicija države kod bankarskog sektora, 2005–2007

	2005				2006				2007		
	Mar.	Jun	Sep.	Dec.	Mar.	Jun	Sep.	Dec.	Mar.	Jun	Sep.
stanja, u milijardama dinara											
Ukupno	-25,8	-22,0	-32,8	-43,1	-53,7	-60,4	-150,5	-119,0	-155,3	-180,4	-174,4
Republike i državna zajednica	-6,9	-1,6	-10,2	-27,8	-31,1	-34,0	-124,2	-100,5	-128,9	-149,1	-144,4
Lokalna samouprava	-19,0	-20,4	-22,6	-15,3	-22,6	-26,4	-26,3	-18,5	-26,4	-31,3	-30,0
kumulativi od početka godine, u milijardama dinara											
Ukupno	-18,7	-14,9	-25,7	-36,0	-10,6	-17,3	-107,4	-75,9	-36,7	-61,8	-55,8
Republike i državna zajednica	-12,8	-7,6	-16,2	-33,8	-3,3	-6,1	-96,3	-72,7	-28,8	-49,0	-44,3
Dinarska pozicija	-7,3	-10,1	-16,8	-27,9	-3,1	-16,3	-13,1	-12,0	-27,0	-53,5	-47,6
Devizna pozicija	-5,5	2,6	0,6	-5,9	-0,2	10,2	-83,2	-84,7	-1,8	4,5	3,3
Lokalna samouprava	-5,9	-7,3	-9,5	-2,2	-7,3	-11,1	-11,0	-3,2	-7,8	-12,8	-11,5
NBS	-5,3	-3,2	-5,0	-0,8	-6,1	-5,1	-5,5	-3,5	-6,8	-13,5	-11,9
Poslovne banke	-0,6	-4,1	-4,5	-1,4	-1,2	-5,8	-5,5	0,3	-1,1	0,7	0,5

Izvor: NBS.

Predlog budžeta i fiskalna politika za 2008. godinu

U 2008. godini planira se fiskalno prilagođavanje ...

Tokom oktobra i novembra 2007. godine objavljeni su ključni dokumenti u kojima se određuje fiskalna i ukupna ekonomска politika Vlade za 2008. U oktobru je objavljen revidirani Memorandum o budžetu i ekonomskoj i fiskalnoj politici, a početkom novembra prezentirani su osnovni elementi budžeta Republike Srbije za 2008. godinu. Generalno, može se oceniti da je stepen fiskalnog prilagođavanja u pravcu smanjenja učešća javne potrošnje u BDP manji za oko jedan procentni poen u odnosu na predlog koji je sadržan u Memorandumu o budžetu iz jula 2007. godine.

Okvir 1. Budžet za 2008. i preporuke MMF-a

Gotovo istovremeno s pojavljivanjem predloga Zakona o budžetu za 2008. godinu objavljeno je i saopštenje Misije MMF-a u kome se ocenjuje da je fiskalno prilagođavanje u 2008. godini koje se planira u revidiranom Memorandumu i Predlogu budžeta nedovoljno, i da je potrebno dodatno prilagođavanje. Konkretno, MMF predlaže da se sa konsolidovanog deficitu koji prema njihovoj metodologiji iznosi oko 1,5–2% BDP u 2008. godini pređe na suficit od 1% BDP. Taj predlog znači da je uz dati nivo prihoda, neophodno smanjiti rashode za 2,5–3 procenatna poena BDP, tj. da je neophodno dodatno smanjiti rashode za oko 70–80 milijardi dinara u odnosu na planove Vlade.

U vezi s tim postavlja se pitanje da li je moguće i na koji način realizovati preporuku MMF-a? Striktna realizacija svih mera koje su bile sadržane u julskom Memorandumu o budžetu i ekonomskoj i fiskalnoj politici (zamrzavanje plata, smanjenje rashoda za robe i usluge, smanjenje subvencija) obezbedila bi uštedu od oko 18 milijardi dinara. Dodatnim smanjivanjem pozajmica i dokapitalizacija (koje MMF tretira kao rashode, a Ministarstvo finansija ne) ostvarila bi se dodatna ušteda od oko 13 milijardi dinara. Zbirno, ove dve grupe mera bi donele uštedu od oko 31 milijardu dinara. Realizacija ovih ušteda zahtevala bi odustajanje ili značajno umanjivanje budžestskih kredita – kao što su krediti za poljoprivrednu, krediti za započinjenja posla i dr.– i odustajanje ili značajnu redukciju učešća države u dokapitalizacijama banaka.

Dodatno smanjenje rashoda u 2008. godini bi bilo moguće samo uz obustavljanje svih projekata u okviru NIP-a koji nisu ugovoreni (oko 18 milijardi dinara), ili promenom zakonskih propisa u pravcu smanjenja ili ukidanja nekih prava budžetskih korisnika (npr. ukidanjem zakonske obaveze o usklađivanju odnosa prosečne penzije i prosečne zarade na 60%).

7. Fiskalni tokovi i politika

... ali manje nego što je najavljivano U predloženom budžetu Republike Srbije za 2008. godinu planira se rast prihoda i rashoda za 9,9% u odnosu na budžet za 2007. godinu³. Planirani nominalni rast rashoda budžeta najniži je od 2001. godine. Realni rast prihoda i rashoda, uz za sada zvanično projektovanu inflaciju u 2008. godini od 6% (7,1% prosek perioda) – iznosi 2,6%. Planirani nominalni rast prihoda i rashoda niži je od očekivanog nominalnog rasta BDP, tako da će učešće rashoda budžeta Republike Srbije u 2008. godini u BDP biti smanjeno za 0,7 procenatnih poena.

U predloženom budžetu planira se da poreski prihodi u narednoj godini ostvare rast od 15,2%, što je nešto brže od projektovanog rasta nominalnog BDP u 2008. godini. Projektovani rast poreskih prihoda u 2008. godini je za oko 2,5 procenatnih poena sporiji od procenjenog rasta u 2007. Iznadprosečan rast je projektovan kod poreza na dobit, poreza na dohodak i PDV, dok se kod ostalih poreskih oblika procenjuje nešto sporiji rast od rasta nominalnog BDP. Na osnovu aktuelnih i projektovanih makroekonomskih i fiskalnih tendencija ocenjuje se da će planirani rast budžetskih prihoda u 2008. godini verovatno biti ostvaren.

U budžetu za 2008. godinu planirano je da će neporeski prihodi biti za oko 1/3 ili za oko 21 milijardu dinara manji nego u 2007. Razlog za očekivano smanjenje neporeskih prihoda jeste u činjenici da su neporeski prihodi u 2007. prema metodologiji koju primenjuje Ministarstvo finansija, uključivali i prihod od licence za trećeg operatera mobilne telefonije u iznosu od 25,4 milijardi dinara. Ocenjuje se da su neporeski prihodi budžeta konzervativno projektovani, i da će verovatno biti nešto veći nego što je predviđeno Zakonom o budžetu.

Predloženi izdaci budžeta Republike Srbije u 2008. veći su za 58,9 milijardi dinara od planiranih za 2007., odnosno za oko 70 milijardi dinara od rashoda koji će biti ostvaren u 2007. godini. Najveći deo navedenog povećanja odnosi se na dve komponente budžeta – plate i transfere organizacijama obaveznog socijalnog osiguranja i drugim nivoima vlasti. Te dve komponente zbirno učestvuju sa 91% u prirastu budžeta u 2008. godini u odnosu na plan budžeta u 2007. godini, dok u prirastu računatom u odnosu na procenjeno izvršenje učestvuju sa oko 77%.

Zakonom propisani transferi i preneti nivo plata povećavaju javnu potrošnju u 2008. godini

Transferi iz budžeta Republike Srbije u 2008. godini u odnosu na 2007. povećani su za oko 30 milijardi dinara – i to gotovo u celini kao rezultat primene važećih zakonskih i ustavnih odredbi. Najveći deo prirasta odnosi se na transfer fondu penzijskog i invalidskog osiguranja kako bi se dostigao zakonom propisani odnos između prosečnih penzija i prosečnih zarada, prema kome prosečne penzije iznose najmanje 60% prosečne zarade u prethodnoj godini. S ekonomski strane navedeno usklađivanje i troškovi budžeta koji iz toga proizilaze – posledica su veoma visokog rasta zarada tokom poslednjeg kvartala 2006. i u 2007. godini. S obzirom na to da je rast ukupnih zarada inciran rastom plata u javnom sektoru (državi i javnim preduzećima), sledi da je preteran rast jedne komponente javne potrošnje (plata) inicirao Zakonom propisani rast druge komponente javne potrošnje (penzija).

Masa plata u budžetu Republike Srbije za 2008. godinu veća je za 23,8 milijardi dinara u odnosu na budžet u 2007. Od navedenog povećanja, oko 18,5 milijardi dinara odnosi se na preneti rast, tj. rast koji bi se ostvario kada bi plate u toku 2008. godine bile zamrznute. Preostali deo prirasta fonda plata, koji iznosi nešto preko pet milijardi dinara, rezultat je planiranog povećanja plata u toku 2008. godine, koje će u proseku iznositi 6%.

Projektovani rast ostalih budžetskih pozicija relativno je skroman, izuzimajući subvencije za koje se planira rast od 11,4%. Pri tome je planiran najveći rast subvencija za poljoprivredu i turizam, subvencije železnici stagniraju, a industrijskim preduzećima opadaju.

Predlog budžeta predviđa smanjenje budžetskih izdataka za javne investicije (kapitalni rashodi prema terminologiji Ministarstva finansija) u 2008. godini za oko 7%, dok se deo javnih investicija u okviru NIP smanjuje za oko 22% u odnosu na budžet u 2007. Smanjenje u odnosu na stvarni nivo javnih investicija u 2007. biće manje, jer se planirane javne investicije u 2007. godini neće u celini realizovati.

³ Procenjuje se da će planirani rast rashoda za 2008. godinu u odnosu na ostvarenje u 2007. godini iznositi oko 11,8%, s obzirom na to da će ostvareni rashodi budžeta Republike Srbije u 2007. godini biti za oko 10 milijardi niži od planiranih. Naravno, moguće je da se u 2008. godini ostvare određene uštede, tj. da ostvareni rashodi budu manji od planiranih. Procenjuje se da će prihodi budžeta u 2007. godini biti na nivou planiranih.

Međutim, prema predlogu Zakona o budžetu Republike Srbije osim budžetskih sredstava za finansiranje javnih investicija u 2008. godini planirano je značajno direktno zaduživanje države u inostranstvu u iznosu od oko 740 miliona evra za finansiranje modernizacija kliničkih centara, unapređenje sistema za navodnjavanje i dr, kao i izdavanje garancija u iznosu od oko 840 miliona evra za zaduživanje javnih preduzeća i državnih ustanova (najveći deo garancija odnosi se na JP "Putevi Srbije" i JP "Železnice Srbije"). Čak i ako se značajan deo tih kredita ne povuče u toku 2008. godine, jasno je da će ti krediti omogućiti značajan rast ukupnih javnih investicija u Srbiji u narednoj godini.

Tabela T7-4. Predlog budžeta Republike Srbije za 2008. godinu

	2006	Budžet 2007	Predlog budžeta 2008	Indeks 2008/2007
u milionima dinara				
Ukupni prihodi	499.106	581.842	639.600	109,9
Poreski prihodi	436.792	517.298	596.179	115,2
Porez na dohodak građana	63.644	61.409	72.000	117,2
Porez na dobit preduzeća	16.859	27.297	34.024	124,6
PDV	225.137	270.359	311.493	115,2
Akcize	81.619	98.849	111.275	112,6
Carine	45.267	54.264	61.585	113,5
Ostali poreski prihodi	4.266	5.119	5.802	113,3
Neporeski prihodi	62.314	64.543	43.421	67,3
Ukupni rashodi	468.805	595.518	654.429	109,9
Tekući rashodi	436.375	524.835	588.551	112,1
Rashodi za zaposlene	115.369	152.911	176.712	115,6
Rashodi za kupovinu dobara i usluga	30.455	42.925	45.827	106,8
Rashodi po osnovu otplate kamata	19.229	17.411	16.957	97,4
Subvencije	30.620	35.509	39.572	111,4
Donacije i transferi	182.934	203.184	233.200	114,8
Socijalna pomoć iz budžeta	52.558	61.632	66.703	108,2
Ostali tekući rashodi	5.212	11.262	9.581	85,1
Kapitalni rashodi	32.429	70.683	65.878	93,2
od čega za NIP	9.139	44.391	34.550	77,8
Budžetski suficit/deficit	30.301	-13.676	-14.829	108,4

Izvor: Ministarstvo finansija

Makroekonomске implikacije predložene fiskalne politike za 2008. godinu

Planirano fiskalno prilagođavanje u 2008. godini nedovoljno je u odnosu na makroekonomске neravnoteže

Na osnovu predloga budžeta Republike Srbije i revidiranog Memoranduma o budžetu i ekonomskoj i fiskalnoj politici – ocenjuje se da je planirano fiskalno prilagođavanje u 2008. godini nedovoljno za značajnije smanjenje neravnoteža u privredi Srbije. To se prvenstveno odnosi na deficit u spoljnotrgovinskom i tekućem platnom bilansu koji će u 2007. godini dostići iznose od oko 22% i 16% BDP, respektivno. Realizacijom predložene fiskalne politike očekuje se relativno skromno smanjenje spoljnih deficitata. Takođe, ocenjuje se da usvojena politika neće autonomno doprineti smanjenju bazne inflacije.

Makroekonomski rizici rastu

Zadržavanjem deficitata tekućeg računa platnog bilansa na visokom nivou u dužem vremenskom periodu povećava se verovatnoća pojave platnobilansne, odnosno devizne krize. Verovatnoća pojave platnobilansne krize zavisi takođe i od obima i strukture kapitalnih priliva. Eventualno naglo smanjenje kapitalnih priliva, uz dati visok deficit u tekućem bilansu, izazvalo bi teškoće na deviznom tržištu u kratkom roku (smanjenje deviznih rezervi, desprecijacija dinara), koje bi mogle da se pretvore u deviznu krizu, ako bi se smanjenje priliva produžilo na srednji rok. Na osnovu očekivanog razvoja makroekonomskih tokova (spoljni deficit, očekivani prliv stranog kapitala i kredita, obim i ročna struktura spoljnog duga i dr.) i realizacije najavljenih politika – ocenjuje se da je verovatnoća pojave platnobilansne krize u Srbiji u 2008. godini niska. Međutim, eventualno značajnije smanjenje priliva stranog kapitala (zbog bilo kojeg razloga: globalne krize na svetskom tržištu, političkih razloga i dr.), pri visokom nivou deficitata u tekućem bilansu moglo bi da izazove određene poremećaje na deviznom tržištu Srbije.

7. Fiskalni tokovi i politika

Raste uloga monetarne politike i politike zarada u 2008. godini	Usvojena fiskalna politika nameće potrebu povećanja restriktivnosti drugim ekonomskim politikama u toku 2008. godine, kako bi se makroekonomske neravnoteže održale pod kontrolom. To se prvenstveno odnosi na usporavanje kreditne ekspanzije i kontrolu rasta plata u javnim preduzećima. Efikasna kontrola plata u javnim preduzećima, uključujući i zamrzavanje nominalnog nivoa plata tokom 2008. na sadašnjem nivou (u nekim preduzećima), značajno bi doprinela smanjenju makroekonomskih neravnoteža.
Nedovoljno fiskalno prilagođavanje u 2008. neophodno nadoknaditi u narednim godinama	Tretirajući fiskalnu politiku za 2008. godinu kao datu, održanje makroekonomske stabilnosti, implicira neophodnost snažnog fiskalnog prilagođavanja u 2009. i narednim godinama. Može se oceniti da fiskalna politika za 2008. godinu predstavlja pogodnu osnovu za realizaciju fiskalnog prilagođavanja u narednim godinama – ona neće biti opterećena ugovorenim visokim porastom plata niti efektom prenetog rasta plata i dr, kao što je to bio slučaj sa 2007. i 2008. godinom. Takođe sa 2008. godinom okončće se servisiranje javnog duga prema penzionerima za čije servisiranje su godišnji rashodi iznosili oko 0,4% BDP, a sa 2008. okončava se obaveza usklađivanja odnosa prosečne penzije sa prosečnom zaradom na minimalnom nivou od 60%. Redukcija subvencija i budžetskih kredita mogla bi da doprine značajnom smanjenju javne potrošnje, bez negativnih socijalnih i ekonomskih implikacija. Međutim, ključna mera fiskalnog prilagođavanja u 2009. i narednim godinama treba da bude sporiji rast prosečnih plata u državnom sektoru od rasta nominalnog BDP, kao i smanjenje broja zaposlenih u državnom sektoru. Takođe, neophodno je ispoljiti visoku opreznost pri uključivanju novih rashoda u javnu potrošnju, kao što su najavljeni rashodi po osnovu denacionalizacije (restitucije). Servisiranje javnog duga od četiri milijarde evra koji bi nastao po osnovu denacionalizacije (oko 250–300 miliona evra godišnje) ne može biti sastavni deo odgovorne fiskalne politike u Srbiji, koja podrazumeva dodatno smanjenje javne potrošnje u odnosu na BDP, značajne javne investicije u infrastrukturu i dr.
Kontrola troškova rada ključna za uspeh fiskalnog prilagođavanja...	Da bi se realizovala značajna redukcija rashoda u odnosu na BDP, neophodna je čvrsta rešenost Vlade za sprovođenje takve politike. U tom smislu, neophodno je da Vlada već tokom 2008. godine preduzme mere kojima bi se obezbedio sporiji rast javne potrošnje od rasta BDP u nekoliko narednih godina. To se prvenstveno odnosi na politiku plata i smanjenje broja zaposlenih u državnom sektoru, ali i na racionalizaciju mreža ustanova koje se finansiraju iz budžeta, smanjenje subvencija, smanjenje budžetskih pozajmica, preispitivanje ekonomske opravdanosti učešća države u dokapitalizacijama banaka i dr.
... ali postoje i drugi izazovi	

Okvir 2. Alternativne definicije termina

Pri oceni fiskalne politike za 2008. godinu neophodno je razjasniti metodološke razlike koje se odnose na različite definicije prihoda, rashoda i deficit-a u budžetu Republike Srbije i u konsolidovanom bilansu sektora države:

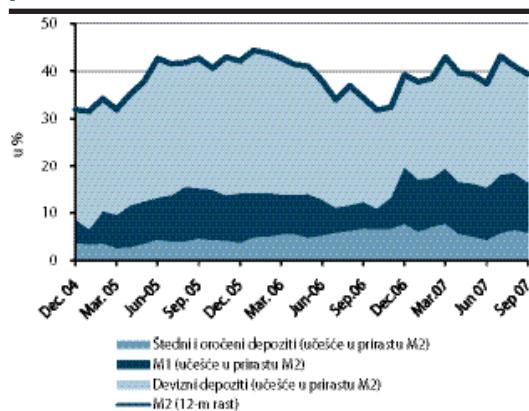
- Deficit budžeta Republike Srbije prema metodologiji Ministarstva finansija iznosi 14,8 milijardi dinara ili 0,5% BDP. Prema toj definiciji u rashode su uključeni redovni tekući i kapitalni rashodi, ali ne i isplate po osnovu servisiranja glavnice javnog duga, kao i isplate državnih kredita.
- Prema metodologiji MMF-a u rashode treba uključiti i servisiranje glavnice duga prema penzionerima kao i odobrene kredite od strane države jer ove komponente direktno povećavaju domaću tražnju. Takođe MMF u konsolidovani bilans javne potrošnje uključuje i ukupne prihode i rashode JP "Putevi Srbije", kao i sopstvene prihode korisnika budžetskih sredstava. Ukoliko bi se u rashode uključilo i servisiranje dugova prema penzionerima u iznosu od oko 10 milijardi dinara, kao i razne vrste budžetskih kredita u iznosu od oko 15 milijardi dinara, budžetski deficit se povećava na oko 40 milijardi dinara, što iznosi oko 1,5% BDP. Dodavanje neto rezultata "Putevi Srbije" povećalo bi deficit konsolidovanog sektora države.
- Analitički bilans koji je definisan u QM-u, predstavlja najširu definiciju rashoda, a time i deficit-a, koja u sebi uključuje i servisiranje stare devizne štednje. Ukoliko bi se na prethodni iznos dodalo oko $\frac{1}{2}$ rashoda za staru deviznu štednju, dobio bi se najšire definisani deficit, koji meri likvidnosni uticaj države na tražnju i koji iznosi oko 50 milijardi dinara, odnosno oko 1,8% BDP.
- Konsolidovani deficit će u 2008. godini verovatno biti veći nego deficit budžeta Republike Srbije za oko 0,2–0,3 procenatna poena BDP, jer očekivani suficit lokalne samouprave verovatno neće biti dovoljan da se pokrije planirano smanjenje depozita fonda PIO samostalnih delatnosti.

8. Monetarni tokovi i politika

Treći kvartal 2007. u monetarnoj sferi karakteriše ubrzanje rasta kredita kako privredi, tako i stanovništvu kojima su banke plasirale po oko 400 miliona evra neto novih kredita. Takođe, banke su ponovo intenzivno plasirale u hartije NBS (novih 400 miliona evra u dinarskoj protivvrednosti) nakon Q2 kada su ti plasmani banaka bili negativni (-200 miliona evra). Izvore bankarskih plasmana činili su dokapitalizacija banaka (oko 400 miliona evra), uobičajeni priliv devizne štednje stanovništva (novih 380 miliona evra), ali i, u iznenadujućoj meri, depoziti preduzeća (650 miliona evra). Time sektor preduzeća, posmatrano na nivou Q3, postaje neto poverilac banaka. Istovremeno je monetarna politika pojačala restriktivnost blagim povećanjem repo stope (sa 9,5% na 9,75% u avgustu, ali je posle u oktobru opet vraćena na 9,5%) – uz realnu apresijaciju dinara (4,4% u Q3) i meru za ograničenje potrošačkih kredita stanovništvu koja je stupila na snagu u septembru. NBS je tako zadržala primarni novac na kraju Q3 nepromjenjenim u odnosu na kraj Q2 kao rezultat: emitovanja 14 milijardi dinara – prevashodno kroz otkup devizne efektive od menjača, s jedne strane, i povlačenje iste količine dinara kroz pad neto domaće aktive, s druge. Neto domaća aktiva raste usled trošenja dinarskog depozita države kod NBS (12 milijardi dinara) i smanjenja kapitala NBS (oko šest milijardi dinara) ali se u istom periodu smanjuje kroz repo tržiste, gde NBS neto povlači oko 32 milijarde dinara.

Monetarni sistem: struktura i tokovi novčane mase

Grafikon T8-1. Srbija: Novac i njegove komponente¹⁾, 2004–2007



Rast nominalnog M2 ubrzava, a realni M2 nastavlja da usporava

U Q3, 12-m rast ukupne novčane mase (M2) počinje da ubrzava nakon njegovog usporavanja iz prethodnog kvartala. Nominalni M2 beležio je 12-m rast od 39,4% (37,4% u Q2 2007). Realni M2 je, pak, i u Q3 nastavio uspostavljeni trend usporavanja iz Q2 po 12-m stopi od 29,7% (30,2% u Q2 2007, Tabela T8-2). Kada posmatramo doprinos pojedinih oblika upotrebe (držanja) novčane mase, uočavamo da u Q3 2007. nije došlo do značajne promene strukture u odnosu na prethodna dva kvartala, te je i dalje najveći doprinos deviznih depozita (Grafikon T8-1). Uočava se samo blago povećanje udela dinarskih štednih i oročenih depozita u prirastu novčane mase.

Ukupan prirast novčane mase u Q3 2007. (12,9% od M2 s početka godine, izračunato kao

Izvor: Tabela P-10 u Analitičkom prilogu.
1) Učeće komponenti novca dobijeno je kao odnos njihovog prirasta prema vrednosti M2 u istom periodu prethodne godine, čime je zbir tako dobijenih odnosa jednak 12-m rastu ukupnog novca (M2).

Monetarni rast u Q3 posledica je porasta kredita privatnom sektoru

... i neto deviznih rezervi...

razlika kumulativnog prirasta od početka godine do kraja Q3 od 23,9% i kumulativnog prirasta do kraja Q2 od 11%) – nastao je kao rezultat povećanja neto strane aktive u Q3 (NSA, za 2,5% od početnog M2) i povećanja neto domaće aktive (NDA, 10,5% od početnog M2). Povećanju NDA u Q3 doprinelo je povećanje kredita nedržavnog sektoru od 14,1% od početnog M2 (razlika između kumulativnih prirasta na kraju Q3 i na kraju Q2, izraženih u procentima od M2 na početku godine), povećanje neto kredita državi (trošenjem depozita države) od 0,7% od početnog M2. Na konačni porast M2, sa negativne strane, uticao je i porast kapitala monetarnog sektora od -4,2% od početnog M2, Tabela T8-2. Ostatak prirasta NDA odnosi se na ostale stavke koje nisu sve precizirane u Tabeli T8-3. Zaključujemo stoga da je glavni izvor rasta novčane mase u Q3 2007. bio kredit nedržavnog sektoru, kao što je bio slučaj i u nizu prethodnih kvartala osim predizbornog Q4 2006, kada je trošenje državnog depozita nastalog prilivima iz privatizacije bio glavni izvor rasta novčane mase.

8. Monetarni tokovi i politika

Rast kredita nedržavnom sektoru nastavlja da ubrzava I u Q3 kao i u svim prethodnim kvartalima u 2007, kredit nedržavnom sektoru ubrzava. Nominalni međugodišnji rast kredita iznosi 28% (23,9% u Q2 2007), dok realni rast iznosi 19,1% (17,8% u Q2 2007), Tabela T8-2. Posmatrano na osnovu korigovanih tokova za efekat promene kursa¹ uočava se i ubrzanje: 12-m rast na kraju Q3 2007. je 36,7% (na kraju Q2 2007. bio je 30,2%). Ubrzanje rasta kredita nedržavnom sektoru nastalo je kao posledica jednako snažnog ubrzanja 12-m rasta obe komponente kredita – privredi i stanovništву. Realni kredit privreda porastao je po međugodišnjoj stopi od 17,6% (14,5% u Q2 2007, i 8,3% u Q1 2007, korigovani tokovi, Tabela T8-2), dok je isti rast kod kredita stanovništву iznosio 49,2% (47,4% u Q2 2007, i 50,1% u Q1 2007). Rast kredita stanovništву, posmatran u celom Q3 je i dalje izrazito visok, mada se već od septembra primećuje efekat mera koje se odnose na ograničavanje roka otplate potrošačkih kredita stanovništву².

Tabela T8-2. Srbija: rast novca i agregata koji mu doprinose, 2005–2007

	2005		2006		2007		Mar.	Jun.	Sep.
	Sep.	Dec.	Mar.	Jun.	Sep.	Dec.			
12m, u %									
M2 ¹⁾	42,7	42,1	42,8	37,9	34,4	39,2	42,9	37,4	39,4
Krediti nedržavnom sektoru ²⁾	48,7	51,3	45,3	44,4	34,6	17,5	21,6	23,9	28,0
Krediti nedržavnom sektoru ²⁾ , korigovani ³⁾	38,6	45,6	39,6	41,6	38,0	24,1	26,3	30,2	36,7
Domaćinstva	91,3	92,5	100,6	96,6	80,8	62,2	58,4	54,7	60,2
Privreda	27,6	34,3	25,0	26,9	24,7	11,1	14,2	20,2	26,2
12m realni, u %									
M2 ¹⁾	22,4	20,8	24,7	19,8	20,5	30,6	35,4	30,7	29,7
Krediti nedržavnom sektoru ²⁾	27,6	28,6	26,9	25,4	20,7	10,3	15,2	17,8	19,1
Krediti nedržavnom sektoru ²⁾ , korigovani ³⁾	28,2	28,2	21,5	22,7	23,6	16,4	19,8	24,1	27,4
Domaćinstva	59,1	59,1	74,8	70,4	61,9	52,2	50,2	47,4	49,2
Privreda	18,2	18,2	8,8	9,9	11,7	4,2	8,3	14,5	17,6
kumulativi, u % od početnog M2⁴⁾									
M2 ¹⁾	30,8	42,1	3,1	12,4	23,8	39,2	5,9	11,0	23,9
M2 dinarski ¹⁾	10,5	14,2	-0,5	3,6	8,8	19,8	-0,1	0,8	6,8
Devizni depoziti (privreda i domaćinstva) ⁵⁾	16,1	22,5	2,6	8,4	18,1	25,7	4,0	10,1	17,3
Kursne razlike ⁶⁾	4,3	5,4	1,0	0,4	-3,1	-6,4	1,9	0,0	-0,1
Neto strana aktiva (NSA), dinarski prirast	17,1	18,0	-4,0	2,4	30,9	41,1	5,2	12,0	14,5
Neto strana aktiva (NSA), devizni prirast	13,3	13,5	-4,7	2,1	34,3	48,4	3,1	12,0	14,7
Kursne razlike ⁶⁾	3,8	4,4	0,7	0,3	-3,4	-7,3	2,2	0,0	-0,1
Neto domaća aktiva (NDA)	13,7	24,2	7,1	10,0	-7,1	-1,9	0,6	-1,1	9,4
od čega: krediti nedržavnom sektoru ²⁾ , korigovani ³⁾	21,2	34,1	5,1	15,6	25,0	27,3	6,6	19,6	33,7
od čega: krediti državi, neto ⁷⁾	-5,0	-10,4	-0,7	-1,3	-21,8	-17,4	-4,1	-7,7	-7,0
od čega: kapital NBS i poslovnih banaka	-10,7	-12,1	-1,2	-7,5	-8,5	-13,2	-2,2	-7,4	-11,6
kumulativi, u % od sadašnjeg BDP-a⁸⁾									
Krediti državi, neto ⁷⁾	-1,0	-1,9	-0,2	-0,3	-4,8	-3,4	-1,3	-2,2	-1,9
od čega: dinarski	-1,0	-1,6	-0,2	-0,9	-0,7	0,6	-1,2	-2,4	-2,0
Krediti nedržavnom sektoru ²⁾ , korigovani ³⁾	6,8	10,0	1,6	3,8	4,8	4,3	2,6	5,5	7,5

Izvor: Tabela P-10. u Analitičkom prilogu.

1) Novčana masa: komponente - videti Analitičke i notacijske konvencije QM.

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

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

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

5) Doprinos deviznih depozita rastu M2 meri samo doprinos prirasta deviznih depozita u deviznom znaku, tako da njihova revalorizacija daje kursne razlike.

6) Kursne razlike se odnose na razliku u doprinosu NSA rastu M2 merenom u dinarskom znaku i doprinosu NSA rastu M2 merenom u deviznom znaku.

7) Krediti državi, neto - razlika između kredita (dinarskih i deviznih) i depozita (dinarskih i deviznih) države. Država ne uključuje lokalnu samoupravu koja je tretirana kao nedržavni sektor.

8) BDP korišćen u proračunima centriran je na godišnjem nivou.

1 Detaljnije o metodologiji za sprovedene korekcije videti fusnotu 3 u Tabeli T8-2 ili Okvir 2, odeljka 8."Monetarni tokovi i politika", QM6.

2 Detaljnije o ovoj meri pisali smo u prošlom broju QM-a, odeljak 8. "Monetarni tokovi i politika", Okvir 1.

Tabela T8-3. Srbija: monetarni pregled, 2005–2007

	2005		2006				2007		
	Sep.	Dec.	Mar.	Jun.	Sep.	Dec.	Mar.	Jun.	Sep.
STANJE									
Neto strana aktiva (NSA)	216.183	218.886	200.462	229.984	360.685	407.565	441.048	484.388	500.302
od čega: rezerve NBS	362.216	424.844	465.497	549.529	648.946	715.114	719.381	730.668	751.920
od čega: obaveze poslovnih banaka	-131.090	-191.124	-229.081	-302.170	-300.781	-307.742	-318.598	-286.848	-290.860
Neto domaća aktiva (NDA)	206.257	239.985	272.642	285.856	207.195	231.055	234.991	224.279	291.193
Krediti državi, neto ¹⁾	-10.242	-27.831	-31.129	-33.954	-124.159	-100.061	-128.909	-149.081	-144.385
Dinarski krediti, neto	-11.268	-22.332	-25.479	-38.649	-35.438	-8.776	-35.782	-62.290	-56.369
Devizni krediti, neto	1.026	-5.499	-5.650	4.695	-88.721	-91.285	-93.127	-86.791	-88.016
Krediti nedržavnom sektoru ²⁾	456.541	518.298	547.564	591.270	614.698	609.171	666.007	732.402	786.873
Ostale stavke	-240.042	-250.482	-243.793	-271.460	-283.344	-278.055	-302.107	-359.042	-351.295
Novčana masa: M2 ³⁾	422.441	458.870	473.103	515.840	567.881	638.620	676.039	708.667	791.495
Novčana masa: dinarski M2 ³⁾	180.043	192.180	189.911	208.606	232.506	283.116	282.299	288.329	326.341
Devizni depoziti (privreda i domaćinstva)	242.398	266.690	283.192	307.234	335.375	355.504	393.740	420.338	465.154
STRUKTURNI POKAZATELJI									
Gotov novac u opticaju / Dinarski depoziti (privreda i domaćinstva), u %	35,6	38,7	31,8	30,6	28,9	31,9	26,2	29,1	25,1
Devizni depoziti (privreda i domać) / M2 (%)	57,4	58,1	59,9	59,6	59,1	55,7	58,2	59,3	58,8
Koefficijent obrta (BDP ⁴⁾ / M2)	4,0	3,8	3,9	3,7	3,5	3,3	3,2	3,2	3,0
M2 / BDP ⁴⁾	0,25	0,26	0,26	0,27	0,29	0,30	0,31	0,32	0,3
Krediti nedržavnom sektoru / BDP ⁴⁾	0,27	0,30	0,30	0,31	0,31	0,29	0,30	0,33	0,33
Nenaplativi krediti ⁵⁾ (u % od ukupnih)	..	..	..	..	..	4,70	4,90	4,70	5,20
Multiplikator novca (dinarski M2/H)	2,00	1,90	2,10	2,10	2,10	2,00	2,40	2,00	2,30

Izvor: Tabela P-10. u Analitičkom prilogu.

1) Videti fuznotu 7) u Tabeli T8-2.

2) Videti fuznotu 2) u Tabeli T8-2.

3) Novčana masa: komponente - videti Analitičke i notacijske konvencije.

4) Videti fuznotu 8) u Tabeli T8-2.

5) Udeo kredita po osnovu kojih postoji kontinuirana docnja u plaćanju obaveza od 90 i više dana u ukupnim kreditima. Izvor za ovaj podatak je Kreditni biro Udruženja banaka Srbije, videti detaljnije u QM6, Pod lupom 1.

Bankarski sektor: plasmani i izvori finansiranja

U Q3 banke plasiraju novih 800 miliona evra u kredite privredi i stanovništvu... ... nešto manje nego u Q2

Banke su u Q3 plasirale nešto manje novih kredita privredi i stanovništvu nego što je to bio slučaj u Q2 (800 miliona evra u Q3 naspram 900 miliona evra u Q2). Po polovina novih kredita usmerena je u te dve kategorije klijenata. Banke su tako u Q3 plasirale novih 400 miliona evra u kredite preduzećima (550 u Q2 2007) i isto toliko stanovništvu (350 u Q2 2007), Tabela T8-4. Od ukupnih novih kredita privredi u Q3, većinu – oko 260 miliona evra, čine dugoročni krediti (preko godinu dana), a oko 140 miliona evra kratkoročni krediti (Tabela T8-4). Obrnut je bio slučaj u Q2 kada je značajniji deo plasmana preduzećima usmeren u kratkoročne kredite. Direktno zaduživanje preduzeća u inostranstvu nastavlja da uzima maha, a novo neto zaduženje u Q3 iznosi čak 850 miliona evra (1.200 miliona evra u Q2, odnosno 550 ako se zanemari kredit Telekomu; 438 miliona evra u Q1 2007), Tabela T8-4.

8. Monetarni tokovi i politika

Tabela T8-4. Srbija: poslovanje banaka – izvori i struktura plasmana, korigovani¹⁾ tokovi, 2005–2007

	2005		2006				2007		
	Sep.	Dec.	Mar.	Jun.	Sep.	Dec.	Mar.	Jun.	Sep.
u milionima evra, kumulativi od početka godine									
Izvori sredstava (-, povlačenje)	-1.712	-2.783	-539	-2.208	-3.468	-5.237	-325	-1.061	-2.574
Domaći depoziti	-913	-1.314	-116	-550	-1.322	-2.245	-339	-757	-1.819
Depoziti stanovništva	-575	-884	-178	-413	-795	-1.200	-329	-652	-1.059
dinarski depoziti	-40	-46	-13	-54	-51	-124	-35	-57	-97
devizni depoziti	-535	-838	-165	-359	-744	-1.076	-295	-595	-963
Depoziti privrede	-338	-430	63	-137	-527	-1.045	-10	-105	-760
dinarski depoziti	-223	-363	36	-52	-295	-739	23	112	-324
devizni depoziti	-115	-68	27	-85	-232	-307	-33	-218	-437
Zaduživanje u inostranstvu	-506	-1.194	-401	-1.278	-1.433	-1.660	-10	266	207
Kapital i rezerve	-293	-275	-22	-380	-713	-1.331	25	-569	-962
Devizne rezerve (-, povlačenje)	-27	-29	-190	-191	-36	-77	-14	5	-17
Plasmani¹⁾	1.369	2.058	417	1.193	1.906	3.100	687	1.294	2.488
Ukupno privreda i stanovništvo	1.147	1.893	272	847	1.320	1.541	575	1.508	2.315
Privreda	697	1.172	85	390	557	536	313	865	1.271
kratkoročni plasmani	597	835	85	254	258	194	195	549	699
dugoročni plasmani	101	337	1	136	299	341	118	315	572
Stanovništvo	450	721	187	457	763	1.006	263	644	1.044
kratkoročni plasmani	38	81	50	106	169	194	36	101	148
dugoročni plasmani	412	640	137	351	594	811	226	543	896
Plasmani u hartije NBS (repo i trajna prodaja)	235	185	162	448	740	1.637	200	-11	438
Neto kreditiranje države ²⁾	-21	-43	-20	-107	-157	-79	-89	-203	-264
PRO MEMORIA									
Obavezne rezerve i depoziti	438	945	216	1.182	1.535	1.813	-146	242	349
Ostala potraživanja od NBS (neto) ³⁾	-3	54	-56	-75	-46	0	13	-44	-104
od čega: slobodne rezerve posl. banaka	-19	12	-55	-59	-73	-50	20	-56	-103
Ostale stavke ⁴⁾	-61	-158	168	130	166	499	-110	-464	-57
Efektivna obavezna rezerva (u %) ⁵⁾	28	31	32	38	38	36	34	37	34
Direktno zaduživanje privrede u inostranstvu + bankarski plasmani privredi	1.281	2.035	325	897	1.599	2.102	791	2.567	3.822
od čega: direktno zaduživanje privrede u inostr.:	583	863	239	507	1.043	1.567	478	1.702	2.551
Srednjeročno i dugoročno	589	846	224	479	979	1.523	446	1.637	2.362
Kratkoročno	-6	17	15	29	64	43	32	65	190
kvartalni tokovi (prirasti), u % BDP-a⁷⁾									
Ukupni plasmani privredi i stanovništvo	13,0	17,4	9,9	14,2	15,3	10,3	16,3	30,1	21,7
Plasmani privredi iz domaćeg sistema	4,7	8,1	1,6	5,1	2,5	-0,3	4,8	7,7	5,3
Direktno zaduživanje privrede u inostranstvu	4,0	4,8	4,6	4,5	8,1	7,3	7,4	17,1 ⁶⁾	11,1
Plasmani stanovništvo	4,3	4,6	3,6	4,6	4,7	3,4	4,1	5,3	5,2

Izvor: Tabela P-11. u Analitičkom prilogu.

