

# **kvartalni monitor**

**EKONOMSKIH TREDOVA I POLITIKA U SRBIJI**

**Broj 11 • oktobar–decembar 2007**

**Beograd, mart 2008**

## 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 Avljaš  
Mirjana Gligorić  
Vuk Đoković  
Jasna Dimitrijević  
Goran Radosavljević  
Duško Vasiljević

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

### SARADNICI U OVOM BROJU

Ivan Kalafatić  
Aleksa Nenadović  
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.

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

# Sadržaj

Uvodnik.....	5
--------------	---

## TRENDovi .....

1. Pregled .....	7
Izabrani pokazatelji – tabela .....	10
2. Međunarodno okruženje .....	11
3. Cene i devizni kurs .....	18
4. Zaposlenost i zarade .....	24
5. Privredna aktivnost .....	30
6. Platni bilans i spoljna trgovina .....	37
7. Fiskalni tokovi i politika .....	47
8. Monetarni tokovi i politika .....	56
9. Finansijska tržišta .....	64

## POD LUPOM .....

*Pod lupom 1:*

### **Moć i nemoć monetarne politike u uspostavljanju ravnoteže između platnobilansnih ciljeva i ciljeva inflacije**

*Diana Dragutinović*

1. Uvod .....	69
2. Transmisioni mehanizam monetarne politike: teorijski okvir .....	70
3. Transmisioni mehanizam monetarne politike u Srbiji: preliminarna istraživanja .....	71
4. Implikacije za monetarnu politiku .....	80
5. Uticaj fiskalne politike.....	84
6. Zaključak .....	85

*Pod lupom 2:*

### **Evroizacija u Crnoj Gori – prednosti, nedostaci i ograničenja**

*Nikola Fabris*

1. Uvodne napomene o evrizaciji.....	87
2. Uvođenje evroizacije u Crnoj Gori.....	89
3. Rezultati i izazovi evroizacije u Crnoj Gori.....	89
4. Zaključna razmatranja .....	94
5. Literatura .....	94

## **ANALITIČKI PRILOG..... 95**

# 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** – *Makroekonomske analize i trendovi*, časopis Ekonomskog Instituta u Beogradu

**MMF** – Međunarodni monetarni fond

**MSP** – mala i srednja preduzeća

**NBS** – Narodna banka Srbije

**NZS** – Nacionalna služba za zapošljavanje

**OECD** – Organizacija za ekonomsku saradnju i razvoj

**PDV** – porez na dodatu vrednost

**QM** – Kvartalni monitor

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

**RZS** – Republički zavod za statistiku Srbije

**SDI** – strane direktnе investicije

**SDŠ** – stara devizna štednja

**SMTK** – Standardna međunarodna trgovinska klasifikacija

**ZZP** – Zajam za preporod Srbije

## Uvodnik



*Početak 2008. nagoveštava period političke nestabilnosti u Srbiji, koja može imati značajne negativne posledice na privredna kretanja i ekonomsku politiku. Odnosi sa EU i SAD su pogoršani zbog proglašenja nezavisnosti Kosova i njegovog priznavanja, a proces pridruživanja EU je zaustavljen. Koalicija koja je formirala Vladu izgleda nestabilno, što Vladu čini ranjivom i podložnom populističkim pritiscima u ekonomskoj politici. Predstoje i izbori – lokalni u maju a moguće i parlamentarni tokom 2008, što je takođe ambijent za izlive populizma u ekonomiji. Sve to može da dovede do značajnog pogoršavanja ekonomskih prilika u zemlji.*

Osnovni strukturni problem privrede Srbije jeste ogromni spoljnotrgovinski deficit, što u osnovi znači nisku domaću štednju nasuprot velikih potreba za investicijama. S tim je tesno povezan i drugi problem – država, umesto da doprinosi povećanju domaće štednje, ona je preko budžetskog deficitra i visoke javne potrošnje smanjuje. Politički potresi mogu pogoršati prethodne probleme i tako dovesti do ekonomске krize.

Srbija je 2007. napravila ekstremno visok tekući deficit plaćanja sa inostranstvom: 16,7% BDP-a, što iznosi pet milijardi evra. To predstavlja značajno povećanje u odnosu na takođe veliki deficit od preko tri milijarde evra u 2006. Već četiri godine zaredom u Srbiji je prisutan veoma visok deficit tekućeg računa, što nas svrstava u grupu tranzisionih privreda s najvećim deficitom<sup>1</sup>. Prethodno samo po sebi predstavlja značajno upozorenje da i u idealnim političkim uslovima za privredu može doći do platnobilansne krize, ako se tokom ove i sledećih godina ne smanji potrošnja – pre svega državna.

Naime, deficit od pet milijardi evra se, grubo govoreći, pokriva tako što se privreda i stanovništvo (preko banaka i direktno) godišnje zadužuju u inostranstvu za preko tri milijarde evra, dok strane direktnе investicije pokrivaju ostatak deficitra. Ove godine ne treba očekivati smanjenje deficitra tekućeg računa jer se javna potrošnja povećava (vidi odeljak 7. "Fiskalni tokovi i politika"), a u 2008. ulazimo s visokim platama izraženim u evrima (vidi odeljak 4. "Zaposlenost i zarade"). I jedno i drugo dovodi do visokog trgovinskog deficitra, što je glavni

uzrok velikog deficitra plaćanja. Sledi da i ove godine treba obezbediti, grubo uzevši, tri milijarde evra novih kredita i dve milijarde stranih direktnih investicija, a to je puno i za povoljan politički ambijent. Dakle, osnovni problem privrede Srbije jeste to što za normalno funkcionisanje zahteva stalni priliv strane štednje – kredita i investicija, dok je potencijalno "bekstvo" već prisutnih stranih kompanija tek sekundarni problem.

Najveći deo stranih direktnih investicija u Srbiju dolazi kroz privatizaciju, a tokom 2008. se verovatno neće završiti veće prodaje, te se može desiti da ostanemo na onom što je do sada prodato (RK Beograd, RTB Bor, DDOR...), tj. ispod jedne milijarde evra. To smanjenje prihoda od privatizacije treba da pokriju nove (greenfield) investicije, što zahteva njihovo značajno povećanje. Ali za to je potrebna politička stabilnost u zemlji, ubrzano približavanje EU i normalni odnosi sa zemljama odakle investicije dolaze. Ako se pokaže da izostaje potreban priliv stranih investicija, onda i strani kreditori mogu da zastanu s novim kreditima u strahu da privreda Srbije možda ulazi u krizu. Tada bi do krize stvarno i došlo, što znači prisilno smanjivanje spoljnog deficitra preko značajne depresijacije dinara, inflacije, pada proizvodnje i plata. Naravno, NBS bi sa svojim deviznim rezervama mogla malo da ublaži i odloži krizu, ali ne i da je otkloni.

Ako kroz 2008. godinu, manje-više, srećno prođemo, problem spoljnog deficitra i potencijalne krize ostaće ipak sa nama u sledećih četiri do pet godina, te ga treba rešavati. Među ključnim teškim odlukama jeste smanjivanje javne potrošnje, odnosno ostvarivanje fiskalnog suficita – čime bi država doprinela preko potrebnom povećanju domaće štednje. Politička nestabilnost, međutim, gura u suprotnom smeru, tj. ka povećanju državne potrošnje i deficitra.

Srednjoročne tendencije u javnoj potrošnji ukazuju na njenu ekspanziju, umesto na neophodno obuzdavanje (vidi odeljak 7. "Fiskalni tokovi i politika"). Od suficita 1,1% BDP-a u 2005. prešlo se na rastući deficit tokom 2006. (-0,7%), 2007. (-1.5%), kao i plana za 2008. (-1,9%). Preokrenuti ovaj trend nazad – ka fiskalnom suficitu, teško je i u povoljnim političkim okolnostima.

<sup>1</sup> Videti: Peter Sanfey; "Deficit tekućeg računa u Srbiji: uzroci, razlozi za zabrinutost i posledice" u: QM10 Pod lupom 1.

Instruktivno je i kako su se ponašale republičke Vlade pred izbore: uprkos različitim političkim koalicijama svima je zajedničko to da su povećavale javnu potrošnju i pravile ogromne fiskalne deficite. Tako je deficit u kvartalima pred izbore bio: 7% BDP-a u Q4 2007, 5% u Q4 2006, i, verovatno oko 5% u Q4 2003, što su ekstremne veličine. Dodatni problem jeste to što su se uporedo s povećanjem trošenja davala i predizborna obećanja koja su onda stizala za naplatu sledećih godina. Tako se jednom izborima pokrenuta fiskalna ekspanzija prelivala na sledeće godine, što je otvaralo dodatne apetite, naročito za većim platama.

Postoji značajan rizik da se visoka javna potrošnja i deficit već planiran za ovu godinu još više uvećaju. Predstoje nam izbori, a ministar finansija nije isključio povećanje javne potrošnje zbog Kosova. Dodatna fiskalna ekspanzija u 2008. pogoršala bi deficit tekućeg računa i tako povećala neophodni priliv iz inostranstva, s jedne strane, dok bi s druge strane podržala trenutno dvocifrenu inflaciju u Srbiji. Moguće je, dakle, da i po ovoj, fiskalnoj liniji politička nestabilnost dovede do privredne krize.

Najzad, potencijalna fiskalna ekspanzija u 2008. prevallila bi se i u 2009, kao što je iskustvo iz ove i prethodne godine jasno pokazuje. To bi značilo da se problem visokog deficitra tekućeg računa i neophodni visok priliv iz inostranstva pomera i u 2009. – što povećava verovatnoću opisane platnobilansne krize. Isto tako, visoka javna potrošnja bi i dalje hranila inflaciju.

Jasno je da je neophodan zaokret u pravcu relativnog smanjivanja javne potrošnje tokom 2009. i 2010, tako da država ostvari fiskalni suficit i poveća domaću štednju. Kako je u 2008. već planiran deficit od 1,9% BDP-a, neophodno je da u sledeće dve godine javna potrošnja raste sporije od BDP-a bar do tri procentna poena,

kako bi se ostvario neki značajniji suficit od 1% BDP-a (vidi odeljak 7. "Fiskalni tokovi i politika", za moguće pravce smanjivanja potrošnje). Naravno, to bi takođe značilo da se ne popusti opisanim pritiscima u ovoj godini, jer bi onda neophodno smanjivanje potrošnje u sledećoj bilo veće. Možda je još značajnije da popuštanje pritiscima za povećanje javne potrošnje u ovoj godini čini nekredibilnim obećanje da će se potrošnja smanjivati sledećih godina.

Jedan dobar potez koji Vlada ima na raspolaganju jeste da zaključi novi sporazum sa MMF-om. To bi, prvo – neposredno moglo da smiri strah stranih investitora od potencijalne platnobilansne krize u Srbiji, jer bi pored deviznih rezervi NBS tada na raspolaganju bila i sredstva MMF-a. Drugo, tokom trajanja sporazuma strani investitori bi imali kredibilnu garanciju da će se voditi zdrava ekonomski politika koja bi uključivala i nepopularno smanjivanje javne potrošnje. I jedno i drugo bi pozitivno uticalo na toliko potreban priliv stranih investicija i održavanje kreditnog rejtinga zemlje neophodnog za nove kredite.

U ovom broju *Kvartalnog monitora* tekstovi u rubrici "Pod lupom" analiziraju funkcionalisanje dva ekstremno različita monetarna režima: ciljanje inflacije i fleksibilan kurs, s jedne strane i usvajanje strane valute umesto domaćeg novca, s druge. Prvi slučaj se odnosi na Srbiju i obrađuje ga Diana Dragutinović, viceguverner Narodne banke Srbije, a drugi na Crnu Goru i analizira ga Nikola Fabris, glavni ekonomista tamošnje centralne banke. Radi se dakle o autorima koji su direktno učestvovali u stvaranju i/ili sprovođenju odgovarajućih monetarnih politika.

# TREND OVI

## 1. Pregled

Ukoliko posmatramo tri osnovna makroekonomksa indikatora: rast bruto domaćeg proizvoda, inflaciju i bilans tekućih plaćanja, Q4 2007. nećemo pamtit po dobrom. Privredni rast je usporio, inflacija je ubrzala, a deficit tekućih plaćanja je dostigao rekordno visok nivo. Uz sve navedene probleme, državna potrošnja je u Q4 bila neumerena. Na taj način je država, umesto da pozitivno utiče na održanje makroekonomkske stabilnosti, delovala upravo u suprotnom pravcu. Interesantno je da je neke negativne tendencije iz Q4 bilo moguće predvideti, o čemu smo pisali u prethodnim izdanjima QM-a. Imajući to u vidu, donekle smo iznenađeni inercijom fiskalne politike u Q4, koja očigledno nije bila u mogućnosti da se izbori s pritiscima i ugovorenim obavezama.

Prethodni kvartal je doneo i pozitivne vesti koje su došle pre svega sa tržišta rada. Stopa nezaposlenosti je osetno smanjena i ona po Anketi o radnoj snazi iznosi 18,8% (u odnosu na 21,6% u prethodnoj godini). Iako još uvek imamo određene rezerve prema navedenim rezultatima, čini nam se da konačno dolazi do preokreta u tranziciji na tržištu rada. Došlo je i do, uslovno rečeno, pozitivnog usporavanja realnog rasta zarada koje su u Q4 ostvarile realni međugodišnji rast od 8,2% (u Q3 realni međugodišnji rast zarada je bio 14,3%), što je približno ostvarenom privrednom rastu. Na marginama ekonomskih dešavanja, u jednom ne toliko uspešnom kvartalu – primećujemo nastavak rasta kredita privredi kako iz domaćeg sistema, tako i iz inostranstva, što može dati pozitivan impuls daljem privrednom rastu. Takođe, usporavanje rasta kreditiranja stanovništva, nakon uvođenja administrativnih mera monetarne vlasti u septembru, pozitivno utiče na obuzdavanje visoke lične potrošnje.

Sumirajući makroekonomkske trendove u čitavoj 2007. godini, opet razlažući ih na privredni rast, inflaciju i bilans tekućih plaćanja, utisci su različiti za svaku od tri stavke. Rast BDP je bio veoma visok (7,2%), što je nesumnjivo pozitivna vest. Ukupna inflacija jeste bila dvocifrena (10,1%), ali je bazna (5,4%) ostala u okvirima zacrtanog koridora NBS od 4 do 8%, te imamo neutralnu ocenu ostvarenih rezultata. Deficit tekućeg računa je trenutno najbolnija tačka domaće ekonomije, a u 2007. je donela dodatno pogoršanje deficitita koji na godišnjem nivou iznosi 16,7% BDP.

Deficit tekućeg računa u 2007. godini iznosi 5 milijardi evra ili 16,7% BDP-a, što nas svrstava u red tranzisionih zemalja s najvećim deficitom. Ostvaren deficit u 2007. godini u procentima BDP viši je za 4,1 procentni poen u odnosu na deficit iz 2006. godine. Deficit tekućeg računa je prvenstveno posledica deficitita u trgovinskom bilansu koji je u 2007. iznosi 6,4 milijardi evra ili 21,5% BDP. Spoljnotrgovinska neravnoteža je još uvek pokrivena zaduživanjem u inostranstvu i stranim direktim investicijama, tako da su devizne rezerve NBS nastavile s rastom. Ipak, povećanje deviznih rezervi NBS u 2007. je u apsolutnom iznosu četiri puta manje nego u 2006. što može da nagovesti buduće probleme u pokrivanju deficitita tekućeg računa.

Izrazit rast spoljnotrgovinskog deficitita zabeležen u Q4 2007. godine, bio je determinisan najvećim delom osetnim usporavanjem izvoza i nepromjenjom dinamikom rasta uvoza. Značajno usporavanje izvoza u Q4 (sa 29,8% u Q2 i 26,3% u Q3 na 16,7% u Q4) jeste, čini se, privremenog karaktera budući da je prvenstveno posledica egzogenih faktora. Usporava krupni izvoz – gvožđe i čelik, obojeni metali, povrće i voće i žitarice – dok ostatak izvoza zadržava nepromjenjene stope rasta. S druge strane uvoz nastavlja da raste po stopi od 27% na međugodišnjem nivou. To dovodi do veoma niskog stepena pokrivenosti uvoza izvozom koji je u Q4 sveden na svega 44,6% i beleži najnižu kvartalnu vrednost od Q3 2005. godine.

Inflacija je u 2007. bila dvocifrena (10,1%), ali se njeno ubrzanje u drugoj polovini godine donekle može opravdati egzogenim poremećajima – svetskim trendovima rasta cena prehrabnenih proizvoda i energenata. Udari koji su gurali rast cena sa troškovne strane, bili su, međutim,

akomodirani rastućom tražnjom. Bazna inflacija je i pored dvocifrene ukupne inflacije iznosila tek 5,4%, odnosno nalazila se unutar predviđenog koridora NBS za 2007. godinu, od 4 do 8%. Inflacija je održana pod kontrolom, pre svega usled stabilizacije nominalnog deviznog kursa.

Stopa inflacije je u Q4 znatno ubrzala. Ukupna inflacija u Q4 iznosi 12,6% na godišnjem nivou, dok je u prethodnom bila 10,9%. Zahvaljujući visokim stopama rasta cena u drugoj polovini godine, inflacija je u decembru dostigla 10,1% međugodišnje. Posebno treba naglasiti da se nastavlja visok rast bazne inflacije. Bazna inflacija u drugoj polovini godine iznosi čak 9,4% na godišnjem nivou, dok je u prvoj polovini godine bila svega 1,6%.

Posmatrano u celini, 2007. je godina visokog privrednog rasta. Realni rast BDP u 2007. procenjujemo na oko 7,2%, a kada bismo iz privredne aktivnosti isključili poljoprivredu, koja je imala vrlo lošu sezonu, onda bi ostvareni rast bio još viši (8,7%). Ovo je ujedno i najveći rast nepoljoprivredne BDV od početka tranzicije.

U poslednjem kvartalu 2007. privreda je značajno usporila rast. Međugodišnji realni rast BDP u Q4 procenjujemo na oko 6,2%, dok je rast nepoljoprivredne BDV iznosio oko 7,7%. Ostvareni rast privrede u Q4 je kombinacija vrlo visokog rasta usluga i pada materijalne proizvodnje. Postoje indikacije da je usporavanje privredne aktivnosti, koje je i koncentrisano mahom u proizvodnji razmenjivih dobara, delom posledica gubitka međunarodne konkurentnosti domaće privrede.

Učešće mase ukupnih troškova rada u BDP-u u 2007. veće je nego u 2006. Međutim, kada iz ukupne privrede isključimo državu i poljoprivredu rezultat je suprotan – jedinični troškovi rada nastavljaju trend blagog smanjivanja. U 2007. najveći realni rast plata je u zdravstvu i socijalnom radu – 23,9%, dakle u državnom sektoru, a veoma visok realni rast plata se u 2007. dogodio i u sektoru poslova s nekretninama – 19,6% i građevinarstvu – 17,2%. Realni međugodišnji rast prosečne plate je znatno smanjen u Q4, što pripisujemo visokoj inflaciji, s obzirom na to da je nominalni rast zarada i dalje visok.

Fiskalna politika je, kada je posmatrano na godišnjem nivou, imala dva različita perioda. U prvoj polovini godine bila je umereno restriktivna, kada je usled privremenog finansiranja došlo do nemernog fiskalnog zatezanja. U drugoj polovini godine dolazi do snažne fiskalne ekspanzije i visokog deficit-a konsolidovanog budžeta. Nivo makroekonomskih naravnoteža u privredi Srbije, kao i rizici i troškovi koji iz njih proizilaze – nameću potrebu snažnog fiskalnog prilagodjavanja u budućnosti.

Tokom Q4 2008. godine značajno je povećana ekspanzivnost fiskalne politike. U odnosu na isti period prethodne godine konsolidovani javni rashodi u Q4 realno su povećani za 9,9%, dok su konsolidovani prihodi realno povećani za 5,1%. Kao rezultat navedenih kretanja deficit konsolidovanog sektora države u poslednjem kvartalu 2007. godine iznosio je 49,7 milijardi dinara (7% BDP u Q4 2007), što je uticalo da deficit na nivou cele godine dostigne 37,3 milijardi dinara, odnosno 1,5% BDP. Povećanje ekspanzivnosti fiskalne politike jednim delom je rezultat realizacije ranije preuzetih obaveza u pogledu rasta plata, a drugim delom rezultat rasta diskrecionih komponenti rashoda, kao što su javne investicije, nabavke roba i usluga, subvencije, budžetske pozajmice i dr.