1) Prirasti plasmana dobijeni su pod pretpostavkom da je 70% od ukupnih plasmana indeksirano prema evru, pri čemu je pretpostavljeno da su dugoročni plasmani privredi i stanovništvo indeksirani u celosti. 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 su preračunati po kursu evra na krajevima perioda i ne sadrže efekat kursnih razlika od preračunavanja ostatka bilansa.

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

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

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

5) 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.

6) 9,1% BDP-a odnosi se na kredit Telekomu za kupovinu Telekoma Republike Srbije.

7) U proračunu je korišćen odgovarajući kvartalni BDP.

Banke ponovo značajno investiraju u hartije od vrednosti NBS u Q3...

...novih 420 miliona evra

Tokom Q3, banke ponovo neto ulažu u repo plasmane i šestomesečne hartije od vrednosti NBS, u iznosu od oko 420 miliona evra. U Q2 zabeležen je slučaj da su banke neto povukle ranije uloženu likvidnost iz tog vida plasmana u iznosu od 211 miliona evra. Prinos na te plasmane je u Q3 rastao: uprkos nominalnoj repo kamatnoj stopi koja je stajala nepromenjena na nivou od 9,75%, i realnoj kamatnoj stopi koja je opadala jer se inflacija ubrzavala (Grafikon T9-6 u odeljku 9. "Finansijska tržišta"), devizni kurs je apresirao i povećao prinos za investitore koji dolaze iz strane valute da bi investirali u sigurne hartije NBS (Grafikon T9-7 u odeljku 9. "Finansijska tržišta").

Izvore za nove plasmane banke nalaze u povećanju depozita preduzeća...

... dokapitalizaciji i novim depozitima stanovništva...

Kapital bankarskog sektora je značajno uvećan u Q3 2007, za oko 400 miliona evra (600 miliona evra u Q2 2007, oko 330 miliona evra u Q3 2006, Tabela T8-4). Ipak, za razliku od Q2 kada to predstavlja dominantan izvor finansiranja novih plasmana, u Q3 ga po obimu nadmašuju novi depoziti preduzeća. Banke su u Q3 prikupile vanredno mnogo domaćih depozita – oko 1060 miliona evra (oko 420 miliona evra u Q2, 770 miliona u Q3 2006). Od ukupnih novih depozita čak 655 miliona evra čine depoziti preduzeća (100 miliona evra u Q2 2007, 390 miliona u Q3 2006, 520 miliona evra u Q4 2006). Od toga veći deo čine dinarski depoziti – 435 miliona evra, dok se 220 miliona evra odnosi na prirast deviznih depozita. Ovoliko izražen priliv dinarskih depozita preduzeća, s jedne strane, i intenzivno ulaganje banaka u repo ugovore, s druge, predstavljaju sličan scenario onom iz Q4 2006. kada je i zaduživanje preduzeća u inostranstvu naglo poraslo. Iako ne možemo sa sigurnošću da objasnimo ovu pojavu velikog priliva depozita preduzeća, moguće objašnjenje za obe epizode (Q3 2007 i Q4 2006) jeste to da su depoziti preduzeća koji delom potiču iz kredita preduzećima iz inostranstva položeni u dinarima kod banaka – kako bi banke iz tih izvora ulagale u repo plasmane.

Prirast depozita stanovništva od 405 miliona evra u Q3 (320 miliona evra u Q2 2007, 380 miliona evra u Q3 2006) – predstavlja stabilan rast tih depozita. Odnosi se na porast nove devizne štednje od 380 miliona evra (300 miliona u Q2 2007, 390 miliona u Q3 2006) i porast dinarskih depozita od 40 miliona evra, Tabela T8-4.

Smanjenje neto kreditiranja državi od 60 miliona evra u Q3 (120 miliona u Q2) i novo neto zaduženje banaka u inostranstvu od 60 miliona evra (razduženje od 280 miliona u Q2), u manjoj su meri takođe izvor za nove plasmane banaka.

U platnom bilansu je registrovano neto razduženje banaka u inostranstvu od oko 150 miliona evra u Q3 (Tabela P-5 u Analitičkom prilogu). Uzrok razlike jeste u činjenici što se u podacima u Tabeli T8-4 u okviru stavke “zaduživanje u inostranstvu” registruju i neto promene salda na računima nerezidenata kod banaka. Podatak potiče iz konsolidovanog bilansa bankarskog sektora i nemoguće ga je dezagregirati na podkomponente obaveza prema inostranstvu. Stanje na računima nerezidenata se povećalo za oko 120 miliona evra u Q3 (Tabela P-5 u Analitičkom prilogu), dok za ostatak razlike nismo u mogućnosti da identifikujemo na koje obaveze prema inostranstvu se odnosi.

Centralna banka: bilans i monetarna politika

Primarni novac u Q3 ostaje nepromenjen u odnosu na kraj Q2 kao posledica emitovanja dinara kroz devizno tržište... ...i trošenje državnog depozita ...i usled povlačenja dinara kroz repo tržište NBS

Primarni novac je na kraju Q3 na istom nivou skraja Q2 što istovremeno predstavlja usporenje nominalnog 12-m rasta na 24,2% na kraju Q3 (37,2% na kraju Q2 2007), Tabela T8-10.

Primarni novac (H) povećava se kao rezultat sledećih neto promena stanja pojedinih njegovih komponenti: prirasta neto sopstvenih deviznih rezervi NBS od 10,5% od početnog H (45% na kraju Q3 manje 34,5% na kraju Q2) i jednakog smanjenja neto domaće aktive NBS (53,8% minus 43,3%), Tabela T8-5. Smanjenje NDA nastalo je kao rezultat smanjenja dinarskog depozita države od -19,3% od početnog H, povećanja obaveza NBS prema bankama po osnovu prodaje repo ugovora i hartija od vrednosti NBS od 24,5% od početnog H i povećanja ostale domaće neto aktive od 5,2% od početnog H.

Opisani pravci promene monetarne baze praktično znače da je NBS u Q3 plasirala oko 14 milijardi dinara putem deviznih transakcija (otkop deviza od menjača i transakcije sa bankama) i istovremeno povukla oko 32 milijarde dinara kroz repo tržište, Tabela T8-5. Monetarna baza H je u istom periodu uvećana putem smanjenja dinarskog depozita države (uključujući i lokalne samouprave) kod NBS za oko 12 milijardi dinara koliko iznosi i deficit konsolidovanog bilansa sektora države u Q3 (Tabela T7-1, odeljak “Fiskalni tokovi i politika”). Ostala domaća neto aktiva NBS uvećana je za oko 6,9 milijardi dinara koji se u najvećem delu odnose na smanjenje kapitala NBS, Tabela T8-5.

8. Monetarni tokovi i politika

Tabela T8-5. Srbija: NBS - otkup deviza i sterilizacija, 2005–2007¹⁾

	2005		2006				2007			
	Sep.	Dec.	Mar.	Jun.	Sep.	Dec.	Mar.	Jun.	Sep.	
	TOK									
NBS aktivno povlači dinare kroz repo tržište u Q3 ...dok na deviznom uopšte ne interveniše...	Neto sopstvene rezerve NBS ²⁾	48.293	63.136	4.628	49.014	78.899	145.315	15.055	46.176	60.267
	Neto sopstvene rezerve NBS (u evrima)	587	759	53	564	933	1.783	188	577	756
	Neto Domaća aktiva (NDA)	-44.208	-46.040	-20.755	-54.348	-74.989	-105.744	-46.267	-57.974	-72.100
	Dinarski krediti države	-5.506	-6.077	-1.595	-1.856	-1.858	120	-710	-735	-735
	Dinarski depoziti države	-14.796	-18.576	-4.789	-14.422	-10.572	17.540	-30.939	-56.748	-44.985
	od čega: lokalna samouprava	-4.965	-824	-6.068	-5.339	-5.505	-3.500	-6.768	-13.485	-11.933
	Repo operacije ³⁾	-19.804	-16.829	-14.258	-39.152	-63.335	-132.903	-16.675	-2.094	-34.961
	Ostala (domaća) aktiva, neto ⁴⁾	-4.102	-4.558	-113	1.082	776	9.499	2.057	1.603	8.581
	Primarni novac	4.085	17.096	-16.127	-5.334	3.910	39.571	-31.212	-11.798	-11.833
	od čega: gotovina u opticaju	2.118	8.485	-7.825	-4.724	-1.540	14.811	-9.792	-3.395	-3.088
	od čega: slobodne rezerve	-1.753	3.518	-8.643	-7.916	-2.106	16.516	-13.061	-3.309	-6.293
	PORAST									
	Neto sopstvene rezerve NBS ²⁾	72,4	93,4	7,9	52,5	73,5	135,1	11,2	34,5	45,0
	Neto Domaća aktiva (NDA)	-67,1	-71,2	-25,0	-58,1	-69,4	-93,2	-34,6	-43,3	-53,8
	Dinarski depoziti države	-19,2	-24,0	-5,1	-15,3	-11,2	19	-23,1	-42,4	-33,6
	Repo operacije ³⁾	-25,6	-21,8	-15,1	-41,5	-67,1	-141	-12,5	-1,6	-26,1
	Ostala (domaća) aktiva, neto ⁴⁾	-22,3	-25,4	-4,8	-1,4	9,0	29	1,5	1,2	6,4
	Primarni novac	5,3	22,1	-17,1	-5,7	4,1	41,9	-23,3	-8,8	-8,8
	od čega: gotovina u opticaju	2,7	11,0	-8,3	-5,0	-1,6	16	-7,3	-2,5	-2,3
	od čega: slobodne rezerve	-2,3	4,6	-9,2	-8,4	-2,2	18	-9,8	-2,5	-4,7
	PRO MEMORIA									
	Bruto dev. rezerve (kumul. od poč. god, u evrima)	1.167,5	1.860,0	387,7	1.420,9	2.945,0	4.083,1	-233,3	193,9	482,7
	Bruto dev. rezerve (u % H s poč. god., u evrima)	147,4	228,4	43,1	132,1	237,5	307,6	3,2	11,6	27,5
	Primarni novac (stopa rasta, 12-m, u %)	26,6	22,1	13,7	24,3	20,8	41,9	31,3	37,2	24,2
	Gotov novac u opticaju (stopa rasta, 12-m, u %)	11,4	18,8	16,4	15,6	10,2	27,6	28,0	33,0	25,5

Izvor: Tabela P-12. U Analitičkom prilogu.

1) U državu su uključeni svi nivoi vlasti: republički nivo i nivo lokalne samouprave.

2) Definicija neto sopstvenih rezervi NBS data je u Okviru 4 u QM - u 5, u odeljku 8.

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

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

5) "Početnim H" označava se stanje primarnog novca (H) na početku odnosne godine, tj. kraju prethodne.

NBS se u Q3 gotovo potpuno isključila sa MDT NBS u Q3 nije intervenisala na MDT. Njena prodaja deviza bankama odnosi se na preusmeravanje dela priliva po osnovu otkupljene efektive od merjača, ali po najpovoljnijem kursu u datom danu kako ne bi uticala na kurs. Tim postupkom NBS doprinosi da konačno formirani kurs bude u većoj meri zasnovan na odnosima ukupne ponude deviza i ukupne tražnje za devizama.

Okvir 1. Narodna banka Srbije u Q3 postaje restriktivnija nego u prvoj polovini 2007. godine

Narodna banka Srbije nije menjala stope obavezne rezerve od Q1 do Q3 2007. U oktobru 2007. smanjena je obavezna rezerva na deo dinarske osnovice sa 10% na 5%. Radi se o dinarskim depozitima oročenim na više od mesec dana. U Q3 je referentna kamatna stopa sa 9,5%, koliko je iznosila od maja 2007, podignuta na 9,75% u avgustu. Krajem oktobra 2007. repo stopa je ponovo vraćena na 9,5% kolika je ostala do izlaska ovog broja QM-a. Devizni kurs je u Q3 realno apresirao za 4,4% (detaljnije u odeljku 3. "Cene i devizni kurs"), te uzevši sve ove faktore u obzir (obavezne rezerve, kamatnu stopu NBS i devizni kurs) možemo zaključiti da je u Q3, monetarna politika povećala restriktivnost pre svega usled efekta realne apresijacije dinara. To predstavlja blagi zaokret, jer je u prethodna dva kvartala 2007. monetarna politika bila manje restriktivna nego u Q3, s tendencijom popuštanja restriktivnosti.

NBS povlači značajnu količinu dinara kroz repo tržište u Q2...

... uprkos nepromjenjenoj nominalnoj repo stopi

Tabela T8-6. Stope obavezne rezerve banaka kod NBS¹⁾, dec. 2004 – nov. 2006

	12/2004	05/2005	07/2005	10/2005	11/2005	03/2006	04/2006	05/2006	11/2006	12/2006	10/2007
Stopa na: (u %)											
DINARSKU OSNOVICU	21	20	20	18	18	18	18	18	15	10	10
od čega:											5
dinarski depoziti oročeni na preko 1 meseca											
sredstva na nerezidentnim računima sa rokom dospeća do 2 godine:								60	60		
sredstva na nerezidentnim računima sa rokom dospeća preko 2 godine:								40	40		
DEVIZNU OSNOVICU	21	26	29	35	38	40	40	40	40	45	45
od čega:								60	60	60	45
zaduženje banaka u inostranstvu sa rokom dospeća do 2 godine ²⁾ :											
NOVU DEVIZNU ŠTEDNJU ³⁾	47	47	45	41	38	40	40	40	40	40	40
SUBORDINIRANI KAPITAL						20	20	20	20	20	20
Najvažnije izmene i dopune:	uvodenje obavezne rezerve na kredite iz inostranstva	razdvajanje dinarske i devizne osnovice		stopa 38% važi i za novu deviznu štednju		uvodenje obavezne rezerve na subordinirani kapital					

Izvor: NBS.

1) Primjenjuje se na prosečno dnevno knjigovodstveno stanje osnovice u poslednjem kalendarskom mesecu. Važi od 10.-og u narednom mesecu. Banka je obavezna da u obračunskom periodu održava prosečno dnevno stanje izdvojene rezerve u visini obračunate rezerve.

2) Do aprila 2006. godine i od decembra 2006., zaduženje banaka u inostranstvu je jedinstveno tretirano bez obzira na ročnost. Stoga, ova potkategorija nema vrednosti zaključno s martom 2006. i od decembra 2006., odnosno jedinstvena devizna osnovica se primjenjuje na sve prilive iz inostranstva po osnovu zaduženja poslovnih banaka.

3) Prema važećoj regulativi do decembra 2005. godine obaveze poslovnih banaka da izdvajaju sredstva kod NBS po osnovu prikupljene nove devizne štednje stanovništva (štredni ulozi položeni posle 30.06.2001) bile su regulisane posebnom odlukom NBS. Regulativa postaje jedinstvena od trenutka izjednačavanja stope obavezne rezerve na sva devizna sredstva poslovnih banaka.

Napomene:

Prema važećim propisima u obaveznu rezervu banaka kod NBS ulaze:

- u dinarsku osnovicu: dinarski depoziti (uključujući i državu), dinarski krediti (uključujući i državu), hartije od vrednosti i druge dinarske obaveze.
- u deviznu osnovicu: devizni depoziti (uključujući i državu), dinarski depoziti indeksirani na stranu valutu, devizni krediti (uključujući i državu), subordinirani kapital, hartije od vrednosti, druge devizne obaveze i druga devizna sredstva primljena iz inostranstva po poslovima koje banka obavlja u ime i za račun trećih lica.

Iz dinarske i devizne osnovice isključuju se: iznos obaveza prema NBS; do decembra 2005 godine - iznos obaveza po deviznoj štednji položenoj kod banaka posle 30.06.2001; iznosi nastali u vezi sa regulisanjem duga po staroj deviznoj štednji; i iznosi u vezi sa reprogramiranim dugom prema poveriocima Pariskog i Londonskog kluba. Osnovica se umanjuje za iznose dugoročnih stambenih kredita osiguranih kod Nacionalne korporacije za osiguranje stambenih kredita.

8. Monetarni tokovi i politika

Tabela T8-7. Struktura deviznih rezervi Srbije, stanja i tokovi 2005–2007

	2005		2006				2007		
	Sep.	Dec.	Mar.	Jun	Sep.	Dec.	Mar.	Jun	Sep
	u milionima evra, stanja								
Neto strana aktiva Srbije	2.548	2.544	2.303	2.674	4.403	5.164	5.413	6.130	6.347
Poslovne banke, neto	-761	-1.451	-2.042	-2.921	-2.920	-3.188	-3.213	-2.918	-2.998
Bruto rezerve	787	784	594	593	748	707	693	712	690
Obaveze	-1.548	-2.235	-2.636	-3.514	-3.668	-3.895	-3.906	-3.630	-3.688
Narodna banka Srbije, neto	3.309	3.995	4.345	5.595	7.323	8.352	8.626	9.048	9.345
Bruto rezerve	4.276	4.969	5.357	6.390	7.914	9.052	8.819	9.246	9.535
Obaveze	-967	-974	-1.011	-795	-591	-700	-193	-198	-190
MMF	-765	-748	-787	-575	-373	-181	6	1	3
Ostale obaveze	-202	-226	-225	-220	-218	-519	-200	-199	-193
STRUKTURA NETO REZERVI NBS									
1. Narodna banka Srbije, neto	3.309	3.995	4.345	5.595	7.323	8.352	8.626	9.048	9.345
1.1 Depoziti poslovnih banaka	-1.262	-1.725	-1.995	-2.858	-3.126	-3.210	-3.358	-3.478	-3.584
1.2 Depoziti države	-170	-220	-247	-123	-1.213	-1.309	-1.247	-1.160	-1.172
1.3 NBS sopstvene rezerve	1.878	2.050	2.103	2.614	2.983	3.833	4.021	4.410	4.589
	(1.3 = 1 - 1.1 - 1.2)								
	u milionima evra, kumulativi od početka godine								
Neto strana aktiva Srbije	540	535	-240	131	1.859	2.620	249	967	1.183
Poslovne banke, neto	-533	-1.223	-591	-1.469	-1.468	-1.737	-24	270	190
Bruto rezerve	-27	-29	-190	-191	-36	-77	-14	5	-17
Obaveze	-506	-1.194	-401	-1.278	-1.433	-1.660	-10	266	207
Narodna banka Srbije, neto	1.072	1.758	350	1.600	3.328	4.357	274	696	993
Bruto rezerve	1.167	1.860	388	1.421	2.945	4.083	-233	194	483
Obaveze	-95	-102	-37	179	383	274	507	502	510
MMF	-61	-44	-38	173	375	567	187	182	184
Ostale obaveze	-34	-58	1	6	8	-294	320	320	327
STRUKTURA NETO REZERVI NBS									
1. Narodna banka Srbije, neto	1.072	1.758	350	1.600	3.328	4.357	274	696	993
1.1 Depoziti poslovnih banaka	-441	-904	-270	-1.133	-1.401	-1.485	-148	-269	-374
1.2 Depoziti države	-45	-95	-27	97	-993	-1.089	63	149	137
1.3 NBS sopstvene rezerve	587	759	53	564	933	1.783	188	577	756
	(1.3 = 1 - 1.1 - 1.2)								

Izvor: NBS.

Napomena:

Devizne obaveze NBS se u monetarnom pregledu i u bilansu NBS tretiraju različito. U ovu kategoriju u monetarnom pregledu uključeni su krediti od MMF-a i ostale obaveze prema inostranstvu, dok su u bilansu NBS pored navedenih stavki obuhvaćeni i devizni depoziti poslovnih banaka (sredstva obavezne rezerve i ostali devizni depoziti).

9. Finansijska tržišta

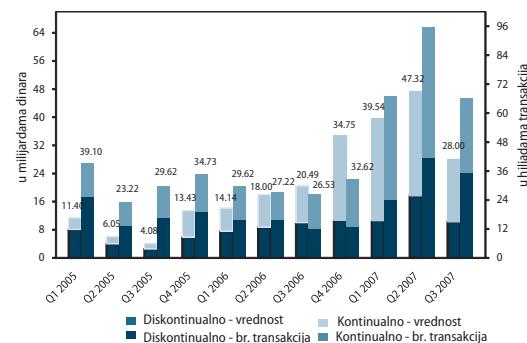
Stagnacija cena i prinosa i značajan pad prometa na domaćim finansijskim tržištima, obeležili su Q3 2007. godine. Indeksi Beogradske berze kretali su se u relativno uskom pojasu od 200 indeksnih poena i u Q3 izgubili na vrednosti manje od pola procenta. Prinosi na obveznice kretali su se u opsegu od 40bp, pri čemu su u proseku izgubili od 7bp do 17bp, osim prinosa na A2008 i A2009 koji su porasli za 25bp, odnosno 5bp. Obim na tržištu akcija mereno i dinarskim prometom i brojem obavljenih transakcija, pao je prvi put u poslednje dve godine, i to za čak 41% mereno dinarskim prometom, odnosno 31% mereno brojem transakcija. Padu su podjednako doprineli i kontinuirani i diskontinuirani segment tržišta. Svi domaći investicioni fondovi, za razliku od tržišta, ostvarili su blagi rast vrednosti u Q3. Uprkos porastu nominalnih prinosa na REPO operacije NBS za 25bp, realni prinosi, mereni u odnosu na inflaciju, nastavili su pad. Na drugoj strani, zbog apresijacije dinara, došlo je do rasta realnih prinosa merenih u odnosu na kurs dinar/evro koji su u Q3 dostizali skoro 30%.

U Q3 došlo je do velikog pada obima na tržištu akcija nakon dugog trenda rasta

U Q3 2007. dolazi do promene trenda u kretanju obima na domaćem tržištu akcija mereno i dinarskim prometom i brojem obavljenih transakcija (Grafikon T9-1). Prvi put nakon dužeg vremena dolazi do smanjenja obima tržišta akcija.

Dinarski promet je izgubio vrednost nakon dve godine neprekinutoga rasta. Ukupna vrednost prometa pala je za čak 40,83% u odnosu na prethodni kvartal i iznosi oko 28 milijardi dinara. Pad vrednosti zabeležen je i na kontinuiranom i na diskontinuiranom segmentu trgovanja, i to približno jednak. Deo tržišta na kome se trguje metodom kontinuiranog trgovanja izgubio je 40,21% u vrednosti prometa, dok je na diskontinuiranom tržištu ostvaren dinarski promet – manji za 41,87%.

Grafikon T9-1. Obim i struktura trgovanja akcijama, 2005–2007



Izvor: www.belex.co.yu.

Legenda: MPC metod preovlađujuće cene, MCMK - minimalna cena minimalna količina, BLOK-cena blok transakcija.

Ukupan broj obavljenih transakcija, u odnosu na Q2, opao je za 30,64%, tako da je u Q3 obavljeno ukupno oko 66 hiljada transakcija, ili za oko 29 hiljada transakcija manje nego u prethodnom kvartalu. Manje transakcija obavljeno je i metodom kontinuiranog trgovanja i na diskontinuiranom segmentu tržišta, i to 42,44%, i 15,26% respektivno u odnosu na prethodni kvartal.

Posmatrano međugodišnje, zabeležen je rast tržišta, ali značajno manji nego u prethodnom kvartalu. Dinarska vrednost prometa u Q3 međugodišnje je porasla za oko 37%, dok je u Q2 zabeležen međugodišnji rast prometa od čak 163%. Rast je povuklo kontinuirano trgovanje koje je u odnosu na Q3 prošle godine poraslo

za 69%, nasuprot dikontinuiranom tržištu koje je ostvarilo rast od samo 2,7% u odnosu na Q3 2006.

Nastavlja se smanjivanje vrednosti prosečne transakcije

Vrednost prosečne transakcije u Q3 iznosila je 423,6 hiljada dinara, što je 14,7% manje nego u Q2. Nastavljeno “usitnjavanje” transakcija ukazuje na dalje povećanje učešća manjih, individualnih investitora na tržištu akcija. Taj trend je započet početkom godine kada je vrednost prosečne transakcije u Q1 smanjena za oko 44% u odnosu na Q4 2006.

U Q3 pet najtrgovanih akcija zaslужno je za 62% prometa na kontinuiranom tržištu

I u Q3 je najveći deo trgovanja bio koncentrisan na relativno mali broj akcija. Korpa od pet najtrgovanih akcija učestvovala je sa 61,7% u ukupnom prometu na segmentu tržišta na kome se trguje kontinuiranom metodom. Od toga je, opet, samo jedna akcija, AIK banka a.d. Niš (AIKBN), zasluzna za skoro 25% prometa kontinuiranog dela tržišta. Korpa od pet akcija koje su

9. Finansijska tržišta

tokom Q3 2007. uvek bile pri vrhu tržišta po obimu trgovanja, ostala je ista kao i u prethodnom kvartalu¹.

Kretanje berzanskih indeksa u Q3 smiruje se nakon burnog Q2

Nakon burnog Q2, u Q3 dolazi do smirivanja tržišta akcija i vrednosti indeksa koji su se kretali u uskom pojasu od 200 indeksnih poena, s blagim opadajućim trendom (Grafikon T9-2). Indeksi BELEX15² i BELEXline³ izgubili su po 0,23%, odnosno 0,13%, dok je indeks SRX EUR⁴ pao za 0,88%. Od početka Q3, BELEX15 i SRX EUR rasli su do kraja jula kada oba indeksa dostižu i svoje maksimalne vrednosti u Q3 od 2.917,29, odnosno 1.646,09 indeksnih poena. Tada dolazi do preokreta i indeksi gube vrednosti sve do kraja druge dekade septembra, kada nastupa novi period rasta koji traje do kraja kvartala. BELEXLine je pratio sličnu putanju, osim što je prva faza njegovog rasta trajala do sredine avgusta kada je indeks postigao maksimalnu vrednost za posmatrani period od 4.568,64 indeksnih poena.

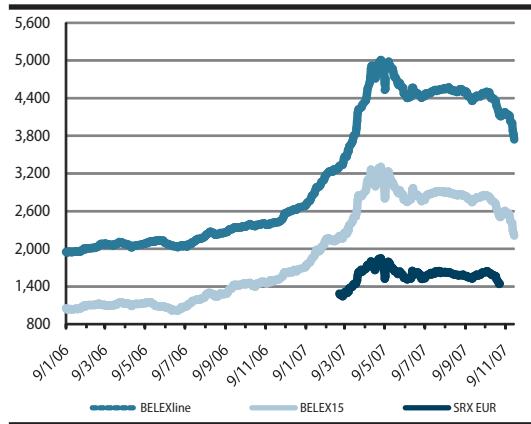
Od sredine oktobra veliki pad vrednosti oba indeksa Beogradske berze

Početkom Q4 indeksi BELEX15 i BELEXLine nastavljaju kratkotrajno da rastu, a onda sledi nagli pad sredinom oktobra. Od početka oktobra do sredine novembra BELEX15 i BELEXline su izgubili 10,21% i 7,26%, respektivno, da bi 20. novembra BELEX15 u jednom danu izgubio 4,95% svoje vrednosti, a BELEXline 3,05%. Ovo je bio najveći dnevni pad za indekse Beogradske berze od 9. maja ove godine kada je BELEX15 u jednom danu izgubio 6,53%. Za razliku od maja meseca, kada je nakon naglog pada indeksa sutradan došlo do uzlazne korekcije, u novembru se to nije desilo. Indeksi su i naredna dva dana nastavili sa, nešto blažim, padom.

Još neke berze u regionu u Q3 beleže pad

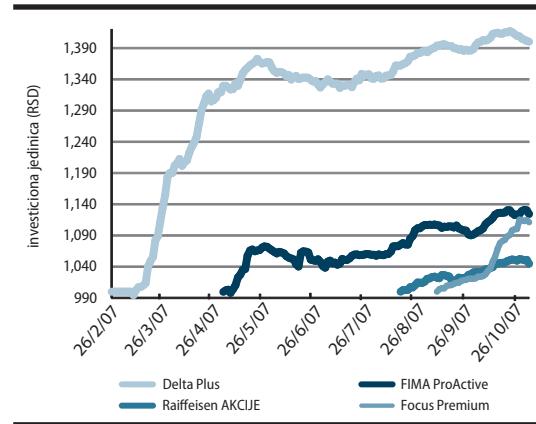
Ako obratimo pažnju na tržišta kapitala u regionu, Beogradska berza nije usamljena u opadajućem trendu tokom Q3. Indeksi MOSTE, Crnogorskog tržišta akcija, BIRS, banjalučke berze, i rumunski BET izgubili su, redom, po 13,37%, 11,89% i 6,36%. U poređenju s njima, kretanje Beogradske berze se pre može smatrati stagnacijom nego opadajućim trendom. S druge strane, indeksi Crobex, Zagrebačke berze, makedonski MBI-10 i bugarski SOFIX ostvarili su rast, i to 4,83%, 28,58% i 25,5%, respektivno.

Grafikon T9-2. BELEXfm, BELEX15 i SRX EUR indeksi, 2006–2007



Izvor: www.belex.co.yu, www.wienerborse.at

Grafikon T9-3. Investicioni fondovi, 2007



Izvor: www.deltainvestments.co.yu, www.fimainvest.com, www.focusinvest.biz, www.raiffeiseninvest.co.yu

U Q3 2007, za razliku od prethodnog kvartala, fondovi ne prate kretanje srpskog tržišta kapitala koje gubi na vrednosti, već beleže blagi porast vrednosti. Tokom Q3 2007, investicioni fondovi Delta Plus i Fima ProActive ostvarili su rast investicione jedinice od 4,98% i 4,32% respektivno, dok su u istom periodu indeksi BELEX15 i BELEXLine izgubili 0,23%, odnosno 0,13%⁵ (Grafikon T9-3). U drugoj polovini Q3 počela su s radom dva nova otvorena investaciona fonda: Raiffeisen AKCIJE i Focus Premium. Oba fonda po vrsti jesu fondovi rasta vrednosti imovine.

1 Korpu čine akcije: AIKB (Aik banka), MTBN (Metals banka), AGBN (Agrobanka), SJPT (Soja protein i ENHL (Energoprojekt holding), koje su tokom Q1, Q2 i Q3 2007. neprekidno bile u prvih deset akcija po vrednosti obima trgovanja).

2 Indeks najlikvidnijih akcija Beogradske berze.

3 Opšti indeks akcija Beogradske berze.

4 Indeks 8 najlikvidnijih akcija Beogradske berze koji izračunava Bečka berza (Wiener Börse).

5 Prinos u Q3 je meren kao $\ln(A/B) \times 100\%$ gde je A vrednost investicione jedinice fonda ili vrednost indeksa prvog dana trgovanja Q3, a B ta vrednost poslednjeg dana trgovanja u Q3.

Od svog osnivanja do kraja Q3 – fondovi su ostvarili prinos od 3,12%, odnosno 2,13%. Ako se posmatra period od 6. septembra do 30. oktobra, za koji postoje podaci o kretanju vrednosti investicione jedinice za sve fondove, fondovi Delta Plus, Fima ProActive, Raiffeisen AKCIJE i Focus Premium ostvarili su prinose 0,44%, 1,59%, 2,15% i 10,56% respektivno. U istom periodu, indeksi Beogradske berze BELEX15 i BELXline – izgubili su na vrednosti, i to po 12,31% i 8,31% respektivno.

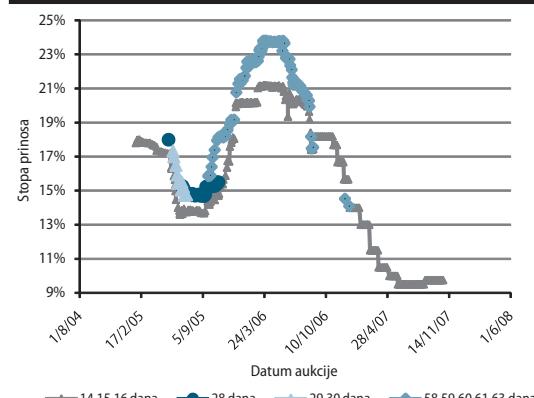
Narodna banka Srbije je u Q3 podigla kamatnu stopu na 2w repo transakcije. Referentna kamatna stopa koja je iznosila 9,5% povećana je, za 25bp, na 9,75% krajem avgusta (Grafikon T9-4). Krajem oktobra, NBS je vratila kamatnu stopu na 2w repo na 9,5%.

Realni prinosi posmatrani u odnosu na stopu inflacije nastavili su pad uprkos povećanju nominalne stope (Grafikon T9-5). Realni prinosi su se sa 3,63% na početku Q3 smanjili za 133 bp, na 2,3%, da bi u prvoj polovini Q4 pali na 1,24%. S obzirom na to da je NBS podigla referentnu kamatnu stopu, glavni uzrok daljeg pada realnih prinosa na repo operacije jeste nastavak ubrzavanja inflacije.

NBS krajem Q3 podigla stopu na 2w repo za 25bp.

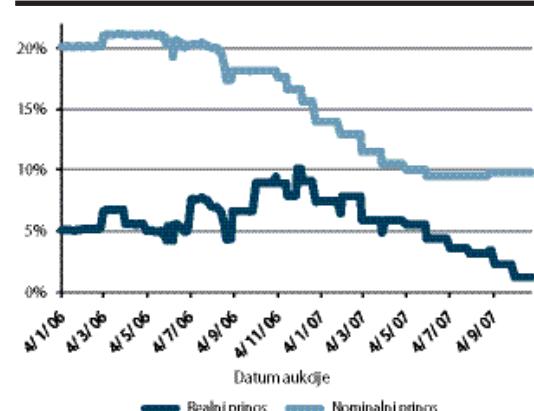
Realni prinosi na repo beleže pad u Q3...

Grafikon T9-4. Repo prinosi 2004–2007 (po ročnosti)



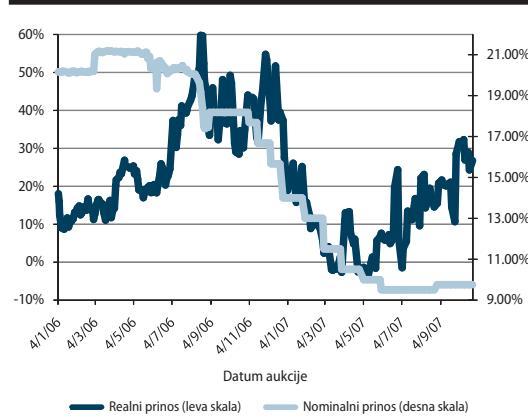
Izvor: NBS.

Grafikon T9-5. Realni (u odnosu na inflaciju) i nominalni REPO prinosi, 2006–2007



Izvor: NBS.

Grafikon T9-6. Realni (u odnosu na kurs dinar/evro) i nominalni repo prinosi, 2006–2007



Izvor: NBS.

⁶ Prinosi računati u odnosu na promenu kursa su od značaja za investitore koji dolaze iz strane valute da bi investirali u hartije NBS. Obrazloženje takvog pristupa računanju realnih stopa prinosa, detaljno je razmatrano u tekstu Pod lupom 1: "Devizni kurs i politika NBS u Srbiji 2002–2006", QM broj 5.

⁷ Videti odeljak 8. "Monetarni tokovi i politika" u ovom broju QM-a.

S druge strane, realni prinosi na repo operacije u odnosu na kretanje kursa dinar/evro (promena prethodna tri meseca⁶) još od maja meseca imaju uzlazni trend (Grafikon T9-6). Ovako mereni realni prinosi su mnogo nestabilniji od onih računatih u odnosu na inflaciju, pa su se tako tokom Q3 kretali u opsegu od -1,48%, početkom jula, do 28,5%, krajem septembra. Očigledno je da sa ponovnom apresijacijom dinara, ovako računati realni prinosi na repo operacije rastu, što u praksi znači da su ponovo veoma interesantni investitorima. Tako je u Q3 ponovo značajno povećan stok repo plasmana.⁷

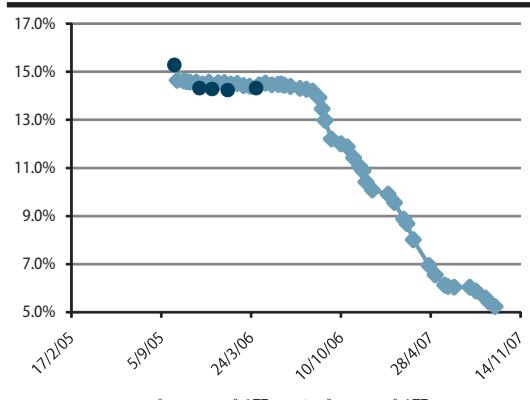
9. Finansijska tržišta

Prinosi na Trezorske zapise Republike Srbije u Q3 pali za 80bp

Konstantan pad prinosa na Trezorske zapise Republike Srbije nastavio se i u Q3 2007. (Grafikon T9-6). Tokom posmatranog kvartala prinosi su izgubili oko 80bp i na kraju Q3 iznose oko 5,20%. Kao i u prethodnim kvartalima na aukcijama su nuđeni samo zapisi ročnosti 3 meseca, a vrednosti emisija bile su 400 miliona, 800 miliona ili milijardu dinara. Ukupna nominalna vrednost svih TZ emitovanih tokom Q3 iznosila je 3,8 milijardi dinara, za 700 miliona dinara manje nego u Q2 2007.

Na tržištu obveznica stare devizne štednje došlo je do smanjenja obima i prometa u odnosu na prethodni kvartal. U Q3 obim je iznosio oko 51,3 miliona evra što je za 34,59% manje nego u Q2, dok je promet s vrednošću od 36,8 miliona evra opao za 39,74%. Generalno, u promenama u obimu i prometu obveznicama SDŠ ne može se uočiti bilo kakav trend. U Q2 došlo je do porasta u odnosu na Q1 2007, ali su u Q1 2007. obim i promet pali u odnosu na Q4 2006. Pre se može reći da se rast i pad smanjuju naizmenično po kvartalima (Grafikon T9-8).

**Grafikon T9-7. Stope prinosa na tržištu
trezorskih zapisa, 2005–2007**

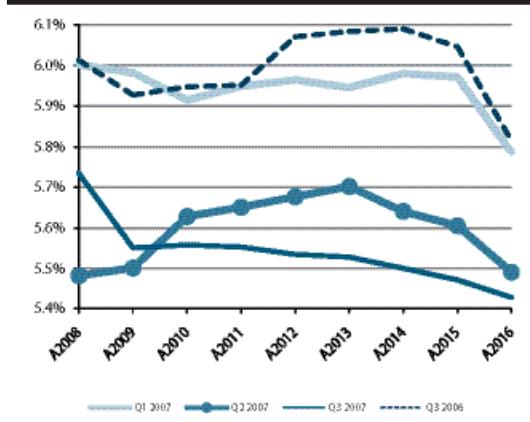


Izvor: Ministarstvo finansija RS.

Na tržištu obveznica SDŠ u Q3 smanjen je obim trgovanja

Značajan pad prometa i na tržištu obveznica SDŠ

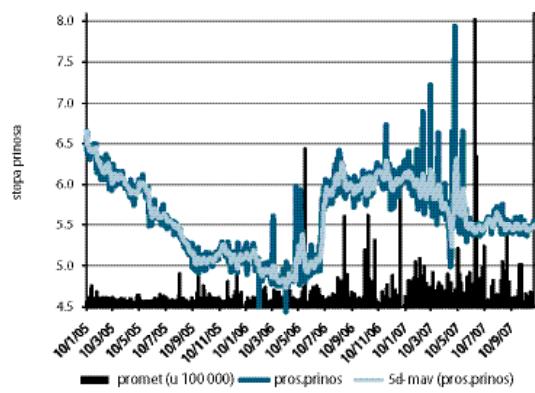
**Grafikon T9-9. Krive prosečnih prinosa na
obveznice SDŠ**



Izvor: www.belex.co.yu.

Prinosi na obveznice najkraće ročnosti blago rastu, dok za ostale ročnosti blago padaju

**Grafikon T9-8. Prosečan prinos na
obveznice SDŠ¹⁾**



Izvor: www.belex.co.yu.

1) Na grafikonu su prikazane prosečne vrednosti, kada se izuzme abnormalni prinos od 42% na obveznici A2006 10. marta 2006.

Napomena: Grafikon je dobijen kao ponderisani prosečni prinos na hartije A2006 do A2016. Kao ponderi su korišćene vrednosti prometa na svakoj od hartija.

Prosečni prinosi na obveznice SDŠ bili su relativno stabilni tokom Q3 (Grafikon T9-8). Prosečan prinos na celo tržište kretao se u opsegu od 37bp pri čemu su najnestabilniji bili prinosi na A2008, A2009 i A2016 koji su se kretali u opsegu od 105bp, 138bp i 116bp respektivno. Za razliku od prethodnih kvartala, kada su obveznice najmanje ročnosti ostvarivale najveći pad prinosa, u Q3 je prosečan prinos na A2008 porastao za 25bp, a na A2009 za 5bp u odnosu na Q2, dok su ostale obveznice izgubile u proseku između 7bp i 17bp⁸.

U Q3 je došlo do izravnavanja krive prosečnih prinosa na obveznice SDŠ (Grafikon T9-9). Cela kriva je invertovana⁹ i, za ročnost od dve do sedam godina, skoro ravna¹⁰ s blagim opadajućim

8 Opseg u kome su se kretali prinosi pojedine obveznice tokom posmatranog kvartala, meren je kao razlika između maksimalnog i minimalnog ostvarenog prinosu u posmatranom periodu. Rast, odnosno pad prosečnih prinosa između dva kvartala za pojedinu obveznicu, meren je kao razlika između ostvarenih prosečnih prinosa na tu obveznicu u posmatranim kvartalima.

9 Prinosi na obveznice s kraćim dospećem veći su od prinosa na obveznice s dužim dospećem.

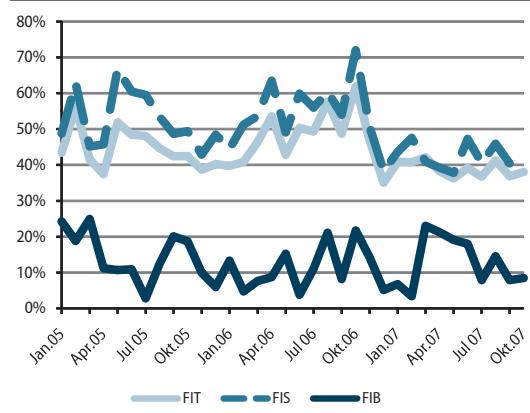
10 Prinosi na obveznice različite ročnosti približno su isti.

trendom, nasuprot prethodnom kvartalu kada je kriva bila pogrbljena¹¹. U teoriji ravna kriva prinosa govori o nesigurnosti u ekonomiji, dok invertovana kriva ukazuje da investitori očekuju smanjenje kamatnih stopa u budućnosti. Invertovana kriva može biti indikator usporavanja ekonomije ili čak i recesije, ali uz verovanje investitora da će inflacija ostati na niskom nivou. S druge strane, povećanje rizika i neizvesnosti na tržištu može uzrokovati bežanje u sigurnije investicije i veću tražnju za dugoročnjim obveznicama što podiže njihovu cenu i obara prinose dovodeći do invertovane krive prinosa.

U odnosu na Q1 2007. i Q3 2006. došlo je do paralelnog pomeranja cele krive nadole. Taj pad u prinosima po svim ročnostima može se objasniti lošim performansama tržišta akcija koje je nakon perioda velikog rasta, u prethodnom kvartalu imalo značajnu korekciju, čiji opadajući trend se nastavlja i dalje – što ga čini manje atraktivnim. Osim toga, politička neizvesnost u zemlji uzrokuje pomeranje investitora u sigurnije hartije, što je dovelo do rasta cena obveznica SDŠ, i samim time, pada prinosa.

Grafikon T9-10. Stope učešća stranih investitora, 2005–2007

Učešće stranih investitora na tržištu akcija stabilno, a na tržištu obveznica pada



Izvor: www.belex.co.yu.

Legenda: FIT - Učešće stranih investitora u ukupnom prometu, FIS - strani investitori na tržištu akcija, FIB - strani investitori na tržištu obveznica.

Na tržištu obveznica je obrnuto kretanje: rast učešća stranih investitora, započet u septembru, nastavio se i u oktobru, pa njihovo učešće iznosi 8,49%.

Na tržištu akcija u Q3 prosečno učešće stranih investitora ostalo je približno isto kao u prethodnom kvartalu (kriva FIS, Grafik T9-10). S druge strane, učešće stranih investitora na tržištu obveznica – značajno je palo u Q3 u odnosu na prethodni kvartal (kriva FIB, Grafikon T9-10). U prosjeku su strani investitori učestvovali u trgovanim SDŠ sa 10,13% nasuprot 19,47% u prethodnom kvartalu. Tokom jula i septembra učešće je bilo samo oko 7%, dok je u avgustu s kratkotrajnim porastom prometa došlo i do dupliranja učešća stranih investitora.

U oktobru je došlo do blagog povećanja učešća stranih investitora na celom tržištu, na 38,01% u odnosu na 36,85% u septembru, (kriva FIT, Grafikon T9-10), ali se na tržištu akcija nastavio pad učešća započet u septembru i sada je 39,47%.

¹¹ Prinosi na obveznice s kraćim i dužim dospećem približno su isti, dok su srednjoročni prinosi najviši.

POD LUPOM

Deficit tekućeg računa u Srbiji: uzroci, razlozi za zabrinutost i posledice

Peter Sanfey*

Od samog početka tranzicije, Srbija ima relativno visok deficit tekućeg računa. U javnosti se često postavljaju pitanja koliko je to zabrinjavajuće i da li nam preti platnobilansna kriza. U ovom tekstu objašnjavamo koji su uzroci visokog deficita i pokazujemo da su se skoro sve tranzacione ekonomije u Istočnoj Evropi susrele sa ovim problemom. Suštinski uzroci deficita leže u kombinaciji sledećih faktora: (1) privrede koja je (isprva) u recesiji, (2) velikih potreba za ulaganjem i nedovoljne domaće štednje i (3) predimenzioniranog državnog aparata. Iznosimo argumente da deficit tekućeg računa verovatno nije problem u kratkom roku, ali da se na srednji rok mora raditi na njegovom smanjivanju. Kao mere koje će doprineti dugoročnom smanjenju deficita tekućeg računa predlažemo sistemski i strukturna rešenja: završetak privatizacije, smanjivanje veličine državne administracije i aktivan rad na povećanju priliva stranih direktnih „grinflild“ investicija.

1. Uvod

Deficit tekućeg računa se u Srbiji stalno pominje u vestima, to jest bar u onima koje čitaju ekonomisti, poslovni ljudi i kreatori politike. Mnogi od njih zabrinuti su zbog deficita: boje se da je previsok ili čak da će se pokazati neodrživim. MMF je nedavno upozorio da će “deficit tekućeg računa ostati visok” i da će “sadašnji miks neuravnoteženih domaćih politika dalje povećati zabrinutost u pogledu eksterne stabilnosti.”^{a)} Ali šta je to zapravo deficit tekućeg računa? Kada bi trebalo da se smatra “visokim”, i šta znači “neodrživ”? Koje su moguće posledice višegodišnjeg visokog deficita tekućeg računa? Da li bi Vlada ili centralna banka trebalo da preduzmu nešto povodom te situacije, ili bi njen rešavanje trebalo da prepuste tržištu?

U ovom radu izneću svoje lične stavove o deficitu tekućeg računa u Srbiji, a pokušaću i da odgovorim na postavljena pitanja. Na neka od njih je relativno lako dati odgovor, dok su druga teža. Tačnije, ekonomisti se ne slažu u tome da li veliki deficit tekućeg računa nužno predstavlja problem; čak i oni koji smatraju da je tako ne slažu se oko mogućih rešenja. Moje mišljenje je da se kod ovog problema mora sagledati srednjoročna perspektiva. Mala je verovatnoća da će se Srbija na kratak rok suočiti s krizom vezanom za deficit tekućeg računa – mada se ni tako nešto ne može isključiti, posebno ako se politička situacija značajno pogorša. Deficit tekućeg računa prirodna je pojava u otvorenim, razvojnim privredama zemalja u tranziciji, i može se više godina održati na naizgled visokom nivou. Stoga bi trebalo izbegavati normativu sročenu tako da se povećanje deficita automatski smatra “pogoršanjem”, jer to može dovesti čitaoca u zabludu. Pa ipak, srpska privreda suočava se sa više fundamentalnih dugoročnih izazova koji će, ako se sada ne reše, skoro sigurno dovesti do iznenadnog i bolnog preokreta deficita tekućeg računa u budućnosti.

* Glavni ekonomista Evropske banke za obnovu i razvoj (EBRD). Rad pripremljen za FREN-ov *Kvartalni monitor*. Zahvalan sam Marku Atanasovskom (Atanasovsky) na izuzetnoj pomoći koju mi je pružio tokom istraživanja, kao i Fabriciju Koričeliju (Fabrizio Coricelli) i Ivu Germanu (Ivo German) za komentare koje su dali na raniju radnu verziju ovog rada. U ovom radu su izneta moja lična mišljenja, a ne nužno stavovi Evropske banke za obnovu i razvoj.

2. Šta je to tekući račun?

Tekući račun predstavlja evidenciju kupovine robe i usluga jedne zemlje od drugih zemalja. U većini zemalja, uključujući i Srbiju, glavne dve stavke su *izvoz i uvoz robe*, a razlika između njih se naziva *trgovinskim deficitom* ako je vrednost uvezene robe veća od vrednosti izvezene, odnosno *trgovinskim suficitom* ako je obrnuto. Drugi elementi tekućeg računa su i izvoz i uvoz usluga, prilivi i odlivi po osnovu kamata, kao i doznake iz inostranstva i prema njemu. Suma priliva umanjena za sumu odliva računa se kako bi se izveo ukupni bilans tekućeg računa.

U Tabeli L1-1 prikazan je pregled deficitra tekućeg računa u Srbiji, obračunatog u američkim dolarima, od 2000. do 2006. Iz te tabele vidi se da se deficit drastično uvećao tokom relativno kratkog perioda, i to sa samo 153 miliona dolara 2000. na rekordnih 3.656 miliona dolara prošle godine. Deficit se tokom prošle godine uvećao za više od 50%, što možda može da objasni zašto se ovih dana o njegovoj veličini razgovara sa tolikom zabrinutošću. Uz to, Srbija ima ogroman trgovinski deficit – u 2006. godini iznosio je više od šest milijardi dolara. Razloga za optimizam ipak ima: rast izvoza je visok, čak i ako se uzme u obzir značajna apresijacija dinara u odnosu na evro i dolar u poslednjih nekoliko godina. Postoje i manji deficiti na računima usluga i dohotka, ali i veliki suficit po stavci tekućih transfera, koje uglavnom čine doznake građana Srbije koji žive i rade u inostranstvu.

Tabela L1-1. Tekući račun Srbije (u milionima američkih dolara), 2000–2006

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
I. Tekući račun	-153	-285	-1.247	-1.420	-2.869	-2.224	-3.656
1. Roba	-1.582	-2.308	-3.228	-4.021	-6.469	-5.290	-6.230
1.1. Izvoz f.o.b	1.645	1.821	2.212	3.319	4.082	4.970	6.486
1.2. Uvoz f.o.b	-3.227	-4.129	-5.440	-7.340	-10.551	-10.260	-12.716
2. Usluge	141	244	130	202	175	-6	-62
2.1. Prihodi	421	614	749	1.039	1.477	1.636	2.107
2.1. Rashodi	-280	-370	-619	-837	-1.302	-1.642	-2.169
3. Kamate	-1	6	-73	-136	-216	-324	-395
3.1. Naplaćene	53	48	62	69	80	98	194
3.2. Plaćene	-54	-42	-135	-205	-296	-422	-589
4. Tekući transferi	1.018	1.182	1.428	2.059	3.166	3.067	2.803
4.1. Naplaćeni	1.302	1.556	1.798	2.499	3.766	3.902	4.355
4.2. Plaćeni	-284	-374	-370	-440	-600	-836	-1.552
5. Zvanične donacije	271	591	496	476	475	329	228

Izvor: Narodna banka Srbije.

Na ovom mestu bi mogla pomoći analogija između država i domaćinstava. Države koje imaju deficit tekućeg računa nalikuju porodicama koje troše više nego što zarađuju, pa u tom smislu možemo reći da žive bolje nego što to mogu da priušte. Naravno, tu nema ničeg lošeg, sve dok ne pokušavaju da se ovako ponašaju neograničeno dugo. Baš kao što jedna porodica nekako mora da plati svoje račune, uz pomoć pozajmice ili trošenjem uštedevine, ili možda tako što proda deo svoje imovine (“porodično srebro”), i države takođe nekako moraju da balansiraju svoje račune. Način na koji to čine vidi se iz kapitalnog računa, koji pokazuje koju su imovinu u domaćem vlasništvu kupili stranci, kao i neto zaduženje u inostranstvu (vidi Tabelu L1-2).

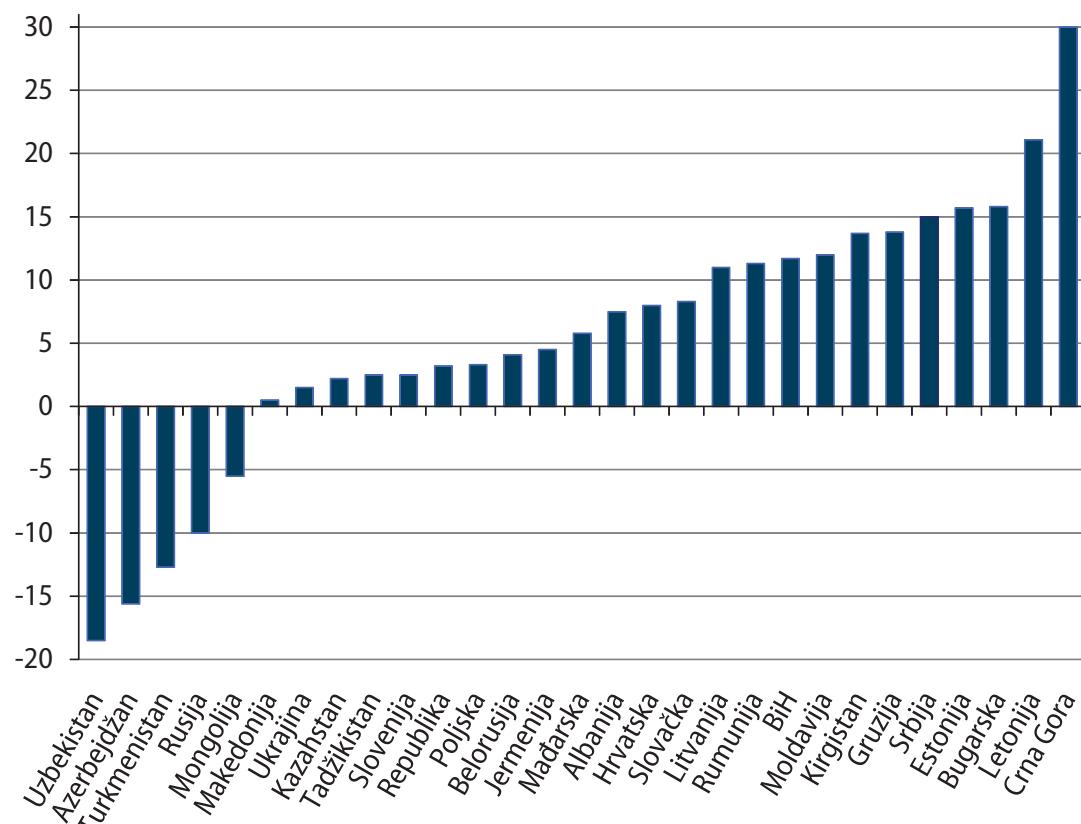
Kao što se vidi iz Tabele L2-2, svake godine od 2000. suficit kapitalnog računa prelazi deficit tekućeg računa. Suficit kapitalnog računa je prošle godine znatno prešao iznos od devet milijardi dolara, pa je tako ukupni bilans (tekući plus kapitalni račun) prešao sumu od 5,4 milijarde dolara. Ako se jedna porodica zaduži ili proda imovinu, i time dobije sumu koja ne samo da pokriva razliku između troškova i prihoda već je i prelazi, višak ide u “uštedevinu”. Na nivou države, višak prihoda od prodaje kapitala odnosno zaduženja preko pokriće deficitra tekućeg računa uzrokuje rast deviznih rezervi koje drži centralna banka. Stoga srpske devizne rezerve rastu svake godine od 2000., pa su tako krajem 2006. iznosile 11,9 milijardi dolara, što predstavlja povećanje od 5,4 milijarde dolara u odnosu na prethodnu godinu.

Tabela L1-2. Kapitalni račun Srbije (u milionima američkih dolara), 2000–2006

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
II. Kapitalne transakcije	339	788	2.048	2.518	3.089	4.720	9.361
1. Strane direktnе investicije	50	165	475	1.365	966	1.550	4.387
2. Srednjoročni i dugoročni krediti	234	216	680	997	1.560	2.198	2.844
2.1. Korišćenje	245	265	756	1.189	2.171	2.959	5.411
2.2. Otplata	-11	-49	-76	-192	-611	-761	-2.567
3. Prevremenata otplata duga i kamata države	0	0	0	0	0	0	-1.135
4. Krediti dati u inostranstvo, neto	...	...	...	...	0	-16	41
5. Kratkoročni krediti	30	73	158	66	449	439	93
6. Ostalo, neto	25	622	801	95	68	423	2.001
7. Poslovne banke, neto	0	-288	-66	-5	46	126	-5
Devizne rezerve NBS, neto (-, povećanje)	-227	-502	-928	-921	-448	-2.027	-5.422

Izvor: Narodna banka Srbije.

Suficit kapitalnog računa sastoji se od mešavine priliva koji uvećavaju kapital prihode i onih koji stvaraju dugovanja, to jest od ulaganja iz inostranstva i zaduživanja u inostranstvu. U poslednjih nekoliko godina, jedan od glavnih izvora finansiranja deficitra tekućeg računa jesu neto strana direktna ulaganja (SDI). Nivo SDI je prošle godine dostigao rekordnih 4,39 milijardi dolara, pa je tako i više nego pokrio deficit tekućeg računa (i to prvi put ove decenije). Suma neto srednjoročnih i kratkoročnih kredita konstantno raste, i u 2006. godini dostiže nivo od preko 2,8 milijardi dolara. Ono što je, pak, zanimljivo kada je reč o ovom trendu – jeste postepeni prelazak sa zvaničnih (državnih) izvora finansiranja na privatne, i to uglavnom na banke u stranom vlasništvu koje daju kredite svojim filijalama u Srbiji. Taj aspekt platnog bilansa privlači sve veću pažnju i sve je veći izvor zabrinutosti, i o njemu će biti više reči u daljem tekstu.

Grafikon L1-3. Pregled deficitra tekućeg računa u zemljama u tranziciji u % BDP, 2006

Izvor: EBRD

3. Koliko je velik deficit?

Da bismo mogli da poredimo deficit tekućeg računa više zemalja, moramo imati referentnu tačku za svaku zemlju. U praksi se deficit najčešće izražava kao procenat BDP-a. Već više godina nivo deficitu tekućeg računa u Srbiji veći je od 10% BDP-a; tokom 2006. dostigao je skoro 15%, a u 2007. porastao još više. Trenutno je viši od proseka susednih zemalja, ali nije drastično različit od nivoa koji su 2006. godine zabeleženi u celom regionu (Grafikon L1-3). Prva stvar koju treba imati u vidu jeste ta da je deficit tekućeg računa česta pojava u centralnoj i istočnoj Evropi i baltičkim zemljama, kao i u jugoistočnoj Evropi, ali, što je zanimljivo, ne i u zemljama bivšeg Sovjetskog Saveza, gde je prošle godine (kao i prethodnih godina) nekoliko zemalja bogatih resursima uživalo suficit tekućeg računa. Deficiti su veliki čak i u centralnoj i istočnoj Evropi i zemljama Baltika: u svim baltičkim državama – koje su članice EU od 2004. i smatraju se najrazvijenijim zemljama u tranziciji – deficit prelazi 10% BDP-a (a u slučaju Letonije viši je čak i od 20% BDP-a). U jugoistočnoj Evropi samo bi se deficit tekućeg računa Republike Makedonije mogao smatrati "malim", dok je deficit Crne Gore, od oko 30% BDP-a, najveći među svim zemljama u tranziciji.

4. Zašto se deficit tekućeg računa i tranzicija javljaju zajedno?

Deficit tekućeg računa karakterističan je za zemlje u tranziciji već 15 godina. Da bismo razumeli zašto je to tako, pomoćiće nam da imamo na umu par korisnih jednačina. Prva je poznata svim studentima osnova ekonomije (jednačina (1)).

$$(1) \quad CAD \equiv (I-S) + (G-T),$$

gde CAD predstavlja deficit tekućeg računa, I su privatne investicije, S je privatna štednja, G državna potrošnja, a T poreski prihodi. Iskazano rečima, deficit tekućeg računa jedne zemlje uvek je jednak jazu između privatnih investicija i štednje s jedne, i državnog budžetskog deficitu s druge strane. U slučaju Srbije, gde je državni budžet manje-više izbalansiran, podatak da postoji veliki deficit tekućeg računa govori nam da su privatna ulaganja mnogo viša od iznosa privatne štednje. Treba imati na umu da ne možemo da tvrdimo da nizak nivo štednje ili prevelika ulaganja nužno "izazivaju" deficit. Jednačina (1) je korisna i zato što nam ukazuje da bi trebalo detaljnije da razmotrimo odluke vezane za investicije i štednju da bismo bolje razumeli zašto je deficit toliko velik.

Jednačina (2) je složenija, ali nam pruža još bolji uvid u problem. Kao što su pokazali Obstfeld i Rogoff (Obstfeld and Rogoff, 1996), u određenim opštim okolnostima deficit tekućeg računa može se iskazati ovako:¹

$$(2) \quad CAD = (Y^* - Y) - (I^* - I) - (G^* - G),$$

gde je Y bruto domaći proizvod (BDP), a $zvezdica$ označava "stalne", odnosno dugoročne nivoe promenljive uz koju стоји. To jest, može se očekivati da jedna zemlja ima deficit tekućeg računa u slučaju da je ispunjen bilo koji od sledećih uslova, odnosno više njih: (a) BDP je ispod svog stalnog ili dugoročnog nivoa, (b) ulaganja su iznad svog dugoročnog nivoa, i (c) državna potrošnja je iznad svog dugoročnog nivoa.

Jednačina (2) nam može pomoći da shvatimo zašto je u zemljama u tranziciji deficit tekućeg računa često visok i zašto opstaje dugo. Gotovo sve zemlje u tranziciji prošle su kroz duboke recesije tokom prvih godina tranzicije, ali većina njih sada beleži snažan privredni rast, i to brži od ostatka svetske privrede.^{b)} Iz toga se može izvući zaključak da je BDP ispod svog dugoročnog nivoa, ali i da sustiže taj nivo. Zemlje u tranziciji su se istovremeno suočavale s ogromnim potrebama za ulaganjem; u većini zemalja, kada su prevaziđene početne teškoće u sprovođenju

b) Realan rast BDP-a u celom tranzicionom regionu 2006. godine beleži rekordno visok rast od 6,9% – vidi EBRD Transition Report 2007: People in Transition

¹ M. Obstfeld and K. Rogoff, *Foundations of International Macroeconomics*, MIT Press, 1996. Vidi takođe i S. Edwards (2001), "Does the Current Account matter?", NBER Working Paper No. W8275. Preduslovi za važenje jednačine (2) jesu: nema ograničenja za zaduživanje, globalna kamatna stopa je konstantna, a globalni diskontni faktor jednak je subjektivnom diskontnom faktoru reprezentativnog pojedinca. Ako se ovi preduslovi relaksiraju, jednačina (2) postaje složenija, ali osnovne informacije koje pruža ostaju iste.

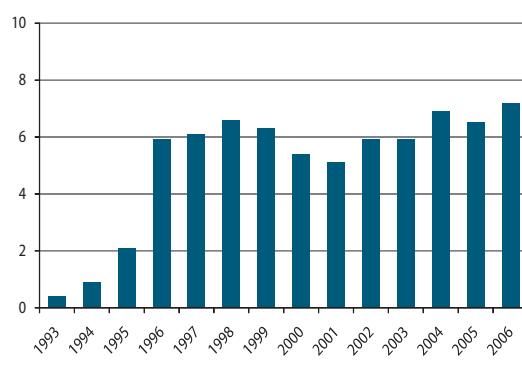
Deficit tekućeg računa u Srbiji: uzroci, razlozi za zabrinutost i posledice

reformi, pojavile su se unosne prilike za ulaganje, i investicije su počele da pritiču. Usled toga su investicije u mnogim slučajevima bile na nivou višem od dugoročnog. I konačno, čitav proces tranzicije sprovodi se da bi se umanjila sveprisutna uloga države i snizio nivo državne potrošnje. Doduše, potrebno je vremena da se državna potrošnja svede na dugoročni nivo.

Iz već navedenih razloga, zemlje u tranziciji često imaju deficit tekućeg računa. Zapravo, zbog same kombinacije: (1) privrede koja je (isprva) u recesiji, (2) velikih potreba za ulaganjem i (3) predimenzioniranog državnog aparata, možemo očekivati velike deficite, koji se u mnogim slučajevima zaista i javljaju. To nas takođe navodi na zaključak da bi deficit trebalo da se smanji protokom vremena, uz oporavak BDP, ublažavanjem potreba za investiranjem i opadanja državne potrošnje kao posledice smanjenja državnog sektora. Pa ipak, na Grafikonu L1-3 smo već videli da veći deo regiona i dalje ima velike deficite tekućeg računa, i to posle čak 15 godina tranzicije u većini slučajeva. Stoga je vredno truda bliže ispitati kretanja deficitita tekućeg računa tokom vremena u regionu.

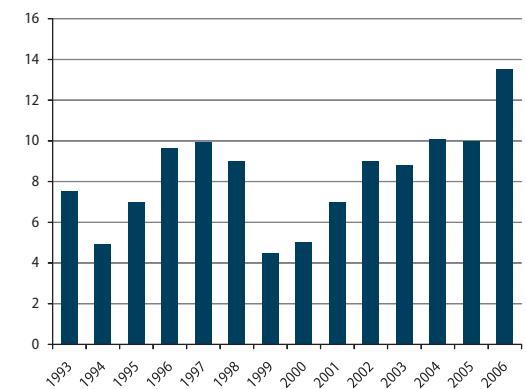
Na Grafikonima L1-4 i L1-5 prikazana je evolucija deficitita tekućeg računa s prosećima po zemljama (i to prostim, a ne ponderisanim prosećima) u zemljama centralne i istočne Evrope i Baltika, kao i u jugoistočnoj Evropi. Podaci ne potkrepljuju shvatanje da bi deficit prvo, u početnim godinama tranzicije, trebalo da raste, a potom postepeno da opada s vremenom. U oba regiona primetan je sličan obrazac – rastući deficiti sredinom i krajem devedesetih, potom smanjenje deficitita u nekim zemljama početkom veka, a zatim, u oba regiona, ponovni rast do rekordnih nivoa u 2006. godini. Deficiti su posebno veliki u jugoistočnoj Evropi – prosečno su viši od 8% BDP-a od 2002. godine, a prošle godine dostižu skoro 14% BDP-a. S ovim deficitima skopčani su i veliki prilivi investicija, što pokazuje da postoje značajne mogućnosti za one koji hoće da posluju u ovom regionu.

Grafikon L1-4. Prosečni deficit tekućeg računa u zemljama centralne i istočne Evrope i baltičkim zemljama, 1993–2006



Izvor: EBRD

Grafikon L1-5. Prosečni deficit tekućeg računa u zemljama jugoistočne Evrope, 1993–2006



Izvor: EBRD

5. Da li je deficit tekućeg računa opasan?

Ekonomisti se ne slažu u tome koliki problem deficit tekućeg računa predstavlja za privredu. Neki od njih smatraju da deficit ne bi uopšte trebalo da bude razlog za zabrinutost, da prosto odražava racionalne odluke investitora i štediša, kao i da će se sam ispraviti protokom vremena, pod uslovom da su državne finansije u redu. Drugi misle suprotno: da se treba brinuti zbog deficitita, i to posebno ako se on finansira mahom novim zaduživanjem ili ulaganjem s niskom stopom prinosa, pošto dugotrajni deficit tekućeg računa uvek nužno sledi recesija, koja se može desiti iznenada i izazvati značajan pad bruto domaćeg proizvoda i nezaposlenost. Kada komentarišu kretanja platnog bilansa, zagovornici ovog drugog mišljenja obično govore o povećanju deficitita kao o “pogoršanju“ ili “pomaku na gore“, s druge strane, smanjenje deficitita uglavnom će pozdraviti kao “poboljšanje“ situacije.

Iznenadne promene tekućeg računa do sada su bile retkost u zemljama u tranziciji, pa stoga nije lako izvući direktne pouke koje bi se mogle primeniti na zemlju poput Srbije, koja ima visok deficit i još uvek spada u grupu manje naprednih zemalja u tranziciji. Istini za volju, događale su se finansijske i valutne krize, od kojih je daleko najveća bila kriza u Rusiji 1998, kada je ruska vlada napustila fiksni kurs rublje i prestala da servisira jedan broj obaveza po osnovu domaćeg duga. U roku od samo nekoliko dana dogodile su se promene u kursu rublje: vrednost ruske valute opala je sa nivoa od šest rublji za jedan dolar na odnos od skoro dvadeset prema jedan. Posle te krize desio se, tokom nekoliko godina, značajan odliv kapitala; Rusija od tada svake godine ima veliki suficit tekućeg računa, što je takođe posledica i mnogo jače privrede i visokih cena izvoznih artikala. Pogrešili bismo ako bismo rusku krizu smatrali rezultatom problema sa tekućim računom. Zapravo, tekući račun je beležio mali suficit više godina pre nego što je do krize došlo. Umesto toga, uzrok problema se uglavnom može naći u tome što je država propustila da sproveđe značajnije reforme poreskog sistema i državne potrošnje, kao i svesti o tome da će ruska država u jednom trenutku prestati da servisira sve teže breme kamata na dugove.

U tom regionu, kao i u jugoistočnoj Evropi, s vremena na vreme javljale su se i druge krize. I bugarska i rumunska privreda suočile su se s recesijom od sredine devedesetih do kraja te decenije, dok je privreda Albanije 1997. doživela pravu imploziju posle kolapsa više piramidalnih banaka. Ipak, u svakom od tih slučajeva izvor problema se može naći u nespremnosti države da kreira delotvornu politiku i sporosti u sprovođenju reformi, a ne u samom deficitu tekućeg računa. U Bugarskoj, na primer, uzrok krize bio je nedovoljan nadzor nad jednim brojem banaka koje su 1996. godine doživele kolaps, što je izazvalo talas stečajeva i duboku recesiju, dok se u Albaniji radilo o kombinaciji nepostojanja solidnih banaka i oportunističkog ponašanja grupe prevaranata koja nije bila obuhvaćena nikakvim merama nadzora, a nudila je veoma privlačne kamate i time navodila građane da ulažu novac tamo gde nije trebalo. Treba, ipak, primetiti da su se sve zemlje koje su prošle kroz recesiju relativno brzo oporavile: Rumunija i Bugarska, sada članice EU, predstavljaju najbolje primere za to.

6. Šta bi moglo da izazove krizu u Srbiji?

Sumirajući sve što je ovde rečeno, teško je u zemljama u tranziciji naći primer krize koja se može pripisati višegodišnjem velikom deficitu tekućeg računa (ili bar kojoj je takav deficit prethodio). Doduše, krize su moguće u budućnosti. Zemlje u tranziciji se sve više integrišu u svetska finansijska tržišta, pa samim tim i mogu da se "zaraze" globalnim recesijama. Investitori pažljivo – i zabrinuto – posmatraju visoki deficit tekućeg računa u zemljama u regionu. Ali šta je sa Srbijom – mogu li ulagači izgubiti poverenje i u ovu zemlju i time izazvati krizu? Na to pitanje odgovorićemo, kao prvo, posmatranjem nekih od činilaca koji bi mogli da izazovu iznenadan odliv kapitala i oštar pad privrednih aktivnosti, a potom i razmatranjem stepena verovatnoće svakog od tih scenarija.

Opšti gubitak poverenja. Društvene nauke, poput ekonomije, razlikuju se od egzaktnih nauka između ostalog i po tome što, kod ovih prvih, uverenje učesnika da će se nešto desiti može (u određenim okolnostima) povećati verovatnoću da će se to zaista i desiti. To načelo se posebno može primeniti na slučaj valutne krize. Ako u društvu prevlada mišljenje da je deficit tekućeg računa neodrživ i da se svakog trenutka može desiti depresijacija valute, racionalni pojedinci koji drže sredstva u domaćoj valuti požuriće da ih iznesu iz zemlje ili pretvore u stranu valutu, što će opet depresijaciju učiniti još izvesnijom.

U ovom trenutku malo je verovatno da će se u Srbiji dogoditi depresijacija koju bi izazvalo masovno napuštanje domaće valute motivisano psihološkim faktorima. Nema mnogo indicija da bilo ko očekuje veću depresijaciju, a sadašnja kombinacija zdravih deviznih rezervi i čvrste i dosledne monetarne politike NBS može nas uveriti da to trenutno nije na dnevnom redu.

Globalna kreditna kriza. U trenutku kada ovaj rad nastaje, oštar pad likvidnosti izazvan krizom na tržištu hipotekarnih zajmova u SAD još uvek nema bitnijeg efekta na finansijska tržišta u jugoistočnoj Evropi, pa samim tim ni u Srbiji. Ipak, i dalje je prerano otpisati mogućnost

njenog značajnijeg uticaja na kratak ili srednji rok. Jedna od mogućih posledica moglo bi da bude smanjenje obima kredita koje matične zapadnoevropske banke odobravaju svojim filijalama u Srbiji. Srpski bankarski sistem je tokom poslednjih nekoliko godina doživeo transformaciju: stari sistem je restrukturiran primenom radikalnih (a često i smelih) mera, donošenjem boljih propisa i standarda nadzora, kao i prilivom svežeg kapitala i znanja iz inostranstva. Rezultat svega toga je žestoka konkurencija među bankama za privlačenje novih klijenata, kako pravnih tako i fizičkih lica, i brza kreditna ekspanzija koja je u poslednjih nekoliko godina igrala ulogu u podsticanju ogromne uvozne tražnje.

Još uvek nema naznaka da strane banke žele da smanje obim svojih aktivnosti u Srbiji – a i zašto bi to činile kada očigledno dobro zarađuju? Ipak, globalna kreditna kriza mogla bi naterati banke da delimično ograniče finansiranje svojih filijala, a posledica toga bi mogla biti to što bi građani i firme u Srbiji ubuduće teže dolazili do pristupačnih kredita. Znači, trenutno nema krize, ali će kreditno okruženje možda biti nepovoljnije na kratak rok.

Kratkoročni problemi s likvidnošću. Mada je odnos tekućeg računa i BDP-a obično jedan od prvih indikatora koji se razmatraju kada se analizira ranjivost jedne privrede, drugi koristan indikator koji može da ukaže na buduće probleme jeste i odnos kratkoročnog duga i rezervi. Jasno je zašto se u razmatranje uzima kratkoročni dug – krize je generalno teško predvideti, ali, ako su svi ostali činioci jednaki, privreda koja se suočava s visokim računom u bliskoj budućnosti verovatnije će zapasti u krizu od privrede koja ima isti nivo dugova (u neto sadašnjoj vrednosti) koji treba otplatiti na duži rok. Kratkoročni dug Srbije zaista beleži i oštar rast u poslednjih nekoliko godina, ali s veoma niskog početnog nivoa – sve do pre par godina skoro ceo spoljni dug bio je državni, dugoročni dug prema bilateralnim donatorima i multilateralnim institucijama. Poređenja radi, navedimo da je odnos dugoročnog duga i rezervi u Srbiji 0,1, dok je taj odnos u Hrvatskoj 0,6, u Rumuniji 0,7, a u Bugarskoj 0,6. U ovom trenutku se stoga čini da se nivo kratkoročnog duga može kontrolisati, ali se mora takođe pažljivo pratiti.