Monetarna politika je tokom 2007. bila uglavnom restriktivna i uticala je na realnu apresijaciju dinara koja je, uz povremene zastoje, trajala tokom čitave godine. Posmatrajući celu 2007. dinar je prema evru realno apresirao za 5,4%, a nominalno depresirao za 1,0%. U Q4 dinar realno apresira prema evru za 1,3%, dok je prosečni nominalni kurs u decembru otprilike na istom nivou kao na kraju Q3. Novčana masa u Q4 nastavlja s trendom ubrzanja nominalnog i usporena realnog rasta. Rast novčane mase doprinosi ekspanzivna fiskalna politika i rast kredita privatnom sektoru. U Q4 2007., monetarna politika nije bila restriktivna, iako je NBS u decembru povisila referentnu kamatnu stopu na 10%. Novčana masa se tokom Q4 2007. uvećava za oko 37 milijardi dinara kao posledica: trošenja državnog depozita (dinarskog od oko 35 milijardi dinara i deviznog oko 15 milijardi dinara), zatim kreiranja dinara putem otkupa deviza od nedržavnog sektora (oko 17 milijardi dinara) i povlačenja kroz repo transakcije sa bankama (34 milijarde dinara). Krediti stanovništvu usporili su (novih 200 miliona evra, prema 400 miliona u Q3) kao posledica mera

NBS iz septembra koje su se odnosile na potrošačke i gotovinske kredite. Krediti privredi rastu, kako iz domaćeg sistema (novih 400 miliona evra), tako i direktno iz inostranstva (novih 900 miliona evra). U izvorima banaka dominira porast dinarskih depozita preduzeća (840 miliona evra), nova devizna štednja (rekordnih 500 miliona evra usled nedelje štednje u oktobru) i dokapitalizacija banaka (500 miliona evra).

Na tržištu akcija u Q4 povećana je dinarska vrednost obima za 19,6%, ali je broj obavljenih transakcija manji za 13,2% u odnosu na prethodni kvartal, tako da je vrednost prosečne transakcije povećana za 37,8% – što ukazuje na ponovnu povećanu aktivnost krupnih investitora. Ponovno je oživelo diskontinualno tržište na kome je ostvarena vrednost obima za 67% veća nego u Q3. Nakon Q3 u kome su stagnirali, u Q4 indeksi BELEX15, BELEXLine i SRX EUR izgubili su 17,8%, 13,8%, i 18%, respektivno uz povećanu volatilnost. Sličan trend pratili su i indeksi berzi u regionu. Zbog ubrzavanja inflacije i depresijacije dinara, realni prinosi na repo operacije padaju tokom Q4 uprkos podizanju referntne stope NBS za 50bp, na 10% krajem godine. Realni prinosi računati u odnosu na inflaciju pali su za 140bp tokom Q4, dok su oni računati u odnosu na kretanje kursa EUR/RSD sa 29% na početku Q4, pali na 4,5% na njegovom kraju. Na tržištu obveznica SDŠ, obim i promet pali su za 49,6%, odnosno 49,8%, pri čemu su prosečni prinosi po svim ročnostima porasli između 5bp i 11bp.

## 1. Pregled

### Srbija: izabrani makroekonomski pokazatelji, 2004–2007<sup>1)</sup>

	godišnji podaci											
	2004	2005	2006	2007	2006				2007			
					Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
<b>Cene i kurs</b>												
Maloprodajne cene - ukupno	10,1	16,5	12,7	6,8	14,8	15,6	12,5	8,2	5,8	4,7	6,5	9,1
Maloprodajne cene - bazna inflacija <sup>3)</sup>	7,9	14,8	10,3	3,9	12,0	11,6	10,8	6,9	4,7	3,0	2,9	4,6
Realni kurs dinar/evro (prosek 2005=100) <sup>4)</sup>	100,5	100,0	92,1	98,4	97,1	94,8	90,3	86,4	86,2	86,3	83,2	80,8
Nominalni kurs dinar/evro <sup>4)</sup>	72,62	82,92	84,19	79,97	87,09	86,87	83,25	79,55	79,98	81,07	80,03	78,81
<b>Privredna aktivnost</b>												
BDP (u mldr. dinara)	1.408	1.754	2.086	2.385	...	...	...	...	...	...	...	...
BDP	8,4	6,2	5,7	7,2	7,0	6,2	5,1	4,8	8,1	7,5	7,2	6,2
Nepoljoprivredna BDV	7,5	6,3	7,9	8,7	9,8	7,9	7,1	7,2	8,9	9,5	9,0	7,7
Industrijska proizvodnja	7,1	0,8	4,7	3,7	5,3	6,1	3,9	2,9	4,8	5,2	3,5	0,4
Preradivačka industrija	9,7	-0,7	5,3	4,2	7,5	6,2	4,4	2,9	8,5	4,9	3,3	-0,1
Prosečna mesečna neto plata (u din)	14.108	17.478	21.745	27.785	19.284	21.126	21.986	24.585	25.103	27.165	28.019	30.855
Ukupno zaposlenih, bez poljoprivrede (mil.)	2.047	2.056	2.028	1.998	2.035	2.031	2.031	2.014	2.002	1.999	1.994	1.998
<b>Fiskalni podaci</b>												
u % BDP				međugodišnji realni rast <sup>2)</sup>								
Javni prihodi	41,2	40,1	38,9	40,2	4,8	3,8	4,4	5,9	15,9	8,0	7,8	5,1
Javni rashodi	40,0	38,2	38,3	40,8	8,1	-2,4	5,2	21,0	9,7	8,8	15,2	13,2
u mldr. dinara				međugodišnji realni rast								
Konsolidovani bilans (def. MFin)	17,5	33,8	12,0	-14,6	0,4	16,5	9,9	-14,8	12,2	16,9	-4,2	-39,5
Ukupni finansijski rezultat (def. GFS) <sup>5)</sup>	11,2	19,1	-15,4	-37,2	-3,0	14,0	4,6	-31,0	2,7	15,7	-5,9	-49,7
<b>Platni bilans</b>												
u milionima evra, tokovi <sup>2)</sup>				u milionima evra, stanja na kraju perioda <sup>2)</sup>								
Uvoz robe	-8.302	-8.286	-10.093	-12.858	-2.139	-2.494	-2.541	-2.910	-2.829	-3.098	-3.236	-3.695
Izvoz robe	2.991	4.006	5.111	6.444	1.039	1.244	1.368	1.484	1.383	1.594	1.731	1.736
Bilans tekućeg računa	-2.197	-1.805	-3.137	-4.994	-679	-469	-633	-1.111	-1.186	-806	-1.346	-1.656
u % BDP	-11,1	-8,6	12,6	16,7	-13,1	-8,0	-9,5	-15,4	-18,4	-14,6	-15,6	-16,7
Bilans kapitalnog računa	2.377	3.863	7.635	7.635	1.100	1.587	2.247	2.418	1.161	1.233	1.705	2.027
Strane direktnе investicije	773	1.248	4.348	1.942	164	545	1.671	1.668	614	-5	539	795
NBS bruto devizne rezerve (++) znači povećanje)	229	1.857	4.240	941	390	1.079	1.539	1.232	-191	407	465	260
<b>Monetarni podaci</b>												
u milionima dinara, stanja na kraju perioda <sup>2)</sup>				u milionima dinara, rezervi za rezervne rezerve <sup>6)</sup>								
NBS neto sopstvene rezerve <sup>6)</sup>	103.158	175.288	302.783	400.195	182.772	224.808	244.631	302.783	327.997	348.471	361.861	400.195
NBS neto sopstvene rezerve <sup>6), u mil.evra</sup>	1.291	2.050	3.833	5.051	2.103	2.614	2.983	3.833	4.021	4.410	4.589	5.051
Krediti nedržavnom sektoru	342.666	518.298	609.171	842.512	547.564	591.270	614.698	609.171	666.007	732.402	786.873	842.512
Devizna štednja stanovništva	110.713	190.136	260.661	381.687	207.609	222.105	243.328	260.661	293.195	307.783	336.109	381.687
M2 (12-m realni rast, u %)	10,4	20,8	30,6	27,8	24,7	19,8	20,5	30,6	35,4	30,7	29,7	27,8
Krediti nedržavnom sektoru (12-m realni rast, u %)	27,3	28,6	10,3	24,9	26,9	25,4	20,7	10,3	15,2	17,8	19,1	24,9
Krediti nedržavnom sektoru, u % BDP	23,9	29,6	28,6	35,0	29,9	31,0	30,9	28,6	30,5	32,6	33,0	35,0
<b>Finansijska tržišta</b>												
BELEXline, vrednost indeksa <sup>7)</sup>	1.161	1.954	2.658	3.831	2.107	2.036	2.342	2.658	4.220	4.456	4.431	3.831
Promet na Beogradskoj berzi (u mil. evra) <sup>8)9)</sup>	423,7	498,8	1.166,4	2.004,4	182,5	235,8	271,4	476,7	529,4	644,8	386,7	443,5

Izvor: FREN.

1) Detaljniji podaci (mesečne serije) dati su na internet stranici, [www.fren.org.yu](http://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 prosecima za godišnje podatke, i na tromesečnim prosecima za kvartalne podatke.

5) Od ovog broja pratimo ukupni fiskalni rezultat (overall fiscal balance po GFS 2001) - Konsolidovani suficit/deficit korigovan za "budžetske kredite" (lending minus repayment prema starom GFS).

6) NBS neto sopstvene rezerve predstavljaju razliku između neto deviznih rezervi NBS i zbiru 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

Svetska privreda u Q4 usporava, i to najviše zbog usporavanja ekonomije SAD. Privreda SAD je ostvarila veoma skroman rast u Q4 od 0,6% i šanse za recesiju u 2008. povećane su na 50%. U Evropi i Japanu dolazi do prelivanja negativnih tendencija iz SAD. Privredni rast zemalja u razvoju za sada ostaje veoma visok, ali u njima raste i rizik od inflacije. U Q4 je došlo do globalnog ubrzanja inflacije. Cene prehrabnenih proizvoda su i dalje u porastu i osnovni su generator rasta inflacije. Cena nafte je nakon privremenog zastoja ponovo u porastu i premašila je psihološku granicu od 100 dolara. Prognoze rasta svetske privrede su u 2008. godini korigovane naniže.

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

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

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

### Svet

#### Globalni rast u Q4 usporava...

U Q4 došlo je do snažnog usporavanja svetskog privrednog rasta kao rezultat negativnih efekata prenetih sa finansijskih tržišta (Tabela T2). Razvijene zemlje – nakon kriza nekretnina u SAD, gubicima banaka i oslabljenom tražnjom – nedvosmisleno usporavaju. Zemljama u razvoju, pogotovo Indiji i Kini, idu u korist trendovi rasta domaće tražnje i disciplinovane makroekonomskе politike, te i pored određenog usporavanja ekonomije zadržavaju visok privredni rast.

#### ...dok inflacija ubrzava

Inflacija je povećana širom sveta. U SAD je došlo do agresivnog spuštanja kamatnih stopa, zbog straha od recesije, dok su u Japanu i evrozoni ostavljene na istom nivou, jer su u tim zemljama šanse od recesije niže. Centralne banke u zemljama u razvoju, nastavile su restriktivne monetarne politike, jer je ideo potrošnje goriva i hrane u relativnom iznosu veći nego u razvijenim, pa je i rizik od inflacije ozbiljniji.

#### Prognoze za 2008. su korigovane

Nakon snažnog globalnog rasta u Q3 2007. godine, MMF je rast na svetskom nivou korigovao za 0,3% i sada je prognoza 4,1% na godišnjem nivou u 2008<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> World Economic Outlook update, January 29<sup>th</sup>.

## 2. Međunarodno okruženje

### SAD

#### *USAD u Q4 BDP snažno usporava*

Bruto domaći proizvod je u SAD porastao u Q4 za skromnih 0,6%<sup>2</sup>, što je bilo ispod očekivanja, nakon rasta od 4,9% u prethodnom kvartalu (Tabela T2-1). U 2007. prosečan godišnji desezonirani rast iznosio je 2,2%, što predstavlja jasno usporavanje ako se uporedi s prethodnim godinama, budući da je u periodu 2004–2006. u proseku bio 3,2%. Rast je usporen pre svega zbog: (1) smanjenog nivoa zaliha, (2) slabijeg pozitivnog uticaja neto izvoza i (3) pada domaće tražnje.

Pad zaliha doprineo je usporavanju rasta BDP u Q4 za čak 1,3 procenatnih poena, ali je do njega došlo nakon što su pre toga, u Q3, one povećale svoj doprinos rastu BDP za 0,9 procenatnih poena. Neto izvoz i dalje pozitivno utiče na privredni rast i doprineo je ostvarenom rastu BDP u Q4 sa 0,4 procenatna poena, što je ipak znatno manje nego u prethodnom kvartalu kada je doprineo rastu sa 1,4 procenatna poena. Izvoz je pomognut slabim dolarom i visokom tražnjom zemalja u razvoju, ali ipak ne može da anulira pad domaće tražnje. Stavka domaće tražnje koja je najviše pala jesu stambene investicije – na godišnjem nivou 23,9%, usled krize nekretnina.

#### *Domaća tražnja je na silaznoj putanji*

Domaća tražnja je na silaznoj putanji zbog pritiska više činilaca. Slabost tržišta rada usporava rast nominalnih plata, dok ubrzanje rasta cena, utiče da realni dohodak bude manji. Pad cena nekretnina i akcija smanjuje nivo bogatstva i samim tim sposobnost zaduživanja, koja je i ovako pod pritiskom sve rigoroznijih uslova dobijanja kredita kod banaka. Indikatori poverenja potrošača i malih preduzeća pokazuju oštar pad. Ankete potrošača "Vošington Posta" i Univerziteta Mičigen ukazuju na najniži nivo poverenja potrošača od početka devedesetih. Anketa malih preduzeća takođe ukazuje na očekivanja budućeg nivoa ekonomске aktivnosti koje je na sličnom nivou kao prilikom recesije 1991. godine. Tokom prethodnih godina, iako je poverenje potrošača bilo relativno nisko, lična potrošnja nije slabila, jer je stopa štednje ostajala na niskom nivou. Sada, međutim, u isto vreme oštroti opada poverenje i privrednika i potrošača. Podaci iz maloprodaje takođe upućuju na usporavanje rasta lične potrošnje. Promet u maloprodaji rastao je na mesečnom nivou u periodu 2005–2006. oko 0,5%, ali u poslednjih šest meseci je taj procenat pao na 0,1%<sup>3</sup>.

U Q4 je iznenadnje bila niska državna potrošnja, pre svega u oblasti odbrane. Izgradnja industrijskih objekata je povećana, mada je ulaganje u opremu i softver u blagom padu u odnosu na prethodni kvartal. Nerezidencijalne investicije kao i potrošnja biće pod pritiskom negativnih faktora i u sledećem kvartalu – manja tražnja, pad profita, pooštreni uslovi dobijanja kredita i nižih cena akcija.

#### *Inflacija je u Q4 takođe ubrzala*

Inflacija je u četvrtom kvartalu iznosila 4% na godišnjem nivou, a u januaru je bazna inflacija iznosila 2,2%. Inflatorni pritisci su i dalje snažni. U januaru su se cene uvoznih proizvoda povećale 1,7% na mesečnom nivou, uglavnom zbog cena nafte, ali su proizvodi široke potrošnje porasli 0,3%, a cene uvoznih proizvoda, izuzimajući naftu, 0,7%. Glavni uzrok tih povećanja jeste poskupljenje uvoza iz Kine, u januaru 0,8% na mesečnom nivou. Kineski proizvodi su u prethodne dve godine značajno smanjivali inflaciju, ali u skorašnje vreme počinju da imaju suprotan uticaj.

Američki izvoz je u Q4 usporio rast, jer je bio pod uticajem usporavanja privrednog rasta u inostranstvu. Uticaj smanjenja domaće tražnje na usporavanje uvoza bio je dominantniji od usporavanja tražnje za izvozom; uvoz je usporio više od izvoza zbog čega nije došlo do rasta trgovinskog deficit-a. Anketa ISM<sup>4</sup> upućuje na blagi rast izvoza u januaru. Dolar je i dalje na veoma niskom nivou, što dodatno podstiče izvoz.

#### *Privreda SAD je na ivici recesije*

Pitanje koje se najčešće postavlja u vezi s privredom SAD jeste: da li ona ulazi u recesiju. Trenutne vrednosti indikatora koje upućuju na stanje ekonomije SAD imaju oprečne vrednosti. Dominantno je mišljenje da je privreda SAD trenutno na "klackalici", a verovatnoća započinjanja recesije se procenjuje na 50%.

<sup>2</sup> Analinovana desezonirana kvartalna stopa (seasonally adjusted annual rate- saar).

<sup>3</sup> Izvor: JP Morgan.

<sup>4</sup> Anketa Institute For Supply Management (ISM); vrednost iznad 50 upućuje na ekspanziju a ispod 50 na kontrakciju.

Situacija na tržištu rada najčešće je pouzdan indikator započinjanja recesije. Deo ankete ISM koji se odnosi na zaposlenost ukazuje da je ekonomija SAD već u recesiji. Nepoljoprivredni platni spiskovi su se smanjili u januaru za 17.000, iako se očekivao njihov porast od oko 100.000. Smanjenje od 17.000 u januaru došlo je nakon povećanja od 82.000 u decembru. Smanjenje platnih spiskova je potpuno neočekivano, budući da do njega nije došlo već više od četiri godine. Platni spiskovi se smanjuju obično u recesiji, ali kako je cifra iz decembra bila viša od očekivane, moguće je da je u pitanju samo privremena oscilacija.

S druge strane, industrijska proizvodnja, nivo nezaposlenosti, prema anketi domaćinstava, i nivo maloprodaje – ukazuju na to da je ekonomija samo blizu nultog rasta a ne i da je počela recesija. Industrijska proizvodnja je u januaru, kao i u decembru, imala mesečni rast 0,1%. Zahtevi za pomoć nezaposlenima, koji se prate preko ankete domaćinstava, koja inače ne oscilira mnogo, opali su sa 357.000 na 348.000. U januaru je maloprodaja imala rast od 0,3% na mesečnom nivou za razliku od decembra – kada je zabeležila pad od 0,4%. U svakom slučaju, recesija počinje naglim promenama u poslovnoj aktivnosti i nivou zaposlenosti, pa se iz tih podataka pre može zaključiti da je trenutno u pitanju samo usporeni rast privrede.

Prema svemu navedenom, verovatno se privreda SAD nalazi u prelaznom periodu, nakon koga će krenuti ili ka recesiji ili ka niskom rastu.

#### **FED preduzima agresivne mere...**

Došlo je i do promene u doktrini FED-a, jer je napušteno postepeno menjanje referentne kamatne stope koju je primenjivao Grinspen (Greenspan), čak i u situacijama kada je počinjala recesija. U januaru je FED smanjio, u roku 10 dana, referentnu kamatnu stopu za 1,25%, tako da ona sada iznosi 3%. Međutim, ta promena u prisupu FED-a tek će biti testirana, jer će morati da se odupre pritiscima finansijskih tržišta za daljim spuštanjem referentne kamatne stope. Da bi se to izbeglo, politika kamatne stope mora biti što transparentnija kako bi se neutralisala promenljivost očekivanja o visini referentne kamatne stope, što sa svoje strane uneravnoteže tržišta.

#### **...kao i fiskalna politika**

Iako je monetarna politika postala agresivna u smanjivanju kamatnih stopa, njeni efekti neće biti trenutni, a i ne mogu otkloniti sve negativne činioce u slučaju recesije, pa je predsednik Buš pokrenuo inicijativu za planom vraćanja poreza u iznosu od 152 milijarde dolara, koji bi trebalo da stimuliše ekonomiju. Vlada bi trebalo da pošalje čekove: pojedinci će primiti po 600 dolara, a parovi 1.200 plus 300 dolara po detetu. Osobe sa niskim primanjima bi takođe trebalo da dobiju minimum 300 dolara. U maju bi trebalo da bude poslatko oko 100 milijardi dolara u čekovima. Slična iskustva iz 1975, 2001. i 2003. godine govore da bi oko jedna trećina navedenih čekova trebalo da bude utrošena u periodu od pola godine. Lična potrošnja bi trebalo da se poveća za nekih 40 milijardi u drugoj polovini 2008, a to bi uvećalo potrošnju za oko 2%. Neki analitičari smatraju da ovo neće biti dovoljno da bi se izbegla recesija, pa savetuju i ulaganje u infrastrukturu, markice za hranu i gorivo, kao i produženje perioda davanja pomoći nezaposlenima.