Politička nestabilnost i prekid reformi. U Srbiji je trenutno možda najveća nepoznanica to koliko moguća politička previranja mogu da utiču na opštu orijentisanost ka reformama i napredak u pravcu evropskih integracija. Nagađanja o ishodu pregovora o statusu Kosova i njegovom uticaju na političku scenu u Srbiji daleko prevazilaze okvir ovog rada. Pa ipak, jasno je da postoje negativni scenariji koji bi mogli da dovedu do nervoze među ulagačima i, u najnepovoljnijim slučajevima, bekstvu kapitala iz Srbije.

U ovom trenutku, bez obzira na to šta se desi sa Kosovom, malo je verovatan značajan odлив kapitala iz Srbije. Najveći deo kapitala ušao je u Srbiju u poslednjih nekoliko godina u obliku direktnih investicija, a ne portfolio ulaganja. Strane direktnе investicije ne izlaze tako lako iz zemlje u kratkom roku; ulagači koji su već rizikovali i uložili novac u preduzeća u Srbiji najverovatnije su unapred uračunali rizik od političke nestabilnosti. Iako se često pominju priče o preduzećima koja oklevaju da dođu u Srbiju zbog političkog rizika, veliki prilivi SDI u poslednjih nekoliko godina navode na zaključak da ovi rizici nisu odbili ozbiljne ulagače.

7. Zaključak: šta činiti?

Iz napred navedenih razloga, smatram da je deficit tekućeg računa Srbije u ovom trenutku velik u poređenju sa stanjem u regionu, kao i da nije verovatno da će se znatnije smanjiti u bliskoj budućnosti. S druge strane, takođe verujem da je bitnije pogoršanje situacije, i sa njim povezana kriza realnog sektora, takođe malo verovatno na kratak rok. To ipak *ne znači* da uopšte ne bi trebalo da budemo zabrinuti zbog deficit-a. Iznenadni preokreti situacije mogu biti poput slavne Hobsove definicije ljudskog postojanja – opasni, surovi i kratki – ali mogu i da imaju dugoročne efekte u smislu gubitka bruto domaćeg proizvoda i rasta nezaposlenosti koji su posledice stečajeva i propasti preduzeća. Deficit tekućeg računa se na duži rok mora sniziti, jer će inače dugovi dostići nivo na kome mogu da ugroze sposobnost države da ih otplaćuje. U tom trenutku se ulagači mogu uplašiti, i tada će se država suočiti sa problemima.

Kako se ovo može izbeći? Kratkoročne mere, poput kontrolisanja kredita, obično imaju veoma ograničen efekat. Srbiji su potrebna srednjoročna i dugoročna rešenja, i ona mora odmah da počne da se bavi ovim pitanjima. Još od 2001. godine reforme se u Srbiji sprovode uglavnom po principu "kreni-stani": postoje periodi intenzivne aktivnosti, posle kojih slede kašnjenja i neaktivnost. Ove godine je usled postizborne "pauze" izgubljeno dragoceno vreme. Ponekad se stiče utisak da među kreatorima politike u Srbiji vlada nezasluženo spokojsvo kada je reč o ekonomskim pitanjima – privreda se razvija, inflacija je jednocifrena, devizne rezerve su visoke a fiskalni računi su skoro u potpunoj ravnoteži – pa u čemu je onda problem? Ovde želim da naglasim da ovakva povoljna ekomska situacija neće potrajati ako se ne sprovede sveobuhvatno restrukturiranje privrede – što će se pokazati mnogo težim od većine do sada preduzetih reformi.

Neophodno je preduzeti radnje u ove tri ključne oblasti:

Završiti privatizaciju. Razočarava činjenica da je dinamika okončanja privatizacije promenjena i taj proces odložen za posle 2007. godine; s druge strane ohrabruje to što sada postoji čvrst plan da se privatizacija završi do kraja 2008. Neophodno je držati se tog novog roka da bi se vratilo poverenje u sistem i ubrzalo restrukturiranje preduzeća, čime bi se postigla veća profitabilnost (a samim tim i štednja) korporativnog sektora.

Smanjiti veličinu državne administracije. Obim državne potrošnje u Srbiji u odnosu na BDP među najvišim je od svih zemalja u tranziciji. Ako se taj problem ne reši, država rizikuje da se suoči s "dvostrukim deficitom", ili će u suprotnom povećanje poreza koje pogarda preduzeća omesti razvoj preduzetništva. U svakom slučaju, ako se u narednih nekoliko godina ne smanji uloga države, smanjiće se potencijal za razvoj privrede a povećati rizik od nastajanja krize.

Strange direktnе "grinfield" investicije. Kao što je već pomenuto, obim SDI u poslednjih nekoliko godina impresivan je; prošle godine su zabeleženi rekordni prilivi koji su ne samo pokrili čitav deficit tekućeg računa već ga i premašili. Ali najveći deo tih SDI vezan je za privatizaciju i kupovinu domaćih preduzeća, a ne za nove "grinfield" investicije. Kad Srbiji ponestane imovine za prodaju, biće teže održati sadašnji nivo SDI. Ako se nastavi trend finansiranja deficit-a zaduživanjem, uvećavaće se i rizik "tvrdog prizemljenja". Pa ipak, nije nemoguće prevazići izazove skopčane s privlačenjem "grinfield" investicija; srednjoevropske zemlje, poput Češke i Slovačke, u poslednjih nekoliko godina uspele su da privuku ogromne prilive SDI. Doduše, ključne prednosti tih zemalja su geografski položaj i članstvo u EU; one su takođe u tržišnim reformama napredovale mnogo dalje od Srbije. U Srbiji takođe postoje prilike, ali ona mora da uloži više napora od drugih da bi ih realizovala.

Reforma poreza na dohodak građana: misli globalno, deluj lokalno

Nikola
Altiparmakov*
Bojana Vesnić

Sistemi poreza na dohodak građana (PDG) u praksi često kombinuju elemente koji su rezultat ekonomske teorije i elemente koji su posledica društvenih normi. Elementi dva alternativna pristupa, globalnog i cedularnog, najčešće se prepliću pri oporezivanju dohotka građana. Ova studija pokušava da povuče jasnu granicu između ekonomskih i društvenih aspekata oporezivanja, kao i da ukaže na činjenicu da ekonomske prilike današnjice značajno ograničavaju praktičnu primenu globalnog sistema. Takođe naglašavamo da PDG sistemi nisu, sami po sebi, u stanju da postignu zadovoljavajući stepen socijalno pravične preraspodele dohotka u društvu, i da moraju biti praćeni odgovarajućom politikom socijalnih transfera i progresivnih javnih rashoda. U svetlu tih činjenica, i velikih troškova poreskih vlasti i poreskih obveznika koje bi prelazak na globalni sistem zahtevao, autori predlažu da se umesto uvođenja globalnog sistema u Srbiji sproveđe parametarska reforma i optimizacija postojećeg cedularnog sistema. Članak razmatra jedan od mogućih pristupa parametarskoj reformi. Autori smatraju da bi predloženi pristup stvorio konkurentan i stimulativan poreski ambijent, uz mogućnost da se bez dodatnih administrativnih troškova ostvari značajna socijalna preraspodela dohotka koja ne bi imala negativnih efekata na ekonomski rast.

1. Uvod

Cilj ovog članka jeste istraživanje ekonomskih argumenta u vezi s mogućom reformom poreza na dohodak građana (PDG) i zamene trenutnog cedularnog sistema globalnim sistemom¹ poreza na dohodak. Ekonomska teorija i sve veći broj ekonometrijskih studija sugerisu da direktno oporezivanje prihoda građana prouzrokuje značajnije negativne efekte na ekonomski rast u odnosu na indirektno oporezivanje potrošnje (PDV, akcize). Otuda cilj reforme PDG ne može biti povećanje fiskalnih prihoda iz ovog izvora, već uspostavljanje konkurentnijeg poreskog sistema koji bi u značajnijoj meri podržao ekonomski rast, smanjio sivu ekonomiju i sadržao elemente preraspodele dohotka u meri u kojoj to ekonomske prilike dozvoljavaju.

Članak je organizovan na sledeći način: u prvom delu ukratko su navedeni glavni aspekti koje poreski stručnjaci sagledavaju pri razmatranju različitih poreskih sistema. U drugom delu opisana su dva alternativna pristupa oporezivanju prihoda građana, dok su u trećem delu izloženi aktuelni svetski trendovi. Tema četvrtog dela je trenutni PDG sistem u Srbiji, dok su u petom delu analizirani efekti eventualnog prelaska na globalni sistem. U šestom delu su izneseni zaključci analize i predlog reforme oporezivanja dohotka građana u Srbiji.

2. Aspekti poreskog sistema

Pri dizajniranju poreskog sistema neophodno je analizirati osnovne ekonomske aspekte predloženog nacrta. Ekonomisti i poreski stručnjaci najviše pažnje posvećuju sledećim aspektima

* Istraživač u okviru USAID projekta podrške ekonomskom razvoju Srbije. Stavovi izneti u članku predstavljaju mišljenja samih autora, a ne organizacije USAID.

¹ U Srbiji se globalni PDG sistem često naziva sintetičkim – zato što sintetiše prihode iz različitih izvora.

poreskih pravičnosti: *poreskoj efikasnosti, troškovima administracije i troškovima poreskih obveznika, poreskoj pravičnosti i poreskoj konkurentnosti.*

Poreska efikasnost se odnosi na teorijski pojam ekonomski Pareto efikasnosti. Naime, naplaćeni porezi predstavljaju vidljiv i opipljiv trošak privrednih subjekata. Međutim, poreski sistemi takođe izazivaju promene u ponašanju poreskih obveznika koje nisu toliko vidljive, ali rezultuju gubitkom ekonomski efikasnosti i suboptimalnom alokacijom privrednih resursa. Bez ulaganja u tehničke detalje, kao prva aproksimacija, može se uzeti da poreski sistemi u principu treba da se oslanjaju na što širu poresku osnovicu (sa što manje neoporezivih izuzetaka) i da poreske stope budu ujednačene i umerene kako bi se minimizovali negativni uticaji na privrednu aktivnost.²

Troškovi administracije i troškovi poreskih obveznika predstavljaju rashode državnih organa koji su neophodni kako bi se pravilno administrirali i sprovodili poreski zakoni. Ova stavka takođe uključuje i sredstva poreskih obveznika pri ispunjavanju zakonski propisanih obaveza – troškovi vođenja poreskog knjigovodstva, popunjavanja poreskih prijava, uplate poreza. Poželjno je da troškovi administracije i poreskih obveznika budu što manji, kako bi se što manje ekonomskih resursa preusmeravalo iz privrednih aktivnosti na ispunjavanje administrativnih i zakonskih normi.

- **Poreska pravičnost** oslikava društveni konsenzus da pojedinci u društvu treba da plaćaju porez u skladu sa svojim mogućnostima (*ability-to-pay principle*). Najčešće se ostvareni prihod uzima kao pokazatelj platežne moći poreskih obveznika.³ Razlikujemo dve dimenzije poreske pravičnosti:
- **Horizontalna pravičnost** ukazuje da bi pojedinci sa istim ili sličnim nivoom prihoda trebalo da plaćaju približno iste sume poreza – bez obzira na način na koji su prihodi ostvareni. Ovaj princip sugerire da bi različite kategorije prihoda trebalo da budu podložne istom poreskom tretmanu.
- **Vertikalna pravičnost** govori da bi u društvu trebalo da postoji određen stepen socijalne pravičnosti i preraspodele dohotka putem progresivnog oporezivanja^{a)} – koje podrazumeva veće poreske stope za pojedince sa većim ostvarenim prihodima.

a) *Progresivno oporezivanje podrazumeva da se prosečna poreska stopa povećava kako se povećavaju prihodi poreskog obveznika. Proporcionalno oporezivanje podrazumeva konstantnu poresku stopu, bez obzira na nivo prihoda, dok regresivno oporezivanje implicira smanjenje prosečne poreske stope s porastom prihoda poreskog obveznika.*

Važno je primetiti da je horizontalna pravičnost u značajnoj meri posledica ekonomski teorije i u skladu je sa minimizacijom Pareto gubitaka putem ujednačenih poreskih stopa. Međutim, **progresivno oporezivanje koje implicira vertikalna pravičnost nije rezultat ekonomski teorije već društvenih normi**, koje u većini zemalja propisuju da bi bogatiji slojevi društva trebalo da budu podložni višim poreskim stopama. Na taj način, pojedinci koji ostvaruju veće prihode i profitiraju od postojećeg stanja u društvu subvencionisu siromašnije slojeve društva, čime se umanjuju socijalne razlike i sprečavaju društvene napetosti.

Poreska konkurentnost postaje sve važniji aspekt svih poreskih sistema, zbog ubrzanog trenda globalizacije svetskih tržišta i regionalnih integracija. Za malu, otvorenu ekonomiju kao što je srpska, koja sve više pristupa regionalnim integracijama, veoma je bitno da li će pojedine poreske odredbe povećati ili smanjiti njenu regionalnu konkurentnost.

3. Alternativni pristupi oporezivanju dohotka građana

Postoje dva pristupa oporezivanju prihoda građana:

Cedularni pristup oporezuje različite kategorije prihoda građana odvojeno, uz mogućnost da različite kategorije prihoda budu podvrgnute različitim poreskim tretmanima.

Globalni pristup pokušava da sintetiše sve prihode koje poreski obveznik ostvari u toku godine iz različitih izvora i da oporezuje ovaj sintetisani (zbirni) prihod.

Iako su, na prvi pogled, cedularni i globalni pristup oporezivanju prihoda u suštinskoj suprotnosti,

2 Najčešće se gubici Pareto efikasnosti u ekonomiji aproksimiraju kvadratom poreske stope – tako, na primer, poreska stopa od 20% izaziva približno četiri puta veći obim Pareto gubitaka nego stopa od 10%.

3 Napomenimo da se značajan broj ekonomista zalaže za to da se ostvarena potrošnja (umesto ostvarenih prihoda) uzima kao relevantan pokazatelj platežne moći.

oni se ipak međusobno ne isključuju. Naprotiv, najveći broj poreskih sistema implementiranih u svetu sadrže i cedularne i globalne elemente.

Cedularni pristup, u svojoj osnovnoj formi, nije najprikladniji za implementaciju vertikalne pravičnosti jer ne sintetiše prihode koje poreski obveznici ostvaruju tokom godine iz različitih izvora. Međutim, cedularni pristup je moguće implementirati uz minimalne troškove administracije i minimalne troškove poreskih obveznika. Naime, većinu različitih kategorija prihoda je moguće oporezovati na samom izvoru prihoda – po odbitku. **Oporezivanje po odbitku** predstavlja najefektniji i najpoželjniji način naplate poreza, koji pored minimalnih troškova administracije i poreskih obveznika karakteriše i relativno mali prostor za poreske utaje.^{b)} Cedularni pristup takođe omogućava jednostavno implementiranje horizontalne pravičnosti – ukoliko se zakonom propiše jednakna poreska stopa na različite kategorije prihoda. Ako je propisana poreska stopa uporediva sa poreskim stopama u regionu, cedularnim PDG sistemom je moguće obuhvatiti sve ekonomski važne aspekte poreskog sistema: niske troškove administracije i poreskih obveznika, horizontalnu pravičnost i regionalnu konkurentnost.

b) Alternativni načini prikupljanja poreza u slučajevima gde nije moguća naplata poreza po odbitku jesu: rešenjem poreskih vlasti koje iziskuje velike administrativne troškove ili samoprijavljanjem poreskih obveznika koje zahteva značajne resurse poreskih obveznika i kontrolu poreskih vlasti.

Globalni pristup sintetiše sve kategorije prihoda koje tokom godine iz različitih izvora ostvari poreski obveznik. Na taj način globalni pristup implicitno podrazumeva horizontalnu pravičnost, a takođe se putem progresivnih poreskih stopa implementira vertikalna pravičnost. Zagovornici globalnog pristupa ističu vertikalnu pravičnost kao neophodan element svakog PDG sistema – čineći globalni pristup *a priori* superiornim u odnosu na cedularni. Međutim, čitav fiskalni sistem, uzimajući u obzir i prihodnu i rashodnu stranu, trebalo bi da iskazuje određen stepen socijalne pravičnosti i preraspodele dohotka. **Progresivni globalni PDG sistem nije jedini način da se ispolji vertikalna pravičnost u društvu.** Štaviše, novija istraživanja pokazuju da preraspodela dohotka progresivnim globalnim sistemom nije ni dovoljan ni optimalan način preraspodele dohotka u društvu. Da bi se postigao zadovoljavajući stepen vertikalne pravičnosti u društvu, neophodno je da se PDG sistem proprati odgovarajućim programima socijalnih transfera siromašnjim slojevima stanovništva i progresivnom politikom javnih rashoda usmerenom na obrazovanje, zdravstvo i socijalnu zaštitu.

Implementacija vertikalne pravičnosti putem globalnog sistema zahteva značajne troškove administracije i poreskih obveznika kako bi se na kraju godine utvrdio tačan iznos godišnjeg sintetičkog prihoda građana. Činjenica da se ukupan sintetički prihod/porez može utvrditi tek po isteku kalendarske godine, komplikuje naplatu poreza tokom godine – jer porez prikupljen tokom godine gubi karakter “konačne” poreske naplate i samo predstavlja približnu “akontaciju” poreske obaveze. Takođe, progresivni globalni sistemi su u manjoj meri u stanju da se oslanjaju na naplatu poreza po odbitku nego cedularni sistemi.

Zbog svoje socijalne i društvene dimenzije, globalni sistemi u praksi integrišu oporezivanje građana sa elementima “poreskih socijalnih programa” (*tax expenditure programs*) putem poreskih olakšica za izdržavane članove porodice i invalide, poreske odbitke za troškove obrazovanja i lečenja, itd. Ovakve zakonske odredbe, međutim, komplikuju poreski sistem i udaljavaju ga od prosečnog poreskog obveznika, dok njihovo sprovođenje u praksi zahteva značajne administrativne troškove. Takođe, težnje ka transparentnijem definisanju i sprovođenju politike javnih rashoda sugerisu razdvajanje poreskih i socijalnih ciljeva i sprovođenje socijalne politike na strani budžetskih rashoda.

4. Primeri iz svetske prakse

Iako je globalni pristup oporezivanju decenijama dominirao ekonomskim razmišljanjem zapadnih zemalja, nijedna zemlja u svetu nije implementirala PDG sistem koji apsolutno prati teorijsku osnovu i strukturu globalnog sistema. Najveći broj zapadnih zemalja opredelio se da implementira sisteme koji su u suštini globalni, ali uključuju pojedine cedularne elemente kako bi se olakšala implementacija poreskog sistema i/ili postigli pojedini ekonomski ciljevi.

Sjedinjene Američke Države i Kanada su države koje su najviše pratile globalni pristup oporezivanju pri dizajniranju svojih sistema. Osnovice PDG u obe zemlje su sveobuhvatne i

praktično sve kategorije prihoda građana podložne su oporezivanju. Ipak, obe zemlje su uvele određen broj cedularnih elemenata, naročito pri oporezivanju prihoda od kapitala. Preferencijalni tretman prihoda od kapitala došao je kao rezultat njegove povećane globalne mobilnosti i želje da se stimulacijom štednje i investicija pomogne ekonomski rast i poveća konkurentnost nacionalnih ekonomija. Da bi se olakšala naplata poreza i umanjio prostor za poreske utaje, poslodavci iz bruto zarada svojih zaposlenih obustavljaju po odbitku približne "akontacije" poreskih obaveza tokom godine.

Kanada, SAD i Australija su praktično jedine zemlje u svetu koje zahtevaju od svih PDG obveznika da na kraju godine podnose poreske prijave. Ta odredba prouzrokuje ogromne troškove administracije i poreskih obveznika. Na primer, u 2001. godini, od 30 miliona stanovnika Kanade, čak 21 milion podneo je poreske prijave. Studija rađena krajem devedesetih godina u Kanadi, procenila je da troškovi administracije i poreskih obveznika iznose preko 7% ukupnih fiskalnih PDG prihoda. U strukturi troškova 1% čine administrativni troškovi, a 6% troškovi poreskih obveznika – od čega 2,5% troškova otpada na zaposlene i 3,5% na poslodavce.

Propisi Evropske unije uslovjavaju pojedine karakteristike i oblik sistema poreza na dodatu vrednost u zemljama članicama. Međutim, ne postoje nikakve odredbe Evropske unije koje bi uslovjavale oblik PDG sistema zemalja članica.

Većinu "starih" članica Evropske unije odlikuju relativno kompleksni globalni sistemi s naglašenim progresivnim poreskim stopama i "socijalnim poreskim programima". Za razliku od SAD i Kanade, stare članice Evropske unije uvele su veći broj cedularnih elemenata i neoporezivih cenzusa u svoje PDG sisteme kako bi smanjile troškove administracije i poreskih obveznika. U većini tih zemalja, poreski obveznici koji ostvaruju samo prihode od redovnog zaposlenja (i neznatne prihode iz drugih izvora), nisu u obavezi da podnose godišnje poreske prijave. Ovo je slučaj u zemljama poput Velike Britanije, Nemačke, Mađarske, itd. Osim naplate poreza po odbitku pri isplati zarada, evropska praksa je da se porez po odbitku obustavlja i pri isplati dividendi i kamata. I pored svih uvedenih "optimizacija" – preko 10% poreskih obveznika u svim gorenavedenim zemljama popunjavaju i podnose godišnje poreske prijave.

S druge strane, "nove" članice Evropske unije uglavnom imaju jednostavnije sisteme s manje progresivnim poreskim stopama. Mobilnost kapitala i radne snage u okviru Evropske unije rezultuju sve učestalijim raspravama o neadekvatnosti poreskih sistema u "stari" članicama Unije.

Kako bi očuvale konkurenčnost svojih poreskih sistema, ali i zadržale određen stepen vertikalne pravičnosti, nordijske zemlje (Danska, Norveška, Finska, Švedska) su devedesetih godina uvele **dualni sistem** poreza na dohodak – koji eksplicitno zasebno oporezuje prihode od kapitala i prihode od rada. Prihodi od kapitala (kamate, dividende, kapitalne dobiti) podložni su proporcionalnom oporezivanju po jedinstvenoj i umerenoj poreskoj stopi kako bi se destimulisao odliv kapitala. Prihodi od rada (zaposlenje, samostalna delatnost, penzije) oporezuju se višim i progresivnim poreskim stopama.⁹ S obzirom na to da zarade u svim zemljama čine najveći deo oporezivog dohotka građana, progresivnim oporezivanjem prihoda od rada može se postići značajan stepen preraspodele dohotka u društvu. Takođe, poseban poreski tretman za prihode od kapitala i prihode od rada omogućava jednostavniji dizajn poreskog sistema sa više cedularnih elemenata i značajniju naplatu poreza po odbitku.

Najnoviji trend u oporezivanju dohotka jesu **sistemi jedinstvene poreske stope** (*Flat-rate*) koje su implementirale zemlje poput Slovačke, Rusije, Estonije ili Letonije. Sistemi jedinstvene poreske stope predstavljaju (progresivne) globalne PDG sisteme s relativno visokim neoporezivim godišnjim cenzusom i jedinstvenom poreskom stopom za prihode iznad neoporezivog cenzusa. Ovi sistemi su eliminisali značajan broj "socijalnih poreskih programa" prisutnih u tradicionalnim globalnim sistemima i preusmerili sprovođenje socijalne politike na stranu budžetskih rashoda. Jednostavan oblik sistema jedinstvene stope predstavlja primamljivo rešenje za zemlje poput Rusije ili Slovačke, koje su imale veoma komplikovane globalne PDG sisteme koje je u praksi bilo teško sprovoditi. Studije o inicijalnim efektima prelaska sa globalnih na sisteme jedinstvene stope, govore o značajnom smanjenju obima poreskih utaja i porastu fiskalnih prihoda.

c) Iako krše princip horizontalne pravičnosti, dualni PDG sistemi verodostojno prate ekonomsku teoriju optimalnog oporezivanja i minimizuju Pareto gubitke u skladu sa Ramzjevim pravilom koje sugeriše da se mobilnije poreske osnovice oporezuju nižim poreskim stopama.

Možemo primetiti da u modernom ekonomskom okruženju 21. veka sve više aspekata globalnih sistema postaje neadekvatno i neprimenljivo.⁴ Pre svega, mobilnost kapitala onemogućava da se prihodi od kapitala u praksi oporezuju visokim stopama. Takođe, regionalne integracije i globalna konkurenčija ograničavaju značajniju progresivnost pri oporezivanju zarada. Dok većina evropskih zemalja zbog navedenih trendova teži pojednostavljenju svojih PDG sistema, u slučaju Srbije se postavlja pitanje: da li putem parametarskih reformi optimizovati postojeći cedularni sistem, ili se opredeliti za uvođenje globalnog sistema?

5. Trenutni PDG sistem u Srbiji

U okviru opsežne fiskalne reforme, 2001. godine je usvojen Zakon o porezu na dohodak građana. Zakonom je u Srbiji ustanovljen cedularni PDG sistem i propisana je nominalna poreska stopa od 20% na praktično sve kategorije dohotka građana izuzev zarada. Zbog značajnog opterećenja socijalnim doprinosima, na zarade zaposlenih propisana je niža poreska stopa od 14%. **Cedularni pristup je omogućio da se 95% poreskih prihoda u Srbiji prikuplja po odbitku.**

Iako bi uvođenje jedinstvene nominalne poreske stope od 20% na prvi pogled moglo izgledati kao implementacija horizontalne pravičnosti, problem predstavlja činjenica da su za različite kategorije prihoda Zakonom propisane različite stope neoporezivih (normiranih) troškova. Važna odlika progresivnih globalnih sistema jeste zakonsko definisanje neoporezivog tretmana troškova nastalih pri sticanju dohotka. Međutim, ovakve zakonske odredbe nisu previše relevantne u kontekstu cedularnog sistema kao što je srpski. Mišljenje je autora da Zakon o PDG nije najpogodnije mesto za definisanje i normiranje neoporezivih troškova. **Umesto poreskih zakona, optimalnije bi bilo ostaviti zakonima slobodnog tržišta da putem visine tržišnih prinosa regulišu različite troškove sticanja dohotka.**

Različite stope normiranih neoporezivih troškova za posledicu imaju značajne razlike u efektivnim poreskim stopama. Štaviše, praktično za sve kategorije prihoda su propisani normirani troškovi u visini od 20% (ili više) bruto prihoda.⁵ Dakle, iako Zakon propisuje nominalnu poresku stopu od 20%, stvarna efektivna stopa na prihode građana je 16% (ili manje).

Efektivna poreska stopa je važna poreskim obveznicima jer ta stopa, a ne nominalna, određuje koliki će iznos poreza morati da plate. Međutim, u medijima se mnogo češće pojavljuju nominalne nego efektivne poreske stope – jer se od šire javnosti teško može očekivati značajan stepen upućenosti u detalje aktuelnih poreskih zakona. Ovo naročito važi za strane investitore koji nisu u mogućnosti da se detaljno upoznaju sa pojedinostima svake od zemalja u kojima ulazu. Otuda postoji mogućnost višestruke koristi od eliminacije neoporezivih normiranih troškova i izjednačavanja efektivnih i nominalnih poreskih stopa. Ovakvom promenom PDG sistem bi postao značajno jednostavniji i pristupačniji prosečnom građaninu Republike. Takođe, jednostavan i transparentan sistem sa niskom poreskom stopom bi bio u boljoj poziciji da privuče pažnju stranih investitora.⁶

⁴ Šire gledano, direktno oporezivanje dohotka gubi na značaju naspram ekonomski efikasnijeg oporezivanja potrošnje koje u manjoj meri narušava privrednu konkurentnost i manje ograničava ekonomski rast.

⁵ Kapitalni dobici i prihodi od kamata predstavljaju najznačajnije kategorije prihoda za koje nije propisana mogućnost odbijanja neoporezivih normiranih troškova.

⁶ Slovačka je dobar primer zemlje koja je jednostavnim poreskim sistemom i osmišljenom kampanjom uspela da privuče značajnu pažnju evropske javnosti i stranih investitora.

Tabela L2-1 prikazuje fiskalne efekte po republički budžet ukoliko bi se ukinuli svi neoporezivi normirani troškovi i uvela jedinstvena niska poreska stopa od 10% na sve kategorije prihoda građana, izuzev zarada. Možemo primetiti da bi pod pretpostavkom nepromjenjenog obima poreskih utaja, ukupni fiskalni prihodi pali za svega 0,2% BDP. Realno je očekivati da bi poresko rasterećenje, praćeno odgovarajućom kampanjom i kontrolom poreskih vlasti, trebalo da dovede do smanjenja poreskih utaja i dodatnih fiskalnih prihoda. Ako imamo u vidu da je Ministarstvo finansija već najavilo smanjenje poreske stope na kapitalnu dobit na 10% u 2008. godini, **možemo zaključiti da bi eventualno smanjenje poreske stope na 10% za sve kategorije prihoda građana izuzev zarada, moglo biti izvedeno bez osetnijih fiskalnih gubitaka u republičkom budžetu.**

Tabela L2-1. Fiskalni efekti uvođenja poreske stope od 10%, podaci iz 2006. godine *

Kategorija prihoda	Trenutna efektivna poreska stopa	Prikupljen porez u 2006., u hilj. dinara	Prikupljen porez u 2006., %BDP	Gubitak fiskalnih prihoda, %BDP	Gubitak prihoda, % Republičkog budžeta
Samostalna delatnost	10%	3.238.212	0,15	...	...
Autorski honorari	8%, 10%, 12%	1.454.195	0,07	...	...
Dividende	10%	3.847.183	0,18	...	...
Kamate	20%	1.077.457	0,05	-0,03	-0,11
Prihod od nepokretnosti	16%	1.920.956	0,09	-0,03	-0,14
Kapitalna dobit	20%	1.647.995	0,08	-0,04	-0,17
Igre na sreću	20%	323.237	0,02	-0,01	-0,03
Profesionalni sportisti	10%	186.092	0,01	...	...
Drugi prihodi građana	16%	5.713.901	0,27	-0,10	-0,43
Ukupno			0,91	-0,21	-0,88

* Porez na zarade iznosio je 97 milijardi dinara u 2006. godini, odnosno 4,56% BDP. Učešće poreza na zarade u BDP bilo je prilično stabilno i iznosilo oko 4,56% u čitavom periodu 2002–2006. godine.

Okvir 1. Oporezivanje prihoda od životnog osiguranja

Najavom da će pojednostaviti komplikovan proces naplate i smanjiti stopu poreza na kapitalnu dobit na 10 procenata, Ministarstvo finansija planira da pruži značajan podsticaj razvoju tržišta kapitala u Srbiji. Međutim, trenutne zakonske odredbe takođe destimulišu razvoj industrije životnog osiguranja, koja privlači velike strane direktnе investicije. Naime, Zakon propisuje stopu poreza od 20% na prihode od životnog osiguranja lica u slučaju doživljajnja osiguranika do kraja osiguranog perioda. S obzirom na to da najveći broj polisa životnog osiguranja sadrži i elemente štednje za slučaj doživljajnja, možemo zaključiti da će ova zakonska odredba učiniti štednju putem životnog osiguranja poreski nekonkurentnom u odnosu na alternativne oblike štednje poput hartija od vrednosti ili investicionih fondova. Takođe, oporezivanje čitave isplaćene sume u slučaju doživljajnja (koju sačinjava deo na osnovu uplaćenih premija i deo koji predstavlja prinos na kapital) predstavlja dvostruko oporezivanje – jer premije koje osiguranici uplaćuju osiguravajućim kompanijama nisu izuzete od oporezivanja porezom na dohodak.⁷

Zakon o PDG iz 2001. godine ustanovio je cedularni sistem, ali sadrži i globalne elemente u vidu **godišnjeg poreza** na dohodak građana. Naime, građani sa visokim godišnjim primanjima (blizu 1% poreskih obveznika) obavezni su da na kraju godine podnesu poresku prijavu i plate dodatni godišnji porez od 10% na ukupan iznos (neto) prihoda iznad neoporezivog cenzusa.⁷ S obzirom na to da godišnji porez predstavlja dodatni porez povrh ostalih cedularnih poreza koje građani plaćaju tokom godine, njegovo uvođenje je omogućilo izvestan stepen vertikalne pravičnosti bez narušavanja jednostavnosti cedularnog sistema u Srbiji. Iako su inicijalno praktično sve kategorije prihoda ulazile u osnovicu godišnjeg poreza, amandmanima Zakona iz 2004. godine prihodi od finansijskog kapitala oslobođeni su godišnjeg oporezivanja, s mogućom namerom da se stimuliše razvoj finansijskog tržišta i/ili da se destimuliše odliv kapitala.

⁷ Neoporezivi cenzus trenutno iznosi tri prosečne godišnje bruto zarade u Republici. Amandmanima Zakona iz 2006. godine uvedena je i druga progresivna stopa godišnjeg poreza od 15% na prihode preko devet prosečnih zarada. Uvođenje druge stope godišnjeg poreza je značajno zakomplikovalo proces godišnjeg oporezivanja (i za poreske obveznike i za poresku administraciju), a da pritom nije rezultovalo apsolutno nikakvim povećanjem fiskalnih prihoda ili preraspodelom dohotka.

Reforma poreza na dohodak građana: misli globalno, deluj lokalno

Tokom godina su nominalne/efektivne poreske stope pojedinih kategorija prihoda usklađivane s ostalim poreskim zakonima i ekonomskim prilikama. Tako je poreska stopa na prihode od samostalne delatnosti smanjena na 10% kako bi se izjednačio poreski tretman preduzetnika i vlasnika preduzeća podložnim porezu na dobit od 10%. Najznačajnija promena jeste smanjenje stope poreza na zarade sa 14 na 12% uz uvođenje neoporezivog cenzusa bruto zarade od 5.000 dinara mesečno. Iako fiskalna situacija nije dozvoljavala veći iznos neoporezivog cenzusa, činjenica je da ovo predstavlja progresivni element i preraspodelu dohotka od rada koja podseća na dualni PDG sistem u skandinavskim zemljama.

Fiskalno opterećenje zarada je posebna tema kojom se nećemo baviti u ovom članku. Međutim, **želimo da naglasimo da zarade predstavljaju preko 80% registrovanog oporezivog dohotka građana u Republici, tako da bi progresivno oporezivanje isključivo zarada (nalik dualnom sistemu) moglo da postigne značajan stepen preraspodele dohotka u okviru postojećeg cedularnog sistema.** U cilju podsticanja informisane stručne rasprave, FREN je na osnovu detaljnih poreskih podataka iz perioda 2004–2006. godine razvio mali softverski paket koji omogućava preciznu fiskalnu analizu različitih poreskih opterećenja zarada – <http://www.fren.org.yu/docs/qm10/OporezivanjePlata.xls>. Pomenućemo jedan hipotetički primer mogućnosti progresivnog oporezivanja u okviru postojećeg sistema i bez uvođenja globalnog sistema. Na osnovu trenutnog poreskog tretmana zarada (poreska stopa od 12%, neoporeziv cenzus od 5.000 dinara) očekuje se da će biti ostvareni fiskalni prihodi od 3,5% BDP u 2007. godini. Praktično isti nivo fiskalnih prihoda, uz značajan stepen preraspodele dohotka, mogao bi biti ostvaren ukoliko se udvostruči neoporezivi cenzus na 10.000 dinara, poreska stopa smanji na 10% i uvede druga stopa od 20% za prihode preko prosečne bruto zarade u Republici.

6. Efekti uvođenja globalnog sistema

Kao što je pomenuto, implementacija globalnog pristupa zahteva značajne troškove poreskih vlasti. Ukoliko Srbija prihvati praksu većine evropskih zemalja u kojima oko 10% obveznika podnosi godišnje poreske prijave – to bi predstavljalo desetostruko povećanje u odnosu na trenutnu situaciju u kojoj manje od 1% obveznika podnosi prijave za godišnji porez. Značajna sredstva poreskih vlasti morala bi biti preusmerena na obradu PDG, što bi moglo da dovede do pada performansi ostalih poreskih oblika.^{d)} Naplata poreza i sprečavanje poreskih utaja tokom godine takođe bi postali izazovniji u okviru globalnog sistema.

Pod pretpostavkom da bi Srbija implementirala istinski globalni sistem koji bi jednako tretirao i oporezovao sve kategorije prihoda, simulirana su četiri alternativna scenarija koja bi, *ceteris paribus*, trebalo da budu prihodno neutralna u odnosu na postojeći cedularni sistem i rezultuju fiskalnim prihodima od 4,6% BDP godišnje (Tabela L2-2).

Tabela L2-2. Alternativni prihodno neutralni globalni PDG sistemi

	Scenario 1	Scenario 2	Scenario 3	Scenario 4
Neoporeziv cenzus	25% prosečne godišnje bruto zarade	40% prosečne godišnje bruto zarade	25% prosečne godišnje bruto zarade	40% prosečne godišnje bruto zarade
Poreske stope	16%	20%	15% za prihod do 2 prosečne godišnje bruto zarade, 25% na preostali prihod	15% za prihod do 1,5 prosečne godišnje bruto zarade, 30% na preostali prihod

Prihodno neutralne poreske stope iz Tabele L2-2 su osetno više od trenutnih stopa poreza na dohodak i poreza na dobit preduzeća (10%). Otuda *ceteris paribus* pretpostavka nije sasvim realna jer bi povećanje poreskih stope prouzrokovalo delimičan porast poreskih utaja. Takođe, stvorio bi se prostor za poreske arbitraže i izbegavanje poreza putem otvaranja privatnih preduzeća u Republici ili *off-shore* državama – što je redovna pojava u zemljama sa visokim poreskim stopama na prihode od kapitala.