## **Evrozona**

#### **Privreda u evrozoni postepeno usporava**

Prema preliminarnim podacima, međugodišnji realni desezonirani rast BDP u Q4 u evrozoni iznosio je 1,6%, što je potvrda o postepenom usporavanju ekonomске aktivnosti, jer je u Q3 rast BDP iznosio 3,1%. Dostupne informacije<sup>5</sup> upućuju da je do usporavanja privredne aktivnosti prvenstveno došlo usled usporavanja potrošnje domaćinstava i pada zaliha, ali je veći pad sprečen rastom investicija u privredi. Do pada privredne aktivnosti došlo je u dve najveće zemlje evrozone: Nemačkoj i Francuskoj.

Industrijska proizvodnja u evrozoni jeste u padu. Nakon pada industrijske proizvodnje u novembru, došlo je do pada i u decembru. Trenutno najveću slabost industrijske proizvodnje pokazuje Italija, gde je nakon novembra i u decembru došlo do pada, pre svega zbog prerađivačke industrije koja je u decembru zabeležila značajan pad (0,5%), i tako već četvrti mesec zaredom ima negativan rast.

<sup>5</sup> Eurostat još nije objavio detaljnije podatke.

## 2. Međunarodno okruženje

U Q4 rast ukupne inflacije iznosio je 2,9% na godišnjem nivou, što predstavlja nastavak trenda ubrzanja, nakon Q3 kada je inflacija bila 2,5%. Prema preporukama Evropske centralne banke (ECB) inflacija ne bi trebalo da prelazi 2%, te je ona iz Q4 iznad preporučenih vrednosti. Inflacija je u decembru na godišnjem nivou iznosila 3,1%, što je najviša inflacija od maja 2001. godine. Bazna inflacija je, međutim, ostala na nivou iz novembra (1,9%).

### *Spoljnotrgovinski bilans je uravnotežen, najvećim delom zbog nemačkog suficita*

Spoljnotrgovinski bilans evrozone je i dalje uravnotežen. U Q4 je ostvaren blagi suficit od 4,3 milijarde evra u odnosu na 11,5 milijardi evra iz Q3. Posmatrano po zemljama, slika je veoma različita. U periodu od januara do novembra 2007. godine Nemačka je ostvarila suficit od 184,8 milijardi evra, dok su ostale velike zemlje Evropske unije ostvarile deficit od 134,5 milijardi evra. Prema tome, za izbegavanje velikog deficit u okviru evrozone, zasluzna je pre svega Nemačka. Ta zemlja jeste primer kako se i u slučaju apresijacije kursa ostvaruje pozitivan spoljnotrgovinski bilans, što je u kontradikciji s argumentacijom nekih većih zemalja evrozone koje opravdanje za spoljnotrgovinski deficit nalaze u jačanju evra u odnosu na dolar.

Procenat nezaposlenosti je u poslednjem kvartalu 2008. ostao na istom nivou kao u Q3 (7,2%). U odnosu na decembar 2006. – došlo je do smanjenja stope nezaposlenosti koja je tada iznosila 7,6%. U Q4 se očigledno zaustavio trend smanjenja stope nezaposlenosti, što je, verovatno, posledica usporavanja privrednog rasta.

### *Prognozira se nastavak započetih nepovoljnih trendova...*

Prognoze za početak 2008. jesu takve da će ekonomija nastaviti usporavanje. Usporavanje će nastati pod uticajem pada domaće tražnje, oštrijih uslova kreditiranja i samim tim pada investicija, slabljenja izvozne tražnje i relativno visoke inflacije. Sektor usluga usporava. Prema anketi PMI<sup>6</sup> za usluge, u januaru je indeks ankete iznosio 50,6, što je niže nego u decembru (53,5). To je najveći pad indeksa nakon onog uzrokovanih terorističkim napadima 11. septembra. Sektor usluga je u ovim okolnostima posebno bitan i kao indikator domaće tražnje. Naime, u sadašnjoj situaciji, kada izvozna tražnja slabiti, slabljenje domaće tražnje će dodatno uticati na usporavanje privrede. Otežani uslovi kreditiranja i smanjenje izvozne tražnje, utiču na to da preduzeća smanje svoju tražnju i odlože investicije. Poverenje i privrednika i potrošača jeste takođe u padu. Anketa ukupnog indikatora PMI, bila je na nivou od 52,7, što je najniže od juna 2005. i pet poena niže od avgusta 2007, pa i to potvrđuje trend usporavanja. Poverenje privrednika i potrošača jeste pod negativnim uticajem kreditne situacije, jer su uslovi zaduživanja stanovništva i privrede značajno pooštreni. Osim toga, usporavanje privrednog rasta Amerike će preko izvoznih kanala takođe usporiti i rast ekonomija drugih zemalja.

Inflacija će u sledećim mesecima ostati na visokom nivou, iako je nagli rast cena hrane verovatno završen – još nije došlo do potpunog prenošenja ovih cena na maloprodaju. Rast cena prehrambenih proizvoda će se nastaviti u sledećih nekoliko meseci, održavajući inflaciju na visokom nivou, sve do proleća. Nakon toga se očekuje da će se inflacija polako spustiti na oko 2% pri kraju godine, ukoliko ne dođe do naglih promena cena hrane i energenata na berzi. Bazna inflacija je ostala uglavnom nepromenjena u 2007. godini, jer nije došlo do prelivanja tokom prethodnih šokova, pa se ne očekuje da će ona preći 2% u sledećoj godini<sup>7</sup>.

To ne znači, međutim, da ne postoje inflatorni rizici. Kako cene hrane i goriva značajno utiču na inflatorna očekivanja, moguće je da dođe do zahteva radničkih sindikata za povećanjem nivoa plata, a to može biti okidač za inflatornu spiralu. Taj rizik je najveći u Nemačkoj. Posle nekoliko godina ograničenja povećanja plata, u kojima je došlo do smanjenja stope nezaposlenosti (najniži nivo u poslednjih 15 godina), nemački sindikati zahtevaju povišice, koje u nekim sektorima prelaze dobitke od produktivnosti. Zato je ECB odlučila da za sada ostavi referentnu kamatu stopu na starom nivou. Ali, ukoliko se inflacija ne izmakne kontroli, a rast uspori – verovatno je da će doći do smanjenja referentne kamatne stope na proleće.

<sup>6</sup> Anketa „Purchasing managers indices (PMI)“ meri aktivnost u proizvodnji i uslugama, vrednost preko 50 upućuje na ekspanziju a ispod 50 na kontrakciju.

<sup>7</sup> BNP Paribas, Economic Market Monitor, January–February 2008.

Očekuje se da će zbog usporavanja ekonomije nezaposlenost ostati na istom nivou ili da će blago da poraste u sledećim mesecima. U Nemačkoj je nezaposlenost u januaru bila 8,1%, što je najniži nivo od decembra 1992., ali stopa smanjenja broja nezaposlenih opada.

### *...ali nikako i započinjanje recesije*

Međutim, i pored svega navedenog – šanse za recesiju su manje u evropskim zemljama, za razliku od SAD-a. Kriza nekretnina nije prisutna (osim u Španiji i Irskoj), jer nije bilo ekspanzije derivata koji su vezani za stambene kredite. Nezaposlenost još ne raste, što onemogućava nagli pad potrošnje, a bilansi preduzeća su generalno zdravi.

## Istočna Evropa i okruženje

### *Privredni rast je u najvećem broju istočnoevropskih zemalja visok*

**Rusija.** Najveća istočnoevropska ekonomija – Rusija, ostvarila je vrlo visok rast BDP u 2007. od 8,1%, što je ujedno i najviši ostvaren rast BDP od 2000. godine. Ostvareni privredni rast u Rusiji jeste pre svega posledica investicionog buma usled potrebe da se obnovi kapitalni fond, kao i ulaganje države u infrastrukturu. Investicije u osnovna sredstva ostvarile su realni rast u 2007. od 20,8%. Privrednom rastu Rusije doprinela je i lična potrošnja (realni rast lične potrošnje od 13,1%) koja je bila podstaknuta rastom nominalnih zarada od 26,7% u 2007. godini. Rast zarada bio je posebno značajan u državnoj administraciji uoči parlamentarnih izbora.

### *U Rusiji visok rast BDP, ali i visoka inflacija*

U isti mah, inflacija snažno ubrzava. U januaru je inflacija u Rusiji dostigla 2,3%, dok na međugodišnjem nivou ona sada iznosi 12,6%. Kako su generator ove inflacije cene prehrambenih proizvoda – Vlada je pokušala da postigne dogovor s proizvođačima i prodavcima o zamrzavanju cena prehrambenih proizvoda koji očigledno ne daje rezultate. Cene prehrambenih proizvoda su u januaru ostvarile međugodišnji rast od 16,7%. Cene neprehrambenih proizvoda takođe rastu, 6,8% na godišnjem nivou, kao i usluga, što utiče na dalje povećanje inflatornih očekivanja. U ovim okolnostima, Centralna banka Rusije je odlučila da se usredsredi na inflaciju, pa je tako 4. februara podigla referentnu kamatnu stopu za 25 baznih poena, dok će od početka marta doći i do povećanja obavezne rezerve na depozite.

### *Privredni rast u Mađarskoj je nizak*

**Mađarska.** Ekonomija te zemlje jeste primer ekonomije koja ima problema i s inflacijom i s usporavanjem privrednog rasta. Međugodišnji realni rast BDP u Q4 iznosio je 0,4%. U čitavoj 2007. rast BDP iznosio je 1,3%, i najniži je u proteklih deset godina. Restriktivna fiskalna politika smanjila je domaću tražnju, dok usporavanje privreda evrozone negativno utiče na mađarski izvoz. Inflacija je visoka, i u 2007. iznosila je 7%. Monetarna vlast u Mađarskoj nalazi se pred iskušenjem: da li da u borbi protiv inflacije podigne kamatnu stopu čime bi onda verovatno ojačala domaću valutu i negativno uticala na izvoz i privredni rast.

### *Rumunija i Bugarska se mogu suočiti s problemom pokrivenosti visokog deficitia*

**Rumunija i Bugarska.** Sa stanovišta ove analize, posebno su interesantne Rumunija i Bugarska čije ekonomije imaju dosta zajedničkih karakteristika sa Srbijom. Prema analizi BNP Paribas, najveći rizici u slučaju intenzivnijeg prelivanja krize iz SAD na članice EU – upravo su ove dve zemlje. Kao glavni uzrok potencijalne nestabilnosti jesu rastući spoljnotrgovinski deficit, i visoka inflacija. Ono sto značajno povećava rizik i troškove od eventualne krize, jeste to da preduzeća i potrošači treba da vrate kredite u evrima, a prihodi su im u domaćim valutama. Spoljnotrgovinski deficit je u Bugarskoj u 2007. iznosio 19,5% BDP-a, a u Rumuniji 13,7%. Izvoz u obe zemlje ima visok rast, ali uvoz raste još brže, pa se deficit tekućeg računa povećava. Inflacija je u Bugarskoj u proseku u 2007. bila 7,1%, a u Rumuniji 4,8%, što još uvek ne izgleda zabrinjavajuće. Treba imati u vidu da se u Rumuniji vodila prociklična fiskalna politika, koja će uz evidentirani rast cena hrane pri kraju godine, najverovatnije da dovede do značajnog ubrzanja inflacije u 2008. Privredni rast u Rumuniji i Bugarskoj počeo je da usporava, a ukoliko rastuća inflacija bude praćena kontrakcijom monetarne i fiskalne politike, posledica će verovatno biti i pad domaće tražnje. U kombinaciji s padom globalne likvidnosti i porastom averzije ka riziku međunarodnih investitora, smanjenje privrednog rasta i pad tražnje doveće do smanjivanja stranih direktnih investicija i kredita. U tom slučaju otvara se pitanje pokrivanja deficitia. Rumunija je do 2006. 90% svog visokog deficitia tekućeg računa pokrivala stranim direktnim investicijama, ali već u 2007. ta pokrivenost pala je na 50%, na račun povećanja inostranih kredita. Strane direktnе investicije su za domaću ekonomiju sigurniji način pokrivanja deficitia od inostranih kredita.

## 2. Međunarodno okruženje

Scenario krize u dve posmatrane zemlje je malo verovatan, budući da postoje činioci zaštite, poznati kao „EU halo efekat“, koji znače: efikasnije ekonomske politike, institucije, transparentnost, raspoloživost fondova EU i političku stabilnost. Srbija je verovatno izložena većem riziku nego ove dve zemlje, jer ne samo da deli njihove makroekonomske slabosti, već je i procenat stranih direktnih investicija u odnosu na strane kredite manji. Još važnije, Srbija nema spomenute mehanizme zaštite, jer nije članica Unije.

### Azija

#### *Japanska privreda je u Q4 ubrzala rast...*

**Japan.** Realni BDP je porastao u Q4 3,7% na godišnjem desezoniranom nivou, daleko iznad ekonomskih prognoza koje su iznosile oko 1,5%. Ako se uzme u obzir da je u Japanu došlo do naglog smanjenja aktivnosti u građevinarstvu i u Q4 usled skandala oko izdavanja građevinskih dozvola, rast je bio zaista značajan. Ali, taj rast najverovatnije neće moći da se održi. Osnova rasta bila je u velikim investicijama preduzeća, izvozu, kao i aktivnoj proizvođačkoj industriji. Ipak, početkom 2008. godine ankete upućuju na usporavanje, a možda i pad industrijske proizvodnje u Q1. Moguća recesija u Americi i usporavanje evropskih privreda, uticaće da izvoz ne raste u dvocifrenom izrazu, kao u prethodna dva kvartala. Glavna prepreka daljem rastu prema anketama je lična potrošnja koja je u četvrtom kvartalu porasla samo 0,2%. ESRI indeks poverenja potrošača je zbog rastućih cena hrane i nafte, kao i moguće recesije u Americi u padu već četvrti mesec. Brzina pada je izrazita i potpuno suprotna rezultatima rasta BDP u Q4. Kako kapitalne investicije i izvoz ne mogu da nastave rast na istom nivou, lična potrošnja će sigurno presudno uticati na rast u sledećem periodu. Industrijska proizvodnja je u Q4 rasla 1,4%, znatno manje od 3% u Q3. Ankete su imale nivo od 40 poena, što je vrednost koja predstavlja kontrakciju. Referentna stopa je održana na nivou od 0,5%.

#### *...ali će on verovatno vrlo brzo usporiti*

Nezaposlenost je i dalje na solidno niskom nivou (3,8%) i poslodavci, prema anketi, osećaju manjak radne snage, što su pozitivni znaci. Međutim prosečna plata opada, anketa domaćinstava upućuje da su uslovi za dobijanje posla sve teži, a odnos primljenih radnika i broja ukupnih aplikacija je sve nepovoljniji. Najverovatnije objašnjenje navedenog stanja na tržištu rada jeste to da je u pitanju zajedničko delovanje dva različita činioca. S jedne strane „hlađenje“ ekonomija utiče na pad zarada i smanjenje radnih mesta, dok, s druge, demografske promene (penzionisanje „bejbi bum“ generacije) smanjuju broj radnoaktivnog stanovništva, čime se stopa nezaposlenosti održava na vrlo niskom nivou.

#### *Pokretač visokog rasta u Kini jeste domaća tražnja*

**Kina.** Rast BDP-a u Q4 iznosi je 9,1% u odnosu na isti kvartal 2006 godine, tako da je ukupan rast BDP u 2007. iznosi 11,4%. Nakon buma u prvoj polovini godine, vladine mere zajedno s usporavanjem globalne tražnje, ublažile su rast pri kraju godine. Došlo je do usporavanja izvoza, kao i investicija u osnovna sredstva, dok je lična potrošnja i dalje visoka. Stabilizovanjem cena hrane, inflacija je sa 6,9% (što je bila najveća cifra u proteklih 11 godina) na godišnjem nivou u novemburu opala na 6,5 u decembru. Godišnji desezonirani rast prometa u maloprodaji je u poslednjem kvartalu iznosi 23,5%, što je indikator vrlo visokog rasta potrošnje. Rast raspoloživog dohotka pomaže ličnu potrošnju, kao i vladine mere koje stimulišu domaću tražnju.

### Valute i robe

#### *Dolar je još uvek na vrlo niskom nivou*

Dolar je još uvek na vrlo niskom nivou. Agresivno smanjivanje referentne kamatne stope od strane FED-a doprinosi daljem padu vrednosti dolara. Evro će takođe oslabiti ukoliko ekonomija evrozone uspori usled uticaja iz SAD-a. Tada će verovatno uslediti smanjivanje referentne kamatne stope od strane ECB. Po predviđanju BNP Paribas kurs dolar/evro će pri kraju 2008. godine biti 1,40.

#### *Cena nafte je nakon usporavanja ponovo počela da raste*

Cena nafte je nakon usporavanja ponovo počela da raste. Zbog planova da OPEC smanji nivo proizvodnje nafte, došlo je do uverenja da će ponuda biti manja od tražnje, pa je nafta opet prešla psihološku granicu od 100 dolara po barelu. Takođe, mnogi investitori, da bi se zaštitili od pada dolara, kupuju naftu – što takođe povećava tražnju. Kako nafta ima uticaj na inflaciju i njena

očekivanja, kao i na ličnu potrošnju, takvi događaji povećavaju šansu od recesije u Americi, i širenja njenih negativnih efekata na ostale delove sveta.

Vrednost zlata je nastavila visok rast u proteklim mesecima. Na početku godine je bilo na nivou od 840, a sada je cena oko 940 dolara za uncu. Očekuje se, međutim, blagi pad, jer će ponuda biti povećana. Usled nemogućnosti da pokrije svoje troškove, MMF je odlučio da počne da prodaje svoje zlatne rezerve. Za razliku od 1999. godine, kada je američki Kongres odbio ovakav plan MMF-a, sada administracija SAD, daje zeleno svetlo, što je bitno, budući da SAD imaju pravo veta u MMF-u.

### 3. Cene i devizni kurs

Stopa inflacije u Q4 ostaje na visokom nivou. Ukupna inflacija u tom kvartalu iznosi 12,6% na godišnjem nivou, dok je u prethodnom bila 10,9% (Tabela T3-1). Zahvaljujući visokim stopama rasta cena u drugoj polovini godine, inflacija je u decembru dostigla 10,1% međugodišnje. Nastavlja se visok rast bazne inflacije, koja u drugoj polovini godine iznosi čak 9,4% na godišnjem nivou, dok je u prvoj polovini godine bila svega 1,6%. U Q4, kao i u prethodnom kvartalu, najveći doprinos rastu cena dali su industrijski prehrambeni proizvodi. Pored toga, u novembru i decembru značajan doprinos daje i porast cena naftnih derivata. Ovi udari koji su gurali rast cena sa troškovne strane, bili su delimično akomodirani rastućom tražnjom, koja je posledica nastavka kreditne ekspanzije, kao i visokim fiskalnim deficitom u Q4. U takvim uslovima dolazi do ubrzavanja rasta cena i smanjenja stope rasta proizvodnje. Inflacija u januaru blago usporava, posebno bazna. Niža stopa bazne inflacije u januaru posledica je usporavanja rasta cena prehrambenih proizvoda. Dinar u Q4 realno apresira prema evru za 1,3%, dok je prosečni nominalni kurs u decembru otprilike na istom nivou kao na kraju Q3. Posmatrajući celu 2007, vidi se da je dinar prema evru realno apresirao za 5,4%, a nominalno depresirao za 1,0%.

**Prosečna inflacija u Q4  
12,6% na godišnjem  
nivou**

Inflacija u Q4 ostaje na visokom nivou, a predvodena je poskupljenjima prehrambenih proizvoda i naftnih derivata. Prosečna mesečna inflacija u Q4 iznosi 1,0%, odnosno 12,6% na godišnjem nivou (Tabela T3-1). U prethodnom kvartalu prosečna mesečna stopa rasta cena bila je nešto niža: 0,9%, odnosno 10,9% na godišnjem nivou. Prosečna međugodišnja stopa inflacije u Q4 iznosi 9,2%, dok je u Q3 bila 6,5%. Međugodišnja inflacija na kraju 2007. dospila je psihološku granicu dvocifrenog rasta i iznosi 10,1% (Grafikon T3-3).

**Tabela T3-1. Srbija: indeks maloprodajnih cena i bazna inflacija, 2005–2008**

	Indeks maloprodajnih cena				Bazna inflacija			
	Bazni indeks (prosek 2005 =100)	međugodišnji rast	mesečni rast	3m pokretne sredine, anualizovano*	Bazni indeks (prosek 2005 =100)	međugodišnji rast	mesečni rast	3m pokretne sredine, anualizovano*
<b>2005</b>								
dec	107,6	17,6	2,2	22,5	106,3	14,6	0,9	18,6
<b>2006</b>								
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
sep	114,1	11,6	-0,2	1,4	112,1	10,1	0,6	6,6
dec	114,7	6,6	0,1	2,1	112,5	5,8	0,0	1,2
<b>2007</b>								
mar	116,1	5,6	0,8	5,1	112,4	4,0	0,1	-0,4
jun	119,5	5,1	0,6	12,0	113,4	2,7	0,5	3,7
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	11,4
nov	124,7	8,8	1,1	10,4	117,5	4,5	0,7	9,7
dec	126,3	10,1	1,3	12,6	118,6	5,4	0,9	9,5
<b>2008</b>								
jan	127,5	10,7	0,9	14,2	118,9	5,7	0,3	7,7

Izvor: Republički zavod za statistiku (RSZ)

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

**Bazna inflacija takođe  
visoka u Q4**

Bazna inflacija<sup>1</sup> je u Q4 takođe visoka: prosečna mesečna stopa iznosi 0,8% ili čak 9,5% na godišnjem nivou (Grafikon T3-4). U Q3 je ta stopa bila slična (9,4%), ali je to znatno povećanje bazne inflacije u odnosu na prvu polovinu godine (3,7% u Q2 i čak negativna stopa od -0,4% u Q1). Prosečna međugodišnja stopa bazne inflacije u Q4 iznosi 4,6%, dok je u prethodnom

<sup>1</sup> 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.

kварталу била 2,9%. Базна инфлација износила је у децембру 5,4% међугодишње, односно налазила се унутар предвиђеног коридора НБС за 2007. годину, од 4 до 8%.

### ***U prvoj polovini 2007. rast cena predviđen nebaznom inflacijom***

У првој половини године раст цена био је предвиђен пре свега небазном инфлацијом<sup>2</sup>: поскупљенијем струје у мају, растом цена комуналних услуга и поскупљенијем дуванских производа (Табела Т3-5). Дoprinos porasta cena, mada skromniji, u првој половини године, dala su i поскупљења naftnih derivata. Ove četiri grupe су засlužne za skoro 70% porasta cena u првој половини године. S druge стране, poljoprivredni i industrijski prehrambeni производи у првih шест meseci 2007. beleže veoma skroman rast. Industrijski prehrambeni производи су у првој половини године чак neznatno појеftinili.

### ***U drugoj polovini 2007. glavni doprinos inflaciji daju velika poskupljenja hrane...***

У другој половини 2007. долази до наглог пораста цена полjoprivrednih i prehrambenih производа (Табела Т3-5). Та поскупљења су последица неколико чинilaca<sup>3</sup>. S jedne strane, rast cena hrane je globalni trend i primetno je da na svim svetskim trжиштима od leta 2007. ti proizvodi beleže ubrzanje rasta cena (videti Okvir 1 u QM10). S druge strane, i poljoprivreda u Srbiji je zabeležila loše rezultate zbog nepovoljnih vremenskih prilika (videti odeljak 5. "Privredna aktivnost"). Ta dva činioca bili su preduslovi naglog porasta cena hrane u Srbiji. Međutim, rast cena hrane u Srbiji, posebno u drugoj polovini godine, bio je primetno veći od onog u drugim zemljama regiona (ali i i ostatka Evrope), koje su bile pogodene sličnim vremenskim prilikama (Табела Т3-2). Ovako visok rast cena u Srbiji jeste, najverovatnije, posledica visoke koncentracije vlasništva, odnosno slabe konkurenčije, kako u industriji proizvodnje hrane, tako i u maloprodaji. Čini se da su maloprodajni lanci i proizvođači prehrambenih производа iskoristili objektivne okolnosti kao povod da podignu cene hrane više nego što bi tržišne okolnosti nalagale.

**Tabela T3-2. Porast cena hrane u 2007. godini u izabranim zemljama regionala i Evrope**

	Porast cena hrane		Porast potrošačkih cena bez cena hrane		Porast cena hrane deflacioniran ostatkom indeksa potr. cena	
	dec.07/dec.06	dec.07/ jun07	dec.07/dec.06	dec.07/ jun07	dec.07/dec.06	dec.07/ jun07
Bugarska	21,1	19,9	6,7	3,9	13,5	15,4
<b>Srbija</b>	<b>18,4</b>	<b>15,9</b>	<b>4,7</b>	<b>1,6</b>	<b>13,1</b>	<b>14,0</b>
Rumunija	9,4	8,0	3,2	2,0	6,0	5,9
Češka	11,2	7,7	3,5	1,0	7,4	6,6
Slovenija	12,0	7,0	3,7	1,4	8,0	5,6
Mađarska	13,0	6,3	4,9	1,1	7,8	5,1
Španija	6,6	5,3	2,8	1,1	3,7	4,2
Grčka	4,3	4,5	3,1	1,6	1,1	2,8
Poljska	7,9	3,9	2,7	1,0	5,1	2,9
Nemačka	5,7	3,8	2,5	1,5	3,1	2,3
<b>EU</b>	<b>5,7</b>	<b>3,9</b>	<b>2,3</b>	<b>1,1</b>	<b>3,4</b>	<b>2,8</b>
Evro zona	4,8	3,3	2,3	1,1	2,4	2,2
Slovačka	7,2	3,4	1,3	0,9	5,8	2,5
Francuska	3,2	1,6	2,3	1,3	0,9	0,3

Izvor: Indeks potrošačkih cena, Hrana i bezalkoholna pića; Eurostat, RZS.

### ***...i poljoprivrednih proizvoda i naftnih derivata***

Samo tri grupe производа засlužne су за чак 74% пораста цена у другој половини 2007. године. То су: industrijski prehrambeni производи, poljoprivredni производи и naftni derivati (Табела Т3-5). Navedene grupe, u isti mah, čine svega trećinu indeksa maloprodajnih cena. Činjenica да je daleko najveći deo пораста cena skoncentrisan na relativno usku grupu производа, ukazuje да је инфлација у другој половини 2007. била изазвана пре свега ударом са трошковне стране.

### ***Od kraja leta 2007. značajno ubrzava i bazna inflacija...***

Убрзанje инфлације у другој половини године као последице трошковног удара, посебно је evidentno kada posmatramo базну inflaciju. Cak dve trećine porasta baznih cena od juna do decembra, posledica su поскупљења industrijskih prehrambenih производа (Табела Т3-6). Kao posledica тога, базна инфлација у другој половини године raste (Графикон Т3-4), што пред monetarnu politiku

<sup>2</sup> Nebazne cene su one koje su pod direktnom administrativnom kontrolom (cene električne energije, stambeno-komunalnih usluga i sl.) ili pod direktnim uticajem sezonskih (poljoprivredni производи) ili pod uticajem egzogenih чинilaca (cene naftnih derivata).

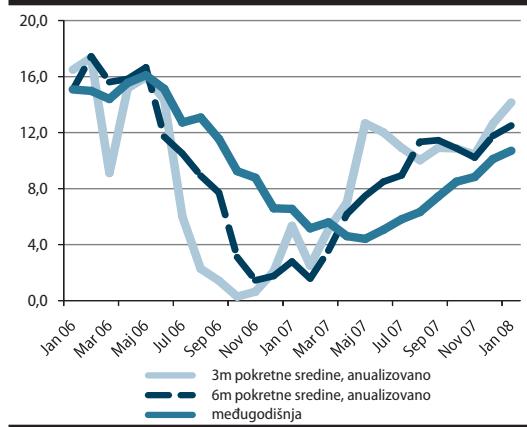
<sup>3</sup> Za detaljnije objašnjenje видети prethodni broj QM-a.

### 3. Cene i devizni kurs

*...pre svega zbog udara sa troškovne strane...*

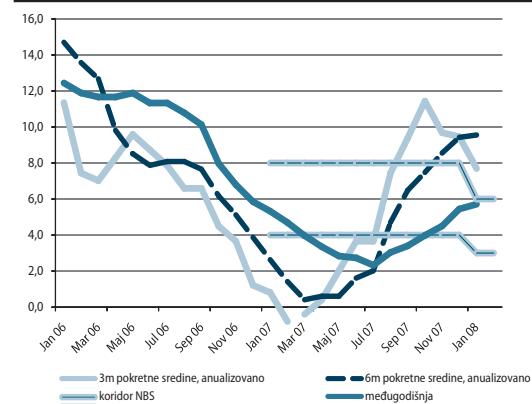
postavlja ozbiljne izazove kako bi je u 2008. zadržala unutar najavljenog koridora od 3–6%. Naime, bazna inflacija u drugoj polovini 2007. iznosi prosečno 0,8% mesečno ili čak 9,4% na godišnjem nivou, što je znatno iznad gornje granice predviđenog koridora.

**Grafikon T3-3. Ukupna inflacija, izabrane stope, u %**



Izvor: Republički zavod za statistiku

**Grafikon T3-4. Bazna inflacija, izabrane stope, u %**



Izvor: Republički zavod za statistiku

*...koji su bili delimično akomodirani rastućom tražnjom*

Troškovni udar na cene bio je propraćen visokom i rastućom agregatnom tražnjom, što je dovelo do dodatnog rasta inflacije. Naime, pritisak na cene sa strane troškova ima efekat ekvivalentan kontrakciji agregatne ponude. S druge strane, visoka aggregatna tražnja bila je podstaknuta nastavkom kreditne ekspanzije (ukupni prirast kredita u Q4 iznosi je 18% kvartalnog BDP, videti Tabelu T8-4 i odeljak 8. "Monetarni tokovi i politika") i porastom državnog trošenja u drugoj polovini i posebno krajem 2007. godine (fiskalni deficit u Q4 iznosi čak 7% kvartalnog BDP, videti odeljak 7. "Fiskalni tokovi i politika"). Kao rezultat ovakvih kretanja, u Q4 pored ubrzavanja inflacije, dolazi i do usporavanja rasta proizvodnje<sup>4</sup> (videti odeljak 5. "Privredna aktivnost"). Čini se, međutim, da još uvek nema drugog kruga efekata ovih poskupljenja, odnosno ubrzanog rasta plata kao posledice ubrzavanja inflacije. Ukoliko bi došlo do ovog efekta, to bi dodatno komplikovalo izazove za ekonomsku politiku u 2008.

**Tabela T3-5. Izabrane komponente indeksa maloprodajnih cena i doprinos rastu cena**

	Učešće u Indeksu maloprodajnih cena	Doprinos porastu maloprodajnih cena u Q4	Doprinos porastu maloprodajnih cena u H1 2007	Doprinos porastu maloprodajnih cena u H2 2007	Doprinos porastu maloprodajnih cena u celoj 2007.
<b>u %</b>					
Ukupno	100,00	100,0	100,0	100,0	100,0
Roba	72,46	94,2	71,0	90,2	82,2
Poljoprivredni proizvodi	3,35	10,5	4,8	9,9	7,9
Industrijski proizvodi - ukupno	69,11	83,0	65,9	80,2	74,1
Industrijski prehrambeni proizvodi	19,93	39,6	-1,1	47,4	26,0
Hleb i peciva	2,11	3,9	0,3	10,3	5,7
Sveže meso	2,10	-2,9	-3,3	4,6	1,0
Mleko sveže i prerađeno	3,39	17,7	2,5	16,0	10,3
Masnoća-biljna	1,03	6,8	-1,0	7,5	3,6
Duvan	3,48	9,2	15,0	5,1	9,6
Industrijski neprehrambeni proizvodi	41,22	32,2	49,1	26,5	36,0
Električna energija	7,20	0,0	25,6	0,0	10,7
Tečna goriva i maziva	9,39	19,4	10,7	16,7	14,2
Usluge	27,54	5,8	29,0	9,8	17,8

Izvor: RZS.

Napomena: H1 – prva polovina godine, H2 – druga polovina godine.

<sup>4</sup> Za detaljnije objašnjenje ovog mehanizma videti Petrović P., Vasiljević D. (2008): „Nova inflacija u Srbiji: Da li će šok na strani ponude biti akomodiran rastom tražnje?”, objavljeno u Tekuća privredna kretanja, ekonomska politika i strukturne promene u Srbiji 2007/2008. godine, Naučno društvo ekonomista, Beograd. Rad je dostupan i na web sajtu FREN-a ([www.fren.org.yu](http://www.fren.org.yu)).

**Tabela T3-6. Izabrane komponente bazne inflacije i doprinos rastu bazne inflacije**

	Učešće u baznoj inflaciji	Doprinos porastu bazne inflacije u Q4	Doprinos porastu bazne inflacije u H1 2007	Doprinos porastu bazne inflacije u H2 2007	Doprinos porastu bazne inflacije u celoj 2007
		u %			
Bazna inflacija	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Roba	76,6	90,8	61,9	88,3	83,6
Industrijski prehrambeni proizvodi	30,9	64,2	-22,4	66,8	50,9
Sveže meso	3,9	-7,3	-25,9	10,2	3,4
Mleko prerađeno	2,9	18,1	4,5	13,7	12,2
Masnoća	2,1	17,2	-9,8	16,3	11,1
Piće	8,3	2,0	16,6	3,9	6,1
Industrijski neprehrambeni proizvodi	38,0	24,6	67,7	17,7	26,6
Usluge	23,4	9,2	38,1	11,7	16,4

Izvor: Republički zavod za statistiku.

Napomena: H1 – prva polovina godine, H2 – druga polovina godine.

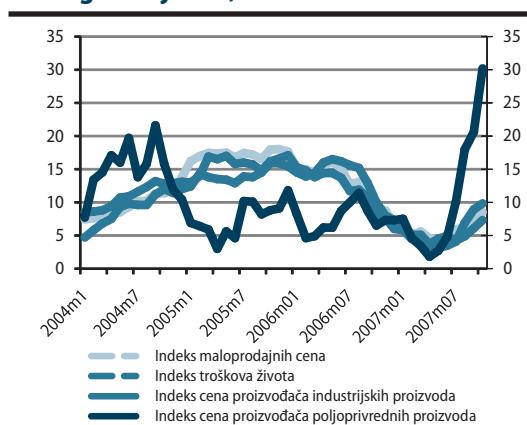
**Bazna inflacija u januaru niža...**

Inflacija je u januaru nešto niža nego u prethodnim mesecima: na mesečnom nivou iznosi 0,9%, prema 1,3% u decembru i 1,1% u novembru (Tabela T3-1). Međugodišnja stopa inflacije u januaru iznosi 10,7%<sup>5</sup>. Bazna inflacija u januaru je znatno niža nego u prethodnim mesecima: na mesečnom nivou iznosi 0,3%, prema 0,9% u decembru i 0,7% u novembru. Međugodišnja stopa bazne inflacije u januaru iznosi 5,7%<sup>6</sup>.

Naftni derivati su zaslužni za skoro polovicu porasta cena na malo u januaru. Za razliku od prethodnih meseci, u januaru je zaustavljen visok rast cena prehrambenih proizvoda. Niža stopa rasta cena industrijskih prehrambenih proizvoda jeste glavni razlog zašto je ukupna, i posebno bazna inflacija – niža nego u prethodnim mesecima. Industrijski prehrambeni proizvodi su u januaru poskupeli za 0,8% u odnosu na decembar, dok su njihove cene u poslednjih pet meseci 2007. godine rasle prosečnom mesečnom stopom od čak 2,5%.

**...ali NBS podiže referentnu stopu kako bi ublažila nagomilane pritiske na rast cena**

Iako je u januaru bazna inflacija relativno niska, NBS je na Monetarnom odboru održanom 6. februara, podigla referentnu kamatnu stopu za 75 baznih poena, tj. sa 10% na 10,75%. Na tu odluku NBS, po svemu sudeći, uticali su sve osetniji inflatori pritisci sa strane troškova koji su prisutni već šest meseci unazad. Usled ovih troškovnih pritisaka kao preovlađujućeg faktora, bazna inflacija popela se sa 3% međugodišnje u avgustu 2007. (što je donja granica ciljanog intervala za 2008) na 5,7% u januaru (ciljani koridor NBS za 2008. je 3–6%). Prosečna mesečna bazna inflacija u tri meseca, zaključno s januarom, iznosi 0,6% ili 7,7% na godišnjem nivou (Tabela T3-1). Ova stopa je, kao bolji indikator trenda, iznad gornje granice ciljanog koridora za 2008, te NBS ima izuzetno jak motiv da reaguje već sada i podigne referentnu kamatnu stopu.

**Grafikon T3-7. Srbija: izabrani indeksi cena, međugodišnji rast, 2004–2007****Cene proizvođača poljoprivrednih proizvoda u Q4 beleže veoma visok rast...****...dok indeks troškova života blago usporava, ali je i dalje visok**

Indeks cena proizvođača poljoprivrednih proizvoda u Q4 nastavlja da snažno raste i dodatno ubrzava. Prosečna mesečna stopa u oktobru i novembru iznosi 3,7% (Tabela T3-7), dok je u istom periodu prethodne godine bila negativna (-0,6%). Međugodišnja stopa rasta cena proizvođača poljoprivrednih proizvoda u prva dva meseca Q4 iznosi čak 31,2% u proseku, dok je u prethodnom kvartalu bila već visokih 16,3% (Grafikon T3-8).

Indeks troškova života u Q4 blago usporava, ali i dalje ostaje na visokom nivou. Prosečna stopa mesečnog rasta u Q4 iznosi 1,2% (tj. 15,1% na

<sup>5</sup> I u narednih nekoliko meseci možemo očekivati relativno visoke međugodišnje stope inflacije, zbog poređenja s niskom bazom, odnosno zbog činjenice da je inflacija u prvom kvartalu 2007. bila veoma niska.

<sup>6</sup> Kao i kod ukupne inflacije, u prvom kvartalu ove godine možemo očekivati relativno visoke međugodišnje stope bazne inflacije zbog poređenja sa niskom bazom iz prethodne godine.

Izvor: RZS.

### 3. Cene i devizni kurs

godišnjem nivou), dok je u Q3 ta stopa bila 1,5% (tj. 19,6% na godišnjem nivou; Tabela T3-7). Prosečni međugodišnji rast troškova života u Q4 je 10,8%, dok je u Q3 bio 6,6%. S druge strane, indeks cena proizvođača industrijskih proizvoda u Q4 ubrzava. Tako prosečna mesečna stopa u Q4 raste na 1,0% (tj. 12,7% na godišnjem nivou), sa 0,5% (tj. 5,8% na godišnjem nivou) koliko je bila u prethodnom kvartalu. Prosečni međugodišnji rast indeksa cena proizvođača industrijskih proizvoda u Q4 je 8,5%, dok je u Q3 bio 5,1%.

**Tabela T3-8. 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
<b>2005</b>									
dec	107,6	17,6	2,2	17,1	1,6	15,4	0,4	11,8	1,0
<b>2006</b>									
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
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
<b>2007</b>									
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
sep	122,6	7,4	0,8	8,9	1,8	6,1	0,8	20,6	3,1
okt	123,3	8,5	0,6	9,8	0,5	7,3	0,8	30,2	4,7
nov	124,7	8,8	1,1	10,5	1,6	8,4	1,2	32,1	2,6
dec	126,3	10,1	1,3	12,0	1,5	9,8	1,0	...	...

Izvor: RZS.

### Devizni kurs

#### Dinar je u Q4 realno apresirao prema evru za 1,3%

Dinar je u Q4 realno apresirao prema evru za 1,3% (Tabela T3-9). Time ukupna realna apresijacija u 2007. iznosi 5,4%. Nakon što je u Q1 zabeležena realna depresijacija od 1,9%, dinar od aprila do oktobra svakog meseca beleži blagu realnu apresijaciju, a zatim od novembra do januara 2008. dinar ponovo realno apresira (Grafikon T3-10).

U novom Izveštaju MMF-a o Srbiji<sup>7</sup> data je ocena realnog efektivnog kursa dinara. Njegovi autori su zaključili da je dinar precenjen; u zavisnosti od korišćene metodologije i polaznih pretpostavki, precenjenost realnog efektivnog kursa iznosi od 5% do 16%. Uz određene rezerve, autori smatraju da uprkos precenjenosti dinara, njegova depresijacija, koja bi imala za cilj popravljanje visokog deficitita tekućeg računa – ne bi bila trajnije rešenje, dok bi se time povećali inflatorni pritisci. Održivo rešenje za problem visokog spoljnotrgovinskog deficitita nije depresijacija dinara, smatraju autori, već odlučan nastavak strukturnih reformi, povećanje konkurentnosti domaće privrede (koje je usko povezano sa SDI) i vođenje odgovorne i restriktivnije fiskalne politike.