^{d)} *Ukupne PDV prihode od preko 10% BDP trenutno generiše oko 70.000 PDV obveznika. S druge strane, obrada 200.000 poreskih prijava u okviru globalnog sistema ne bi rezultovala nikakvim dodatnim fiskalnim prihodima, već bi primarni cilj bio preraspodela poreskog opterećenja.*

Možemo zaključiti da bi eventualno uvođenje globalnog sistema rezultovalo velikim administrativnim pritiskom na poreske vlasti i značajnim troškovima poreskih obveznika. Ukoliko bi ga odlikovao značajan nivo progresivnosti, novi globalni sistem bi teško mogao da ostvari postojeći nivo fiskalnih prihoda. Efekti preraspodele dohotka i socijalne pravičnosti bili bi ograničeni jer nije realno očekivati da bi ekonomski prilike dozvolile progresivno oporezivanje prihoda od (finansijskog) kapitala i samostalnih delatnosti.

7. Predlog reforme PDG u Srbiji

Ekonomski prilike uslovile su svetski trend jednostavnijih PDG sistema kako bi se stvorilo konkurentnije poresko okruženje i stimulisao ekonomski rast. **Zaključak je autora da bi zamena jednostavnog cedularnog sistema u Srbiji zahtevnim globalnim sistemom bila kontraproduktivna i suprotna regionalnim trendovima. Umesto prelaska na globalni sistem, autori predlažu dodatno pojednostavljenje i optimizaciju postojećeg cedularnog sistema.**

Eliminacija neoporezivih normiranih troškova i izjednačavanje nominalnih i efektivnih poreskih stopa bi značajno pojednostavila PDG sistem i približila ga prosečnom građaninu. Uvođenje jedinstvene niske poreske stope od 10% bi učinilo srpski poreski sistem konkurentnijim u odnosu na okruženje. Ukoliko se od PDG sistema zahteva značajnija preraspodela dohotka povrh godišnjeg oporezivanja, optimalni pristup bi bio značajnije cedularno progresivno oporezivanje zarada – povećanjem neoporezivog cenzusa, na primer.

“Socijalne poreske programe” moguće je (i poželjno) sprovoditi putem politike javnih rashoda i bez uvođenja globalnog sistema. Šire gledano, tehnološka modernizacija poreskih vlasti i državne uprave u celini bi trebalo da omogući bolju ciljanost programa socijalne zaštite⁸ i na taj način podrži vertikalno pravičnu preraspodelu dohotka.

Bez obzira na to za koji se oblik reforme odluče nadležne institucije, činjenica je da učestale zakonske izmene od 2002. godine nisu poželjne i da unose nepotrebnu nesigurnost i neizvesnost u privredno okruženje. Otuda je neophodno ustanoviti i implementirati na duži rok ekonomski održiv PDG sistem.

8. Literatura

- Zakon o porezu na dohodak građana, "Sl. Glasnik RS" br. 24/2001, 80/2002, 135/2004, 62/2006, 65/2006.
- H. Zee (2005) "Personal Income Tax Reform: Concepts, Issues and Comparative Country Development", IMF Working Paper.
- R. Bird, E. Zolt (2005) "Redistribution via Taxation: The Limited Role of the Personal Income Tax in Developing Countries", ITP.
- P. Soerensen (1993) "From the Global Income Tax To the Dual Income Tax: Recent Tax Reforms in The Nordic Countries", EPRU.
- D. Moore (2005) "Slovakia's 2004 Tax and Welfare Reforms", IMF Working Paper.

⁸ Studija Ministarstva za rad i socijalnu politiku i Svetske banke iz juna 2006. godine, identificuje slabu ciljanost i slabu pokrivenost trenutnih programa, kao glavnu slabost sistema socijalne zaštite u Srbiji.

Monetarna politika – kanali transmisije na cene: godinu dana ciljanja inflacije

Jasna Dimitrijević*

U tekstu koji sledi bavimo se opštim objašnjenjem kanala transmisije monetarne politike na cene u režimu ciljanja inflacije (CI) i njihovim specifičnostima u Srbiji. Zaključujemo da je u prvih godinu dana CI osnovni kanal transmisije bio kanal deviznog kursa, dok je na količinu kredita bilo teško trajnije uticati merama monetarne politike (kanal kamatne stope i kreditni kanal). U analizi stanja i perspektiva transmisije monetarne politike koristimo se postojećim uvidima na podacima koji se odnose na Srbiju i iskustvima iz drugih uporedivih zemalja. Zaključke potkrepljujemo ekonometrijskom ocenom efekta kamatne stope NBS na rast kredita u Srbiji.

Uvod

Inflacija u Srbiji iznosila je 17,7% na kraju 2005. godine, a 6,6% na kraju 2006, dok je bazna inflacija bila 14,6% u 2005. i 5,8% u 2006. Za kraj 2007. NBS cilja baznu inflaciju u intervalu od 4% do 8 %, a za kraj 2008. od 3% do 6%. Nivo inflacije u Srbiji, čini se, već drugu godinu zaredom nije proizvod slučajnih okolnosti ili sporadičnih stabilizacionih napora pojedinih institucija, već je rezultat sistematične aktivne politike NBS, nazvane "put ka ciljanju inflacije" prilikom uvođenja, avgusta 2006. (u daljem tekstu: CI) Iako je ova politika čiji je osnovni instrument repo kamatna stopa pod direktnom kontrolom NBS na snazi već više od godinu dana, česte su, reakcije i, tumačenja monetarne politike koja dolaze i iz stručnih krugova, a svedoče o nedovoljnem razumevanju mehanizama njene transmisije na cene u Srbiji. Tako se, na primer, nakon povećanja referentne kamatne stope centralne banke može čuti komentar da će to dovesti do povećanja kamatnih stopa na kredite i na smanjenje zaduživanja preduzeća i domaćinstava što će se opet negativno odraziti na privredni rast. Opravdano u pozadini ovakvih tumačenja jeste čisto teorijska interpretacija uticaja kamatne stope centralne banke na agregatnu tražnju – tzv. *kanala kamatne stope* u transmisiji monetarne politike koji je najuticajniji od nekoliko paralelnih kanala kada je reč o razvijenim zemljama. Da li je to scenario koji će se zaista dogoditi u Srbiji? Koje su specifičnosti transmisije monetarne politike u zemljama u tranziciji? Koji je odnos između deviznog kursa i kamatne stope kao i relativni značaj kursa u transmisiji monetarne politike? Na ta pitanja želimo da damo odgovor u ovom tekstu. Cilj ovog teksta je da se kroz jedno celovito objašnjenje ukaže na specifičnosti transmisije monetarne politike u okviru CI u Srbiji i ukaže na pojedine kritične tačke celog mehanizma. Bio bi to naš doprinos stvaranju podloge znanja za diskusiju i razmišljanje u javnosti na temu efikasnosti monetarne politike i opravdanosti upotrebe pojedinih instrumenata. Time se i otvaraju teme za dalje israživanje i analizu koji mogu doprineti još boljem razumevanju delovanja monetarne politike. Ovih istraživanja koja se odnose na Srbiju do sada je bilo veoma malo.

Iako nas kratak period na koji se osvrćemo i nedostatak svih relevantnih informacija koje bi detaljno svedočile o mehanizmu kojim se monetarna politika u Srbiji odražavala na svoj konačni cilj – cene objektivno ograničavaju, sve raspoložive prikupljene informacije u kombinaciji s iskustvima iz drugih zemalja u tranziciji daju nam jednu celovitu sliku. Ta slika govori u prilog CI kao konceptu, jer uvodi red i predvidivost u sferu monetarne politike čime dodatno stabilizuje inflatorna očekivanja. Iako je u razvijenim zemljama glavni kanal transmisije monetarne politike

* Zahvaljujem se Aleksandri Nojković na pomoći u primeni metodologije za empririsku ocenu u drugom delu rada; Anki Jakšić, Dušku Vasiljeviću, Skotu Kalhunu (Scott Calhoun), Borisu Najmanu, Miloju Arsiću na korisnim sugestijama koje su doprinele unapređenju teksta. Odgovornost za sve preostale propuste i greške ostaje samo moja.

u režimu CI – kanal kamatne stope kojim se ova stopa prenosi na druge kamatne stope, deluje na agregatnu tražnju i na cene, u Srbiji, kao i u drugim malim i otvorenim privredama u tranzicionoj fazi sa visokim nivoom evrizacije, ovaj kanal imao je veoma sporednu ulogu. Takođe, čini se da je osnovnu ulogu u stabilizaciji inflacije u prvoj godini CI u Srbiji, odigrao kanal deviznog kursa. Na devizni kurs su, pored nezavisnih priliva kapitala iz inostranstva u Srbiju, uticali i prilivi koji su dolazili da bi se plasiralo u repo plasmane kod NBS, čime je NBS praktično indirektno – svojom kamatnom stopom – delovala na tokove na deviznom tržištu i na kurs koji se, kako je vreme odmicalo, sve više formirao bez direktnih intervencija NBS na deviznom tržištu. I najzad, iz celokupnog osvrta na monetarnu politiku u Srbiji, zaključuje se da se na količinu kredita koji se plasira domaćem privatnom sektoru nije moglo značajnije uticati monetarnom politikom, naročito ne kamatnom stopom NBS. Ograničeni rezultati u pogledu uticaja na rast kredita postignuti su upotreboom visokih stopa obavezne rezerve ili pak makroprudencijalnim merama koje su ciljale da smanje rast određenih kategorija bankarskih plasmana. Svi ovi rezultati obuzdavanja kreditnog rasta često su se pokazali kratkog daha, jer je fleksibilan finansijski sistem nalazio put da velika tražnja za kreditima bude, na duži rok, namirena nekim alternativnim kanalom, makar to bilo i putem direktnih kredita iz inostranstva upućenih lokalnim preduzećima u Srbiji. Tako smo stekli utisak da je rast kredita, na srednji rok, određen pre svega tražnjom za kreditima koja je i dalje velika sa tek ograničenim prostorom da se na njega utiče monetarnom politikom. Ipak, iskustva drugih zemalja nam sugerisu da će s vremenom jačati *kanal kamatne stope* i mogućnost da se promenom referentne kamatne stope preko ostalih stopa menja agregatna tražnja i u okviru toga utiče i na rast kredita, dok se očekuje postepeno slabljenje značaja deviznog kursa u određivanju cene.

Tekst koji sledi strukturisan je u tri dela. U prvom delu „Teorijski i praktičan okvir za sprovođenje monetarne politike u Srbiji“ dajemo pregled svih osnovnih kanala transmisije monetarne politike koje teorija predlaže i sa specifičnostima koje su prisutne kada je u pitanju Srbija. Osnovni zaključak prvog dela da je u početnom periodu prelaska na CI osnovnu ulogu u smanjenju inflacije odigrao devizni kurs, potkerpljujemo u drugom delu teksta „Dometi monetarne politike u pogledu uticaja na količinu kredita u prvih godinu dana CI u Srbiji“. Tu empirijskim nalazom dokumentujemo da nije bilo značajnijeg uticanja osnovnim instrumentom monetarne politike – kamatnom stopom centralne banke – na rast kredita banaka na bazi podataka iz bilansa pojedinačnih banaka u periodu od Q2 2004. do Q2 2007. godine. U trećem odeljku, „Zaključku“, sistematizujemo osnovne teorijske i empirijske nalaze sprovođenja monetarne politike s posebnim naglaskom na situaciju u Srbiji.

I. Teorijski i praktičan okvir za sprovođenje monetarne politike u Srbiji

1. Koncept „ciljanja inflacije“: osnovni pojmovi

Ciljanje inflacije (CI) jeste okvir za sprovođenje monetarne politike na koji je prešla NBS¹ od avgusta 2006. godine. Taj režim, inače, od devedesetih godina koristi veliki broj razvijenih zemalja², a uvele su ga redom gotovo sve zemlje u tranziciji u Evropi. Okvir podrazumeva da centralna banka unapred objavi definisani cilj inflacije za naredni period, kao i da se posveti ispunjenju tog cilja. Glavni instrument monetarne politike unutar ovog režima jeste referentna (repo) kamatna stopa. Centralna banka uz pomoć te stopa na 14-dnevne repo ugovore povlači likvidnost iz sistema ili je pak vraća u sistem kroz transakcije sa bankama koje se pojavljuju na tržištu primarnog novca srazmerno interesovanju za kratkoročne repo plasmane. Stopa obavezne rezerve je samo pomoći instrument u rukama monetarnih vlasti. CI takođe podrazumeva i fleksibilan devizni kurs i izraženu transparentnost monetarne politike koja se postiže učestalom komunikacijom centralne banke sa javnošću – obaveštavanju o njenom radu i namerama za

¹ Memorandum Narodne banke Srbije o principima novog okvira monetarne politike, 30.avgust 2006. NBS je ovim dokumentom zvanično prešla na novi okvir monetarne politike koji je najavljen kao „put ka ciljanju inflacije“.

² Prvi ga je uveo Novi Zeland, zatim Kanada, Velika Britanija, Švedska, Finska, Australija i Španija.

Monetarna politika – kanali transmisije na cene: godinu dana ciljanja inflacije

naredni period u pogledu monetarne politike. Takođe, smatra se, da se na taj način učvršćuju očekivanja javnosti u pogledu stabilnosti cena putem jačanja poverenja u posvećenost centralne banke ostvarenju postavljenog cilja.

Pored repo kamatne stope koju određuje NBS svojim odlukama i koja predstavlja osnovni instrument monetarne politike, u upotrebi su i: (a) stopa obavezne rezerve (u daljem tekstu: SOR) na depozitni potencijal komercijalnih banaka koja ima samo pomoćnu ulogu³ i (b) intervencije na deviznom tržištu koje donošenjem Memoranduma načelno prestaju da budu direktni instrument monetarne politike; uvodi se režim slobodno fluktuirajućeg kursa, ali centralna banka ne isključuje mogućnost intervencije naročito ako fluktuacije u kratkom roku prete da ugroze finansijsku stabilnost tržišta.

Kako jedna centralna banka ne može direktno da utiče na cene, iako joj je stabilnost cena glavni cilj⁴, ona putem direktne kontrole instrumenata monetarne politike deluje na makroekonomiske tokove koji u krajnjoj instanci rezultiraju određenim nivoom cena. Jedan od preduslova za uspešno vođenje monetarne politike je stoga poznavanje svih prenosnih mehanizama koji postoje na putu od kamatne stope centralne banke do cena i na koje je u određenoj meri i u nekom roku moguće uticati instrumentima monetarne. Ti tzv. *transmisioni mehanizmi monetarne politike* su složeni i stoga često u ekonomskoj literaturi nazivani „crnom kutijom“ (*black box*⁵), budući da se sastoje iz više paralelnih kanala sa različitim i promenljivim periodima kašnjenja (eng. *lag*) reakcija krajnjeg cilja (cena) na promene u instrumentu koji kontroliše centralna banka (kratkoročna kamatna stopa). Takođe, *različiti kanali su različito značajni u transmisiji impulsa koji potiču od istog instrumenta monetarne politike: (a) u različitim zemljama i (b) u različitim periodima razvoja ekonomskog sistema u okviru jedne zemlje.*

Ipak, dugogodišnja uspešna praksa mnogih centralnih banaka u svetu ukazuje da je moguće uspostaviti okvir/pravilo kojim se može rukovoditi u vođenju monetarne politike. To pravilo počiva na dobrom poznavanju funkcionisanja konkretne ekonomije i njoj svojstvenih transmisionih mehanizama monetarne politike. Za to su neophodni modeli koji u sebi sadrže osnovne makroekonomiske odnose u jednoj zemlji (Okvir 1).

Okvir 1. Model za projekcije i analizu monetarne politike

Centralne banke, oslanjaju se na dobro razrađene ekonometrijske modele koji integrišu u sebi, u vidu određenog broja povezanih jednačina, ponašanje u vremenu i međusobni uticaj osnovnih makroekonomskih varijabli. Takav model (ili ponekad više različitih modela) često se kombinuje sa „osećajem“ i „iskustvom“ donosioca odluka o monetarnoj politici. Uz pomoć modela centralna banka najpre dolazi do prognoze inflacije za naredni period. Zatim, kao krajnji rezultat dobije jednostavnu instrukciju u vidu potrebnog nivoa referentne kamatne stope (koju ima pravo da menja sopstvenim odlukama) da bi se u narednom periodu projektovana inflacija (ona do koje bi došlo bez promene stope) dovela na nivo koji je najavljen kao cilj za isti period. U Srbiji je takođe, u okviru uvođenja novog okvira monetarne politike (CI), razrađen jedan takav model.

U NBS se za projekciju inflacije i analizu monetarne politike koristi *strukturni model* zasnovan na kratkoročnoj i srednjoročnoj interakciji između monetarne politike, proizvodnje, inflacije i deviznog kursa. Taj model kao rezultat simultanih jednačina daje centralnoj banci bazu za donošenje odluke o monetarnoj politici u narednom periodu. Model koji koristi NBS, i koji vremenom razvija i usložnjava, ima tri osnovne jednačine prvi put predstavljene u Izveštaju o inflaciji za prvo tromeseče 2007, NBS.

3 Memorandum Narodne banke Srbije o principima novog okvira monetarne politike, 30.avgust 2006, str.6.

4 Zakonom postavljen osnovni cilj NBS jeste da obezbeđuje stabilnost cena. član 3, Zakon o NBS, Sl.glasnik RS br. 72/2003.

5 Bernanke i Gertler (1995).

Ovde ćemo kao ilustraciju modela za projekcije i analizu monetarne politike predstaviti jedan drugi model koji se odnosi na Srbiju. Sastoji se od četiri jednačine (1 do 4) zajedno sa koeficijentima (Tabела L3-1). Model je preuzet iz prezentacije (mart 2007. u NBS) radne verzije materijala koji se odnosi na model za analizu monetarne politike u Srbiji, autor je E. Mottu, viši ekonomista u Odeljenju za Evropu u MMF-u. Metodološku osnovu prezentovanog modela čini drugi radni papir MMF-a (Berg, A. Karam, Ph. i Laxton D, 2006) koji sadrži rezime iskustva iz mnogih zemalja u kojima se primenjuju ti modeli i uputstva autora za specifikaciju ovakvih modela i za odabir vrednosti koeficijenata. Iako se model u pomenutoj prezentaciji odnosi na Srbiju, ni jednačine ni koeficijenti nisu identični onima koje primenjuje u svom modelu NBS, ali predstavljaju dobru simulaciju u kojoj je povedeno računa o specifičnosti srpske ekonomije i iskustvima iz drugih uporedivih zemalja. Koeficijenti, kako ovi u simuliranom tako i oni u modelu koji primenjuje NBS, nisu dobijeni ekonometrijskom ocenom na osnovu istorijskih serija, već postupkom kalibracije¹.

U četiri osnovne jednačine sadžane su najvažnije relacije između kamatne stope centralne banke, agregatne tražnje, ponude, deviznog kursa i inflacije. To su: (1) jednačina agregatne tražnje ili proizvodnog jaza (tzv. IS kriva), (2) jednačina formiranja cena (prilagođena Filipskova kriva koja uzima u obzir očekivanja), (3) jednačina deviznog kursa – tzv. nepokriveni kamatni paritet i (4) jednačina reakcije monetarne politike – tzv. Tejlorovo pravilo.

(1) **Agregatna tražnja: merena proizvodnjim jazom** – promenljiva $ygap$ (odstupanjem ostvarenog kvartalnog BDP od srednjoročnog trenda)

$$ygap_t = \beta_1 ygap_{t+1} + \beta_2 ygap_{t-1} - \beta_3 RRgap_{t-1} + \beta_4 zgap_{t-1} + \beta_5 ygap_t^{EU} + \varepsilon_t^{ygap}$$

gde $RRgap$ predstavlja odstupanje realne kamatne stope od ravnotežne vrednosti (koja se može aproksimirati srednjoročnim trendom), promenljiva $zgap$ predstavlja odstupanje realnog deviznog kursa od srednjoročnog trenda, a ε slučajno odstupanje.

(2) **Bazna (ciljana) i ukupna inflacija: Filipsova kriva, racionalna očekivanja**

$$\begin{aligned} \pi_t &= \alpha_1 \pi_{t+4} + (1 - \alpha_1) \pi_{t-1} + \alpha_2 ygap_{t-1} + \alpha_3 (z_t - z_{t-1}) + \alpha_4 \pi_{rpoil,t} + \alpha_5 \pi_{rpoil,t-1} + \varepsilon_t^\pi \\ \pi_{core,t} &= \alpha_{cl} \pi_{t+4} + (1 - \alpha_{cl}) \pi_{t-1} + \alpha_{c2} ygap_{t-1} + \alpha_3 (z_t - z_{t-1}) + \alpha_{c4} (\pi_{t-1} - \pi_{c,t-1}) + \varepsilon_t^{\pi core} \end{aligned}$$

gde π_{t+4} predstavlja očekivanu inflaciju u narednom periodu, π_{t-1} inflaciju u prethodnom periodu, $(z_t - z_{t-1})$ promenu realnog kursa evra u tekućem periodu u odnosu na prethodni period, $(\pi_{t-1} - \pi_{c,t-1})$ odstupanje ukupne inflacije od bazne inflacije u prethodnom periodu, $\pi_{rpoil,t}$ maloprodajnu cenu benzina u tekućem periodu, ε_t^π grešku ocene. Indeks c ili $core$ uz oznaku promenljive dodnosi se na baznu inflaciju.

(3) **Devizni kurs dinara: jednačina nepokrivenog kamatnog pariteta, odnos između diferencijala kamatnih stopa i deviznog kursa**

$$z_t = \delta_I z_{t+1} + (1 - \delta_I) z_{t-1} - (RR_t - RR_t^{EU} - \rho^*)/4 + \varepsilon_t^z$$

gde z predstavlja realni devizni kurs, RR_t^{EU} realnu kamatnu stopu na novčanom tržištu zone evra, a ρ^* premiju za rizik ulaganja u Srbiji.

Na bazi projektovanih veličina za period t , koje proističu iz relacija u prve tri jednačine modela, u jednačini (4) dobija se instrukcija za centralnu banku – nivo nominalne kamatne stope centralne banke RS koja je potrebna da se ostvari ciljana inflacija, tj. da se prognozirana inflacija u slučaju *status quo* po pitanju monetarne politike π_{t+4} u narednom periodu svede na ciljanu π_{t+4}^* .

(4) **Tejlorovo pravilo: instrukcija za monetarnu politiku**

$$RS_t = \gamma_I RS_{t-1} + (1 - \gamma_I) * [RR_t^* + \pi_t + \gamma_2 (\pi_{t+4} - \pi_{t+4}^*) + \gamma_3 ygap_t] + \varepsilon_t^{RS}$$

gde RR^* predstavlja ravnotežnu kamatnu stopu u Srbiji u posmatranom periodu.

¹ Kalibracija predstavlja metod za dobijanje koeficijenata koji se zasnivaju na očekivanim teorijskim odnosima među makroekonomskim veličinama, iskustvima iz drugih zemalja i osećajem autora modela za realne odnose u zemlji na koju se model odnosi. Njoj se pribegava zbog kratkih serija i makroekonomskih odnosa koji su u jednoj zemlji u tranziciji veoma nestabilni i menjaju se s preduzetim reformama i promenom politika, te koji onemogućavaju efikasnu ekonometrijsku ocenu uzročnoposledičnih veza.

Tabela L3-1. Definicija modela i vrednosti koeficijenata u simulaciji Mottu, 2007

Jednačina i naziv promenljive na koju se odnosi koeficijent	Oznaka koef.	Raspon		Srbija	Evro Zona	Češka	Rumunija
		Donja granica	Gornja granica				
(1) Proizvodni jaz (ygap _t)							
Proizvodni jaz iz prethodnog perioda (ygap _{t-1})	β_2	0,5	0,9	0,5	0,6	0,6	0,75
Proizvodni jaz u narednom periodu (ygap _{t+1})	β_1	0,05	0,15	0,1	0,1	0,1	0,1
Realna kamatna stopa u prethodnom periodu (RRgap _{t-1})	β_3	zbir 0,1	zbir 0,3	0,02	0,15	0,1	0,1
Realni jaz deviznog kursa u prethodnom periodu (ygap _{t-1} ^{EU})	β_4	...	...	0,08	...	0,1	0,02
Proizvodni jaz u Evropskoj Uniji (ygap _t ^{EU})	β_5	...	...	0,1	...	...	0,15
(2a) Ukupna inflacija (π_t)							
Očekivana inflacija u narednom periodu (π_{t+1})	α_1	0	1	0,4	0,2	0,2	0,25
Proizvodni jaz iz prethodnog perioda (ygap _{t-1})	α_2	0,25	0,5	0,2	0,3	0,3	0,3
Promena realnog deviznog kursa ($z_t - z_{t-1}$)	α_3	...	...	0,8	...	0,1	0,08
Promena cene naftе ($p_{oil,t}$)	α_4	...	...	0,01	...	...	...
Promena cene naftе u prethodnom periodu ($p_{oil,t-1}$)	α_5	...	...	0,01	...	...	...
(2b) Bazna inflacija ($\pi_{core,t}$)							
Očekivana inflacija u narednom periodu (π_{t+1})	α_{c1}	0	1	0,4	0,2	0,2	0,25
Proizvodni jaz iz prethodnog perioda (ygap _{t-1})	α_{c2}	0,25	0,5	0,2	0,3	0,3	0,3
Promena realnog devoznog kursa ($z_t - z_{t-1}$)	α_{c3}	...	...	0,85	...	0,1	0,08
Razlika između ukupne i bazne inflacije u prethodnom periodu ($\pi_{t-1} - \pi_{core,t-1}$)	α_{c4}	...	...	0,25	0,25	0,25	0,25
(3) Devizni kurs (z_t)							
Očekivani realni devizni kurs u narednom periodu (z_{t+1})	δ_1	>0	1	0,4	...	0,4	0,4
(4) Instrukcija za monetarnu politiku - Tejljorovo pravilo (RS _t)							
Kamatna stopa iz prethodnog perioda (RS _{t-1})	γ_1	...	...	0,7	0,5	0,5	0,4
Razlika između ciljane i projektovane inflacije u narednom periodu ($\pi_{t+4} - \pi^*_{t+4}$)	γ_2	...	...	2	2	2	2,5
Proizvodni jaz u tekućem periodu (ygap _t)	γ_3	...	...	0,5	0,5	0,5	0,5

Izvor: službenici MMF-a, preuzeto iz prezentacije Mottu (2007)

Izvor: Mottu, 2007, prezentacija u NBS.

Okvir 2. Obavezna rezerva – važan pomoći instrument monetarne politike

Repo kamatna stopa predstavljena je kao osnovni instrument monetarne politike u Srbiji¹, a *obavezna rezerva* kao pomoći instrument koji će „doprinositi transmisiji referentne stope na tržište i uravnoteženom razvoju finansijskih tržišta, pri čemu stabilnost finansijskog sistema ne bi bila ugrožena²“. Međutim, obavezna rezerva na depozitni potencijal banaka (dinarski i devizni depoziti u koje spadaju i dinarski depoziti sa deviznom klauzulom), iako se ne menja često, još uvek predstavlja važno uporište monetarne politike sa, čini se, snažnim dejstvom na tokove finansiranja posredstvom banaka. Za ovaj uticaj zaslужna je visina, tj. izrazita represivnost ove stope koja se primenjuje na deviznu osnovicu: 45%, osim na novu deviznu štednju 40%. Na dinarske depozite stopa obavezne rezerve je značajno manja i iznosi 10% i 5% u zavisnosti od roka dospeća depozita³.

Ako posmatramo period od 2001. do kraja 2007. i upotrebu SOR koja se razlikovala u zavisnosti od osnovice, zaključujemo da je ona, iako uvek utičući na monetarne aggregate, imala promenljivu ulogu: nekada *instrumenta monetarne politike* a nekada *prudencijalne kontrole finansijskog sistema*. Koristeći je kao instrument monetarne politike, NBS je ponajviše ublažavala loše posledice otvorenog kapitalnog računa u uslovima plitkih finansijskih tržišta kada relativno mali prilivi kapitala iz inostranstva (posredstvom lokalno prisutnih stranih banaka) izazivaju kreditnu ekspanziju.

Tako je SOR na novu deviznu štednju stanovništva, koju je NBS od 2001. godine kada je započeo priliv štednje, održala na visokom nivou (od 50% u 2001. do 40% u 2007) – imala važnu prudencijalnu ulogu zaštite štediša i jačanja njihovog poverenja u bankarski sistem, sprečavajući banke da raspolažu sa gotovo polovinom prikupljene nove štednje koju su obavezne da polože kod NBS.

Obavezna rezerva na ostale devizne depozite banaka, imala je izraziti karakter monetarne mere. Ona je naime pogađala strane izvore banaka i među njima posebno zaduživanje lokalnih banaka (u stranom vlasništvu) kod svojih centrala u inostranstvu – značajan izvor novih plasmana u 2004,

¹ Memorandum Narodne banke Srbije o principima novog okvira monetarne politike, 30.avgust 2006.

² Idem.

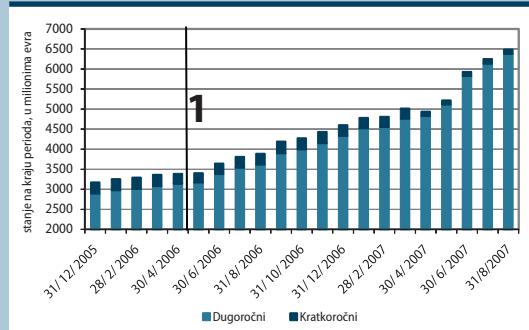
³ Videti detaljnije o promenama osnovice i stopa u Okviru 1. odeljka 8. "Monetarni tokovi i politika" i u Izveštaju o inflaciji za drugo tromeseče 2007, prilog 1, NBS.

2005, i prvoj polovini 2006. godine⁴ – i devizne depozite nerezidenata i preduzeća. Stopa obavezne rezerve na ovaj deo devizne osnovice koji se odnosi na „uvezeni devizni potencijal za plasiranje“, počela je da se razdvaja od stope na dinarsku osnovicu i povećava maja 2005, kad je postavljena na 26% i više puta podizana do 40% koliko iznosi sada. Najdrastičnija promena u pogledu stope obavezne rezerve na deviznu osnovicu bila je u aprilu 2006, kada je stopa na zaduženje u inostranstvu lokalnih banaka sa rokom do dve godine povećana na 60%.

Međutim, iako je teško uspostaviti pouzdanu uzročnoposledičnu vezu, neki podaci ukazuju da je pooštavanje stopa obavezne rezerve na deviznu osnovicu koje je imalo za cilj da “koči” jedan kanal priliva finansijskih sredstava iz inostranstva, zapravo otvarao neki drugi kanal. Tako je nakon uvođenja obavezne rezerve na zaduživanje banaka u inostranstvu ovo zaduživanje zamrlo, ali je kapital stranih banaka počeo da se uvećava (Tabela T8-4). Takođe, od maja 2006, kada je povećana obavezna rezerva na deo devizne osnovice na 60%, primećuje se veći rast direktnog zaduživanja lokalnih preduzeća u inostranstvu. Ti krediti su u poslednje dve godine rasli po godišnjoj stopi od blizu 40% i tako dostigli nivo od 22% BDP-a, koliko iznosi i nivo kredita preduzećima iz domaćeg bankarskog sistema; postali su značajan izvor finansiranja za lokalna preduzeća, ali i izazov za monetarne vlasti i finansijsku superviziju, budući da nisu uobičajeni način zaduživanja. O njima se iz navedenog razloga ne zna mnogo u teoriji, a retka zabeležena iskustva iz međunarodne prakse daju nam ograničene pouke.

Naime, *direktni krediti iz inostranstva* su pojava koja postoji i u drugim zemljama u tranziciji i u latinoameričkim zemljama. No, kako su podaci o tim kreditima teško dostupni, nema mnogo analiza koje detaljnije razmatraju uzroke i posledice ovog fenomena. Zna se, međutim, da je priliv direktnih kredita iz inostranstva u zemljama u tranziciji bio intenzivniji pre ulaska stranih banaka u domaći bankarski sistem,⁵ dok je sa ulaskom i širenjem tržišta stranih banaka smanjen nivo tih kredita⁶! Prethodno potvrđuje goreiznetu pretpostavku da je ubrzani priliv tih kredita u Srbiju u poslednje dve godine najverovatnije posledica visoke stope obavezne rezerve na zaduživanje banaka u inostranstvu. S apektom finansijske stabilnosti, na iskustvu Južne Amerike⁷, zabeleženo je da je u periodima krize lokalnog finansijskog tržišta dolazilo do bržeg povlačenja stranih banaka iz ovih plasmana u poređenju sa stranim bankama koje su plasirale lokalno kroz domaći bankarski sistem!

Grafikon L3-2. Direktno zaduživanje preduzeća u inostranstvu, ukupan stok kredita u milionima evra, 2005–2007



Izvor: NBS

1 Uvedena stopa obavezne rezerve od 60% na zaduživanje banaka u inostranstvu do dve godine.

Druga moguća negativna posledica visoke obavezne rezerve na devizne izvore banaka u Srbiji – koja je u neposrednoj vezi sa direktnim zaduživanjem preduzeća u inostranstvu – jeste distorzija u pristupu kreditima za različite tipove preduzeća. Naime, veća preduzeća sa boljom međunarodnom reputacijom imaju pristup direktnim kreditima iz inostranstva, dok ga mala i srednja lokalna preduzeća nemaju. Njima ostaje da se finansiraju iz domaćeg sistema gde se zbog visoke i represivne stope obavezne rezerve količina ponude kredita preduzećima značajno smanjuje, jer je skuplja za banke. Time se otvara opasnost da veća preduzeća budu favorizovana u pogledu pristupa izvrima finansiranja, čime se kroz njihovo jačanje na štetu malih i srednjih preduzeća može doći do situacije monopolia i potencijalnih izvora inflacije, tzv. strukturne prirode!

4 Videti u QM1–QM9, odeljak 8. „Monetarni tokovi i politika“, Tabela Poslovanje banaka – izvori i struktura plasmana.

5 Ulazak i dominantan položaj stranih banaka je imantan u svim tranzicionim zemljama sa izuzetkom Slovenije gde su strane banke zauzele samo manji deo tržišta.

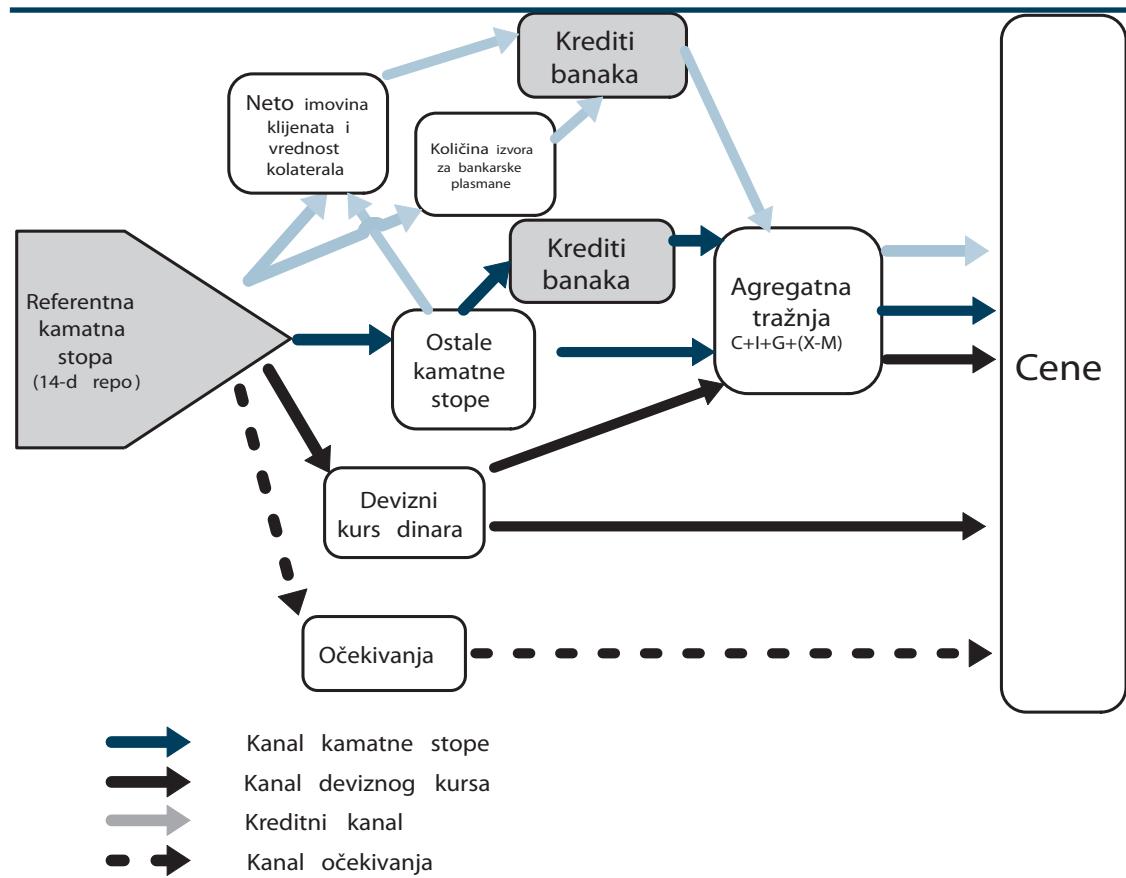
6 Haas R.T.A. and van Lelyveld I.P.P. 2004.

7 Peek J. And Rosengren E, 2000.

2. Transmisioni kanali monetarne politike i specifičnosti u zemljama u tranziciji i u Srbiji

Teorijska i empirijska istraživanja o kanalima transmisije monetarne politike mogu se rezimirati u vidu četiri osnovna kanala kojima se deluje na cene (Slika L3-3) a to su: (1) kanal kamatne stope, (2) kanal deviznog kursa, (3) kreditni kanal i (4) kanal očekivanja. Empirijska istraživanja⁶ pak ukazuju da postoje određene specifičnosti u zemljama u tranziciji i u malim otvorenim privredama kada su u pitanju već ustanovljeni kanali transmisije koji deluju u razvijenim tržišnim privredama. Ove specifičnosti se najčešće tiču i transmisije monetarne politike u Srbiji. U nastavku ćemo detaljnije razmatrati karakteristike svakog od ovih kanala, kao i njihovu relevantnost u tranzicionim ekonomijama uopšte i posebno u Srbiji.

Slika L3-3. Šematski prikaz transmisije monetarne politike koja koristi referentnu kamatnu stopu kao instrument na cene



Izvor: Autor

2.1. Kanal kamatne stope

Kanal kamatne stope jeste glavni („školski“) kanal kojim se objašnjava i proučava uticaj kamatne stope na cene. Sastoji se iz sledeće dve etape: (1) transmisija od kratkoročne nominalne stope koja je pod uticajem centralne banke do kratkoročnih i dugoročnih realnih kamatnih stopa i (2) uticaja realne kamatne stope na agregatnu tražnju i proizvodnju.