#### Visoka volatilnost kursa u Q4 i januaru

Nominalni kurs dinara prema evru u toku Q4 beleži značajne varijacije. Dnevne varijacije kursa su u više slučajeva prelazile 2% (Grafikon T3-11). Početkom kvartala dinar apresira i dostiže najveću vrednost od 76,81 dinara za evro 29. oktobra. Dinar zatim počinje da depresira, da bi 30. novembra dostigao najnižu vrednost od 84,75 dinara za evro. Dakle, za svega mesec dana došlo je do promene kursa od čak 10%. Dinar zatim u prvoj polovini decembra jača, a od druge polovine decembra ponovo beleži depresijaciju, koja traje i u januaru i početkom februara.

<sup>7</sup> IMF Country Report No. 08/54 – Republic of Serbia: 2007 Article IV Consultation – Staff Report; Staff Statement; Public Information Notice on the Executive Board Discussion; and Statement by the Executive Director for the Republic of Serbia i IMF Country Report No. 08/55 – Republic of Serbia: Selected Issues

**Tabela T3-9. Srbija: kretanje kursa evra, 2003–2008**

	Nominalni				Realni				USD/EUR <sup>6)</sup>
	Kurs <sup>1)</sup>	Bazni indeks <sup>2)</sup> (2005=100)	12-m indeks <sup>3)</sup>	Kumulativ indeks <sup>4)</sup>	Realni kurs <sup>5)</sup> (2005=100)	12-m indeks	Kumulativ indeks <sup>4)</sup>		
<b>mesečni kurs</b>									
<b>2005</b>									
Decembar	85,9073	103,6	109,3	109,3	97,3	94,9	94,9	1,1861	
<b>2006</b>									
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	
Decembar	78,7812	95,0	91,7	91,7	85,5	87,9	87,9	1,3210	
<b>2007</b>									
Mart	80,8968	97,6	92,9	102,7	87,1	89,9	101,9	1,3246	
Jun	81,1665	97,9	93,6	103,0	85,8	90,9	100,3	1,3420	
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	
Novembar	79,1979	95,5	100,3	100,5	81,2	95,1	95,0	1,4689	
Decembar	79,5669	96,0	101,0	101,0	80,9	94,6	94,6	1,4563	
<b>2008</b>									
Januar	81,8460	98,7	102,7	102,9	82,3	96,0	101,7	1,4719	

Izvor: NBS, RZS, Eurostat.

1) Prosek meseca, zvanični dnevni srednji kurs NBS.

2) Odnos kursa u prvoj koloni i proseka 2005. godine.

3) Odnos kursa u prvoj koloni prema istom periodu godinu dana ranije.

4) Kumulativ predstavlja odnos posmatranog perioda i decembra prošle godine.

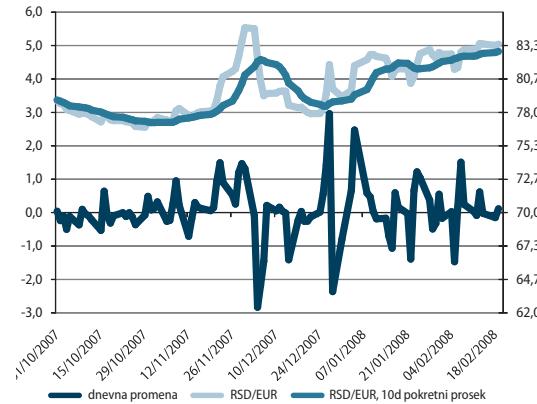
5) Kod obračuna realnog kursa, uzeta je u obzir i inflacija u evrozonu. Indeks je izračunat po formuli:  $RE = (NE/p) \times p^*$ , gde je: RE – indeks realnog kursa; NE – indeks nominalnog kursa; p – indeks cena na malo u Srbiji; p\* – indeks rasta troškova života u evrozonu.

6) Prosek perioda.

Visoku nestabilnost kursa i slabljenje dinara mogu objasniti tri razloga. Prvi su politička nestabilnost i neizvesnost vezana oko rešavanja pitanja Kosova, kao i predsedničkih izbora u Srbiji. Te nestabilnosti dovele su do toga da je smanjena ponuda, a povećana tražnja za devizama. Drugi razlog su globalna finansijska kretanja. Naime, u Q4 gotovo sve istočnoevropske valute slave u odnosu na evro, kao posledica drugog talasa efekata finansijske krize koja pogodi razvijene ekonomije. Taj efekat je detaljnije objašnjen u novom Izveštaju o inflaciji NBS. Treći faktor, takođe detaljnije objašnjen u istom Izveštaju, odnosi se na to da je krajem decembra zabeležena pojačana tražnja nekoliko većih preduzeća za devizama, kako bi platila dospele obaveze. Kako zbog božićnih praznika u inostranstvu banke nisu mogle da povuku devize, jedini izvor deviza bilo je domaće devizno tržište. Na već ionako nestabilnom tržištu, ti pritisci su doveli do dodatnog slabljenja dinara.

**Grafikon T3-10. Srbija: nominalni i realni kurs dinar/evro (prosek meseca), 2004–2008.  
(2005 = 100)**

Izvor: NBS

**Grafikon T3-11. Srbija: dnevni kurs dinar/evro (desna skala) i dnevna volatilnost u % (leva skala)**

Izvor: NBS

## 4. Zaposlenost i zarade

Ukupan broj zaposlenih između marta i septembra 2007. pao je za 3.000 radnih mesta i iznosi 2,001 miliona, što predstavlja najmanji šestomesečni pad zaposlenosti od 2005. Najveći pad zaposlenosti je i dalje u prerađivačkoj industriji – oko 14.000, odnosno 4% u okviru sektora, dok najveći porast zaposlenosti od 3.000, odnosno 4,6% beležimo u sektoru poslova s nekretninama. Registrovano je 6.000 novih preduzetnika i 1.000 novih radnih mesta kod njih u septembru 2007. u odnosu na mart. Stopa nezaposlenosti po Anketi o radnoj snazi u 2007. je 18,8%, tj. 3 procentna poena manje nego u 2006, čime konačno dolazi do preokreta u tranziciji na tržištu rada. Realni međugodišnji rast prosečne plate je prepolovan na 8,2% u Q4, što pripisujemo visokoj inflaciji, s obzirom na to da je nominalni rast i dalje visok, iako opadajući. U Q4, u javnom sektoru, najveći realni rast plata beležimo u zdravstvu i socijalnom radu – 12%, a zatim u obrazovanju – 10,5%. U javnim preduzećima značajno je usporio rast plata u Q4, dok je najveći realni rast plata u privredi u sektoru poslova s nekretninama – 19,6%. Ukupan realni rast bruto plata u 2007. je 14,6%. Učešće mase ukupnih troškova rada u BDP-u u 2007. veće je nego u 2006, ali se višegodišnji trend opadanja jediničnih troškova rada u privredi nastavlja. U 2007. najveći realni rast plata je u zdravstvu i socijalnom radu – 23,9%, a veoma visok realni rast plata u 2007. dogodio se i u sektoru poslova s nekretninama – 19,6% i građevinarstvu – 17,2%.

### Zaposlenost

**Ukupan broj zaposlenih  
u septembru 2007.  
pada na 2,001 miliona**

**Ovo je najmanji  
šestomesečni pad  
zaposlenosti od 2005.**

Ukupan broj zaposlenih pao je za oko 3.000 između marta i septembra 2007. godine i u septembru je iznosio 2,001 miliona (Tabela T4-1). Ovo stanje, na osnovu zvanično korigovanih podataka o zaposlenosti u septembru, predstavlja najmanji šestomesečni pad zaposlenosti od 2005. godine.

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

	Ukupno zaposleni 1 (=2+3)	Zaposleni kod pravnih lica 2	Zaposleni kod fizičkih lica			Ukupan broj zaposlenih radnika 6 (=2+5)
			Ukupno 3 (=4+5)	Privatni preduzetnici 4	Zaposleni kod njih 5	
<b>u hiljadama</b>						
<b>2003</b>						
Mart	2.046	1.628	418	198	220	1.848
Septembar	2.036	1.595	441	202	239	1.834
<b>2004</b>						
Mart	2.065	1.601	464	208	255	1.856
Septembar	2.037	1.560	477	210	267	1.827
<b>2005</b>						
Mart	2.070	1.557	513	228	285	1.842
Septembar	2.067	1.536	531	230	300	1.836
<b>2006</b>						
Mart	2.032	1.496	536	228	308	1.804
Septembar	2.019	1.447	572	242	330	1.777
<b>2007</b>						
Mart	2.004	1.438	566	239	327	1.765
Septembar	2.001	1.428	573	245	328	1.756

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 4+5).

**Najveći pad zaposlenosti u prerađivačkoj industriji od oko 14.000** Zaposlenost kod pravnih lica nastavlja da opada, iako od septembra 2006. ovaj tempo značajno usporava. Najveći pad zaposlenosti kod pravnih lica i dalje beleži prerađivačka industrija, i on iznosi oko 14.000 radnih mesta, odnosno 4% u okviru ovog sektora. Pored prerađivačke industrije, trgovina i poljoprivreda beleže pad zaposlenosti od po 2.000 radnih mesta, odnosno 1% u okviru sektora trgovine<sup>1</sup> i 3,5% u poljoprivredi. Takođe, oko 1.000 radnih mesta zatvoreno je i u sektoru obrazovanja između marta i septembra 2007. godine (Tabela P-5 u Analitičkom prilogu).

**Najveći porast zaposlenosti od 3.000 u sektoru poslova s nekretninama** U svim ostalim sektorima u okviru pravnih lica, broj zaposlenih je ili ostao nepromenjen ili dolazi do porasta zaposlenih. Najveći porast zaposlenosti od 3.000 novih radnih mesta posmatramo u sektoru poslova s nekretninama, u koji zapravo ulaze različite delatnosti iz sektora novih usluga<sup>2</sup>. To predstavlja porast zaposlenosti od 4,6% u okviru sektora. I u finansijskom poslovanju dolazi do porasta zaposlenosti od oko 1.000 mesta, tj. 3,3%. U javnom sektoru beležimo porast zaposlenosti od oko 1.000 mesta u sektoru zdravstvo i socijalni rad (Tabela T4-2), odnosno porast od oko 2.000 radnih mesta kod zaposlenih u zdravstvu i socijalnom radu kada uračunamo i privatnu lekarsku praksu (Tabela T4-1).

**Kod preduzetnika rast zaposlenih od 7.000** Kod preduzetnika dolazi do porasta broja zaposlenih od 7.000 između marta i septembra 2007. Ovi najnoviji, korigovani podaci o zaposlenosti kod preduzetnika pokazuju da je, nakon pada broja preduzetnika između septembra 2006. i marta 2007,<sup>3</sup> broj preduzetnika ponovo porastao u septembru 2007. Otuda se najveći porast odnosi upravo na preduzetnike a ne na broj zaposlenih kod njih, tako da u septembru beležimo 6.000 novih preduzetnika i 1.000 novih radnih mesta kod njih (Tabela T4-1).

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

	Zaposleni kod pravnih lica						
	Javni sektor			Javna preduzeća		Javni sektor ukupno	Ostalo <sup>1)</sup>
	Administracija svi nivoi	Iz budžeta Obrazovanje i kultura	Zdravstveni i soc. rad	Javna državna	Javna lokalna		
	1	2	3	4	5	6	7
<b>u hiljadama</b>							
<b>2003</b>							
Mart	60	116	147	129	54	506	1.122
Septembar	62	114	147	127	55	505	1.090
<b>2004</b>							
Mart	63	117	147	125	57	509	1.092
Septembar	63	116	148	124	57	508	1.052
<b>2005</b>							
Mart	63	119	148	122	61	513	1.044
Septembar	61	117	147	112	61	498	1.038
<b>2006</b>							
Mart	60	118	141	105	61	485	1.011
Septembar	58	117	138	102	60	475	972
<b>2007</b>							
Mart	58	121	138	100	59	476	962
Septembar	59	120	139	100	58	476	952

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.

1 Sektor trgovine odnosi se isključivo na trgovinu kod pravnih lica; preduzetnička trgovina nije uključena.

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

3 Ovaj pad smo u prethodnom broju QM-a, uz neophodnu rezervu, pripisali restriktivnoj monetarnoj politici koja je zaustavila rast kredita malim preduzećima i preduzetnicima, dok su velika preduzeća uspela da se zadužuju u inostranstvu.

## 4. Zaposlenost i zarade

Podaci o zaposlenosti u javnom sektoru ostaju uglavnom stabilni između marta i septembra 2007. godine (Tabela T4-2).

**Tabela T4-3. Srbija: administrativna i ekonomска nezaposlenost, 2004–2007**

	Ukupan broj nezaposlenih 15-64 god. (NSZ)	Stopa nezaposlenosti 15-64 god. (RZS) <sup>1)</sup>	Ukupan broj nezaposlenih 15-64 god. (ARS)	Stopa nezaposlenosti 15-64 god. (ARS) <sup>2)</sup>
	1	2	3	4
<b>2004</b>				
Mart	...	26,0	...	...
Septembar	842.775	23,9	664.002	19,5
<b>2005</b>				
Mart	884.111	25,0	...	...
Septembar	897.724	25,3	718.773	21,8
<b>2006</b>				
Mart	920.031	26,6	...	...
Septembar	914.564	26,6	691.877	21,6
<b>2007</b>				
Mart	913.299	26,7	...	...
Septembar	808.200	24,5	585.472	18,8

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 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 te godine.

2) Anketa o radnoj snazi se sprovodi samo jednom godišnje tako da su podaci predstavljeni za septembar te godine zapravo podaci za oktobar te godine.

**Stopa nezaposlenosti u 2007. je 18,8%, tj. 3 procentna poena manje nego u 2006. godini**

Stopa nezaposlenosti po Anketi o radnoj snazi (ARS) iz oktobra 2007. godine iznosi 18,8% (kolona 4 u Tabeli T4-3). Ova stopa predstavlja pad nezaposlenosti od gotovo 3 procentna poena u odnosu na prethodnu ARS<sup>4</sup> iz oktobra 2006. godine, kada je stopa nezaposlenosti iznosila 21,6%. Broj nezaposlenih je u ovom periodu pao za oko 106 hiljada, odnosno preko 15%.

**Padanjem stope nezaposlenosti u 2007. konačno dolazi do preokreta u tranziciji na tržištu rada**

Posmatrajući stope nezaposlenosti iz Ankete o radnoj snazi u Tabeli T4-3, primećujemo da je stopa dostigla svoj vrhunac od 21,8% 2005. oko kog se kretala i u 2006. godini, da bi u 2007. konačno počela da opada. Stoga zaključujemo da je u 2007. došlo do dugoočekivanog preokreta u tranziciji na tržištu rada, i da s nastavkom reformi i ekonomskih integracija i ubuduće možemo očekivati smanjivanje stope nezaposlenosti.

## Zarade

**Realni rast plata usporava na 8,2% u Q4 sa 14,1% u Q3**

Realni rast plata značajno usporava. Prosečna mesečna bruto plata je u Q4 međugodišnje realno porasla za 8,2% u odnosu na Q4 2006. godine. Međugodišnji realni rast plata se time prepovoljuje u odnosu na Q3, kada je iznosio 14,1% (Tabela T4-4).

**Usporavanje realnih plata pripisujemo visokoj inflaciji**

Usporavanje rasta realnih plata može se pripisati značajnom međugodišnjem povećanju inflacije od 9,13% u Q4. Plate su nominalno ipak ostale na višem nivou nego što se to čini kada se posmatraju realni indeksi – 21,7% u Q3 i 19,8% u Q4. Dakle, visok rast cena je “pojeo” i dalje visok nominalni rast plata u Q4. Dodatno je smanjenju realnog indeksa rasta plata doprineo i veliki rast plata u Q4 2006.<sup>5</sup> godine, čime je osnovica za međugodišnji indeks u Q4 bila značajno viša od iste za Q3.

4 Anketa o radnoj snazi se sprovodi jednom godišnje.

5 Usled rebalansa budžeta i predizbornog podizanja decembarskih plata i bonusa.

**Tabela T4-4. Srbija: prosečne mesečne zarade i međugodišnji indeksi, 2004–2008**

	Prosečna mesečna zarada (RZS)				Međugodišnji indeksi prosečne mesečne bruto zarade (RZS) <sup>2)</sup>	
	Ukupni troškovi rada <sup>1)</sup> , u din.	Neto, u din.	Ukupni troškovi rada, u evrima	Neto, u evrima	nominalni	realni
			1		5	6
<b>2004</b>	24.234	14.108	334	194	123,7	111,4
<b>2005</b>	30.142	17.478	364	211	124,4	107,1
<b>2006</b>	37.493	21.745	445	258	124,4	111,3
<b>2007</b>	45.723	27.785	572	347	121,9	114,6
<b>2005</b>						
Q4	33.932	19.680	396	230	125,3	107,5
<b>2006</b>						
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
Decembar	48.686	28.267	618	359	128,1	120,9
<b>2007</b>						
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
Q4	50.781	30.855	644	392	119,8	108,2
Decembar	56.736	34.471	713	433	116,5	104,1
<b>2008</b>						
Januar	46.371	28.230	567	345	116,5	103,5

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 jednakim jer su ukupni troškovi rada su veći od bruto zarade za fiksnih 17,9%.

**U januaru prestaje  
opadanje nominalnih  
zarada – reakcija na  
inflaciju**

Posmatrajući podatke za januar 2008, vidimo da međugodišnji indeks prosečne nominalne plate prekida blagi opadajući trend karakterističan za 2007. godinu, i da je indeks nominalnog rasta u januaru na istom nivou kao u Q4 2007. – 16,5%. U isto vreme realni rast prosečne plate nastavlja da se smanjuje sa 4,1% u Q4 2007. na 3,7% u januaru 2008, mada je to smanjenje dosta sporije nego iz Q3 u Q4. Na osnovu ovih kretanja čini se da u Q1 2008. možemo očekivati porast nominalnih plata karakterističan za period pre Q4 2007, nakon što rast cena polako počne da se ugrađuje u rast plata.

**Decembarska plata za  
oko 5.000 dinara veća  
od novembarske zbog  
novogodišnjih bonusa**

Prosečna neto plata u decembru 2007. je za oko 5.000 dinara veća od novembarske, što predstavlja porast od oko 15%, i ovaj rast se može pripisati sezonskom povećanju, gde su uračunata razna primanja skraja godine, kao što su „trinaesta plata“, novogodišnji bonusi itd (Tabela T4-4 i Tabela P-6 u Analitičkom prilogu).

**Ukupan realni rast  
bruto plata u 2007. je  
14,6%**

Na godišnjem nivou, ukupan međugodišnji realni rast bruto plata u 2007. iznosio je 14,6%. U odnosu na 11,3% u 2006, ovo smatramo visokim rastom, odnosno najvećim godišnjim rastom međugodišnjeg realnog indeksa bruto plata od 2003. godine (Tabela T4-4).

**Učešće mase ukupnih  
troškova rada u BDP-u  
u 2007. veće nego u  
2006.**

Učešće mase ukupnih troškova rada u BDP-u u celoj 2007. je na višem nivou nego u 2006. godini (kolona 2 u Tabeli T4-6), što možemo pripisati visokom rastu prosečne plate koju nije pratio rast produktivnosti. Međutim, pozitivan trend jeste to da je učešće mase ukupnih troškova rada u BDP-u u Q4 2007. nije više raslo, odnosno ostalo je na istom nivou kao u Q3 i iznosi 40,2%.

## 4. Zaposlenost i zarade

**Tabela T4-5. Srbija: troškovi rada i međugodišnji indeksi, 2004–2007**

	Troškovi rada			Međugodišnji indeksi mase ukupnih troškova rada <sup>4)</sup>	
	Masa ukupnih troškova rada, u hiljadama din. <sup>1)</sup>	Jedinični troškovi rada (BDP) <sup>2)</sup>	Jedinični troškovi rada (BDV) <sup>3)</sup>	nominalni	realni
		1	2	3	4
<b>2004</b>	535.159.164	38,6	41,7	123,6	111,4
<b>2005</b>	662.822.868	38,8	40,1	123,9	106,7
<b>2006</b>	805.517.464	40,0	39,1	121,5	108,8
<b>2007</b>	963.461.574	41,9	38,9	119,6	112,4
<b>2005</b>					
Q4	185.745.990	37,0	39,4	124,8	107,1
<b>2006</b>					
Q1	180.227.329	41,9	40,1	124,9	109,0
Q2	196.486.925	39,6	38,6	121,0	106,0
Q3	203.348.767	38,6	38,3	119,3	107,1
Q4	225.454.442	40,0	39,4	121,4	113,3
<b>2007</b>					
Q1	218.080.843	44,8	40,8	121,0	115,4
Q2	235.889.439	42,8	38,6	120,1	116,2
Q3	242.433.477	40,2	38,4	119,0	111,6
Q4	267.057.815	40,2	38,0	118,5	106,9

Izvor: RZS.