Konkretno, to znači *prvo*, ukoliko se realne kamatne stope na tržištu novca i realne kamatne stope na bankarske kredite promene pod uticajem promene nominalne kamatne stope centralne banke, doći će do promene u komponentama agregatne tražnje (potrošnji i investicijama, C i I), što će dovesti do promene u korišćenju resursa koja će, s određenim vremenskim pomakom, delovati na promenu cena. Naime, više kamatne stope vodiće smanjenju potrošnje stanovništva

⁶ Za razumljiviji i potpuniji pregled videti Coricelli, Balasz i MacDouglas, 2006.

najviše zato što ove podstiču štednju i obeshrabruju stanovništvo da uzima nove kredite. *Dруго*, porast kamatnih stopa učiniće da se preduzeća teže odlučuju za nove investicije što rezultira padom novih investicija u narednom periodu. Tako će, usled pada i potrošnje i investicija, ukupna tražnja stanovništva i preduzeća opasti. Smanjena ukupna tražnja rezultiraće u manjoj privrednoj aktivnosti. Takođe, veza između nivoa privredne aktivnosti i cena, objašnjena je uz pomoć tzv. Filipsove krive, prema kojoj cene i plate obično manje rastu pri nižoj proizvodnoj aktivnosti. Obično se ovo usklađivanje cena i plata ne odvija istovremeno, tj. opadanje privredne aktivnosti tek nakon određenog vremena utiče na obaranje cena i plata jer se ove ne koriguju uvek iz meseca u mesec već nešto ređe.

Iz prethodnog teorijskog objašnjenja sledi, dakle, da su pretpostavke za delovanje kamatne stope centralne banke na cene u jednoj zemlji (*kanala kamatne stope*) sledeće: (1) da se kratkoročna kamatna stopa koju direktno kontroliše centralna banka prenosi na ostale kamatne stope i na pozajmice i depozite sa dužim rokovima dospeća (tzv. kriva prinosa). U Srbiji se ovo pre svega odnosi na kamatne stope banaka, budući da ni država ni preduzeća ne izdaju dinarske dužničke hartije od vrednosti duže ročnosti i (2) da ta promenjena kamatna stopa na štednju i zaduzivanje na duže rokove stvarno predstavlja element u odlukama građana i preduzeća o njihovoј potrošnji/ štednji i investicijama. Uz to, potrebno je i da izmenjen nivo proizvodnje deluje na preduzeća, tj. njihove odluke o visini/promeni cena i plata.

Efekat kamatne stope na privrednu aktivnost u jednoj zemlji može se posmatrati u simuliranom modelu (Mottu, 2007) predstavljenom u Okviru 1. u jednačini proizvodnog jaza (1) putem koeficijenta uz promenljivu – realna kamatna stopa iz prethodnog perioda (0,02 za Srbiju, Tabela L3-1). U isti mah, taj kanal može se posmatrati u jednačini formiranja cena (2) putem koeficijenta uz promenljivu – proizvodni jaz iz prethodnog perioda (0,2 za Srbiju, Tabela L3-1). Vrednosti ovih koeficijenata za Srbiju su na donjoj granici raspona u kojem se kreću u drugim zemljama, što sugerise da su autori modela predstavljenog u Okviru 1, dodelili ovom *kanalu transmisije monetarne politike* na cene relativno slab značaj u Srbiji.

Postojeća empirijska istraživanja u zemljama Centralne i Istočne Evrope pokazala su da je u *prvoj etapi kanala kamatne stope* – prolaz kamatne stope (*interest rate pass-through*), koja je pod direktnom kontrolom monetarne vlasti, do kamatnih stopa na tržištu novca i drugih kamatnih stopa u zemlji (na štednju, kredite, dužničke ugovore duže ročnosti) – na početku CI slab. Ovaj prolaz s vremenom jača te dugoročni prolaz postaje sve potpuniji, tj. bliži jediničnom. Takođe, uočeno je i da se period reakcije drugih kamatnih stopa na promene referentne stope skraćuje s vremenom (empirijske ocene za Češku, Poljsku i Mađarsku za period 1994–2002; Crespo-Cuaresma et al. 2004). Istraživanja su takođe pokazala da postoji velika heterogenost u prilagođavanju kamatnih stopa na kredite promenama u referentnoj stopi: između banaka i unutar banke između različitih tipova kredita. Zabeležen je veći prolaz kod banaka koje su manje profitabilne i manje kapitalizovane, verovatno zbog manjeg manevarskog prostora, tj. veće zavisnosti od tržišta novca i manjih marži (Chmielewski, 2003). Utvrđen je *veći prolaz*: kod kratkoročnih nego kod dugoročnih kredita i kod kredita preduzećima nego kod kredita stanovništvu (to se može objasniti većim maržama banaka na kredite stanovništvu). O *drugoj fazi* ovog kanala – tj. efektu promene ostalih kamatnih stopa koje su pod uticajem referentne stope na realni sektor, odnosno na privredna kretanja, nema dovoljno analiza koje se odnose na zemlje u tranziciji. U razvijenim zemljama Evrope, empirijski je utvrđeno da povećanje referentne kamatne stope dovodi do smanjenja investicija preduzeća (Chatelain et al. 2001).

Navešćemo faktore koji bi mogli da dovedu do *nepotpunog* delovanja ovog, *kanala monetarne transmisije* u Srbiji u ovom periodu, a to su:

(a) Veliki deo banaka refinansira se izvorima iz inostranstva, pored domaćih izvora. U toj meri kamatna stopa centralne banke predstavlja potencijalnu investiciju za ove banke a ne cena izvora. Ona pak postavlja neki donji prag za ostale kamatne stope koje naplaćuju te banke, ali nikako ne deluje na troškove izvora finansiranja ovih banaka u meri u kojoj deluje, na primer, kamatna stopa na novčanom tržištu Evropske monetarne unije (EURIBOR) ili ultimativno referntna

stopa Evropske centralne banke. Takođe, veliki deo kredita banaka u Srbiji (čak 80% prema nekim procenama) plasirano je sa valutnom klauzulom, što znači da su prihodi banaka po osnovu tih kredita konstantni kada se preračunaju u evre i gotovo neosetljivi na domaće monetarne uslove ukoliko banka ima ove plasmane usklađene s ukupnim obavezama u stranoj valuti.

(b) Nedostatak konkurenције među bankama: kamatne stope banaka na kredite i depozite ne reaguju u potpunosti na promene na novčanom tržištu zbog nepotpune konkurenције između banaka,⁷ koja deluje tako da iako se troškovi refinansiranja povećaju (smanje), banka ne mora da menja kamatnu stopu jer ima veliku maržu. To je zaključak na osnovu rezultata ankete banaka o kamatnim stopama⁸ koju je FREN sproveo 2005. godine. Uočeni su neobično veliki disparitet u zabeleženim kamatnim stopama na istu vrstu kredita kod različitih banaka kao i neopravdano visoke efektivne kamatne stope na određene vrste kredita u pojedinim bankama (npr. 35,8% p.a. na kredit do 12 meseci za obrtna sredstva, sa valutnom klauzulom, za mala i srednja preduzeća) koje se ne mogu obrazložiti samo većim rizikom tog tipa klijenta, već, jasno je, monopolskim položajem banke i nedovoljno osetljivom tražnjom na cenu finansiranja.

(c) Tražnja stanovništva za kreditima, čini se da nije osetljiva na kamatnu stopu, tj. na cenu. Ovo važi naročito kod kratkoročnih kredita gde su kamatne stope izuzetno visoke i razlike među bankama su neobično velike, kako je zabeleženo u istoj anketi FREN-a iz 2005. Anketa građana iz 2007. (Medium Gallup agencije) o finansijskoj pismenosti u Srbiji zabeležila je da oko 33% građana koji koriste kredite smatra za ključni kriterijum pri odluci o zaduživanju mesečnu ratu (koja, podsetimo, opada s produženjem roka otplate iako kamatna stopa ostaje visoka), dok 29% kao ključni kriterijum gleda sumu novca koju treba da vrati, a tek za 26% korisnika kredita ključni kriterijum pri odluci o zaduživanju jeste kamatna stopa. Anegdotski primer je i izjava menadžera u jednoj velikoj banci u Srbiji da je osnovni kriterijum za većinu građana brzina dobijanja kredita, dok visina kamatne stope igra sporednu ulogu. Iz iste ankete utvrđeno je da 48% korisnika kredita ne zna šta je devizna klauzula (indeksacija kredita prema stranoj valuti koja znači da pri depresijaciji kursa dinara raste dug i rata kredita, što često ne važi obrnuto pri apresijaciji), a 31% ne prati po kom kursu im banka obračunava zaduživanje.

(d) Preduzeća su verovatno osetljivija na troškove kamatne stope, ali pod sledećim okolnostima:

- samo oko 20% izvora finansiranja zasnivaju se na kreditima koji mogu da u krajnjoj instanci zavise od kamatne stope centralne banke, dok ostalo finansiraju iz sopstvenih izvora, direktnih kredita iz inostranstva, obaveza prema dobavljačima, neformalnih pozajmica, Tabela L3-4. Ovaj nalaz potvrđuju kako podaci iz agregiranog bilansa preduzeća za 2006. godinu, tako i rezultati ankete Svetske banke BEEPS za 2005. (Beeps-at-a-glance 2005, Serbia, odeljak Firm financing);;
- jedan deo preduzeća, iako im poskupi, npr. domaći kredit, može da iz nekog od gore navedenih izvora supstituiše finansiranje iz bankarskih kredita, Tabela L3-4 (zaduživanje u inostranstvu).

⁷ Dimitrijević, J. i Najman, B. (2006) daju objašnjenje nedovoljne konkurenције između banaka zbog segmentacija na tržištu kredita u Srbiji na podacima od 2001. do 2006.

⁸ J. Dimitrijević, "Kamatne stope u Srbiji", QM br. 2.

Tabela L3-4. Bankarski krediti preduzećima – udeo u ukupnim obavezama

	2006	2005	Prirast u 2006.	2006	2005	Prirast u 2006.					
	u milionima evra		u % BDP-a								
Izvori finansiranja preduzeća											
Podaci iz bilansa privrednih društava i zadruga ¹⁾											
Kapital	40.998	31.950	9.048	182,22	116,57	36,36					
Obaveze	38.797	29.796	9.001	172,43	108,71	36,17					
Dugoročni dug	10.730	8.030	2.700	47,69	29,30	10,85					
Kratkoročni dug	28.067	21.766	6.301	124,74	79,42	25,32					
Podaci iz bilansa finansijskih institucija											
Ukupne pozajmice preduzećima iz domaćeg bankarskog sektora	4.652	4.205	447	20,68	15,34	1,79					
Kratkoročne pozajmice	2.448	2.332	116	10,88	8,51	0,46					
Dugoročne pozajmice	2.204	1.873	331	9,80	6,83	1,33					
Pozajmice od banaka iz inostranstva	4.593	3.166	1.427	20,41	11,55	5,73					
Kratkotočne	259	271	-11	1,15	0,99	-0,05					
Dugoročne	4.334	2.895	1.439	19,26	10,56	5,78					
u % od ukupnog duga preduzeća											
Pozajmice banaka u ukupnom dugu preduzeća	23,83	24,74	20,82								
Iz domaćeg bankarskog sistema	6,98	8,74	1,16								
Iz banaka iz inostranstva	16,85	16,00	19,66								

Izvor: Saopštenje o ostvarenim rezultatima poslovanja privrednih društava i zadruga u Republici Srbiji, podaci iz finansijskih izveštaja za 2006. godinu, NBS; NBS Statistički bilten.

1) Agregirano za 76.638 preduzeća koliko je predalo bilans za 2006. godinu, što predstavlja 86% ukupno registrovanih privrednih društava i zadruga u 2006.

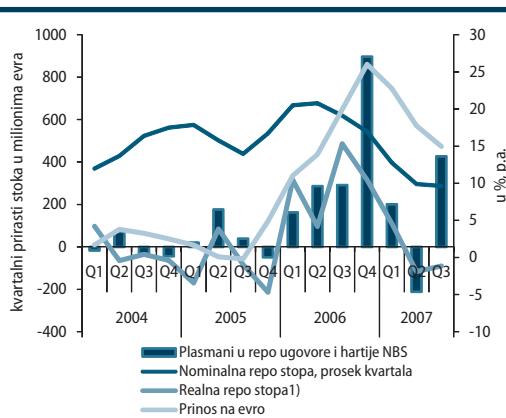
2.2. Kanal deviznog kursa

Iako jedna centralna banka sprovodi monetarnu politiku u režimu CI oslanjajući se na referentnu kamatu stopu kao osnovni instrument – efekat deviznog kursa na cene je i dalje moguć, u uslovima fleksibilnog deviznog kursa koji je sastavni deo CI. Ovaj, tzv. kanal deviznog kursa, važan je u transmisiji monetarne politike u otvorenim privredama (Svensson 2000). On je još bitniji u privredama u kojima vlada visok stepen „dolarizacije“ (Leiderman et al, 2006), tj. „evrizacije“ u slučaju Srbije, kada se veliki broj transakcija, cena, potraživanja i obaveza obračunava i izražava u stranoj valuti.

Narodna banka Srbije može da utiče na kurs direktnim intervencijama na deviznom tržištu, koje su u konceptu CI retke i svode se na sprečavanje slučajeva preterane volatilnosti kursa *i* koje mogu da ugroze stabilnost finansijskog sistema. Osim toga, NBS može i kamatnom stopom da posredno deluje na kurs. Ukoliko je repo kamatna stopa u Srbiji viša od kamatne stope u nekoj drugoj zemlji, to privlači investitore iz inostranstva koji potom – da bi uložili u domaće papire s višom kamatnom stopom, stvaraju dodatnu tražnju za domaćom valutom, što izaziva u kratkom roku apresijaciju domaće valute. Radi se o tzv. nepokrivenom kamatnom paritetu (jednačina (3) u Okviru 1.), dok je ova vrsta transakcija poznata kao „carry trade“.

Iako kratak period praćenja ne dozvoljava da se ustanovi jasna povezanost, ipak postoje jasne indicije da je u poslednjih godinu dana koliko se cilja inflacija, referentna kamatna stopa NBS imala uticaja na devizni kurs. Ta pojava zabeležena je i u iskustvima drugih otvorenih privreda u kojima se cilja inflacija upotrebom nominalne kamatne stope kao osnovnog instrumenta. Naime, uočavamo da se u poslednjih godinu dana epizode ubrzanog priliva plasmana u hartije NBS (repo) podudara sa visokom nominlanom repo kamatnom stopom i istovremenom nominalnom apresijacijom dinara koja je uvećavala prinos na plasmane investitorima koji dolaze iz strane valute (Kriva „prinos na evro-avg“) i ulažu u dinare kroz repo tržište (Grafikon L3-5). Prethodno navedeno je posebno uočljivo u Q4 2006. i Q3 2007.

Grafikon L3-5. Nominalna, realna repo stopa i prinos u evrima (desna osa) i prirast repo plasmana (desna osa)



Izvor: NBS, proračuni autora

1) Za računanje realne stope upotrebljen je indeks cena na malo i kvartalno podignut na godišnji nivo.

Promene nominalnog deviznog kursa – kako one izazvane aktivnošću NBS, tako i one spontane koje su rezultat samo ponude i tražnje na tržištu deviza – mogu imati efekta na cene. U pitanju je kanal transmisije koji, onda kada postoji u jednoj ekonomiji, za razliku od kanala kamatne stope, deluje u veoma kratkom roku. On pre svega deluje tako što se uvozne cene i cene domaćih proizvoda koji konkurišu sa uvoznim proizvodima – koriguju u određenoj srazmeri u skladu sa promenama nominalnog deviznog kursa. Tada se i ukupna inflacija – indeks cena – menja, u onolikoj meri u kolikoj sadrži u sebi ove proizvode. Tako s depresijacijom (apresijacijom) dinara, cene rastu (padaju), budući da onda za istu cenu uvozne proizvode u evrima treba platiti veći (manji) iznos u dinarima.

Značaj kanala deviznog kursa i brzina njegove

reakcije na cene je, kao što se da zaključiti, u mnogome uslovljena: (a) delovanjem konkurenčije na tržištu uvoznih proizvoda i njima konkurentnih domaćih proizvoda, ako ovi drugi postoje, (b) načinom formiranja cena kod prodavaca – u evrima ili u dinarima i (c) smerom promene kursa – delovanje ovog kanala naime verovatno nije iste jačine prilikom depresijacije kao i prilikom apresijacije domaće valute, jer cene mogu pokazivati veću inerciju kada je u pitanju korigovanje na jednu nego na drugu stranu.

Takođe, pored goreopisanog direktnog uticaja na cene, u jednoj otvorenoj privredi, devizni kurs utiče i indirektno, tako što utiče na izvoz i uvoz (ukoliko deluje Maršal Lernerov uslov) – te time i na neto izvoz ($X-M$) – koji predstavlja jednu komponentu ukupne tražnje ($C+I+G+X-M$).

I na kraju, mada ne manje značajno, u visokoevrizovanoj privredi kakva je naša, moguće je da promene kursa dinara utiču na kreditnu sposobnost klijentata i tako deluju na količinu novih kredita i ukupnu agregatnu tražnju (Leiderman et al, 2006). Naime, depresijacija dinara, u uslovima kada je oko 80% ukupnih kredita indeksirano prema stranoj valuti – dovodi do povećanja obaveza preduzeća i domaćinstava i smanjuje njihovu sposobnost da se dalje zadužuju.

Empirijska istraživanja postojanja i intenziteta delovanja ovog kanala – koji se meri tzv. *prolazom deviznog kursa (passthrough) na cene* – u zemljama u tranziciji, pokazala su da je on veći kod proizvođačkih nego kod potrošačkih cena. Važan nalaz tih istraživanja jeste i u tome da se vremenom, od sredine devedesetih naovamo, u tim zemljama smanjuje jačina prenosa promena deviznog kursa na cene. Prethodno je povezano sa stabilizacijom, tj. smanjenjem inflacije u tim zemljama, što je doprinelo smanjenju prenosa kursa (Frankel et al, 2005 i Bitans, 2004).

Tabela L3-6. Pregled prolaza deviznog kursa na cene u zemljama u tranziciji

Zemlja	Uvozne cene	Proizvođačke	Potrošačke
		cene	cene
proseci svih postojećih studija za pojedine zemlje, u %			
Prosek za uzorak od 12 zemalja u tranziciji	70	52	33
Češka	65	41	23
Mađarska	87	57	30
Poljska	84	60	31
Slovačka	101	73	35
Slovenija	40	78	53
Hrvatska	...	17	22
Rusija	...	23	40
Srbija			40-52* ¹⁾

Izvor: Coricelli F, E.Balazs and R. MacDonald, 2006; * Petrović, Mladenović, 2005

1) Korišćen je indeks baznih cena a ne indeks potrošačkih cena. Period 2001.-2005.

Prolaz deviznog kursa na indeks baznih cena (cene koje se slobodno tržišno formiraju i NBS ih koristi kao ciljanu stopu) u Srbiji je relativno visok i iznosi oko 50% (Tabela L3-6). Najmanje oko 30% ukupnih cena iz korpe dobara koja ulaze u indeks bazne inflacije – jesu uvoznog porekla i pod pretpostavkom konkurentnog tržišta, depresijacija (apresijacija) domaće valute uslovljava automatski veći (manji) trošak za uvoznike i stoga povećanje (smanjenje) cene proizvoda koje uvoze i prodaju na domaćem tržištu. Prolaz je empirijski ustanovljen tako što je izračunat na podacima u periodu kada su cene rasle a dinar nominalno depresirao. Sada kada dinar često nominalno apresira, prolaz sigurno postoji, ali ostaje pitanje da li postoji asimetričnost u reakciji, budući da pri apresijaciji koja otvara prostor za sniženje cena dolazi do izražaja i stepen konkurenčije na tržištu, jer se takođe otvara prostor za delovanje monopolskih sila. Drugim rečima, ako ne postoji konkurenčija na tržištu manje će biti interesa za snižavanjem cena u dinarima usled aprecijacijom izazvanog smanjenja nabavne cene uvoznih proizvoda izražene u dinarima.

2.3. Kreditni kanal

Za razliku od kanala kamatne stope – gde kamatna stopa menja tražnju i time utiče na količinu novih bankarskih kredita, postoji i drugi kanal koji – preko kamatne stope centralne banke koja bankama menja cenu skupljanja novca – dovodi do promene ponude kredita. Taj drugi kanal naziva se *kreditnim kanalom⁹* u užem smislu ili *kanalom bankarskih plasmana (bank lending channel)*. Prethodni mehanizam deluje u uslovima kada postoje preduzeća koja zavise od bankarskog finansiranja (ne mogu ga zameniti izdavanjem obveznica na tržištu kapitala), kao i pod uslovom da banke ne mogu kredite savršeno zameniti nekim drugim vidom plasmana u svojim bilansima. Takođe, postoji i *kreditni kanal u širem smislu* ili *bilansni kanal (balance sheet channel)*. On se ispoljava u pojavi da povećanje realnih kamatnih stopa usled povećanja referentne kamatne stope može da izazove smanjenje profitabilnosti preduzeća i smanjenje neto vrednosti njihove imovine. Iz tog razloga bankama – preduzeća postaju manje atraktivna za plasiranje i one smanjuju ukupan obim novih kredita.

Smatra se da su banke koje imaju veći odnos kapitala prema ukupnoj imovini, zatim banke sa većom ukupnom imovinom i one sa boljom likvidnošću manje podložne delovanju kreditnog kanala, budući da imaju manevarskog prostora da im se poskupljenje skupljanja novca za nove plasmane ne odrazi u istoj meri na količinu kredita koje daju.

Postojanje bilansnog kanala empirijski je potvrđeno u razvijenim zemljama. Najpoznatije su dve velike studije¹⁰ na podacima sa bilansima pojedinačnih banaka u SAD koje su na posredan način utvrdile postojanje ovog kanala. Naime, na uzorku od oko 13 hiljada banaka istraživanja su pokazala da je, pored toga što promene u monetarnoj politici, odnosno referentnoj kamatnoj stopi, deluju na rast kredita kod svih banaka – monetarna politika različito deluje na rast kredita u zavisnosti od određenih karakteristika banke: visine kapitala, veličine i likvidnosti. Tako je zaključeno da banke koje imaju bolju pokrivenost kapitalom, veće banke i banke sa boljom likvidnošću manje smanjuju rast kredita usled pooštrevanja monetarnih uslova, jer mogu bolje da neutrališu smanjenje likvidnosti zbog položaja koji podrazumeva manju zavisnost od tržišta novca. Usledila su brojna istraživanja postojanja bilansnog kanala u drugim razvijenim zemljama uz pomoć slične metodologije. Skorašnja istraživanja u zemljama evrozone, pokazala su da referentna stopa centralne banke ima opšti uticaj na rast kredita (kanal kamatne stope) – ali da jedino likvidnost banaka utiče da se efekti monetarne politike različito raspoređuju među bankama, što bi ukazivalo na eventualno postojanje kreditnog kanala. Istraživanja u zemljama u tranziciji pokazuju često kontradiktorne rezultate i oskudno dokumentuju postojanje kreditnog kanala. Naime, neka istraživanja tog kanala pokazuju da veće banke i strane banke više reaguju promenom ponude kredita nakon promene referentne kamatne stope u zemlji.¹¹ Takav nalaz istraživanja često ostaje bez dovoljno ubedljive interpretacije.

⁹ Kreditni kanal uveden je prvi put u teorijsku raspravu o transmisiji monetarne politike u radovima Bernanke i Blinder (1988) kada je ustanovljeno da samo kanal kamatne stope nije dovoljan da objasni promene u agregatnoj tražnji jer ona ne reaguje dovoljno jako na promene u dugoročnim kamatnim stopama (troškovima finansiranja novih investicija). Po njima je kreditni kanal taj koji pojačava delovanje kanala kamatne stope.

¹⁰ Kashian A. and J.C. Stein (2000) i Kishan R.P. ans Opiela Th.P. (2000).

¹¹ Schmitz (2004) za zemlje Centralne i Istočne Evrope koje pristupaju Evropskoj uniji, ili Pruteanu (2007) za Češku.

2.4. Kanal očekivanja

Očekivanja u pogledu inflacije u narednom periodu važan su faktor prilikom formiranja plata i cena u preduzećima. Naime, osim inflacije u tekućem periodu utvrđeno je da ekonomski akteri prilikom formiranja plata i cena, između ostalog, uzimaju u obzir i sve trenutno raspoložive informacije o kretanju cena u narednom periodu. Drugim rečima, ako su ekonomski akteri u Srbiji uvereni da će centralna banka u narednom periodu preuzeti sve raspoložive mere kako bi održala stabilnost cena, uprkos nekim tekućim pretnjama po rastu cena, oni neće u svoje odluke o cenama i platama u narednom periodu ukalkulisati i potpuno ostvarenje tih pretnji. Ako su očekivanja pak iznad cilja koji je u svojoj politici najavila centralna banka, to je siguran znak za centralnu banku da ona mora još više da reaguje svojom monetarnom politikom na postojeće pretnje po cenovnu stabilnost da bi inflacija u sledećem periodu bila u skladu sa ciljanom. Odатle značaj inflatornih očekivanja, tj. važnost da ona budu stabilizovana. U tome važnu ulogu ima sastavni deo koncepta CI koji se odnosi na stalnu komunikaciju NBS sa javnošću, objavljivanje ciljane stope inflacije i obavezivanje NBS da će je ispuniti, kao i jačanje transparentnosti u radu centralne banke.

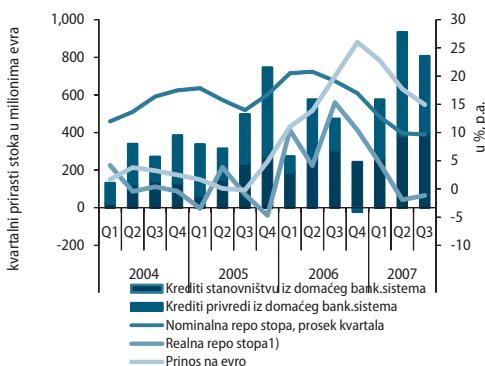
Tako u modelu za projekcije i analizu monetarne politike (Okvir 1), jednačina formiranja cena (2), inflacija u tekućem periodu zavisi između ostalog od inflacije u prethodnom periodu (koeficijent $\alpha_{\pi_{t-1}}$ kojem je dodeljena vrednost od 0,4) i očekivane inflacije u narednom periodu (koeficijent $1-\alpha_{\pi_{t-1}}$ koji u ovom slučaju iznosi 0,6). Karakteristika *očekivanja* razlikuje se od zemlje do zemlje, a u okviru jedne iste zemlje evoluiraju sa vremenom. Smatra se da ako je koeficijent $\alpha_{\pi_{t-1}}$ blizu 1 da se radi o privredi koja je veoma inertna i slabo prilagođava svoja *očekivanja* o visini inflacije u narednom periodu impulsima koje stvaraju informacije o promenama u ekonomskoj sferi koje se tiču dolazećeg perioda, već se oslanja na iskustvo iz proteklog perioda. I obrnuto, što je koeficijent bliži 0, radi se o privredi u kojoj se cene brzo menjaju na samo slab impuls, tj. informaciju koja može da utiče na očekivanja u pogledu inflacije u narednom periodu, jer su prošla iskustva mnogo manje bitna.

II. Dometi monetarne politike u pogledu uticaja na količinu kredita u prvih godinu dana CI u Srbiji, empririjska ocena

Kao što je opisano u prvom delu ovog rada, količina novoodobrenih kredita može da se menja pod uticajem referentne kamatne stope. Do promena, teorijski, dolazi tako što se, s jedne strane, zbog promene ostalih stopa menja tražnja za kreditima (kanal kamatne stope) kao i, tako što se ponuda kredita od strane banaka menja usled poskupljenja izvora banaka za nove plasmane (kreditni kanal), s druge strane. Pitanje je pak da li ovi teorijski principi deluju u početnom periodu upotrebe repo stope NBS u okviru novog okvira monetarne politike u njegovih prvih godinu dana. Agregatni podaci za ceo bankarski sektor o plasmanima u kredite privredi i stanovništvu, Grafikon L3-7, sugerisu da je ukupan prirast kredita iz domaćeg bankarskog sistema privredi i stanovništvu pokazivao značajnu volatilnost u poslednje dve godine, pri čemu je naročito bio volatilan kredit privredi koji je u nekim kvartalima bio negativan a u drugim izrazito visok. Ujedno, vizuelno se stiče utisak da priliv kredita nije ni u kakvoj vezi sa promenama u nominalnoj, realnoj repo stopi i u stopi koja je izračunata kao prinos na evre uložene u repo plasmane u dinarskoj proetivvrednosti.

Podaci o ukupnim prilivima kredita preduzećima – kako iz domaćeg bankarskog sistema, tako i iz inostranstva (Grafikon L3-8) – ukazuju pak da priliv plasmana preduzećima ima rastući trend s blagim sezonskim promenama (ako se koriguje Q2 2007. za veliki kredit Telekomu). Iako je na osnovu Grafikona teško doneti sigurne zaključke o međusobnom odnosu ove dve serije, na prvi pogled se stiče utisak da priliv novih kredita nije u značajnijoj vezi s kamatnom stopom NBS kao osnovnim instrumentom monetarne politike.

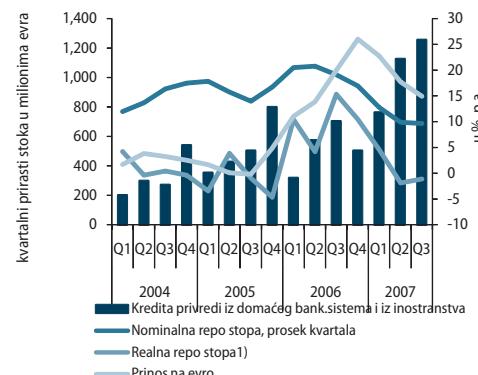
Grafikon L3-7. Ukupni novi plasmani iz domaćeg bankarskog sistema privredi i stanovništvu i referentna kamatna stopa: 2004–2007



Izvor: NBS, proračuni autora

1) Za računanje relane stope upotrebljen je indeks cena na malo u kvartalu podignut na godišnji nivo.

Grafikon L3-8. Ukupni prilivi kredita privredi iz domaćeg bankarskog sistema i iz inostranstva: 2004–2007



Izvor: NBS, proračuni autora

1) Za računanje relane stope upotrebljen je indeks cena na malo u kvartalu podignut na godišnji nivo.

Uticaj referentne kamatne stope kao osnovnog instrumenta monetarne politike u Srbiji na količinu plasiranih kredita kroz domaći bankarski sistem u toku prve godine CI, proverili smo empirijski. U oceni ove pojave koristili smo panel podataka¹² koji su kvartalni i potiču iz bilansa stanja 38 različitih banaka za period Q1 2004–Q2 2007, čineći ukupno 387 pojedinačnih posmatranja. Postojanje opšteg uticaja kamatne stope na kredite (kako na tražnju za kreditima preko kanala kamatne stope, tako i na ponudu kredita putem kreditnog kanala) – testirali smo pomoću jednačine (1) na podacima koji se odnose na period od četiri kvartala od Q2 2006. do Q2 2007, a proverili smo istu relaciju na periodu od tri godine, budući da je referentna stopa postojala i ranije, ali je, iako nominalno visoka – realna stopa i prinos na evro bili su sviše niski da bi ovo tržište bilo aktivno i atraktivno za banke.

U literaturi se za testiranje postojanja kanala kamatne stope koristi model poput modela predstavljenog u jednačini (1) koji ćemo ovde koristiti.

$$\Delta \ln K_{it} = \alpha \Delta \ln K_{i(t-1)} + \beta \Delta MP_t + \gamma \pi_t + \delta \Delta \ln BDP_t + \lambda D_{q406} + \mu_i + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Gde $\Delta \ln K_{it}$ predstavlja međugodišnju stopu rasta ukupnih kredita banke i u kvartalu t ; $\Delta \ln K_{i(t-1)}$ predstavlja vrednost iste promenljive u periodu $t-1$, ΔMP_t predstavlja promenu u instrumentu monetarne politike u kvartalu t u odnosu na prethodni kvartal; π_t je međugodišnja stopa inflacije u kvartalu t ; $\Delta \ln BDP_t$ je međugodišnji rast BDP-a u kvartalu t ; D_{q406} je veštačka promenljiva koja je jednaka 1 u predizbornom kvartalu Q4 2006, dok je u ostalim periodima jednaka 0; μ_i se odnosi na individualni efekat specifičan za svaku banku; ε_{it} je greška.

Za indikator monetarne politike upotrebili smo: promenu nominalne repo stope u odnosu na prethodni kvartal; pokušaćemo da umesto nje upotrebimo i promenu realne kamatne stope iz kvartala u kvartal i promenu indeksa restriktivnosti monetarne politike. Ovaj indeks računamo kao ponderisanu sumu promene nominalne repo stope i promene nominalnog kursa dinara u odnosu na prethodni kvartal, pri čemu je kamatnoj stopi dodeljen ponder 0,3, a deviznom kursu 0,7. Ponderi su dodeljeni po slobodnoj oceni autorke o relativnom značaju promena kamatne stope i kursa za poziciju monetarne politike¹³.

U oceni koeficijenata modela upotrebili smo opšti metod momenata (GMM, prema Arellano-Bond 2002), koji omogućava da se primeni dinamički model – s pomakom zavisne promenljive

12 Panel podataka predstavlja skup vremenskih serija za istu pojavu u tvremenskih tačaka posmatranu na n različitim individuama. Metodama ekonometrijske ocene na panelu podataka ublažava se problem kratkog vremenskog perioda posmatranja i povećava se broj posmatranja ($t \times n$).

13 NBS u Izveštaju o inflaciji za drugo tromeseče 2007. uvodi indeks monetarne restriktivnosti koji konstruiše kao sumu odstupanja indeksa realnog kursa i indeksa realne repo stope od trenda, pri čemu kurs ima ponder 0,8, a kamatna stopa 0,2.

Monetarna politika – kanali transmisije na cene: godinu dana ciljanja inflacije

na desnoj strani (stopa rasta kredita u prethodnom periodu u ocjenjenom modelu) na panelu podataka i izbegne problem endogenosti i izostavljene promenljive u modelu.

Rezultati ocene modela (Tabela L3-9) pokazuju da posmatrano na oba perioda, bankarski krediti nisu pokazivali reakciju na sva tri indikatora monetarne politike – nominalnu referentnu kamatu stopu, realnu referentnu kamatu stopu i indeks restriktivnosti monetarne politike. Iako je period od uvođenja CI kratak, rezultati ocene na jednogodišnjem periodu ukazuju da u početku CI kanal kamatne stope nije posebno značajan, što je konzistentno s iskustvima iz drugih zemalja. Ipak, za očekivati je da, kako vreme odmiče, ovaj kanal počne da dobija na značaju.

Tabela TL3-9. Rezultati ocene uticaja monetarne politike na rast kredita (opšti metod momenata GMM)

Period	Zavisna promenljiva: međugodišnji rast kredita privatnom sektoru					
	(1) Q2 2004 - Q2 2007	(2) Q2 2006 - Q2 2007	(3) Q2 2004 - Q2 2007	(4) Q2 2006 - Q2 2007	(5) Q2 2004 - Q2 2007	(6) Q2 2006 - Q2 2007
Rast kredita u prethodnom periodu	0,8420*** 0,0737	0,9309*** 0,0809	0,8786*** 0,0732	0,9297*** 0,0916	0,8418*** 0,0737	0,9304*** 0,0812
Inflacija	0,0035 0,0034	-0,0016 0,0060			0,0035 0,0033	-0,0014 0,0061
Međugodišnji rast BDP-a	-0,9572 0,6338	0,7078 0,9330	0,4432 0,3677	0,5102 0,4440	-0,1022 0,6335	0,6701 0,9461
Q4 2006	-0,7899** 0,3665	-0,9799** 0,0425	-0,0740* 0,0324	-0,0764** 0,0386	-0,0785** 0,0367	-0,0977** 0,0428
Promena referentne (repo) stope	-0,0068 0,0078	-0,0009 0,0104				
Promena realne referentne stope			-0,0070* 0,0042	-0,0054 0,0044		
Promena indeksa monetarne restriktivnosti					-0,0174 0,0195	-0,0036 0,0265
Broj posmatranja	387	185	387	185	387	185
p-vrednost Sargan testa	0,448	0,731	0,292	0,444	0,451	0,707
p-vrednost AR1/AR2	0,005/0,042	0,008/0,179	0,004/0,048	0,007/0,181	0,005/0,042	0,008/0,179

Napomene: *, **, *** označava nivo značajnosti od 10%, 5% i 1%. Vrednosti ispod u kurzivu odnose se na standardnu grešku.

III. Zaključak

Iako je osnovni instrument monetarne politike u režimu CI koji je u Srbiji na snazi već godinu dana – repo kamatna stopa, devizni kurs je u tom početnom periodu CI odigrao značajnu ulogu kao uporište monetarne politike. Na devizni kurs se u veoma kratkom roku utiče repo stopom, tako što banke plasiraju na repo tržištu kapital koji uvoze iz inostranstva kada im prinos (koji zavisi od repo stope, ali i od promene kursa u periodu plasmana) postane atraktivn. Dalje se promene kursa putem kanala deviznog kursa prenose na cene. Iskustva iz drugih zemalja u tranziciji koje upotrebljavaju već više od decenije koncept CI pokazuju takođe da je *kanal deviznog kursa* bitan u malim otvorenim privredama, ali da je za očekivati da njegov uticaj s vremenom slab. Kamatna stopa preko *kanala kamatne stope* prenosi se na cene u ne tako kratkom roku kao što je devizni kurs. Kanal kamatne stope uočava se, između ostalog, i na bankarskim kreditima koji postaju manje traženi usled promene i drugih stopa pod uticajem referentne stope. Taj kanal je jači u razvijenim zemljama, a u drugim zemljama u tranziciji jačao je tokom vremena, iako je na početku CI bio relativno slab. Empirijski podaci za Srbiju potvrđili su da u početnom periodu od godinu dana, koliko se koristi CI, i u nešto dužem periodu od prethodne tri godine, otkako postoji repo stopa – ona nije imala značajnijeg uticaja na rast kredita privredi i stanovništvu koje plasiraju banke iz domaćeg sistema. Drugim rečima, kredit je u odnosu na kamatnu stopu centralne banke egzogena kategorija koju nejverovatnije determiniše tražnja. Na količinu kredita iz domaćeg bankarskog sistema na kratak rok verovatno se može uticati nekom direktnijom merom monetarne politike (stopom obavezne rezerve ili promenom makroprudencijalnih normi koje se povremeno koriste i u ostvarenju monetarnih ciljeva). Na duži rok pak ukupna količina kredita koje primi domaći privatni sektor – kako kroz domaći bankarski sistem, tako i posredstvom direktnih kredita iz inostranstva, još je izvesnije – određena je tražnjom za kreditima koja kao da uvek nađe neki put da bude zadovoljena i uprkos merama monetarne politike. Razlog tome je verovatno relativno

nizak stepen zaduženosti celog privatnog sektora. S vremenom se može očekivati jačanje kanala kamatne stope, tj. sve veća zavisnost cene kreditiranja od referentne stope centralne banke i sve veća osetljivost klijenata na promene u kamatnim stopama kod banaka. Iskustva iz drugih zemalja u tranziciji govore u prilog toj prepostavci. Kad je reč o *kanalu očekivanja*, može se reći da su očekivanja imala sve osnove da se u poslednjih godinu dana čvršće vežu za ciljanu stopu inflacije, budući da NBS intenzivno obaveštava javnost o svom radu i svojoj posvećenosti ispunjenju postavljenog cilja.

Empirijskim rezultatima smo potvrdili da u protekle tri i po godine kamatna stopa centralne banke nije imala značajnog efekta na rast kredita banaka, kada se posmatra ceo bankarski sistem u Srbiji. Ovo važi kako za ceo period od Q2 2004. do Q2 2007, tako i za period od Q2 2006. do Q2 2007.– kada repo stopa ima veći značaj i NBS je intenzivnije koristi.

Koncept CI se u mnogim zemljama u kojima se primenjuje pokazao dobrim okvirom, jer je kao rezultat imao uspešne politike (mada u početnim godinama često skupe) koje su svodile i održavale inflaciju na niskom nivou, iako je odstupanja od cilja uvek bilo u određenim periodima primene. Ipak, važno je znati da je za stepen uspešnosti njene primene, prema referentnim autorima koji proučavaju CI u svetu, potrebno da bude ispunjeno nekoliko preduslova. Navodimo sledeća četiri¹⁴: (1) nezavisnost centralne banke, (2) elastičnost privrede na promene u kamatnoj stopi i deviznom kursu, (3) postojanje ekonometrijskog modela i dobrog razumevanja transmisionih mehanizama monetarne politike i (4) čvrsta i **odgovorna fiskalna politika**. Samo su treći i donekle prvi uslov pod kontrolom centralne banke koja je, ako sama nastoji da se bori za stabilnu inflaciju, u odsustvu čvrste fiskalne politike, osuđena da za to plati daleko skuplju cenu, dok joj koncept CI inflacije samo pomaže da efikasno ostvari zacrtani cilj u pogledu inflacije u narednom periodu.

Ukoliko fiskalna politika svojom ekspanzivnošću odmaže monetarnoj politici u nastojanju da cene drži pod kontrolom, to u konstatovanim okolnostima – gde je devizni kurs i dalje bitno uporište monetarne politike, ima za posledicu ne samo skuplju monetarnu politiku izraženu visokim plaćenim kamatama na repo operacijama NBS, već i veći neophodni stepen apresijacije kursa da bi se u kratkom roku oborile cene za potrebe doslednog ispunjenja postavljenog cilja NBS u pogledu godišnje inflacije. Ova snažna apresijacija koja se razdvaja od svojih fundamentalnih determinanti, jasno je, postaje s vremenom neprijatelj konkurentnosti srpske privrede, izvozu i saldu tekućeg računa platnog bilansa.

Reference:

- Amato J.D., S. Gerlach, 2002, “Inflation targeting in emerging market and transition economies: Lessons after a decade”, *European Economic Review* 46, pp.781–790.
- Arellano, M. Bond, S. “Some Tests of Specification for Panel Data: Monte Carlo Evidence and an Application to Employment Equations”, *The Review of Economic Studies*, Vol.58, No.2, Apr. 1991, pp.277–297.
- BEEPS-at-a-Glance, Serbia and Montenegro, 2005, Svetska banka.
- Berg, A. Karam, Ph. And Laxton D, “Practical model-based monetary policy analysis – a how-to guide”, 2006, IMF working paper WP/06/81.
- Bernanke B.S. and M. Gertler, 1995, “Inside the black box: The credit channel of monetary policy transmission”, *Journal of economic perspectives*, 9 (4), pp.27–48.
- Bitans, M. 2004. “Pass-Trough of Exchange rates to Domestic Prices in East European Countries and the Role of Economic Environment”, Bank of Latvia Working Paper 218.
- Chatelain, J.B., A. Generale, I. Hernando, U.von Kalckreuth and P. Vermeulen, 2001, “Firm investment and monetary policy transmission in the Euro Area”, ECB Working Paper 112.

¹⁴ Amato i Gerlach (2001)

- Chmielewski, T. 2003, "Interest rate pass-through in the polish banking sector and Bank-specific financial disturbances", ECB Workshop on asset prices and monetary policy.
- Coricelli, Fabrizio, Egert, Balazs and MacDonald, Ronald, "Monetary Transmission Mechanism in Central and Eastern Europe: Gliding on a Wind of Change", November 2006, William Davidson Institute Working Paper No. 850.
- Crespo-Cuaresma, J., B. Egert ana T. Reininger, 2004, "Interest rate pass-through in new EU Member States: The case of the Czech Republic, Hungary and Poland", William Davidson Institute Working Paper 671.
- Dimitrijević, J. and Najman, B. 2006, "Inside the credit boom: competition, segmentation and information: the evidence from the Serbian credit market", mimeo.
- Dimitrijević, J. "Kamatne stope u Srbiji", QM br. 2, tekst Pod lupom 4, decembar 2005, CEVES/FREN.
- Ehrman M, G. Gambacorta, J. Martinez-Pages, P. Sevestre, A. Worms, 2002, "Financial systems and the role of banks in monetary policy transmission in the euro area" Banque de France, *Note d'études et de recherche* no.93.
- Frankel J, D. Parsley, Sh. Wei, „Slow passthrough around the world: a new import for developing countries?“, NBER working paper no.11199, Mar.2005.
- Haas R.T.A. and van Lelyveld I.P.P, "Foreign bank penetration and private sector credit in Central and Eastern Europe", 2004, *Journal of emerging market finance* 3:2.
- Kashzap, A. Stein, J. What do a million observation on banks say about the transmission of monetary policy?, *The American Economic Review*, Vol.90, No. 3, Jun. 2000, pp. 407–428.
- Kishan, R. Opiela, T. Bank size, bank capital, and the banks lending channel, *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol.32, No.1. Feb. 2000, pp. 121–141.
- Mottu, E. Serbia: "Monetary policy and forecasting analysis model", draft January 2007, radna verzija materijala prezentovana u NBS marta 2007.
- Narodna banka Srbije, Memorandum Narodne banke Srbije o principima novog okvira monetarne politike: Na putu ka ostvarenju ciljeva niske inflacije, Septembar 2006.
- NBS, Izveštaj o inflaciji za prvo tromeseče 2007, maj 2007.
- Peek J. And Rosengren E, "Implication of the Globalization of the Banking Sector: The Latin American Experience", September/October 2000, *New England Economic Review*.
- Petrović, P. i Mladenović, Z. 2005, Ekonometrijsko modeliranje inflacije u Srbiji, istraživanje FREN-a, www.fren.org.yu.
- Pruteanu-Podpiera, A. "The role fo banks in the Czech monetary policy transmission mechanism", *Economics of Transition*, Volume 15 (2) 2007, pp.393–428.
- Saopštenje o ostvarenim rezultatima poslovanja privrednih društava i zadruga u Republici Srbiji, podaci iz finansijskih izveštaja za 2006. godinu, jun 2007, Narodna banka Srbije, Direkcija za registre i prinudnu naplatu, Odjelenje za registre.
- Svensson L, "Open-economy inflation targeting, 2000," *Journal of International Economics* 50 (2000), pp. 155–183.

ANALITIČKI PRILOG

Analitički prilog

Tabela P-1. Srbija: cene na malo, 2003–2007

	Ukupan indeks cena na malo			Komponente indeksa cena na malo				
	bazni indeks prosek 2005 = 100	međugodišnji ¹⁾ indeks	kumulativ ²⁾	ROBA	Poljoprivredni pr.	Industrijski preh. pr.	Industrijski nepreh. pr.	USLUGE
				međugodišnji ¹⁾ indeks				
godišnji indeksi³⁾								
2003	77,7	111,7	107,7	107,4	107,2	99,8	111,1	125,0
2004	85,3	110,1	113,8	110,0	103,4	112,4	109,6	110,2
2005	100,0	116,5	117,7	114,9	125,3	117,4	113,8	120,7
2006	112,7	112,7	106,6	112,4	117,6	111,2	112,3	113,3
kvartalni indeksi³⁾								
2005								
Q1	95,1	116,9	105,1	114,9	112,7	116,6	114,7	122,6
Q2	97,9	117,2	108,0	115,5	127,8	117,0	115,0	121,9
Q3	101,4	117,1	111,8	114,9	130,9	114,4	115,1	123,2
Q4	105,6	117,9	117,7	115,4	130,5	115,4	115,1	124,6
2006								
Q1	109,2	114,8	102,2	114,6	134,4	113,2	114,4	115,4
Q2	113,1	115,6	105,7	115,7	123,6	112,2	117,1	115,4
Q3	114,0	112,5	106,1	112,3	108,8	112,4	111,9	112,8
Q4	114,3	108,2	106,6	107,6	105,8	107,4	106,5	109,8
2007								
Q1	115,5	105,8	101,2	105,1	101,1	104,8	103,2	107,5
Q2	118,5	104,8	104,2	103,4	92,9	102,7	102,5	108,2
Q3	121,5	106,6	106,9	105,8	113,8	103,8	104,5	108,5
mesečni indeksi								
2005								
Mart	96,1	117,4	105,1	115,9	118,3	117,6	115,4	121,7
Jun	98,8	116,8	108,0	114,9	127,2	116,7	114,0	122,1
Septembar	102,3	116,6	111,8	114,1	122,1	113,3	115,1	123,3
Decembar	107,6	117,7	117,7	115,3	136,1	115,8	114,0	124,1
2006								
Januar	108,1	115,1	100,4	114,9	136,6	114,4	114,0	115,6
Februar	109,6	115,0	101,9	114,9	135,6	113,2	115,0	115,2
Mart	110,0	114,4	102,2	114,1	131,4	112,1	114,3	115,3
April	111,9	115,5	104,0	115,8	126,0	112,1	117,1	115,1
Maj	113,7	116,1	105,7	116,2	125,5	112,2	117,7	116,0
Jun	113,7	115,1	105,7	115,1	119,6	112,2	116,5	115,2
Jul	113,6	112,8	105,6	112,5	108,9	112,8	112,1	113,4
Avgust	114,4	113,1	106,3	113,2	107,9	112,9	113,4	112,7
Septembar	114,1	111,6	106,1	111,3	109,6	111,5	110,4	112,3
Oktobar	113,7	109,3	105,7	108,4	102,5	108,7	107,2	111,6
Novembar	114,6	108,8	106,5	107,8	108,5	107,6	106,3	111,6
Decembar	114,7	106,6	106,6	106,7	106,2	106,0	105,9	106,3
2007								
Januar	115,1	106,5	100,4	106,8	104,6	105,2	105,6	106,0
Februar	115,3	105,2	100,5	104,1	100,5	105,0	101,4	108,1
Mart	116,1	105,6	101,2	104,5	98,4	104,2	102,7	108,4
April	117,1	104,7	102,1	103,2	99,6	103,6	101,2	108,2
Maj	118,8	104,5	103,5	103,0	92,5	102,7	102,1	108,2
Jun	119,5	105,1	104,2	104,0	86,7	101,9	104,2	108,1
Jul	120,2	105,9	104,8	104,6	99,2	101,1	104,9	109,1
Avgust	121,6	106,3	106,0	105,5	117,3	103,4	103,9	108,5
Septembar	122,6	107,4	106,9	107,3	125,0	106,9	104,7	107,9
Oktobar	123,3	108,5	107,5	108,7	127,7	108,4	106,9	107,7

Izvor: RZS.

1) Porast indeksa u odnosu na isti period prethodne godine.

2) Porast indeksa u odnosu na decembar prethodne godine.

3) Dvanaestomesečni proseci za godišnje podatke, odnosno tromesečni proseci za kvartalne podatke.

Tabela P-2. Srbija: izabrani indeksi cena, 2003–2007

	Indeks cena na malo		Troškovi života		Indeks cena proizvođača industrijskih pr.		Cene proizvođača poljopr. pr.	
	bazni indeks, prosek 2005=100	međugodišnji ¹⁾ indeks	bazni indeks, prosek 2005=100	međugodišnji ¹⁾ indeks	bazni indeks, prosek preth. godine=100	međugodišnji ¹⁾ indeks	bazni indeks, prosek preth. godine=100	međugodišnji ¹⁾ indeks
godišnji indeksi²⁾								
2003	77,7	111,7	77,6	109,9	104,6	104,6	100,5	100,5
2004	85,3	110,1	86,1	111,4	109,1	109,1	110,0	110,0
2005	100,0	116,5	100,0	116,2	114,2	114,2	115,6	115,6
2006	112,7	112,7	111,7	111,7	113,3	113,3	109,2	109,2
kvartalni indeksi²⁾								
2005								
Q1	95,1	116,9	94,8	115,9	108,2	113,5	113,2	106,4
Q2	97,9	117,2	98,7	116,4	111,0	113,3	114,7	104,4
Q3	101,4	117,1	101,0	115,5	116,0	114,1	116,9	109,5
Q4	105,6	117,9	105,5	116,6	121,6	115,7	120,4	109,9
2006								
Q1	109,2	114,8	108,7	114,6	108,9	114,3	105,0	105,9
Q2	113,1	115,6	112,7	114,2	113,3	116,2	107,0	107,0
Q3	114,0	112,5	112,6	111,4	115,7	114,6	110,9	110,0
Q4	114,3	108,2	113,0	107,1	115,2	108,4	111,0	107,0
2007								
Q1	115,5	105,8	113,9	104,8	101,8	105,5	101,9	105,2
Q2	118,5	104,8	116,4	103,3	104,9	104,4	101,8	103,1
Q3	121,5	106,6	120,0	106,6	106,9	105,1	...	...
mesečni indeksi								
2005								
Mart	96,1	117,4	96,2	116,9	109,1	113,8	115,0	105,9
Jun	98,8	116,8	99,8	115,8	111,7	112,9	114,8	104,6
Septembar	102,3	116,6	101,7	114,8	118,2	114,5	120,0	108,2
Decembar	107,6	117,7	107,0	117,1	122,3	115,4	121,7	111,8
2006								
Januar	108,1	115,1	107,8	115,3	108,0	114,5	104,7	108,2
Februar	109,6	115,0	108,9	114,8	109,0	113,9	104,6	104,6
Mart	110,0	114,4	109,5	113,8	109,6	114,4	105,8	104,9
April	111,9	115,5	111,2	114,5	112,2	116,0	105,4	106,2
Maj	113,7	116,1	113,4	114,5	113,8	116,5	107,1	106,2
Jun	113,7	115,1	113,4	113,7	114,0	116,2	108,4	108,7
Jul	113,6	112,8	112,4	111,7	115,5	115,6	108,7	110,0
Avgust	114,4	113,1	112,7	111,9	115,8	115,2	111,5	111,4
Septembar	114,1	111,6	112,6	110,7	115,8	112,9	112,4	108,7
Oktobar	113,7	109,3	112,2	107,9	115,5	110,0	109,7	106,5
Novembar	114,6	108,8	113,3	107,5	115,1	108,0	111,0	107,3
Decembar	114,7	106,6	113,4	106,0	114,9	107,3	112,3	107,3
2007								
Januar	115,1	106,5	114,0	105,8	101,6	106,2	102,7	107,5
Februar	115,3	105,2	113,7	104,5	101,6	105,1	101,7	104,6
Mart	116,1	105,6	114,1	104,2	102,2	105,1	101,2	103,4
April	117,1	104,7	115,0	103,4	103,0	103,7	99,3	101,8
Maj	118,8	104,5	116,9	103,1	105,5	104,5	101,6	102,7
Jun	119,5	105,1	117,3	103,5	106,2	104,9	104,5	104,8
Jul	120,2	105,9	117,0	104,1	106,1	104,2	109,1	110,2
Avgust	121,6	106,3	120,5	106,9	106,8	104,9	120,5	118,0
Septembar	122,6	107,4	122,6	108,9	107,7	106,1	...	...
Oktobar	123,3	108,5	123,2	109,8	...	...	...	...

Izvor: RZS.

1) Porast indeksa u odnosu na isti period prethodne godine.

2) Dvanaestomesečni proseci za godišnje podatke, odnosno tromesečni proseci za kvartalne podatke.

Analitički prilog

Tabela P-3. Kretanje kursa evra, 2003–2007

	Nominalni				Realni			Indeks troškova života u Evro zoni ⁴⁾ (prosek 2005=100)	
	Kurs ¹⁾	Bazni indeks (prosek 2005=100)	Međugodišnji indeks	Kumulativ indeks ²⁾	USD/EUR	Kurs ³⁾ (prosek 2005=100)	Međugodišnji indeks	Kumulativ indeks ²⁾	
godišnji kurs⁵⁾									
2003	64,9743	78,4	107,1	110,5	1,1241	96,8	97,6	104,5	95,9
2004	72,6215	87,6	111,8	115,6	1,2392	100,5	103,8	103,9	97,9
2005	82,9188	100,0	114,2	109,3	1,2433	100,0	99,5	94,9	100,0
2006	84,1879	101,5	101,5	91,7	1,2537	92,1	92,1	87,9	102,2
kvartalni kurs⁵⁾									
2005									
Q1	80,2421	96,8	115,9	102,7	1,3145	100,6	101,2	98,1	98,8
Q2	81,8942	98,8	115,7	105,0	1,2606	100,9	100,7	98,3	99,9
Q3	83,8302	101,1	114,2	107,5	1,2199	100,0	99,8	97,8	100,3
Q4	85,7085	103,4	111,3	109,3	1,1898	98,8	96,6	94,9	100,9
2006									
Q1	87,0875	105,0	108,5	101,4	1,2031	97,1	96,6	99,6	101,0
Q2	86,8674	104,8	106,1	101,0	1,2552	94,8	94,0	97,0	102,3
Q3	83,2482	100,4	99,3	96,7	1,2745	90,3	90,3	92,6	102,6
Q4	79,5486	95,9	92,8	91,7	1,2893	86,4	87,5	87,9	102,9
2007									
Q1	79,9849	96,5	91,8	102,7	1,3105	86,2	88,7	101,9	103,2
Q2	81,0734	97,8	93,3	103,0	1,3482	86,3	91,0	100,3	104,5
Q3	80,0302	96,5	96,1	100,8	1,3741	83,2	92,1	95,9	104,7
mesečni kurs									
2005									
Mart	80,7498	131,2	116,1	102,7	1,3074	100,6	100,9	98,1	99,3
Jun	82,5172	134,1	115,3	105,0	1,2180	100,8	100,7	98,3	100,1
Septembar	84,4958	137,3	113,6	107,5	1,2265	100,3	99,9	97,8	100,7
Decembar	85,9073	139,6	109,3	109,3	1,1861	97,3	94,9	94,9	101,0
2006									
Januar	86,9033	141,2	108,8	101,2	1,2122	97,6	96,7	100,3	100,6
Februar	87,2558	141,8	108,9	101,6	1,1960	96,9	96,8	99,6	100,9
Mart	87,1033	141,5	107,9	101,4	1,2013	96,9	96,3	99,6	101,4
April	86,5391	140,6	106,4	100,7	1,2239	95,2	94,3	97,9	102,1
Maj	87,3023	141,8	106,7	101,6	1,2750	94,8	94,1	97,5	102,4
Jun	86,7609	140,9	105,1	101,0	1,2677	94,4	93,6	97,0	102,5
Jul	83,7931	136,1	101,0	97,5	1,2684	91,1	91,7	93,7	102,4
Avgust	82,8893	134,7	98,7	96,5	1,2803	89,7	89,3	92,2	102,6
Septembar	83,0621	134,9	98,3	96,7	1,2748	90,1	89,8	92,6	102,7
Oktobar	80,9242	131,5	95,0	94,2	1,2615	88,2	88,5	90,6	102,7
Novembar	78,9404	128,2	91,7	91,9	1,2876	85,4	86,0	87,8	102,8
Decembar	78,7812	128,0	91,7	91,7	1,3210	85,5	87,9	87,9	103,2
2007									
Januar	79,6587	96,1	91,7	101,1	1,2993	85,8	87,9	100,3	102,8
Februar	79,3993	95,8	91,0	100,8	1,3075	85,6	88,4	100,2	103,1
Mart	80,8968	97,6	92,9	102,7	1,3246	87,1	89,9	101,9	103,7
April	80,5768	97,2	93,1	102,3	1,3516	86,5	90,9	101,2	104,3
Maj	81,4770	98,3	93,3	103,4	1,3512	86,5	91,2	101,2	104,6
Jun	81,1665	97,9	93,6	103,0	1,3420	85,8	90,9	100,3	104,7
Jul	80,6204	97,2	96,2	102,3	1,3716	84,5	92,7	98,8	104,4
Avgust	80,0703	96,6	96,6	101,6	1,3622	83,0	92,6	97,1	104,6
Septembar	79,3999	95,8	95,6	100,8	1,3884	82,0	91,0	95,9	105,0
Oktobar	77,6627	93,7	96,0	98,6	1,4227	80,1	90,9	93,7	105,5

Izvor: NBS, RZS, Eurostat (www.epp.eurostat.ec.eu.int).

1) Prosek meseca, dobijen na osnovu proseka dnevnih zvaničnih srednjih kurseva NBS.

2) Kumulativ predstavlja odnos posmatranog perioda i decembra prethodne godine.

3) Kod obračuna realnog kursa, uzeta je u obzir i inflacija u Evro zoni. Videti Tabelu T3-14.

4) Harmonized Index of Consumer Price (HICP).

5) Dvanaestomesečni proseci za godišnje podatke, odnosno tromesečni proseci za kvartalne podatke.

Tabela P-4. Srbija: registrovani zaposleni, 2004–2007

	Ukupno zaposleni	Zaposleni kod pravnih lica	Zaposleni kod fizičkih lica			Ukupan broj zaposlenih radnika
			Ukupno	Privatni preduzetnici	Zaposleni kod njih	
	1 (=2+3)	2	3 (=4+5)	4	5	6(=2+5)
kvartalni podaci - u hiljadama						
2004	2.047	1.574	473	210	263	1.837
Q1	2.036	1.576	460	207	253	1.829
Q2	2.061	1.593	468	208	259	1.853
Q3	2.051	1.576	475	209	266	1.842
Q4	2.041	1.552	489	216	273	1.825
2005	2.056	1.535	521	228	293	1.828
Q1	2.050	1.543	507	225	283	1.825
Q2	2.062	1.544	518	228	289	1.833
Q3	2.057	1.530	527	229	298	1.828
Q4	2.055	1.521	533	230	304	1.825
2006	2.028	1.472	556	236	320	1.791
Q1	2.035	1.500	535	228	307	1.806
Q2	2.031	1.481	550	234	316	1.797
Q3	2.031	1.462	569	242	327	1.789
Q4	2.014	1.444	571	241	329	1.773
2007						
Q1	2.002	1.432	567	240	328	1.759
Q2	1.999	1.433	566	239	327	1.760
Q3	1.989	1.423	566	239	327	1.750
mesečni podaci - u hiljadama						
2006						
Januar	2.037	1.506	534	229	305	1.811
Februar	2.029	1.497	535	228	307	1.804
Mart	2.032	1.496	536	228	308	1.804
April	2.023	1.487	543	231	312	1.799
Maj	2.016	1.481	550	234	316	1.797
Jun	2.011	1.475	557	237	320	1.795
Jul	2.008	1.472	564	240	324	1.796
Avgust	2.002	1.467	571	243	328	1.795
Septembar	2.019	1.447	572	242	330	1.777
Oktobar	2.020	1.448	572	242	330	1.778
Novembar	2.015	1.443	570	241	329	1.772
Decembar	2.012	1.440	570	241	329	1.769
2007						
Januar	2.005	1.432	568	240	328	1.760
Februar	1.997	1.425	568	240	328	1.753
Mart	2.004	1.438	566	239	327	1.765
April	2.002	1.436	566	239	327	1.763
Maj	1.999	1.433	566	239	327	1.760
Jun	1.995	1.429	566	239	327	1.756
Jul	1.993	1.427	566	239	327	1.754
Avgust	1.987	1.421	566	239	327	1.748
Septembar	1.987	1.421 ¹⁾	566 ²⁾	239	327	1.748

Izvor: RZS, Polugodišnji izveštaj o zaposlenima i zaradama zaposlenih RAD-1/P; Anketa za dopunu polugodišnjeg izveštaja RAD-1; Polugodišnji izveštaj o privatnim preduzetnicima i zaposlenima kod njih RAD-15.

Napomene po kolonama:

- Ukupan broj zaposlenih (radnika) i preduzetnika (kolona 2 + kolona 3) uključuje zaposlene kod pravnih lica (preduzeća, organizacije, institucije), preduzetnike (uključujući vlasnike radnji, slobodne profesije, itd.) i zaposlene kod preduzetnika (fizičkih lica).
- Zaposleni kod pravnih lica (preduzeća, organizacije, institucije, ustanove). Procenjuje se na osnovu mesečnog izveštaja RAD-1 i Ankete za dopunu polugodišnjeg izveštaja RAD-1. Podaci ove ankete se ne objavljuju.
- Preduzetnici (vlasnici radnje) i lica koja samostalno obavljaju delatnost (tzv. fizička lica) i njihovi radnici (kolona 4+5). Ova komponenta od svakog marta do septembra ostaje fiksni sabirak u ukupnom zbiru zaposlenih (kolona 1).
- Preduzetnici (vlasnici radnji).
- Zaposleni radnici kod preduzetnika tj. vlasnika radnje (kod tzv. fizičkih lica).

Fusnote:

- Podaci o broju zaposlenih kod pravnih lica za septembar su zapravo podaci za avgust 2007, kao poslednji podaci kojima raspolažemo.
- Za broj fizičkih lica i zaposlenih kod njih u mesecima između marta i septembra koristimo podatke za mart 2007, kao poslednje podatke kojima raspolažemo.

Analitički prilog

Tabela P-5. Srbija: zaposleni po sektorima delatnosti, 2004–2007

	2004	2005	2006	2006												2007								
				Jan.	Feb.	Mar.	Apr.	Maj	Jun.	Jul.	Avg.	Sep.	Okt.	Nov.	Dec.	Jan.	Feb.	Mar.	Apr.	Maj	Jun.	Jul.	Avg.	Sep. ¹⁾
Zaposleni u preduzećima, ustanovama i organizacijama, po sektorima delatnosti																								
Poljoprivreda, lov i šumarstvo	69	64	58	61	60	60	59	59	59	58	58	57	57	56	56	56	56	56	55	55	56	55	54	54
Ribarstvo	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Vađenje ruda i kamena	32	31	27	29	29	28	28	28	28	28	28	29	25	24	24	24	23	23	23	23	23	23	24	24
Prerađivačka industrija	484	460	419	439	434	432	429	425	421	419	415	409	407	403	400	400	396	399	395	391	388	387	384	384
Proizv. el. energije, gase i vode	46	46	45	45	45	45	45	44	44	44	44	43	47	46	46	46	45	45	45	45	45	45	45	45
Građevinarstvo	88	88	86	87	86	86	86	86	86	86	85	85	86	86	86	84	83	83	82	82	82	82	82	82
Trgovina na veliko i malo, opravka	208	205	198	201	202	203	202	202	200	200	201	192	192	193	193	192	191	197	197	196	196	196	195	195
Hoteli i restorani	28	27	25	26	26	25	25	24	24	24	24	24	24	24	24	23	23	24	24	24	24	24	23	23
Saobraćaj, skladištenje i veze	119	116	110	113	111	112	111	111	110	110	110	109	108	108	108	107	109	109	109	108	108	109	108	108
Fin. poslovanje	29	29	30	29	30	30	29	30	30	30	30	30	30	30	30	30	30	30	30	31	31	31	31	31
Poslovi sa nekretninama, iznajmljivanje	59	63	67	66	66	67	67	67	67	67	68	68	67	67	67	63	63	65	67	67	67	67	67	67
Društvena uprava i socijalno osiguranje	71	71	69	69	69	69	69	69	69	69	69	69	69	69	69	69	69	68	68	68	69	69	69	69
Obrazovanje	131	129	127	128	127	126	126	126	126	126	125	125	128	129	129	130	130	130	130	130	129	129	129	129
Zdravstveni i socijalni rad	165	166	158	160	160	159	157	158	158	158	157	156	155	156	155	155	156	156	157	157	156	156	156	156
Druge kom. društvene i lične usluge	49	51	52	52	52	52	52	52	52	52	52	51	51	51	51	51	51	52	52	52	53	52	52	52

Izvor: RZS, Polugodišnji izvešaj o zaposlenima i zaradama zaposlenih RAD-1/P; Anketa za dopunu polugodišnjeg izveštaja RAD-1; Polugodišnji izvešaj o privatnim preduzetnicima i zaposlenima kod njih RAD-15.

Fusnote:

1) Podaci za septembar su zapravo podaci za avgust 2007.

Tabela P-6. Srbija: prosečna mesečna zarada i međugodišnji indeksi, 2005–2007

	Prosečna mesečna zarada (RZS)			Prosečna mesečna zarada (RZS)	
	Ukupni troškovi rada, u din.	Bruto, u din.	Neto, u din.	Međugodišnji realni indeks, bruto	Međugodišnji realni indeks, neto
2005					
Avgust	30.951	26.252	17.928	108,9	109,2
Septembar	31.618	26.818	18.345	110,6	110,6
Oktobar	31.503	26.720	18.265	107,1	107,4
Novembar	32.280	27.379	18.696	106,6	106,6
Decembar	38.014	32.243	22.078	108,5	108,7
2006					
Januar	31.365	26.603	18.191	110,4	110,6
Februar	33.787	28.657	19.567	111,5	111,5
Mart	34.624	29.367	20.094	111,2	111,3
April	36.044	30.572	20.887	106,2	106,1
Maj	35.730	30.305	20.713	108,3	108,2
Jun	37.568	31.864	21.777	109,9	109,8
Jul	37.419	31.738	21.774	110,3	110,6
Avgust	37.844	32.098	21.925	109,3	109,3
Septembar	38.382	32.555	22.259	109,7	109,6
Oktobar	38.516	32.668	22.340	113,4	113,4
Novembar	39.959	33.892	23.148	115,1	115,1
Decembar	48.686	41.294	28.267	120,9	120,8
2007					
Januar	39.815	33.770	24.122	120,0	125,3
Februar	41.523	35.219	25.228	117,6	123,4
Mart	42.618	36.148	25.960	118,1	124,0
April	43.761	37.117	26.632	117,4	123,3
Maj	44.411	37.668	26.981	120,6	126,4
Jun	45.882	38.916	27.882	118,0	123,7
Jul	45.641	38.712	27.752	117,2	122,4
Avgust	46.337	39.302	28.143	114,5	120,1
Septembar	46.344	39.308	28.161	110,9	116,2
Oktobar	47.257	40.082	28.720	111,7	117,1

Izvor: RZS.

Tabela P-7. Srbija: prosečne mesečne bruto zarade u javnom sektoru, 2004–2007

	Iz budžeta			Javna preduzeća		Srbija prosek
	Administracija svi nivoi	Obrazovanje i kultura	Zdravstveni i soc. rad	Javna državna	Javna lokalna	
u dinarima						
2004	28.268	22.944	23.120	29.104	28.575	20.555
2005	34.783	28.261	26.984	33.987	33.353	25.565
2006	42.386	33.812	33.150	42.052	38.385	31.801
2005						
Q1	31.221	25.153	22.942	31.275	31.143	22.166
Q2	34.371	28.137	26.612	32.530	32.633	25.035
Q3	34.146	29.023	27.222	35.080	33.693	26.280
Q4	39.395	30.731	31.159	37.065	35.946	28.781
2006						
Q1	39.906	32.032	26.887	39.030	34.607	28.209
Q2	40.118	32.390	31.322	40.731	38.295	30.914
Q3	41.106	33.700	31.849	42.379	38.572	32.130
Q4	48.413	37.127	42.542	46.070	42.067	35.951
2007						
Q1	46.633	37.797	35.345	53.092	41.294	35.046
Q2	49.166	39.908	42.550	50.030	41.368	37.900
Q3	58.941	49.428	51.048	59.964	50.499	46.108
Oktobar	60.542	51.127	53.037	60.385	52.548	47.257

Izvor: RZS.

Napomena: U tabeli je sadržan samo deo plata koji se finansira iz budžeta. Plate zaposlenih u javnom sektoru su veće jer se deo njihovih plata finansira iz sopstvenih prihoda.

Analitički prilog

Tabela P-8. Srbija: platni bilans, 2003–2007¹⁾

	2003	2004	2005				2006				2007		
	Dec.	Dec.	Mar.	Jun	Sep.	Dec.	Mar.	Jun	Sep.	Dec.	Mar.	Jun	Sep.
kumulativni, u milionima evra													
TEKUĆE TRANSAKCIJE	-1.355	-2.197	-324	-615	-1.134	-1.805	-680	-1.155	-1.780	-2.892	-1.169	-1.971	-3.282
ROBA I USLUGE	-3.621	-5.156	-708	-1.755	-2.970	-4.284	-1.132	-2.384	-3.536	-4.999	-1.433	-2.943	-4.405
Roba	-3.808	-5.311	-683	-1.772	-2.987	-4.279	-1.101	-2.357	-3.524	-4.950	-1.439	-2.943	-4.422
Izvoz robe, f.o.b. ²⁾	2.447	2.991	813	1.824	2.843	4.006	1.039	2.282	3.662	5.146	1.391	2.980	4.726
Uvoz robe, f.o.b.	-6.415	-8.302	-1.496	-3.596	-5.830	-8.285	-2.140	-4.638	-7.186	-10.096	-2.830	-5.923	-9.148
Izvoz/Uvoz (%)	38,1	36,0	54,3	50,7	48,8	48,4	48,5	49,2	51,0	51,0	49,1	50,3	51,7
Usluge	187	155	-25	17	17	-5	-31	-27	-12	-49	6	0	17
Prihodi	906	1.171	251	594	951	1.319	306	697	1.188	1.670	490	992	1.569
Rashodi	-719	-1.016	-276	-577	-934	-1.324	-338	-724	-1.200	-1.719	-484	-992	-1.552
Kamate, neto	-180	-172	-59	-141	-198	-260	-58	-155	-236	-314	-98	-205	-342
Naplaćene	61	64	12	32	53	80	32	66	105	154	42	89	133
Plaćene	-241	-235	-71	-174	-250	-339	-91	-221	-341	-468	-139	-294	-475
Tekući transferi	2.020	2.728	410	1.200	1.886	2.471	474	1.302	1.868	2.240	320	1.096	1.333
Dozvane, neto	332	340	35	167	225	281	-21	90	120	110	-17	148	115
Priliv	690	796	184	424	683	955	95	95	200	512	277	610	957
Odliv	-358	-456	-149	-256	-457	-674	-283	-450	-715	-1.037	-294	-461	-842
Devizni depoziti nerezidenta	308	568	37	108	259	460	183	276	494	561	111	275	302
Otkup deviza, neto	1.106	1.592	320	884	1.329	1.631	289	882	1.166	1.447	196	608	811
Ostalo ³⁾	274	228	17	41	73	99	23	54	87	123	30	65	104
Zvanične donacije	425	403	33	82	148	268	36	82	124	181	42	80	132
GREŠKE I PROPUSTI	44	168	-184	-75	-205	-384	-31	-63	-147	-165	-158	-202	-127
KAPITALNE TRANSAKCIJE	1.898	2.377	710	1.173	2.276	3.863	1.100	2.687	4.935	7.353	1.135	2.387	4.081
Finansijske transakcije	1.898	2.377	710	1.173	2.276	3.863	1.100	2.687	4.935	7.353	1.135	2.387	4.081
Strane direktnе investicije (SDI)	1.198	773	262	502	998	1.248	164	738	2.409	4.077	617	611	1.153
Ostali kapitalni prilivi	701	1.604	448	671	1.278	2.615	936	1.949	2.526	3.276	518	1.776	2.927
Srednjoročni i dugoročni krediti, neto ⁴⁾	628	1.221	159	602	988	1.820	443	1.685	2.456	3.140	511	1.484	2.125
Država	206	229	15	44	108	192	73	84	132	132	28	8	39
Banke	106	417	68	209	292	729	146	1.122	1.346	1.484	37	-162	-275
Ostalo	317	574	74	348	588	886	224	479	979	1.523	446	1.637	2.362
Kratkoročni krediti, neto	14	164	94	28	33	330	212	-189	25	170	-199	-99	25
Prevremenata otplata duga i kamata države ⁵⁾	0	0	0	0	0	0	0	-189	-377	-1.060	-145	-100	-100
Ostala aktiva i pasiva	18	187	120	11	186	378	136	115	446	839	349	452	847
Poslovne banke, bruto rezerve (korišćenje: +)	-3	33	77	30	71	100	144	146	-25	1	3	40	30
DEVIZNE RESERVE NBS⁴⁾, neto (+, korišćenje)	-587	-349	-202	-483	-937	-1.675	-390	-1.469	-3.008	-4.296	193	-214	-672
Korišćenje kredita MMF-a	246	192	0	0	151	151	75	75	75	75	0	0	0
Otplata kredita MMF-u ⁶⁾	0	-188	-47	-93	-133	-166	-22	-22	-22	-32	-19	-29	-29
PRO MEMORIA													
Sopstvene rezerve NBS ⁷⁾	-765	-293	-51	-422	-668	-1.335	-92	-433	-613	-2.811	296	-175	-498
u % BDP													
Izvoz robe i usluga	19,5	21,1	23,2	24,9	24,9	25,2	26,0	26,8	27,4	27,4	29,1	55,4	81,5
Uvoz robe i usluga	-39,6	-47,2	-38,7	-43,0	-44,4	-45,5	-47,8	-48,3	-47,4	-47,5	-51,2	-96,4	-138,6
Bilans robne razmene	-21,1	-26,9	-14,9	-18,3	-19,6	-20,3	-21,3	-21,2	-19,9	-19,9	-22,2	-41,0	-57,3
Bilans tekućih transakcija	-7,5	-11,1	-7,1	-6,3	-7,5	-8,6	-13,1	-10,4	-10,1	-11,6	-18,1	-27,5	-42,5
BDP u evrima ⁷⁾	18.008	19.723	4.578	9.703	15.220	21.108	5.181	11.095	17.675	24.886	6.469	13.639	21.362

Izvor: NBS i RZS.