Fusnote:

1) Masa ukupnih troškova rada je ocenjena veličina dobijena kao proizvod broja zaposlenih i ukupnih troškova rada, koji uključuju neto platu + 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) Indeks rasta bruto zarada i ukupnih troškova rada su jednakim jer su ukupni troškovi rada su veći od bruto zarade za fiksnih 17,9%.

Napomene:

1) Za računanje mase zarada za Q4 koristimo podatke o zaposlenosti iz oktobra.

**Višegodišnji trend opadanja jediničnih troškova rada u privredi se nastavlja**

Kada posmatramo učešće mase ukupnih troškova rada u BDV iz koje izuzimamo državni sektor i poljoprivrednu, uočavamo da se višegodišnji trend opadanja jediničnih troškova rada u privredi nastavlja<sup>6</sup> (kolona 3 u Tabeli T4-5). Ovakav trend ukazuje na činjenicu da je državni sektor, koji karakterišu minimalna otpuštanja radnika i visok rast prosečne zarade, zapravo taj koji je velikim delom uticao na rast jediničnih troškova rada na agregatnom nivou<sup>7</sup>, i da je, time što je počeo da usporava u Q4 2007, počelo da usporava i učešće ukupnih troškova rada u BDP-u. Pozitivan doprinos smanjenju jediničnih troškova rada u 2007. godini je imalo i smanjenje poreza na lični dohodak koje se primenjuje od januara 2007.<sup>8</sup>

**U javnom sektoru najveći rast plata u Q4 je u zdravstvu i socijalnom radu – 12%, zatim u obrazovanju – 10,5%.**

U javnom sektoru, najveći međugodišnji realni rast bruto plata u Q4 zabeležen je u zdravstvu i socijalnom radu – 12%, a potom i u obrazovanju – 10,5% (Tabela T4-6). U istim sektorima beležimo rast od 11% i 10,3% u platama koje se isplaćuju iz budžeta<sup>9</sup> (Tabela T4-7). U državnoj upravi beležimo značajno usporavanje u rastu plata u Q4 u odnosu na prethodne kvartale, i ono međugodišnje realno iznosi 2,2% (Tabela T4-6), odnosno 0,1% u platama koje se isplaćuju iz budžeta (Tabela T4-7).

<sup>6</sup> Sa izuzetkom Q4 2006. i Q1 2007. godine gde su i plate u privredi bile povučene na gore ogromnim rastom plata u javnom sektoru, pa su samim tim i troškovi rada privremeno skočili.

<sup>7</sup> Za više detalja o troškovima rada u industriji videti odeljak 5. "Privredni rast" u ovom broju QM-a.

<sup>8</sup> Za više detalja o promeni poreza videti odeljak 4. "Zaposlenost i zarade" u QM-u 8.

<sup>9</sup> Podsećamo da budžetski korisnici imaju i sopstvene prihode kojima raspolažu nevezano za budžet.

**Tabela T4-6. Srbija: međugodišnji realni indeksi bruto zarada po delatnostima, 2005–2007**

	2005	Q3 2006	Q4 2006	2006	Q1 2007	Q2 2007	Q3 2007	Q4 2007	2007
Ukupno	107,1	109,7	116,6	111,3	118,5	118,6	114,1	108,2	114,6
Poljoprivreda, šumarstvo i vodoprivreda	112,2	112,4	112,4	114,7	110,2	105,6	108,2	106,3	107,6
Ribarstvo	116,2	93,6	100,5	92,6	78,8	63,6	101,5	103,0	86,7
Vađenje ruda i kamena	100,4	115,5	115,1	113,5	135,4	121,1	111,3	106,4	118,5
Prerađivačka industrija	109,1	113,8	115,8	113,7	114,9	114,7	109,7	106,8	111,6
Proizvodnja električne energije, gasa i vode	104,1	107,1	114,9	106,3	143,0	117,7	110,1	103,8	118,7
Gradevinarstvo	104,5	112,7	119,4	112,9	123,9	126,0	112,9	106,1	117,2
Trgovina na veliko i malo, opravka	111,6	112,0	117,9	114,5	118,7	115,1	113,5	105,1	113,1
Hoteli i restorani	108,3	106,4	108,6	109,5	112,0	114,7	115,6	109,2	112,9
Saobraćaj, skladištenje i veze	104,2	104,0	109,1	108,5	108,5	111,9	108,4	106,9	108,9
Finansijsko posredovanje	110,5	113,9	111,3	112,4	112,9	111,4	105,2	106,7	109,1
Poslovi s nekretninama, iznajmljivanje	111,6	105,8	107,3	103,4	122,0	120,8	116,6	119,0	119,6
Državna uprava i socijalno osiguranje	105,0	107,6	112,5	109,2	111,5	118,3	113,2	102,2	111,3
Obrazovanje	108,2	105,0	112,0	108,9	111,9	118,5	116,3	110,5	114,3
Zdravstveni i socijalni rad	100,0	104,9	125,5	108,5	125,5	130,8	127,2	112,0	123,9
Druge komunalne, društvene i lične usluge	102,6	103,1	111,0	105,0	106,2	111,7	110,6	101,0	107,4

Izvor: RZS, RAD-1.

### **U javnim preduzećima značajno usporio rast plata u Q4**

U javnim preduzećima je značajno usporio rast plata u Q4; međugodišnji realni rast plata u državnim javnim preduzećima iznosio je 5,8%, dok su plate u javnim lokalnim preduzećima međugodišnje pale za oko 2,6%. Znači, zaključujemo da je u Q4 država kontrolisala rast plata nekih budžetskih korisnika, ali da isto nije uspela u zdravstvu i obrazovanju zbog obećanja koja su već bila zacrtana u budžetu (Tabela T4-6).

**Tabela T4-7. Srbija: međugodišnji realni indeksi bruto zarada, detaljniji pregled, 2004–2007**

	Iz budžeta			Javna preduzeća		Ostalo (privreda)	Prosek Srbije
	Administracija svi nivoi	Obrazovanje i kulturna	Zdravstveni i soc. rad	Javna državna	Javna lokalna		
	1	2	3	4	5	6	7
<b>2004</b>	107,4	107,7	110,9	107,9	113,4	114,9	111,4
<b>2005</b>	105,9	106,0	100,8	100,5	103,0	105,2	107,1
<b>2006</b>	109,1	107,2	109,4	110,8	102,9	112,5	111,3
<b>2007</b>	111,1	114,7	123,8	116,7	105,0	114,3	114,6
<b>2005</b>							
Q4	103,0	108,4	102,9	98,1	104,1	102,0	107,6
<b>2006</b>							
Q1	111,5	111,1	102,2	108,9	97,0	113,9	111,0
Q2	102,2	100,8	103,1	109,6	102,8	110,0	108,1
Q3	108,0	104,2	105,0	108,4	102,7	110,3	109,7
Q4	110,5	106,4	98,2	103,4	98,8	103,6	107,5
<b>2007</b>							
Q1	111,5	112,6	125,4	129,8	113,8	117,2	118,5
Q2	118,6	119,2	131,5	118,9	104,5	116,0	118,6
Q3	114,1	116,7	127,5	112,5	104,1	112,9	114,1
Q4	100,1	110,3	111,0	105,8	97,4	107,7	108,2

Izvor: RZS.

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

### **Najveći realni rast plata u privredi u sektoru poslova s nekretninama – 19,6%**

Najveći međugodišnji realni rast plata u privredi zabeležen je u sektoru poslova nekretninama i on iznosi 19,6%. U ovaj sektor po statističkoj klasifikaciji spadaju i iznajmljivanje opreme, kompjuterske aktivnosti, istraživanje i razvoj, i ostale poslovne aktivnosti (arhitektonski biroi, menadžment, reklamiranje i propaganda itd.). Natprosečan porast plata beležimo i u sektoru hotela i restorana, dok u većini ostalih privrednih delatnosti taj rast je između 6 i 7%, tj. ispod nacionalnog proseka od 8,2% (Tabela T4-6).

### **Za celu 2007. najveći realni rast plata u zdravstvu i socijalnom radu – 23,9%**

### **U privatnom sektoru, najveći rast plata u poslovima s nekretninama – 19,6%, potom u gradevinarstvu 17,2%**

Na godišnjem nivou, za 2007. godinu, daleko najveći međugodišnji realni rast plata od 23,9% posmatramo u sektoru zdravstvo i socijalni rad (Tabela T4-7), odnosno 23,8% u platama isplaćenim iz budžeta (Tabela T4-7). Veliki međugodišnji realni rast plata od 18,7% beležimo i u sektoru proizvodnja električne energije, gase i vode, što je u skladu i sa međugodišnjim realnim rastom plata u javnim državnim preduzećima od 16,7% u 2007. godini (Tabela T4-7). Što se tiče privatnog sektora, najveći rast plata beležimo u sektoru poslovi s nekretninama – 19,6%, a potom u gradevinarstvu 17,2% (Tabela T4-6).

## 5. Privredna aktivnost

Posmatrano u celini, 2007. jeste godina visokog privrednog rasta. Realni rast BDP u 2007. procenjujemo na oko 7,2%, a bio bi još viši (8,7%) kada bismo iz privredne aktivnosti isključili poljoprivrednu, koja je imala vrlo lošu sezonu. U poslednjem kvartalu privreda je značajno usporila rast. Međugodišnji realni rast BDP procenjujemo na oko 6,2%, dok je rast nepoljoprivredne BDV iznosio oko 7,7%. Ostvareni rast privrede u Q4 jeste kombinacija vrlo visokog rasta usluga i pada materijalne proizvodnje. U ovom broju QM-a veću pažnju smo obratili na registrovane nepovoljne trendove i na analizu konkurentnosti domaće privrede. Iako je vremenski period koji posmatramo suviše kratak da bismo izveli pouzdane i konačne zaključke, postoje jasne indicije da je usporavanje privredne aktivnosti, koje je i koncentrisano mahom u proizvodnji razmenjivih dobara, delom posledica gubitka konkurentnosti. Industrijska proizvodnja je u Q4 ostvarila međugodišnji rast od 0,4%, a prerađivačka industrija pad od 0,1%. To su ujedno i najlošiji kvartalni rezultati industrije u prethodne dve godine. Građevinarstvo je u Q4 u padu koji procenjujemo na oko 10%. Međugodišnji pad građevinske aktivnosti se delom može objasniti manjim brojem radnih dana u odnosu na Q4 2006. sa kojim se poredi, a koji je posledica nepovoljnijih meteoroloških prilika.

### Bruto domaći proizvod (BDP)

#### Rast BDP u Q4 procenjujemo na 6,2%

Prema preliminarnoj proceni QM-a, zasnovanoj na raspoloživim podacima o rezultatima privredne aktivnosti, a na osnovu metodologije RZS, međugodišnji realni rast BDP u Q4 procenjujemo na oko 6,2% (Tabela T5-1). Ostvareni rast BDP u Q4 je niži od onog iz prva tri kvartala 2007. Posmatrajući ukupan BDP, ali i nepoljoprivrednu BDV, koju smatramo boljim indikatorom privredne aktivnosti, uočavamo da je u Q4 došlo do značajnog usporavanja privredne aktivnosti. I pored navedenog usporavanja, međugodišnji realni rast nepoljoprivredne BDV u Q4 od 7,7% jeste još uvek visok. On je rezultat visokog rasta usluga, koji "prikriva" loše rezultate materijalne proizvodnje<sup>1</sup>. Usluge su u Q4 ostvarile rast od oko 11,3%, dok je materijalna proizvodnja ostvarila pad koji procenjujemo na oko 4%.

#### Usluge imaju visok rast, a materijalna proizvodnja je u padu

Među uslugama prednjače saobraćaj i finansijsko posredovanje s ostvarenim međugodišnjim realnim rastom od oko 20% (Tabela T5-1). Trgovina takođe doprinosi visokom rastu usluga, iako je u Q4 nešto usporila svoj rast koji sada procenjujemo na oko 16,5%. S druge strane, poljoprivreda i građevinarstvo ostvarili su međugodišnji pad proizvodnje od oko 10%, dok je prerađivačka industrija zastala na istom nivou proizvodnje koji je ostvaren u Q4 2006.

**Tabela T5-1. Srbija: bruto domaći proizvod, 2004–2007<sup>1)</sup>**

	Međugodišnji indeksi							Bazni indeks (jan-dec) <sub>07</sub> / (jan-dec) <sub>02</sub>	Učešće 2006		
	2005	2006	2007	2007							
				Q1	Q2	Q3	Q4 <sup>2)</sup>				
Ukupno	106,2	105,7	107,2	108,4	107,7	107,2	106,2	133,7	100,0		
Porezi minus subvencije	110,2	99,8	109,9	113,5	108,1	111,1	110,0	144,7	15,3		
Bruto dodata vrednost u baznim cenama	105,5	106,8	106,7	107,6	107,6	106,5	105,4	131,8	84,7		
Bruto dodata vrednost bez poljoprivrede	107,3	107,9	108,7	109,0	109,3	109,0	107,7	137,9	87,1		
Poljoprivreda	95,1	99,8	91,9	94,5	93,4	91,3	91,0	96,6	12,9		
Prerađivačka industrija	99,9	105,6	104,1	108,7	104,4	104,3	100,2	112,2	16,1		
Građevinarstvo	102,0	107,7	104,5	128,2	109,6	97,8	90,0	131,6	3,5		
Saobraćaj	123,4	129,3	122,4	118,4	121,4	124,2	124,0	247,7	11,5		
Trgovina na veliko i malo	122,0	110,3	118,7	121,5	119,3	118,1	116,5	208,5	12,9		
Finansijsko posredovanje	117,4	117,2	119,8	119,2	120,0	120,0	120,0	197,7	7,4		
Ostalo	102,1	100,5	100,7	99,4	101,8	101,2	101,2	107,0	35,7		

Izvor: RZS.

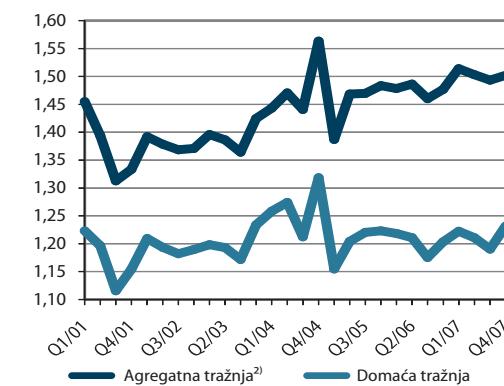
1) U stalnim cenama iz 2002. god.

2) Procena QM-a.

1 Materijalna proizvodnja – poljoprivreda, industrijska proizvodnja i građevinarstvo.

## Domaća tražnja je snažno ubrzala

**Grafikon T5-2. Srbija: kretanje agregatne i domaće tražnje, 2001–2007<sup>1)</sup>**



Izvor: QM na osnovu podataka RZS.

1) U odnosu na BDP.

2) Agregatna tražnja = domaća tražnja + izvoz.

do rekordnog spoljnotrgovinskog deficitu u Q4.

Na Grafikonu T5-2 predstavljeno je kretanje domaće i agregatne tražnje. Domaća tražnja u Q4 ubrzava, dok izvoz usporava svoj rast. Veoma visoka domaća tražnja je dodatno porasla u odnosu na BDP u Q4. Razloge za rast domaće tražnje pre svega vidimo u ekspanzivnoj fiskalnoj politici započetoj još u Q3, a dodatno povećanoj u Q4. Ova ekspanzija se prenela na domaću tražnju u Q4 (Grafikon T5-2). Od ostalih komponenti domaće tražnje: krediti privredi i stanovništvu su zadržali vrlo visok rast, dok je realni rast mase zarada u Q4 značajno usporio i sada je sličan ostvarenom rastu privrede<sup>2</sup>. S druge strane, izvoz je usporio rast prvenstveno pod uticajem usporavanja *krupnog izvoza*<sup>3</sup>. Navedena kretanja su dovela

do rekordnog spoljnotrgovinskog deficitu u Q4. Performanse privrede su u Q4 ipak nešto poboljšane. Jedinični troškovi rada (JRT) smanjeni su u Q4. Došlo je do realnog smanjenja rasta zarada pod uticajem ubrzanja inflacije. Zarade su nominalno zadržale visok rast, ali se on nije ubrzao u Q4 zajedno s inflacijom. Na Grafikonu T5-3 prikazani su jedinični troškovi rada u privredi (iz koje smo isključili državu i poljoprivrednu) i industriji. Poremećaj koji se desio još u Q1, kada su usled visokog realnog rasta zarada JTR naglo porasli, potpuno je amortizovan u Q4 i sada su JTR, uz sezonske oscilacije, ponovo na trendu višegodišnjeg blagog smanjivanja (Grafikon T5-3).

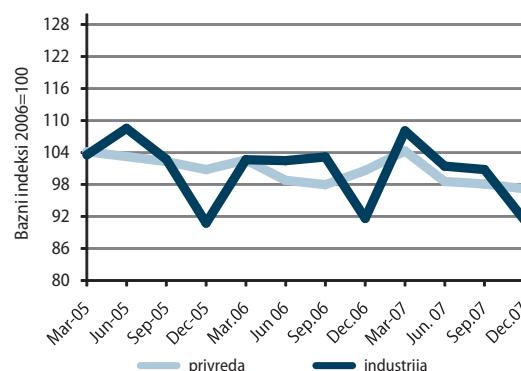
## Jedinični troškovi rada su smanjeni

## Zaustavljen je pad konkurentnosti

Jedinični troškovi rada mereni u evrima (evro-JTR) ukazuju nam na međunarodnu konkurentnost domaće privrede jer definišu najveću domaću troškovnu komponentu (troškove rada) u odnosu na dodatu vrednost. Evro-JTR izračunavamo za prerađivačku industriju, koja proizvodi daleko najveći deo razmenjivih proizvoda, i za ukupnu privredu<sup>4</sup>. Evro-JTR su od 2004. godine porasli između 10% i 15%, što ujedno kvantificuje i pad konkurentnosti domaće privrede u navedenom periodu. 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.

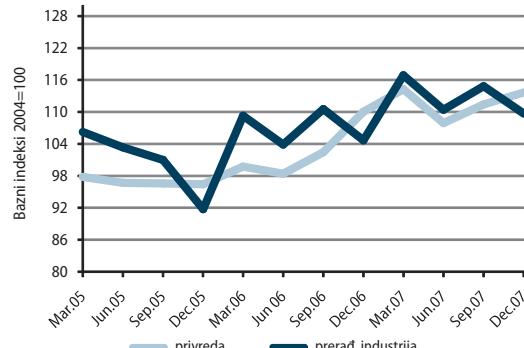
Čini nam se da je trend brzog rasta evro-JTR iz 2006. i s početka 2007. zaustavljen (Grafikon T5-4). U Q4 je dinar nominalno depresirao u odnosu na evro, ali je inflacija bila znatno brža, te je

**Grafikon T5-3. Srbija: realni jedinični troškovi rada u privredi i industriji, 2005–2007**



Izvor: QM na osnovu podataka RZS i NBS.

**Grafikon T5-4. Srbija: Realni evro jedinični troškovi rada u privredi i prerađivačkoj industriji, 2005–2007**



Izvor: QM na osnovu podataka RZS i NBS.

2) Za više detalja videti odeljak 4. "Zaposlenost i zarade" ovog izdanja QM-a.

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

4) Bez sektora države i poljoprivrede.

## 5. Privredna aktivnost

ipak došlo do realne apresijacije dinara. Međutim, ubrzanje inflacije u Q4 se odrazilo i na usporavanja realnog rasta zarada, te je u zbiru ipak došlo do zastoja u rastu evro-JTR (Grafikon T5-4). Ovaj trend usporavanja rasta evro – JTR a moguće i njihovog pada, najverovatnije će se nastaviti u 2008, budući da početkom godine dinar realno depresira<sup>5</sup>.

**U 2007. rast  
BDP od 7,2%, a  
nepoljoprivredne  
BDV od 8,8%**

Posmatrano na godišnjem nivou, rast BDP u 2007. iznosio je visokih 7,2% (Tabela T5-1), dok je rast nepoljoprivredne BDV bio još viši, 8,8%. Na privrednu aktivnost u 2007. najviše je uticao makroekonomski okvir definisan na samom početku godine. Naime, godina je počela s nasleđem ekspanzivne predizborne fiskalne politike iz Q4 2006, čije su se posledice prenele na visoku domaću tražnju u Q1 (Grafikon T5-2). Došlo je i do izuzetno visokog realnog rasta zarada zaposlenih u javnom sektoru, a dogovorena su i njihova dalja povećanja tokom čitave godine. Monetarna politika je od početka 2007. bila restriktivna i uticala je na realnu apresijaciju dinara koja je, uz povremene zastoje, trajala tokom čitave godine.