- 1) Originalni podaci u US dolarima konvertovani su u evre na mesečnom nivou po mesečnom proseku zvaničnih dnevnih srednjih kurseva NBS .
 - 2) Izvoz f.o.b, metodologija NBS
 - 3) Priliv po Zakonu o platnom prometu, priliv po osnovu Odluke 74/100 i neregistrovani priliv.
 - 4) Isključujući tranše MMF-a.
 - 5) Uključuje prevremenu otplatu duga i kamata MMF-u i Svetskoj banci.
 - 6) Otplata glavnice.
 - 7) Konverzija godišnjeg BDP u evro je urađena po prosečnom godišnjem kursu (prosek zvaničnih dnevnih srednjih kurseva NBS).

Tabela P-9. Srbija: konsolidovani bilans sektora države¹⁾, 2004–2007

	2004			2005			2006				2007			2004			2005		2006
	ukupno	ukupno	Q3	ukupno	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	41,2	40,1	38,9	2004	2005	2006		
u milijardama dinara																			
I UKUPNI PRIHODI	589,4	701,6	177,0	825,0	175,3	201,6	207,5	240,6	215,1	228,1	238,7	41,2	40,1	38,9					
od čega: Javni prihodi bez PDV obaveza prema privredi i kompenzaciju sa FZR ^{2,3)}	580,6	679,0	172,7	816,7	176,8	199,5	205,3	235,1	213,7	225,3	237,6	41,2	38,8	38,4					
1. Tekući prihodi	583,4	693,7	174,9	814,7	173,2	199,3	204,9	237,3	212,0	225,4	236,2	40,8	39,6	38,4					
Poreski prihodi	540,8	638,9	162,6	751,3	159,4	185,1	188,5	218,2	195,0	208,8	215,3	37,8	36,5	35,4					
Porez na dohodak	76,9	94,3	24,1	118,5	25,8	29,2	29,2	34,3	24,9	28,2	29,1	5,4	5,4	5,6					
Porez na dobit	6,9	10,3	1,8	18,3	7,9	2,9	3,5	4,0	11,7	5,6	4,6	0,5	0,6	0,9					
Porez na promet / PDV	159,1	215,9	54,3	225,2	46,3	57,9	57,0	64,0	60,5	65,0	66,9	11,1	12,3	10,6					
od čega: neto prihod porez na promet/PDV ²⁾	159,1	198,8	50,8	224,7	47,9	55,7	58,7	62,1	59,1	62,3	65,8	11,1	11,4	10,6					
Akciže	69,1	71,3	19,8	81,7	14,7	21,1	21,7	24,2	19,1	22,8	24,5	4,8	4,1	3,9					
Carine	34,3	39,0	10,4	45,2	9,6	12,7	9,9	13,1	12,0	13,9	14,6	2,4	2,2	2,1					
Doprinosi	159,0	184,0	46,4	232,2	48,5	54,1	59,4	70,2	58,9	65,0	67,8	11,1	10,5	10,9					
od čega: doprinosi bez kompenzacije sa FZR ³⁾	150,2	179,1	45,7	222,7	48,4	54,1	55,5	64,7	58,8	64,9	67,8	10,5	10,2	10,5					
Ostali poreski prihodi	35,5	24,1	5,7	30,1	6,5	7,2	7,9	8,5	7,9	8,3	7,9	2,5	1,4	1,4					
Neporeski prihodi	42,6	54,8	12,4	63,4	13,8	14,2	16,3	19,1	17,0	16,7	20,9	3,0	3,1	3,0					
2. Kapitalni prihodi	6,1	7,9	2,1	10,3	2,1	2,3	2,6	3,3	3,2	2,6	2,5	0,4	0,5	0,5					
II UKUPNI RASHODI	-572,0	-667,8	-167,1	-813,0	-174,9	-185,1	-197,6	-255,4	-202,9	-211,2	-242,6	-40,0	-38,2	-38,3					
1. Tekući rashodi	-535,0	-634,8	-159,4	-749,1	-167,6	-174,3	-184,4	-222,8	-187,4	-196,1	-221,8	-37,4	-36,3	-35,3					
Rashodi za zaposlene	-138,0	-166,3	-41,5	-198,6	-46,1	-45,8	-47,1	-59,6	-51,9	-56,2	-57,9	-9,6	-9,5	-9,4					
od čega: socijalna davanja zaposlenima (bolovanje i otpremnine) ⁴⁾	-0,3	-1,3	-0,5	-3,2	-1,5	-0,3	-0,4	-0,9	0,3	0,4	0,4	-1,0	-0,1	-0,2					
od čega: otpremnine RZZO ⁵⁾	0,0	-2,2	0,0	-2,3	-0,9	0,0	-1,4	0,0	0,0	0,0	0,0	-1,0	-0,1	-0,1					
Kupovina robe i usluga	-78,3	-92,2	-23,1	-114,1	-22,4	-25,3	-29,0	-37,5	-25,6	-31,1	-35,5	-5,5	-5,3	-5,4					
Otplata kamata	-24,6	-24,5	-5,8	-28,9	-5,7	-4,9	-8,8	-9,4	-5,7	-3,1	-4,2	-1,7	-1,4	-1,4					
Subvencije	-63,8	-54,5	-14,1	-54,4	-10,1	-12,7	-13,6	-18,0	-9,3	-10,4	-17,8	-4,5	-3,1	-2,6					
Socijalni transferi	-217,0	-281,5	-70,8	-335,8	-79,8	-81,1	-81,7	-93,1	-91,1	-91,8	-101,8	-15,2	-16,1	-15,8					
od čega: penzije ⁶⁾	-151,1	-186,1	-46,9	-227,7	-52,7	-55,7	-58,5	-60,8	-62,0	-63,3	-64,9	-10,6	-10,6	-10,7					
Ostali tekuci rashodi	-13,3	-15,8	-4,2	-17,4	-3,5	-4,6	-4,1	-5,2	-3,9	-3,4	-4,6	-0,9	-0,9	-0,8					
2. Kapitalni rashodi ⁷⁾	-37,0	-33,0	-7,8	-63,9	-7,3	-10,8	-13,2	-32,6	-15,5	-15,1	-20,8	-2,6	-1,9	-3,0					
III OTPLATE STARIH DUGOVA I BUDŽETSKI KREDITI	-25,2	-36,7	-8,9	-49,1	-4,4	-17,1	-10,1	-17,5	-14,1	-14,6	-8,1	-1,8	-2,1	-2,3					
1. Otplata duga - SDŠ i ZZP	-18,9	-21,9	-5,1	-21,7	-1,0	-14,6	-4,8	-1,4	-4,6	-13,3	-6,5	-1,3	-1,3	-1,0					
2. Penzije ⁸⁾	-4,5	-9,8	-1,4	-20,3	-1,6	-1,7	-4,0	-13,0	-8,9	0,0	0,0	-0,3	-0,6	-1,0					
3. Budžetski krediti, neto ⁹⁾	-1,8	-4,9	-2,3	-7,1	-1,8	-0,8	-1,3	-3,2	-0,6	-1,2	-1,7	-0,1	-0,3	-0,3					
IVa KONSOLIDOVANI BILANS (I+II), definicija MFin¹⁰⁾	17,5	33,8	9,8	12,0	0,4	16,5	9,9	-14,8	12,2	16,9	-3,9	1,2	1,9	0,6					
Republički budžet	-0,8	26,8	6,0	3,3	-9,1	7,5	4,9	0,0	2,2	14,0	-4,5	-0,1	1,5	0,2					
PIO zaposlenih	-0,8	-0,5	1,2	5,0	1,8	1,4	0,1	1,7	-2,2	-1,6	0,1	-0,1	0,0	0,2					
PIO samostalaca	2,7	2,5	-0,1	5,2	0,6	1,2	1,3	2,1	1,3	1,0	1,4	0,2	0,1	0,2					
PIO zemljoradnika	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0					
Fond zdravstva	1,4	-0,5	1,1	3,1	1,0	2,4	1,8	-2,1	3,5	0,8	1,5	0,1	0,0	0,1					
Nacionalna služba za zapošljavanje	0,8	0,8	-0,4	0,2	0,3	0,8	0,2	-1,2	-0,6	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0					
Vojvodina	-0,6	-1,8	-0,1	-2,7	0,7	0,0	-1,1	-2,3	0,7	0,0	-0,4	0,0	-0,1	-0,1					
Lokal	..	3,8	1,3	1,3	5,7	3,4	0,3	-8,2	7,5	2,9	-2,0	..	0,2	0,1					
IVb UKUPNI FINANSIJSKI REZULTAT (IVa+III.3.), definicija MMF, podaci MFin¹¹⁾	15,7	28,9	7,5	4,9	-1,4	15,7	8,6	-18,0	11,6	15,7	-5,6	1,1	1,6	0,2					
IVc ANALITIČKI BILANS (I+II+III), definicija FREN¹²⁾	-7,7	-2,9	0,8	-37,2	-4,0	-0,6	-0,2	-32,3	-1,9	2,4	-12,0	-0,5	-0,2	-1,8					
V FINANSIRANJE (definicija FREN)	23,9	27,8	11,8	121,8	8,5	1,4	103,2	8,7	24,9	8,0	-0,3	1,7	1,6	5,7					
Donacije ¹³⁾	0,9	0,2	0,1	0,7	0,1	0,2	0,3	0,1	0,1	0,2	0,1	0,1	0,0	0,0					
Prihodi od privatizacije ¹⁴⁾	14,2	21,7	14,0	106,1	9,1	1,3	103,0	-7,3	26,6	8,6	3,3	1,0	1,2	5,0					
Domaće finansiranje ¹⁵⁾	5,9	5,0	0,7	21,0	1,4	0,2	1,4	18,0	0,5	0,5	0,0	0,4	0,3	1,0					
Inostrano finansiranje ¹⁶⁾	7,4	6,7	1,9	2,0	-0,4	1,4	1,0	0,1	-0,4	-0,3	-0,3	0,5	0,4	0,1					
Izdaci za otplatu glavnice domaćim i stranim kreditorima ¹⁷⁾	-4,5	-5,8	-4,9	-8,1	-1,7	-1,7	-2,4	-2,3	-1,8	-0,8	-3,5	-0,3	-0,3	-0,4					
VI PROMENA STANJA NA RAČUNI (IVc+V)	16,2	24,9	12,6	84,6	4,5	0,7	103,0	-23,7	23,0	10,4	-12,3	1,1	1,4	4,0					

Izvor: Bilten javnih finansijsa (BJF), IMF Country Report No. 06/58, FREN procene, Memorandum o bužetu i ekonomskoj politici za 2006. sa projekcijama do 2009. godine i za 2007 sa projekcijama do 2009.

1) Sektor države (general government) – svi nivoi vlasti (republika, pokrajina, opštine) i njihovi budžetski korisnici i organizacije obaveznog socijalnog osiguranja (PIO fondovi, Republički zavod za zdravstveno osiguranje, Nacionalna služba za zapošljavanje). Ne uključuje javna preduzeća i NBS.

2) Prihod od PDV umanjen za stavku "Potraživanja privrede po osnovu PDV" prikazanu u Pro Memoriji. (Videti fus notu 16).

3) Prihod od doprinosa umanjen za stavku "Kompenzacija FZR" u Pro Memoriji.

4) Konto 414 - Socijalna davanja zaposlenima - koji obuhvata bolovanja, rashode za obrazovanje zaposlenih, i otpremnine. Ova stavka se odnosi samo na budžet Republike.

5) FREN procena na osnovu saopštenja u medijima i na sajtu Ministarstva finansijsa, a što se poklapa sa stavkom primanja iz zaduživanja (konto 91) RZZO iz BJF.

6) Izdaci koji se odnose na tekuće penzije - korigovani za otplatu "velikog duga" i za otplatu duga po osnovu docnji započetog decembra 2005. (Videti stavku III.2 i fusnotu 8).

7) Izdaci za kapitalne rashode u 2003. i 2004. preuzeti su iz Memoranduma o budžetu i ekonomskoj politici za 2006. sa projekcijama do 2009. godine, a za 2006. iz BJF. Kapitalni rashodi ne sadrže projekte finasirane iz inostranih izvora (sem u 2004, Videti fus notu 16).

Analitički prilog

- 8) U decembru 2002. godine započeta je otplata tzv. "velikog" ili "starog duga" penzionerima koji je nastao u periodu aprila 1994. - jun 1995. kada je isplaćivano 83,3% penzije. Oplata je predviđena u 43 rate (polovina 2006.). Pored ovog duga, iz 90-tih godina nasleđen je pomak u isplati penzija, koji je eliminisan krajem prošle godine. Dug po osnovu pomaka (od 1,5 penzije) počeo je da se otplaćuje u decembru 2005.
- 9) Stavka odgovara pojmu "Izdaci za nabavku finansijske imovine" u BJF, odnosno stavci "net lending" u prezentaciji MMF. Reč je o kreditima studen-tima, finansiranju Nacionalne korporacije za osiguranje stambenih kredita i sl. Veliki iznos u 2003. verovatno se objašnjava avansnim finansiranjem trošenja države za period privremenog budžeta u prvim mesecima 2004.
- 10) Konsolidovani suficit/deficit (cash surplus/deficit po GFS 2001) predstavlja razliku između tekućih prihoda i primanja od prodaje nefinansijske imovine (tj. kapitalnih prihoda) i tekućih rashoda i izdataka za nabavku nefinansijske imovine (tj. kapitalnih rashoda). Videti metodološku diskusiju u Okviru 1 u Kvartalnom monitoru br. 3 za detalje. Nekonsolidovani tj. zbir rezultata po nivoima vlasti i konsolidovani rezultat po definiciji treba da se slože, ali razlika postoji zbog određene nekonzistentnosti fiskalnih podataka.
- 11) Ukupni fiskalni rezultat (overall fiscal balance po GFS 2001) - Konsolidovani suficit/deficit korigovan za "budžetske kredite" (lending minus repayment prema starom GFS). Ovde se isključivo misli na kreditiranje u cilju realizacije državnih politika.
- 12) Analitički bilans prema FREN definiciji na rashodnoj strani uključuje i otplate starih (domaćih) dugova, konkretno otplatu stare devizne štednje, zajma za preporod Srbije, duga penzionerima, itd. Ovakvo definisan rezultant meri likvidnosni efekat koji transakcije države imaju na privredu.
- 13) Podatak iz IMF CR 06/58. Nema podataka o donacijama u BJF.
- 14) Prihodi od privatizacije Republike uvećani za 10% zbog pripadajućeg priliva u Penzijski fond i Fond za restituciju. Ne znamo zašto su u četvrtom kvartalu 2005. privatizacioni prihodi u BJF negativni.
- 15) Finansiranje izdavanjem obveznica Republike Srbije. Postoji mogućnost i da se uključuju novi krediti domaćih banaka državi, u kom slučaju bi to trebalo isključiti iz stavke: "Promena neto pozicije države u bankarskom sistemu na osnovu evidencije stanja u poslovnim bankama (podaci NBS)" u Pro Memoriji.
- 16) Inostrano finansiranje u Republičkom budžetu uvećano je za 30% (procena lokalnog finansiranja).
- 17) Izdaci za otplatu glavnice duga iz BJF koji nisu uključeni u odeljak III.
-

Tabela P-10. Srbija: monetarni pregled, 2005–2007

	2005				2006				2007		
	Mar.	Jun	Sep.	Dec.	Mar.	Jun	Sep.	Dec.	Mar.	Jun	Sep
u milionima dinara, na kraju perioda ¹⁾											
Neto strana aktiva (NSA)	162.488	183.484	216.183	218.886	200.462	229.984	360.685	407.565	441.048	484.388	500.302
Neto strana aktiva (NSA) (u evrima)	2.005	2.217	2.552	2.560	2.307	2.674	4.399	5.159	5.407	6.130	6.344
Rezerve	332.844	371.427	428.842	491.883	517.118	600.522	710.311	770.999	775.921	786.952	806.345
Rezerve (u evrima)	4.107	4.487	5.063	5.753	5.951	6.983	8.662	9.759	9.512	9.958	10.225
NBS	274.136	304.386	362.216	424.844	465.497	549.529	648.946	715.114	719.381	730.668	751.920
NBS (u evrima)	3.382	3.677	4.276	4.969	5.357	6.390	7.914	9.052	8.819	9.246	9.535
Poslovne banke	58.708	67.041	66.626	67.039	51.621	50.993	61.365	55.885	56.540	56.284	54.425
Poslovne banke (u evrima)	724	810	787	784	594	593	748	707	693	712	690
Obaveze (-)	-170.356	-187.943	-212.659	-272.997	-316.656	-370.538	-349.626	-363.434	-334.873	-302.564	-306.043
Obaveze (-) (u evrima)	-2.102	-2.271	-2.511	-3.193	-3.644	-4.309	-4.264	-4.600	-4.105	-3.829	-3.881
NBS	-72.187	-73.162	-81.569	-81.873	-87.575	-68.368	-48.845	-55.692	-16.275	-15.716	-15.183
NBS (u evrima)	-891	-884	-963	-958	-1.008	-795	-596	-705	-200	-199	-193
Poslovne banke	-98.169	-114.781	-131.090	-191.124	-229.081	-302.170	-300.781	-307.742	-318.598	-286.848	-290.860
Poslovne banke (u evrima)	-1.211	-1.387	-1.548	-2.235	-2.636	-3.514	-3.668	-3.895	-3.906	-3.630	-3.688
Neto domaća aktiva (NDA)	168.841	190.622	206.257	239.985	272.642	285.856	207.195	231.055	234.991	224.279	291.193
Domaći krediti	370.019	407.795	446.299	490.467	516.435	557.316	490.539	509.110	537.098	583.321	642.488
Krediti državi, neto ²⁾	-6.864	-1.602	-10.242	-27.831	-31.129	-33.954	-124.159	-100.061	-128.909	-149.081	-144.385
Krediti	46.961	41.744	43.492	40.106	40.311	37.919	31.415	34.896	29.559	25.652	24.605
Dinarski krediti	30.237	25.285	23.313	21.272	18.381	16.408	15.322	18.271	16.193	16.102	16.073
NBS	22.123	17.524	16.901	16.330	14.735	14.474	14.472	16.450	15.740	15.715	15.715
Poslovne banke	8.114	7.761	6.412	4.942	3.646	1.934	850	1.821	453	387	358
Devizni krediti	16.724	16.459	20.179	18.834	21.930	21.511	16.093	16.625	13.366	9.550	8.532
Devizni (u evrima)	206	199	238	220	252	250	196	210	164	121	108
NBS	0	0	0	181	184	182	0	0	0	0	0
NBS (u evrima)	0	0	0	2	2	2	0	0	0	0	0
Poslovne banke	16.724	16.459	20.179	18.653	21.746	21.329	16.093	16.625	13.366	9.550	8.532
Poslovne banke (u evrima)	206	199	238	218	250	248	196	210	164	121	108
Depoziti (-)	-53.825	-43.346	-53.734	-67.937	-71.440	-71.873	-155.574	-134.957	-158.468	-174.733	-168.990
Dinarski depoziti	-32.060	-29.868	-34.581	-43.604	-43.860	-55.057	-50.760	-27.047	-51.975	-78.392	-72.442
NBS	-30.245	-28.235	-32.797	-40.718	-39.439	-49.801	-45.785	-19.678	-43.849	-62.941	-52.730
Poslovne banke	-1.815	-1.633	-1.784	-2.886	-4.421	-5.256	-4.975	-7.369	-8.126	-15.451	-19.712
Devizni depoziti	-21.765	-13.478	-19.153	-24.333	-27.580	-16.816	-104.814	-107.910	-106.493	-96.341	-96.548
Devizni (u evrima)	-269	-163	-226	-285	-317	-196	-1.278	-1.366	-1.305	-1.219	-1.224
NBS	-18.088	-6.571	-14.392	-18.806	-21.464	-10.586	-99.498	-103.443	-101.705	-91.685	-92.463
NBS (u evrima)	-223	-79	-170	-220	-247	-123	-1.213	-1.309	-1.247	-1.160	-1.172
Poslovne banke	-3.677	-6.907	-4.761	-5.527	-6.116	-6.230	-5.316	-4.467	-4.788	-4.656	-4.085
Poslovne banke (u evrima)	-45	-83	-56	-65	-70	-72	-65	-57	-59	-59	-52
Krediti nedržavnom sektoru	376.883	409.397	456.541	518.298	547.564	591.270	614.698	609.171	666.007	732.402	786.873
Domaćinstva	72.489	86.340	108.053	132.146	150.290	172.185	190.378	203.631	230.775	254.803	286.000
Prireda	304.394	323.057	348.488	386.152	397.274	419.085	424.320	405.540	435.232	477.599	500.873
Ostala aktiva, neto ³⁾	-201.178	-217.173	-240.042	-250.482	-243.793	-271.460	-283.344	-278.055	-302.107	-359.042	-351.295
od čega: kapital i rezerve (-)	-160.723	-169.226	-177.165	-181.772	-187.095	-216.178	-220.712	-242.254	-256.429	-289.801	-316.438
NBS	-39.068	-38.085	-36.571	-41.450	-42.531	-42.364	-27.662	-7.454	-15.993	-9.923	-6.189
Poslovne banke	-121.655	-131.141	-140.594	-140.322	-144.564	-173.814	-193.050	-234.800	-240.436	-279.878	-310.249
Novčana masa: M2⁴⁾	331.331	374.106	422.441	458.870	473.103	515.840	567.881	638.620	676.039	708.667	791.495
Novčana masa: dinarski M2 ⁵⁾	143.768	160.351	180.043	192.180	189.911	208.606	232.506	283.116	282.299	288.329	326.341
Novčana masa: M1	110.073	120.481	134.727	144.949	137.800	148.694	158.452	200.090	193.187	205.564	218.393
Goton novac u opticaju	39.368	42.316	47.283	53.650	45.825	48.926	52.110	68.461	58.669	65.066	65.373
Depoziti po viđenju (privreda i domaćinstva)	70.705	78.165	87.444	91.299	91.975	99.768	106.342	131.629	134.518	140.498	153.020
Oročeni dinarski depoziti (privreda i domaćinstva)	33.695	39.870	45.316	47.231	52.111	59.912	74.054	83.026	89.112	82.765	107.948
Devizni depoziti (privreda i domaćinstva)	187.563	213.755	242.398	266.690	283.192	307.234	335.375	355.504	393.740	420.338	465.154
Devizni depoziti (privreda i domaćinstva) (u evrima)	2.314	2.582	2.862	3.119	3.259	3.572	4.090	4.500	4.827	5.319	5.898
od čega: domaćinstva ⁶⁾	124.107	141.477	162.667	190.136	207.609	222.105	243.328	260.661	293.195	307.783	336.109
od čega: domaćinstva (u evrima) ⁶⁾	1.531	1.709	1.921	2.224	2.389	2.583	2.967	3.300	3.594	3.895	4.262

Izvor: NBS - Statistički bilten.

1) Ukoliko nije drugačije naznačeno.

2) Država ne uključuje lokalnu samoupravu koja je tretirana kao nedržavni sektor.

3) Uključuje: na strani aktive - ostalu aktivi; i na strani pasive - kapital i rezerve, ostalu pasivu i saldo međubankarskih odnosa.

4) Novčana masa: M2 - odnosi se na M3 u prihvaćenoj metodologiji u Srbiji i obuhvata gotov novac u opticaju, depozite po viđenju privrede i domaćinstava, oročene dinarske depozite privrede i domaćinstava i devizne depozite privrede i domaćinstava.

5) Novčana masa: dinarski M2 - odnosi se na M2 u prihvaćenoj metodologiji u Srbiji i obuhvata gotov novac u opticaju, depozite po viđenju privrede i domaćinstava i oročene dinarske depozite privrede i domaćinstava.

6) Devizna štednja stanovništva.

Analitički prilog

Tabela P-11. Srbija: bilans poslovnih banaka, 2005–2007

	2005				2006				2007		
	Mar.	Jun	Sep.	Dec.	Mar.	Jun	Sep.	Dec.	Mar.	Jun	Sep
u milionima dinara, na kraju perioda ¹⁾											
Neto devizne rezerve	-39.461	-47.740	-64.464	-124.085	-177.460	-251.177	-239.416	-251.857	-262.058	-230.564	-236.435
Neto devizne rezerve (u evrima)	-487	-577	-761	-1.451	-2.042	-2.921	-2.920	-3.188	-3.213	-2.918	-2.998
Bruto devizne rezerve	58.708	67.041	66.626	67.039	51.621	50.993	61.365	55.885	56.540	56.284	54.425
Bruto devizne rezerve (u evrima)	724	810	787	784	594	593	748	707	693	712	690
Bruto devizne obaveze (-)	-98.169	-114.781	-131.090	-191.124	-229.081	-302.170	-300.781	-307.742	-318.598	-286.848	-290.860
Bruto devizne obaveze (u evrima) (-)	-1.211	-1.387	-1.548	-2.235	-2.636	-3.514	-3.668	-3.895	-3.906	-3.630	-3.688
Neto domaća aktiva (NDA)	39.461	47.740	64.464	124.085	177.460	251.177	239.416	251.857	262.058	230.564	236.435
Domaći krediti	206.895	230.533	263.230	331.378	375.536	481.132	483.067	509.090	534.592	569.540	573.534
Krediti državi, neto ²⁾	10.731	3.600	7.558	5.838	4.295	-3.369	-8.219	-2.492	-9.261	-18.611	-23.546
Krediti	25.948	25.396	28.062	25.803	27.837	26.044	20.745	23.479	19.134	15.314	15.097
Dinarski krediti	9.220	8.932	7.878	7.145	6.086	4.710	4.652	6.854	5.768	5.764	6.565
Devizni krediti	16.728	16.464	20.184	18.658	21.751	21.334	16.093	16.625	13.366	9.550	8.532
<i>Devizni krediti (u evrima)</i>	206	199	238	218	250	248	196	210	164	121	108
Depoziti (-)	-15.217	-21.796	-20.504	-19.965	-23.542	-29.413	-28.964	-25.971	-28.395	-33.925	-38.643
Dinarski depoziti	-11.506	-14.859	-15.702	-14.399	-17.382	-23.171	-23.630	-21.496	-23.592	-29.212	-34.522
Devizni depoziti	-3.711	-6.937	-4.802	-5.566	-6.160	-6.242	-5.334	-4.475	-4.803	-4.713	-4.121
<i>Devizni depoziti (u evrima)</i>	-46	-84	-57	-65	-71	-73	-65	-57	-59	-60	-52
Neto potraživanja od NBS	99.551	136.668	159.585	204.896	235.986	340.148	382.531	467.869	483.231	482.321	521.562
Potraživanja	101.304	137.187	160.321	205.631	236.443	341.952	382.974	468.312	483.620	482.561	522.696
Gotovina	3.812	4.430	4.822	7.053	6.793	6.799	8.654	10.206	9.889	10.958	10.812
Obavezne rezerve	20.676	21.855	24.673	26.046	26.387	33.352	33.602	34.290	25.931	29.196	31.838
Slobodne rezerve	-1.076	-211	-76	2.621	-2.109	-2.473	-3.440	-1.524	49	-5.973	-9.617
Depoziti	74.685	93.482	111.094	153.016	174.078	247.994	263.765	273.808	280.284	298.088	303.240
od čega: dinarski depoziti	3.679	3.827	5.317	5.274	948	2.564	7.535	20.189	6.651	22.804	20.741
NBS blagajnički zapisi/repo operacije	3.207	17.631	19.808	16.895	31.294	56.280	80.393	151.532	167.467	150.292	186.423
Obaveze	-1.753	-519	-736	-735	-457	-1.804	-443	-443	-389	-240	-1.134
Krediti ostalom delu privrede, neto	96.613	90.265	96.087	120.644	135.255	144.353	108.755	43.713	60.622	105.830	75.518
Krediti	367.552	399.378	446.022	507.171	536.214	579.880	593.628	589.303	645.429	711.313	764.589
Domaćinstva	72.261	86.064	107.781	131.860	150.007	171.904	190.098	203.318	230.357	254.319	285.502
Dugoročni krediti	54.699	67.600	87.403	107.724	121.378	138.539	151.998	163.638	187.445	206.568	234.021
Kratkoročni krediti	17.562	18.464	20.378	24.136	28.629	33.365	38.100	39.680	42.912	47.751	51.481
Privreda	295.291	313.314	338.241	375.311	386.207	407.976	403.530	385.985	415.072	456.994	479.087
Dugoročni krediti	134.122	136.572	143.875	165.442	168.212	178.091	183.205	179.842	195.326	204.816	224.636
Kratkoročni krediti	161.169	176.742	194.366	209.869	217.995	229.885	220.325	206.143	219.746	252.178	254.451
Depoziti (-)	-270.939	-309.113	-349.935	-386.527	-400.959	-435.527	-484.873	-545.590	-584.807	-605.483	-689.071
Dinarski depoziti	-84.305	-96.457	-108.557	-121.022	-119.059	-130.309	-150.239	-191.040	-191.962	-186.591	-224.799
Domaćinstva	-12.624	-14.931	-16.017	-16.542	-17.688	-21.273	-20.972	-26.729	-29.482	-31.264	-34.490
Privreda	-71.681	-81.526	-92.540	-104.480	-101.371	-109.036	-129.267	-164.311	-162.480	-155.327	-190.309
<i>Devizni depoziti</i>	-186.634	-212.656	-241.378	-265.505	-281.900	-305.218	-334.634	-354.550	-392.845	-418.892	-464.272
<i>Domaćinstva³⁾</i>	-124.107	-141.477	-162.667	-190.136	-207.609	-222.105	-243.328	-260.661	-293.195	-307.783	-336.109
<i>Domaćinstva (u evrima)</i>	-1.531	-1.709	-1.921	-2.224	-2.389	-2.583	-2.967	-3.300	-3.594	-3.895	-4.262
<i>Privreda</i>	-62.527	-71.179	-78.711	-75.369	-74.291	-83.113	-91.306	-93.889	-99.650	-111.109	-128.163
<i>Privreda (u evrima)</i>	-771	-860	-929	-882	-855	-966	-1.113	-1.188	-1.222	-1.406	-1.625
Ostala aktiva, neto⁴⁾	-167.434	-182.793	-198.766	-207.293	-198.076	-229.955	-243.651	-257.233	-272.534	-338.975	-337.099
od čega: kapital i rezerve	-121.655	-131.141	-140.594	-140.322	-144.564	-173.814	-193.050	-234.800	-240.436	-279.878	-310.249

Izvor: FREN, NBS - Statistički bilten.

1) Ukoliko nije drugačije naznačeno.

2) Država obuhvata sve nivoe vlasti: republički nivo i nivo lokalne samouprave.

3) Devizna štednja stanovništva.

4) Uključuje: na strani aktive - ostalu aktivu; i na strani pasive - depozite pravnih lica u likvidaciji, kapital i rezerve, ostalu pasivu i neto međubankarske odnose.

Tabela P-12. Srbija: bilans Narodne banke Srbije, 2005–2007

	2005				2006				2007		
	Mar.	Jun	Sep.	Dec.	Mar.	Jun	Sep.	Dec.	Mar.	Jun	Sep.
u milionima dinara, na kraju perioda ¹⁾											
Neto devizne rezerve	132.749	143.615	173.447	194.094	204.236	235.394	344.129	406.226	429.702	440.156	454.324
Neto devizne rezerve (u evrima)	1.638	1.735	2.048	2.270	2.350	2.737	4.197	5.142	5.268	5.570	5.761
Bruto devizne rezerve	274.137	304.386	362.216	424.844	465.497	549.529	648.946	715.114	719.381	730.668	751.920
<i>Bruto devizne rezerve (u evrima)</i>	<i>3.382</i>	<i>3.677</i>	<i>4.276</i>	<i>4.969</i>	<i>5.357</i>	<i>6.390</i>	<i>7.914</i>	<i>9.052</i>	<i>8.819</i>	<i>9.246</i>	<i>9.535</i>
Bruto devizne obaveze	-141.388	-160.771	-188.769	-230.750	-261.261	-314.135	-304.817	-308.888	-289.679	-290.512	-297.596
<i>Bruto devizne obaveze (u evrima)</i>	<i>-1.744</i>	<i>-1.942</i>	<i>-2.229</i>	<i>-2.699</i>	<i>-3.006</i>	<i>-3.653</i>	<i>-3.717</i>	<i>-3.910</i>	<i>-3.551</i>	<i>-3.676</i>	<i>-3.774</i>
od čega: devizne obaveze poslovnih banaka	-71.063	-89.662	-106.865	-147.467	-173.371	-245.784	-256.325	-253.563	-273.927	-274.871	-282.625
<i>od čega: devizne obaveze poslovnih banaka (u evrima)</i>	<i>-877</i>	<i>-1.083</i>	<i>-1.262</i>	<i>-1.725</i>	<i>-1.995</i>	<i>-2.858</i>	<i>-3.126</i>	<i>-3.210</i>	<i>-3.358</i>	<i>-3.478</i>	<i>-3.584</i>
Neto domaća aktiva	-63.970	-71.980	-92.104	-99.741	-126.011	-146.374	-245.869	-272.302	-326.990	-318.030	-332.233
Domaći krediti	-37.295	-41.763	-58.665	-64.206	-87.578	-110.436	-220.997	-264.055	-310.446	-311.683	-333.182
Krediti državi, neto ²⁾	-36.568	-25.594	-40.352	-48.936	-57.975	-56.993	-142.239	-116.094	-146.005	-161.819	-150.834
Krediti	22.123	17.524	16.901	16.511	14.919	14.656	14.472	16.450	15.740	15.715	15.715
od čega: dinarski krediti	22.123	17.524	16.901	16.330	14.735	14.474	14.472	16.450	15.740	15.715	15.715
Depoziti (-)	-58.691	-43.118	-57.253	-65.447	-72.894	-71.649	-156.711	-132.544	-161.745	-177.534	-166.549
Dinarski depoziti	-40.603	-36.547	-42.861	-46.641	-51.430	-61.063	-57.213	-29.101	-60.040	-85.849	-74.086
od čega: lokalna samouprava	-10.358	-8.312	-10.064	-5.923	-11.991	-11.262	-11.428	-9.423	-16.191	-22.908	-21.356
Devizni depoziti	-18.088	-6.571	-14.392	-18.806	-21.464	-10.586	-99.498	-103.443	-101.705	-91.685	-92.463
<i>Devizni depoziti (u evrima)</i>	<i>-223</i>	<i>-79</i>	<i>-170</i>	<i>-220</i>	<i>-247</i>	<i>-123</i>	<i>-1.213</i>	<i>-1.309</i>	<i>-1.247</i>	<i>-1.160</i>	<i>-1.172</i>
Neto potraživanja od banaka	-1.214	-16.782	-18.830	-15.875	-30.218	-53.912	-79.337	-149.252	-165.948	-151.528	-184.184
Potraživanja	1.992	825	974	954	869	2.069	827	488	467	306	517
od čega: ostali dinarski krediti	1.669	471	612	946	493	1.710	489	481	453	292	511
od čega: devizni krediti	323	354	362	8	376	359	338	7	14	14	6
<i>od čega: devizni krediti (u evrima)</i>	<i>4</i>	<i>4</i>	<i>4</i>	<i>0</i>	<i>4</i>	<i>4</i>	<i>4</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>
Obaveze (blagajnički zapisi NBS i repo)	-3.206	-17.607	-19.804	-16.829	-31.087	-55.981	-80.164	-149.740	-166.415	-151.834	-184.701
Krediti ostalom delu privrede, neto	487	613	517	605	615	469	579	1.291	1.507	1.664	1.836
Potraživanja	514	640	732	670	674	653	639	1.353	1.509	1.666	1.838
Dinarski i devizni krediti	514	640	732	670	674	653	639	1.353	1.509	1.666	1.838
Obaveze (-)	-27	-27	-215	-65	-59	-184	-60	-62	-2	-2	-2
Dinarski depoziti	-27	-27	-215	-65	-59	-184	-60	-62	-2	-2	-2
Ostala aktiva, neto ³⁾	-26.675	-30.217	-33.439	-35.535	-38.433	-35.938	-24.872	-8.247	-16.544	-6.347	949
Primarni novac (H)	68.780	71.635	81.342	94.353	78.226	89.019	98.263	133.924	102.712	122.126	122.091
Gotovina u opticaju	39.368	42.316	47.283	53.650	45.825	48.926	52.110	68.461	58.669	65.066	65.373
Rezerve poslovnih banaka	29.412	29.319	34.059	40.703	32.401	40.093	46.153	65.463	44.043	57.060	56.718
Obavezne rezerve	20.676	21.855	24.673	26.046	26.387	33.352	33.602	34.290	25.931	29.196	31.838
Slobodne rezerve	8.736	7.464	9.386	14.657	6.014	6.741	12.551	31.173	18.112	27.864	24.880
Depoziti po vidjenju	4.924	3.034	4.564	7.604	-779	-58	3.897	20.967	8.223	16.907	14.069
Žiro računi i gotovina	3.812	4.430	4.822	7.053	6.793	6.799	8.654	10.206	9.889	10.957	10.811

Izvor: NBS - Statistički bilten.

1) Ukoliko nije drugačije naznačeno.

2) Krediti državi, neto obuhvataju sve nivoje vlasti: republički nivo i nivo lokalne samouprave.

3) Uključuje: na strani aktive - ostalu aktivu; i na strani pasive - devizne depozite ostalih finansijskih institucija, depozite banaka u likvidaciji, kapital i rezerve i ostalu pasivu.

CIP - Katalogizacija u publikaciji
Narodna biblioteka Srbije, Beograd

33

KVARTALNI monitor ekonomskih trendova i politika u Srbiji /
glavni i odgovorni urednik Pavle Petrović. - 2005, br. 1 (januar/jul)- .
- Beograd (Kamenička 6) : Fond za razvoj ekonomskih nauka, 2005 -
(Beograd : Alta Nova). - 30 cm

Tromesečno. - Ima izdanje na drugom jeziku: Quarterly monitor of
economic trends and policies in Serbia = ISSN 1452-2810

ISSN 1452-2624 = Kvartalni monitor ekonomskih trendova i politika u
Srbiji COBISS.SR-ID 126547212