**Godina je počela  
ubrzanjem privrednog  
rasta...**

Privredna aktivnost je u Q1 snažno ubrzala, pogotovo one delatnosti koje su okrenute ka domaćem tržištu. Od privrednih delatnosti najznačajnije je ubrzala trgovina. Nakon realnog međugodišnjeg rasta iz Q4 2006. od 10% trgovina je u Q1 2007. ostvarila realni međugodišnji rast od 21,5% (Tabela T5-1). Prerađivačka industrija, pogotovo proizvodnja potrošnih dobara, u Q1 beleži rekordan međugodišnji rast<sup>6</sup>. Takođe, usled neuobičajeno tople zime izostao je očekivani sezonski pad u pojedinim segmentima privrede (građevinarstvo i povezane delatnosti), što je dodatno doprinelo izuzetno visokom privrednom rastu u Q1. Uz privrednu aktivnost, povećana domaća tražnja dovela je i do snažnog ubrzanja uvoza.

**...koje je trajalo samo  
dva kvartala**

Da će poljoprivredna sezona biti veoma loša, postalo je izvesno od Q2. Godišnji pad poljoprivrede u 2007. procjenjen je na oko 8%. Privredni rast je i u Q2 ostao vrlo visok: BDP je usporio u odnosu na Q1, ali je nepoljoprivredna BDV u ovom kvartalu dosegla najviši rast u 2007. od 9,5%. U Q3, međutim, primećujemo znake ozbiljnijeg usporavanja privredne aktivnosti. Jedan deo ovog usporavanja možemo pripisati usporavanju domaće tražnje (Grafikon T5-2), što je opet verovatno bila zakasnela posledica nenamerne fiskalne restriktivnosti iz prve polovine godine, kada je bilo na snazi privremeno finansiranje.

**Usporavanje privrede  
jeste kombinacija  
egzogenih  
poremećaja...**

Posmatrajući privrednu aktivnost u Q4, na prvom mestu uočavamo da je došlo do očekivanih egzogenih poremećaja: poljoprivredna proizvodnja bila je vrlo niska. Proizvodnja kukuruza je 35% niža od one koja je ostvarena u 2006. Proizvodnja suncokreta i soje imala je sličan međugodišnji pad, dok je jedino proizvodnja šećerne repe zadržala ostvareni nivo proizvodnje iz 2006. Remont visoke peći dva u preduzeću US Steel Serbia više se, nego u Q3, odrazio kako na izvoz, tako i na usporavanje prerađivačke industrije (Tabela T5-5). Građevinarska aktivnost u Q4 beleži međugodišnji pad delom i zbog promenjenih meteoroloških uslova (manji broj radnih dana nego u Q4 2006).

**...i opadajućeg trenda  
privredne aktivnosti...**

Međutim, i kada isključimo ove poremećaje primećujemo jasan trend usporavanja privredne aktivnosti u Q4. Još uvek ne možemo biti sigurni koji je stvarni razlog ovog usporavanja, ali je moguće da je ono posledica izgubljene međunarodne konkurentnosti domaće privrede. Indikacije koje upućuju da smo se suočili s problemom međunarodne konkurentnosti jesu: (1) veliki jaz između rasta usluga koje su pretežno nerazmenjive i proizvodnje razmenjivih dobara i (2) divergentnost trenda ubrzanja rasta uvoza i trenda proizvodnje razmenjivih dobara.

**...moguće usled  
izgubljene  
konkurentnosti**

Potvrdu gubitka konkurentnosti domaće privrede imamo i u analizi evro-JTR koji su tokom 2007. bili na najvišem nivou od 2004. (Grafikon T5-4). Uticaj promene evro-JTR (kao mere međunarodne konkurentnosti) prenosi se na privrednu aktivnost s određenim zakašnjnjem. Iz tog razloga ne možemo biti potpuno sigurni da li su četiri kvartala 2007. dovoljan vremenski period da bi se materijalizovale nasleđene negativne tendencije iz prethodnog perioda. Za sada imamo više indikacija da se upravo to desilo, ali ostajemo oprezni pri tumačenju usporavanja privredne aktivnosti, dok ne budemo imali više podataka.

<sup>5</sup> Za konačnu ocenu nedostaje nam kretanje zarada i privredne aktivnosti početkom 2008, ali naše procene ukazuju da se evro-JTR smanjuju, jer su JTR mereni u dinarima (Tabela T5-3) duži period približno konstantni, pa su kretanja evro-JTR praktično bila samo pod uticajem kretanja realnog kursa.

<sup>6</sup> Međugodišnji rast industrijske proizvodnje potrošnih dobara u Q1 od 22,4%.

**I u 2008. očekujemo solidan privredni rast...**

Postavlja se pitanje: šta možemo da očekujemo od privredne aktivnosti u 2008. godini. Naše prognoze su umereno optimistične. Privreda je u 2007. godini ostvarila visok rast, i ne izgleda nam da će doći do značajnijih promena početkom 2008. Domaća tražnja će verovatno i dalje ostati vrlo visoka. Ipak, njena struktura, koju ćemo naslediti iz Q4, sada omogućava lakšu kontrolu od strane monetarne i fiskalne vlasti, budući da je sada u njoj smanjeno učešće zarada u poređenju sa strukturom domaće tražnje slične veličine skraja 2006. i u Q1 2007. Takođe, podučeni iskustvom iz prethodnih godina, svesni smo da i u 2008. postoji rizik dodatne fiskalne ekspanzije rebalansom budžeta, koja može da se preslika na dodatno povećanje tražnje.

Sa strane tražnje za izvozom: usporavanje privrednog rasta u svetu će se svakako odraziti na manju tražnju za određenim delom srpskog izvoza. Posledice usporavanja svetske ekonomije se već mogu videti kroz pad cena osnovnih metala. Međutim, cene prehrambenih proizvoda, gde domaća privreda takođe ostvaruje pozitivan spoljnotrgovinski bilans, jesu na istorijskom maksimumu i očekuje se njihov dalji rast i u 2008. Verovatno će ovaj rast cena hrane biti dovoljan da amortizuje negativan uticaj koji će na domaću privredu imati usporavanje svetske tražnje za intermedijarnim proizvodima. U Q4 2007. došlo je do značajnog usporavanja izvoza. Argumenti koji nas upućuju na činjenicu da je usporavanje samo privremeno, tj. da će se izvoz već u Q1 2008. oporaviti jesu: (1) došlo je do zastoja samo *krupnog izvoza*, dok *noseći izvoz* nastavlja rast u nepromjenjenom ritmu<sup>7</sup> i (2) analiza jediničnih troškova rada u Q4 i očekivanja za Q1 2008. ne ukazuju na dramatične poremećaje zbog kojih bi moglo da dođe do promene trenda izvoza.

**...ali postoje i ozbiljni rizici**

No, ne smemo zaboraviti da je 2007. bila izuzetno loša godina za poljoprivredu. Bila bi, međutim, dovoljna jedna sasvim prosečna poljoprivredna sezona u 2008. da "prikrije" loše rezultate ostatka privrede. I na kraju, ali verovatno od presudnog uticaja jeste, inače teško predvidivo – pitanje političke stabilnosti, koje može da dovede do dramatičnih poremećaja u privrednoj aktivnosti.

## Industrijska proizvodnja

**Industrijska proizvodnja je u Q4 ostvarila rast od 0,4%...**

Industrijska proizvodnja je u Q4 na sličnom nivou koji je ostvaren u Q4 2006. – sa ostvarenim međugodišnjim rastom od 0,4%. Rast industrijske proizvodnje u Q4 je najniži međugodišnji rast industrijske proizvodnje u protekle dve godine (Tabela T5-6). U strukturi rasta industrijske proizvodnje izdvaja se, s nešto boljim rezultatom, proizvodnja i distribucija električne energije, vode i gasa (međugodišnji rast od 4,3%). Prerađivačka industrija je zabeležila neznatan međugodišnji pad proizvodnje od 0,1%, dok je vađenje ruda i kamena u Q4 u padu od 4,4% u odnosu na isti period prethodne godine. Ocena industrijske proizvodnje malih preduzeća ukazuje da ona u Q4 imaju znatno brži rast od ostatka industrije, što je uobičajena pojava od 2002<sup>8</sup>.

**Tabela T5-5. Srbija: indeksi industrijske proizvodnje, 2005–2007**

	Međugodišnji indeksi				2007		Bazni indeksi (jan-dec)07/ (jan-dec)02	Učešće 2006
	2005	2006	2007	Q1	Q2	Q3		
Ukupno	100,8	104,7	103,7	104,8	105,2	103,5	100,4	113,7
Vađenje ruda i kamena	102,1	104,1	99,4	102,1	101,4	99,2	95,6	105,7
Prerađivačka industrija	99,3	105,3	104,2	108,5	104,9	103,3	99,9	114,0
Proizvodnja i distribucija el. energije, vode i gasa	106,6	102,2	102,8	94,2	108,7	106,5	104,3	114,6
Ukupno bez osnovnih metala	98,9	103,1	104,2	103,9	104,9	104,4	102,3	105,0
Prerađivačka industrija bez osnovnih metala	96,6	103,2	105,0	107,7	104,4	104,6	102,5	102,1
								64,5

Izvor: RZS.

**...što predstavlja znatno usporavanje**

Kada iz ukupne industrijske proizvodnje i prerađivačke industrije isključimo proizvodnju osnovnih metala, slika je nešto povoljnija, ali se i u ovom slučaju jasno uočavaju negativne

<sup>7</sup> Za više detalja videti odeljak 6. "Platni bilans i spoljna trgovina" ovog izdanja QM-a.

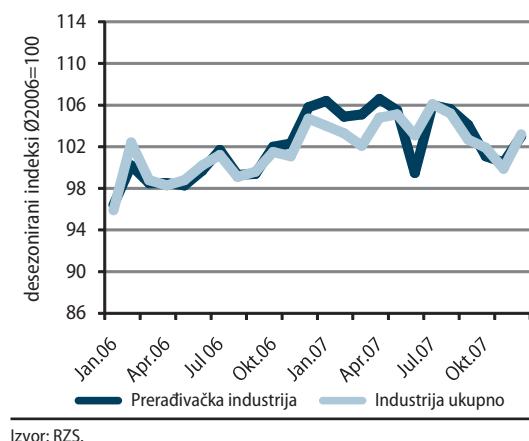
<sup>8</sup> Ocenu rasta industrijske proizvodnje za mala preduzeća objavljuje RZS u saopštenju IN10 i ona se daje na osnovu uzorka od oko 300 preduzeća. Ocena rasta industrijske proizvodnje malih preduzeća ne ulazi u ukupan indeks rasta industrijske proizvodnje.

## 5. Privredna aktivnost

tendencije (Tabela T5-5). Oporavak industrijske proizvodnje osnovnih metala očekujemo već u Q1 2008, jer je završen remont *visoke peći dva* u kompaniji *US Steel Serbia*. Međutim, budući da je uporedno došlo i do pada svetske tražnje za osnovnim metalima, neizvesno je u kojoj meri će doći do navedenog oporavka. Najverovatnije neće doći do obnavljanja dvocifrenih stopa rasta koje su bile karakteristične za proizvodnju osnovnih metala u prethodnih nekoliko godina.

*I desezonirani indeksi ukazuju na usporavanje*

**Grafikon T5-6. Srbija: desezonirani indeksi industrijske proizvodnje, 2006–2007**



Izvor: RZS.

Trendovi u ukupnoj industrijskoj proizvodnji, i posebno prerađivačkoj industriji, najjasnije se vide na desezoniranim indeksima (Grafikon T5-6). Uočava se vrlo visok rast industrijske proizvodnje u prvoj polovini godine, a zatim od Q3 počinje snažno usporavanje. Na Grafikonu se vidi da je usporavanje zaustavljeno u decembru, kada se industrijska proizvodnja ponovo vraća na uzlaznu putanju, ali još uvek ne možemo tvrditi da li je u pitanju stvarni oporavak ili samo privremena oscilacija oko trenda usporavanja. Skloniji smo tumačenju da je u pitanju stvarni pozitivan impuls koji će dovesti do ubrzanja industrijske proizvodnje na početku 2008.

*Industrijska proizvodnja je u 2007. ostvarila rast od 3,7%*

Posmatrano na godišnjem nivou, ukupna industrijska proizvodnja je u 2007. ostvarila solidan rast od 3,7% (Tabela T5-5). Budući da je u drugoj polovini godine došlo do značajnog usporavanja industrijske proizvodnje, ostvareni rezultat jeste znatno ispod očekivanja iz prvog dela godine, kada smo prognozirali rast industrijske proizvodnje od oko 5%. Na godišnjem nivou najbolje rezultate ostvarila je prerađivačka industrija s rastom od 4,2%. Proizvodnja i distribucija električne energije gase i vode – ostvarila je rast od 2,8%, dok je jedino vađenje ruda i kamena imalo negativnu stopu rasta (0,6% niže u odnosu na 2006).

*Prerađivačka industrija usporava*

Prerađivačka industrija je u Q4 ostvarila manji međugodišnji pad proizvodnje od 0,1%, koji predstavlja usporavanje u odnosu na Q3 kada je ostvaren međugodišnji rast od 3,3%. U Tabeli T5-7 predstavljene su oblasti s najvećim učešćem u prerađivačkoj industriji u 2006. godini. To su redom: proizvodnja prehrambenih proizvoda i pića, proizvodnja hemikalija i hemijskih proizvoda, proizvodnja osnovnih metala, proizvodi od nemetalnih minerala, proizvodnja koksa i derivata nafte i proizvodi od gume i plastike.

**Tabela T5-7. Srbija: oblasti sa najvećim učešćem u rastu u 2007, 2005–2007**

	Međugodišnji indeksi								Bazni indeksi (jan-dec)07/ (jan-dec)02	Učešće 2006		
	2005	2006	2007	2007								
				Q1	Q2	Q3	Q4					
Prerađivačka industrija	99,3	105,3	104,2	108,5	104,9	103,3	99,9	114,0	100,0			
Ukupno odabrani sektori	106,5	108,3	103,8	109,7	104,0	102,0	99,9	138,5	68,1			
Proizvodnja prehr. pr. i pića	104,6	105,3	105,8	112,2	107,7	104,2	100,6	117,9	30,0			
Hemijska industrija	103,8	108,3	105,0	105,6	95,3	104,1	115,0	158,5	12,9			
Proizvodnja osnovnih metala	121,8	122,7	98,0	115,1	108,7	92,2	78,9	211,2	10,9			
Proizvodnja pr. od nemetalnih minerala	97,7	106,6	100,3	123,4	98,0	91,9	90,6	92,9	5,4			
Proizvodnja koksa i derivata nafte	97,7	106,6	100,3	81,0	93,5	110,2	105,8	118,4	4,7			
Proizvodnja proizvoda od gume i plastike	109,2	95,8	108,0	105,0	111,0	107,5	108,1	117,8	4,2			
Ostalo	83,9	98,9	105,1	105,9	106,8	106,2	99,8	61,8	31,9			

Izvor: RZS.

### Trendovi različitih oblasti počinju da konvergiraju

U Tabeli T5-7 uočavamo da je u Q4 ostvaren gotovo identičan rast sektora s najvećim učešćem u prerađivačkoj industriji i ostatka prerađivačke industrije. Odlika čitave 2007. godine jeste veća konvergencija u kretanjima pojedinačnih oblasti prerađivačke industrije. Pre 2007. ukupan indeks industrijske proizvodnje u prerađivačkoj industriji bio je zbir potpuno divergentnih kretanja, gde su s jedne strane bile malobrojne uspešne oblasti koje su beležile visok rast, a s druge strane nalazio se ostatak prerađivačke industrije koji je bio u padu (Tabela T5-7). Posmatrano u periodu od 2002. do 2007. godine, vidi se da je šest oblasti s najvećim učešćem u prerađivačkoj industriji povećalo obim proizvodnje za oko 40%, dok su ostale oblasti zabeležile pad od 40%. U 2007. te dve grupacije su ostvarile sličan rast, što ukazuje na završetak perioda tranzisionog restrukturiranja prerađivačke industrije.

### Posmatrano po nameni prednjaci proizvodnja investicionih dobara

Posmatrano po nameni (Tabela T5-8), u Q4 je najviši međugodišnji rast od 3,3% ostvarila proizvodnja investicionih dobara. Pozitivan indeks međugodišnjeg rasta ostvarila je još samo proizvodnja energije, i on je iznosio 3%. S druge strane, proizvodnja intermedijarnih dobara, pod uticajem pada u proizvodnji osnovnih metala, beleži međugodišnji pad od 4,3%. Kada bismo iz proizvodnje intermedijarnih dobara isključili osnovne metale onda bi grupacija proizvodnje intermedijarnih dobara ostvarila međugodišnji rast proizvodnje od 1,5%. Proizvodnja potrošnih dobara takođe beleži međugodišnji pad koji iznosi 2,8%. Kada iz ove grupacije izdvojimo prehrambenu industriju – onda je ovaj pad još značajniji i iznosi 8,2%.

**Tabela T5-8. Srbija: proizvodnja industrijskih proizvoda po nameni, 2005–2007**

	Međugodišnji indeksi								Bazni indeksi	Učešće <sup>5)</sup>
	2005	2006	2007	2007				(jan-dec) <sub>07</sub> / (jan-dec) <sub>02</sub>	2006	
				Q1	Q2	Q3	Q4			
Ukupno	100,6	104,7	103,7	104,8	105,2	103,5	100,4	113,7	100,0	
Energija <sup>1)</sup>	103,9	102,5	101,2	93,0	104,9	105,6	103,0	112,8	23,6	
Investiciona dobra <sup>2)</sup>	74,2	90,0	105,4	97,1	99,1	117,8	103,3	68,1	7,5	
Intermedijalna dobra <sup>3)</sup>	104,9	106,7	104,9	113,6	108,4	102,4	95,7	129,2	32,2	
Intermedijalna dobra bez osnovnih metala	101,5	101,3	107,3	113,1	108,3	105,9	101,5	101,1	24,0	
Potrošna dobra <sup>4)</sup>	101,6	112,0	107,1	122,4	109,1	102,3	97,2	126,0	36,7	
Potrošna dobra bez prehr. industrije	96,3	128,3	109,2	138,7	111,4	99,3	91,8	139,0	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 maština 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 predava 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), petrohemije, građevinski materijal, osnovni metali, podsektor proizvodnje metalnih proizvoda, osim mašina (oblasti 284, 285, 286 i 287 Klasifikacije delatnosti), električne maštine 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.

### Industrijska proizvodnja usporava i kada isključimo egzogene uticaje

Analiza proizvodnje bez osnovnih metala i prehrambene industrije, pomaže nam da bolje razumemo noseće trendove u industrijskoj proizvodnji. Naime, očigledno je da se usporavanje u drugoj polovini godine, na koje ukazuju i desezonirani i međugodišnji indeksi rasta industrijske proizvodnje, samo delom može pripisati egzogenim uzrocima – padu u proizvodnji osnovnih metala ili usporavanju prehrambene industrije, čiji je fizički obim proizvodnje morao biti pod uticajem slabije ponude poljoprivrednih proizvoda. Ostatak industrije je takođe usporavao. U Tabeli T5-8 prikazana je proizvodnja industrijskih proizvoda po nameni u kojoj smo posmatrali proizvodnju intermedijarnih proizvoda bez proizvodnje osnovnih metala, kao i proizvodnju potrošnih dobara bez prehrambene industrije. Uočavamo da je usporavanje industrijske proizvodnje u drugoj polovini 2007. bilo sveobuhvatno i suštinsko, jer usporava proizvodnja intermedijarnih proizvoda bez osnovnih metala, kao i proizvodnja potrošnih dobara bez prehrambene industrije (Tabela T5-8). Još uvek je teško utvrditi zbog čega je došlo do ovog usporavanja, a za sada smo

najbliži objašnjenju da je ono posledica gubitka konkurentnosti domaće industrije, koja je već pomenuta u delu koji se odnosi na ukupnu privrednu aktivnost.

#### ***Stvarni uzrok može biti smanjena konkurentnost***

Na ovom mestu, dodatno smo analizirali dinamiku kretanja industrijske proizvodnje i uvoza potrošnih dobara u 2007. godini. U Q1 je proizvodnja potrošnih dobara ostvarila međugodišnji rast od 22,4%, dok je već u Q4 ostvaren pad u proizvodnji iste grupacije proizvoda od 2,8% (Tabela T5-8). Uvoz potrošnih dobara je u Q1 takođe ostvario visok međugodišnji rast od 25,7%, da bi do Q4 imao potpuno divergentan trend u odnosu na domaću proizvodnju. U Q4 je uvoz potrošnih dobara ostvario međugodišnji rast od 30%. Ova kretanja industrijske proizvodnje i uvoza mogu da ukažu na to da su uvozni proizvodi postali atraktivniji na domaćem tržištu.

### **Građevinarstvo**

#### ***U Q4 građevinarstvo je ostvarilo pad koji procenjujemo na 10% verovatno usled egzogenih uticaja.***

#### ***Indeks proizvodnje cementa smatramo pouzdanim indikatorom građevinske aktivnosti***

Građevinarstvo je u Q4 ostvarilo međugodišnji pad koji procenjujemo na oko 10%. Zbog izraženog sezonskog karaktera građevinarstva, Q4 (kao i Q1) se odlikuje znatno nižom građevinskom aktivnošću u odnosu na Q2 i Q3. Oštре međugodišnje promene u kvartalnom rastu u Q1 i Q4 nisu neuobičajene, jer građevinska aktivnost u ovim kvartalima prvenstveno zavisi od broja radnih dana, koji može značajno da varira u zavisnosti od meteoroloških uslova. Činjenica da su meteorološke prilike u Q4 bile nešto nepovoljnije nego u istom periodu prethodne godine, to je verovatno i razlog međugodišnjeg pada građevinske aktivnosti. Usled sezonski manje građevinske aktivnosti, Q4 ima i manji uticaj na ukupni godišnji rast građevinarstva u 2007. koji je ipak bio pozitivan (4,5%).

Među više neusklađenih indikatora koji opisuju kretanja u građevinarstvu kao najpouzdaniji posmatramo indeks proizvodnje cementa<sup>9</sup> (Tabela T5-9). Proizvodnja cementa u Q4 2007. je 15% niža od proizvodnje iz istog perioda prethodne godine.

**Tabela T5-9. 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	85,0	104,4

Izvor: RZS.

Od ostalih indikatora građevinarstva koje objavljuje RZS: vrednost građevinskih radova u Q4 je nominalno viša za 10,4%, a u stalnim cenama za 5,6%, u odnosu na isti period prethodne godine. Broj radnika na gradilištima je manji za 6,9%, dok je međugodišnji pad ostvarenih časova rada na gradilištima 4,5%.

Neusklađenost podataka između proizvodnje cementa koja u Q4 beleži međugodišnji pad od 15% i vrednosti građevinskih radova koju objavljuje RZS, a koja beleži realni

međugodišnji rast od 5,6%, je verovatno posledica usmerenosti zvanične statistike ka velikim preduzećima. Vrlo je moguće da su velika građevinska preduzeća bila pod većim uticajem fiskalne ekspanzije u Q4 u odnosu na mala, ali još uvek nemamo dovoljno informacija koje bi podržale ovu tezu. Mi smo našu procenu građevinske aktivnosti (pad od oko 10%) pre svega zasnovali na indeksu proizvodnje cementa koji smatramo sveobuhvatnim i pouzdanim.

#### ***Rast građevinarstva u 2007. procenjujemo na oko 5%***

Posmatrano na godišnjem nivou, građevinarstvo je u 2006. godini ostvarilo solidan rast koji procenjujemo na oko 5%. Visokim rastom posebno se ističe Q1 (Tabela T5-9) usled neuobičajeno tople zime. Verovatno je nešto viša građevinska aktivnost u Q1 i odgovorna za usporavanje u narednom periodu (Q2 i Q3) budući da je moralno doći do usklađivanja daljeg rasta sa tražnjom. Q4 je malo pokvario utisak, prvenstveno zbog uticaja egzogenih faktora. Noseći trend građevinarstva i pored nešto niže građevinske aktivnosti u Q4 procenjujemo na solidnih 5 – 10%.

<sup>9</sup> Ispravan indikator bi bila potrošnja cementa, ali nije dostupan na kvartalnom nivou. Istraživanja su pokazala da proizvodnja cementa relativno pouzdano aproksimira potrošnju.

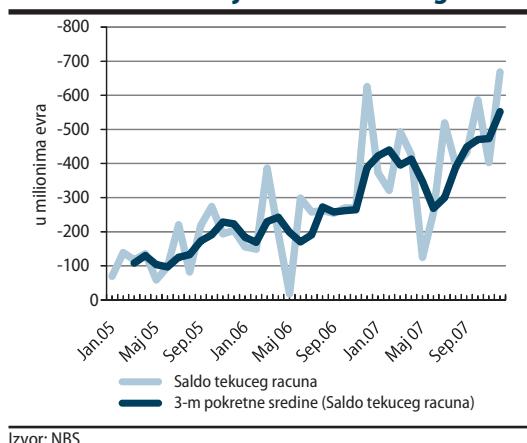
## 6. Platni bilans i spoljna trgovina

Izrazit rast spoljnotrgovinskog deficitu koji karakteriše Q4 2007. godine, determinisan je najvećim delom osetnim usporavanjem izvoza i nepromjenjenom dinamikom rasta uvoza. Značajno usporavanje izvoza u Q4 (sa 29,8% u Q2 i 26,3% u Q3 na 17,1% u Q4) započeto u Q3 jeste, čini se, privremenog karaktera, budući da je prvenstveno posledica egzogenih činilaca. S druge strane, uvoz nastavlja da raste po stopi od 27% na međugodišnjem nivou. To dovodi do veoma niskog stepena pokrivenosti uvoza izvozom koji je u Q4 sveden na svega 44,6%, i beleži najnižu kvartalnu vrednost od Q3 2005. godine. Kapitalni prilivi, u najvećoj meri SDI i privatno zaduživanje, i dalje uspevaju da kompenzuju visok deficit tekućeg računa i da ga premaže za 260 miliona evra, koliko iznosi povećanje deviznih rezervi.

**Deficit tekućeg računa  
1.656 miliona evra u Q4  
(19,3% BDP-a)**

Deficit bilansa tekućeg računa platnog bilansa Srbije u Q4 iznosi 1.656 miliona evra. Izraženo u procentima BDP-a deficit tekućeg računa iznosi 19,3%, i znatno je veći u poređenju s prethodnim kvartalima 2007. godine (11,3% i 17,5% BDP-a u Q2 i Q3, respektivno). U odnosu na isti kvartal prethodne godine kada je iznosio 16,2% BDP-a, on je za 3,1 procentni poen viši. Takvo međugodišnje pogoršanje deficitu tekućeg računa najvećim delom je posledica pogoršanog trgovinskog bilansa.

**Grafikon T6-1. Srbija: deficit tekućeg računa**



Izvor: NBS

Do rasta deficitu tekućeg bilansa dolazi usled usporavanja rasta izvoza (međugodišnja stopa rasta opada sa 26,3%, koliko je iznosila u Q3, na 17,1% u Q4), dok je uvoz nastavio značajno da raste. Stoga možemo reći da je upravo trgovinski bilans glavni "krivac" produbljivanja deficitu tekućeg bilansa u Q4. U manjoj meri pogoršanju tekućeg bilansa doprineli su neto faktorski transferi (kamate plaćene inostranstvu), dok su bespovratni transferi (doznake) i tekući transferi u pozitivnom smeru doprineli međugodišnjoj promeni tekućeg računa.

**Saldo trgovinskog bilansa dostiže 1.960 miliona evra, čak 23% BDP-a**

Lošoj slici tekućeg računa je upravo doprineo spoljnotrgovinski deficit, koji je u apsolutnom iznosu dostigao 1.960 miliona evra za poslednja tri meseca 2007. godine, i čini 23% BDP-a. Ako izuzmemos uticaj egzogenih faktora i prepostavimo da je međugodišnja stopa rasta ukupnog izvoza jednaka međugodišnjem povećanju nosećeg izvoza<sup>1</sup> od 31,7% u Q4 (odeljak "Izvoz", Tabela T6-7), ukupan izvoz bi iznosio približno 1.940 miliona evra, što bi dovelo do spoljnotrgovinskog deficitu koji bi bio za 2,5% BDP-a niži od aktuelnog.

**Naglo usporavanje rasta izvoza posledica egzogenih činilaca i, nadamo se, samo privremeno**

Međugodišnji rast izvoza u Q4 prema metodologiji NBS iznosi 17,1%<sup>2</sup>, i drastično je usporio u odnosu na prethodne kvartale (međugodišnji rast od 34,4% u Q1, 29,8% u Q2 i 26,3% u Q3). Najvećim delom, ovakva dinamika izvoza je posledica egzogenih činilaca (smanjenje izvoza metala zbog remonta visoke peći US Steel-a i zbog slabijeg izvoza poljoprivrednih proizvoda<sup>3</sup>) i samim tim privremenog (što ukazuje i dalje visok nivo stope rasta nosećeg izvoza<sup>4</sup>).

<sup>1</sup> Ukupni izvoz iz koga su isključeni gvožđe i čelik, obojeni metali, povrće i voće i žitarice (videti odeljak: "Izvoz")

<sup>2</sup> 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.

<sup>3</sup> Kako smo istakli u prethodnom broju QM-a, smanjen izvoz poljoprivrednih proizvoda je posledica suše i administrativnih zabrana izvoza osnovnih žitarica (videti QM 10). Kako je najavljen očekuje se produženje ove Uredbe sve dok ne budu poznati rezultati ovogodišnje žetve.

<sup>4</sup> Videti odeljak: "Izvoz" u ovom tekstu.

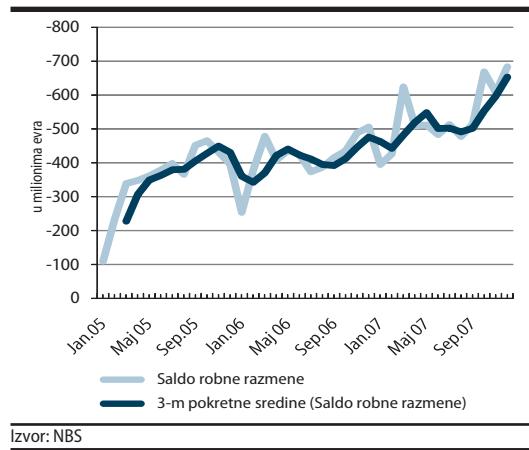
## 6. Platni bilans i spoljna trgovina

### Nepromenjena dinamika uvoza

Međugodišnja stopa rasta uvoza je nepromenjena u odnosu na prethodni kvartal (27,0%). Ovakva dinamika u Q3 i Q4 od 27,0% – niža je u odnosu na Q1 kada je međugodišnje uvoz porastao po stopi od 32,2%, a viša u odnosu na međugodišnje povećanje u Q2 (24,1%). Uvoz iznosi 3.695 miliona evra i čini čak 43,2% BDP-a (što je skoro nepromenjeni procentualni iznos u BDP-u tokom cele godine).

Uvoz je apsolutno porastao za 785 miliona evra u odnosu na Q4 2006. godine, dok je apsolutni porast izvoza bio 255 miliona evra, što je dovelo do pogoršanja spoljnotrgovinskog deficitu za 530 miliona.

### Grafikon T6-2. Srbija: spoljnotrgovinski deficit



Izvor: NBS

Saldo usluga je takođe negativan i iznosi skoro 30 miliona evra. Na međugodišnjem nivou i prihod i rashod po osnovu usluga pokazuju niske stope rasta (8% i 6%, respektivno). Rastu izvoza usluga u najvećoj meri doprinose saobraćaj (80%) i investicioni radovi (42%). Saobraćaj je zadržao identičnu dinamiku iz Q3 (31% međugodišnja stopa rasta), dok su prihodi od investicionih radova uvećani za 75,5% u odnosu na Q4 2006. S druge strane, saobraćaj najviše doprinosi povećanju rashoda salda usluga (114%), dok najveću međugodišnju stopu rasta beleže komunikacije (49%). Saldo robe i usluga zajedno čini 23% BDP-a, s tim što je deficit računa usluga skoro zanemarljiv i čini samo 0,3% BDP-a.

### Tekući transferi u Q4

402 miliona evra

Tekući transferi u Q4 iznose 402 miliona evra (4,7% BDP-a) i apsolutno su viši za 81 milion evra u poređenju sa Q4 2006. godine. Nešto je veći odliv efektive sa deviznih računa građana, ali je to kompenzovano istovremeno većim prilivom u Q4. Priliv doznaka i efektive na devizne račune građana iznosi 385 miliona. Tako je ovaj saldo negativan (-17,4 miliona evra) i niži za oko 30 miliona u odnosu na kraj 2006. godine. Neto priliv strane efektive kroz menjačke poslove iznosi 230 miliona evra. Neto devizni računi stranih lica su u Q4 2007. zabeležili pozitivan saldo od 78 miliona evra (Tabela T6-3).

Neto faktorski transferi (kamate) zabeležili su međugodišnji pad od 79,3% i na nivou su apsolutnog iznosa Q3 – neto kamate plaćene inostranstvu iznose 140 miliona evra.

Suficit kapitalnog računa iznosi 2.027 miliona evra u Q4 2007. godine, čime se pokriva izrazit deficit tekućeg računa i povećavaju devizne rezerve NBS za 260 miliona evra.

Neto srednjoročno i dugoročno zaduživanje u Q4 iznosi 1.011 miliona evra (videti Tabelu T6-3). Dodatno srednjoročno i dugoročno zaduživanje je veoma visoko i iznosi 1.750 miliona evra (što je međugodišnje povećanje od 50%), dok je inostranstvu otplaćeno 739 miliona evra po osnovu ranijeg dugoročnog zaduživanja. Snažno srednjoročno i dugoročno zaduživanje privrede se nastavlja u Q4 i od ukupnog dodatnog zaduživanja po ovom osnovu najveći deo je upravo zaduživanje privrede (928 miliona evra, neto).

Neto kratkoročni krediti su takođe porasli u Q4 (313 miliona evra zbirno za ova tri meseca). Banke se u ovom periodu u neto iznosu zadužuju, dok se privreda razdužuje. Iznos od 330 miliona evra dodatnog neto kratkoročnog zaduživanja banaka je dvostruko veći u poređenju s istim periodom prethodne godine i takođe veći za 2,6 puta u odnosu na Q3 2007.

Najizraženije, kako kratkoročno tako i dugoročno neto zaduživanje banaka – zabeleženo je u decembru (srednjoročni i dugoročni krediti 800 miliona evra, a kratkoročni 232 miliona evra).

Ostali kapitalni prilivi su pokazali značajan apsolutan iznos u Q4 od 513 miliona evra, i to pre svega zahvaljujući rastu nove devizne štednje iz zemlje (posebno u novembru zbog nedelje štednje, kada su prilivi dostigli 307,6 miliona evra – duplo više od iznosa nove devizne štednje u oktobru i decembru)<sup>5</sup>.

<sup>5</sup> Do povećane devizne štednje dovela je visoka kamata na štednju koju su banke ponudile u toj nedelji (detaljnije videti u odeljku 8).

### Nedelja štednje glavni razlog značajnog rasta nove devizne štednje

**Tabela T6-3. Srbija: platni bilans, 2005–2007<sup>1)</sup>**

	2005	2006	2007	2005		2006				2007			
				Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
<b>godišnje, u milionima evra</b>													
<b>TEKUĆE TRANSAKCIJE</b>	-1.805	-3.137	-4.994	-519	-671	-689	-511	-773	-1.165	-1.186	-806	-1.346	-1.656
Robni bilans	-4.280	-4.983	-6.413	-1.216	-1.292	-1.110	-1.268	-1.176	-1.428	-1.445	-1.504	-1.505	-1.959
Izvoz robe	4.007	5.111	6.444	1.020	1.163	1.030	1.228	1.371	1.482	1.383	1.594	1.731	1.736
Porast (12-m, u %)	34	28	26	24	19	27	21	34	27	34	30	26	17
Uvoz robe	-8.287	-10.093	-12.858	-2.236	-2.455	-2.140	-2.496	-2.547	-2.910	-2.829	-3.098	-3.236	-3.695
Porast (12-m, u %)	0	22	27	15	-8	43	19	14	19	32	24	27	27
Bilans usluga	-5	-41	-11	0	-22	-19	2	14	-38	6	-6	17	-28
Kamate, neto	-260	-330	-498	-56	-62	-65	-99	-88	-78	-106	-110	-142	-140
Tekući transferi	2.472	2.031	1.729	687	586	468	808	434	321	318	776	233	402
Otkup deviza, neto	1.632	1.447	1.103	445	303	289	593	284	281	194	412	201	296
Devizni računi stranih lica	460	259	378	151	202	175	61	32	-10	111	163	26	78
Donacije	268	185	200	66	120	37	46	43	59	42	38	51	69
<b>GREŠKE I PROPUSTI</b>	-384	-258	-192	-130	-179	-57	-19	-47	-134	-165	-20	105	-111
<b>KAPITALNE TRANSAKCIJE</b>	3.863	7.635	6.126	1.104	1.587	1.129	1.616	2.359	2.531	1.161	1.233	1.705	2.027
Strane direktnе investicije (SDI)	1.248	4.348	1.942	496	250	180	608	1.778	1.782	614	-5	539	795
Zaduživanje i ostali prilivi	2.615	3.286	4.184	608	1.337	949	1.008	581	749	547	1.238	1.166	1.233
Srednjoročni i dugoročni krediti	1.820	3.156	3.149	388	819	456	1.239	777	683	534	954	649	1.011
Prevremenata otplata duga i kamata države <sup>2)</sup>	...	...	...	0	0	0	-188	-188	-683	-143	45	12	29
Ostalo <sup>3)</sup>	795	130	1.036	220	518	493	-43	-9	749	156	239	505	192
<b>DEVIZNE REZERVE NBS<sup>4)</sup>, neto (korišćenje: +)</b>	-1.675	-4.240	-941	-454	-738	-382	-1.086	-1.539	-1.232	191	-407	-465	-260
<b>PRO MEMORIA</b>													
Sopstvene rezerve NBS <sup>5)</sup>	-680	-1.666	-1.016	-185	-225	-85	-347	-180	-1.052	276	-373	-347	-572
<b>u % BDP-a odgovarajućeg perioda</b>													
Izvoz robe	19,0	20,5	21,6	18,5	19,8	19,9	20,7	20,9	20,6	21,5	22,3	22,6	20,3
Uvoz robe	-39,3	-40,6	-43,1	-40,5	-41,7	-41,3	-42,1	-38,8	-40,4	-43,9	-43,3	-42,2	-43,2
Bilans robne razmene	-20,3	-20,0	-21,5	-22,0	-21,9	-21,4	-21,4	-17,9	-19,9	-22,4	-21,0	-19,6	-22,9
Bilans tekućih transakcija	-8,6	-12,6	-16,7	-9,4	-11,4	-13,3	-8,6	-11,8	-16,2	-18,4	-11,3	-17,5	-19,3
BDP u evrima <sup>6)</sup>	21.108	24.877	29.845	5.517	5.888	5.180	5.932	6.569	7.196	6.449	7.158	7.673	8.563

Izvor: Tabela P-8. u Analitičkom prilogu.

1) Originalni podaci u US dolarima konvertovani su u evre na mesečnom nivou po mesečnom proseku zvaničnih dnevних srednjih kurseva NBS.

2) Uključuje prevremenu otplate duga i kamata MMF-u i Svetskoj banci.

3) Kratkoročni robni krediti, neplaćen uvoz nafta 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 drzave.

6) Konverzija godišnjeg BDP u evru je urađena po prosečnom godišnjem kursu (prosek zvaničnih dnevnih srednjih kurseva NBS); BDP 2006 - Procena FREN-a.

### SDI 795 miliona evra u Q4

Strane direktnе investicije u Q4 iznose 795 miliona evra, i za 55% su niže u odnosu na Q4 2006. godine. Od ukupnog iznosa SDI, 100 miliona evra predstavljaju portfolio investicije.

Visoki kapitalni prilivi dovode do apsolutnog porasta deviznih rezervi od 260 miliona evra. Ovakav rast deviznih rezervi u Q4 je komparativno niži ako posmatramo Q2 i Q3, kada je njihov rast iznosio 465 i 406 miliona evra, respektivno. Takođe, možemo zapaziti da je povećanje deviznih rezervi u Q4 2007. samo jedna četvrtina njihovog porasta u Q4 2006. godine. Naime, i pored značajnih 795 miliona evra SDI, i veoma visokog kreditnog zaduživanja, negativna dinamika rasta deviznih rezervi jeste u najvećoj meri posledica deficitu tekućeg bilansa, naročito stalno prisutnog problema niskog izvoza i visokog uvoza, koji je još više naglašen u Q4.

**Deficit tekućeg računa dostiže pet milijardi evra u 2007. (16,7%BDP-a...)**

**...najvećim delom izazvan trgovinskim deficitom od 6,4 milijarde evra**

Prema podacima NBS ostvareni deficit tekućeg računa u 2007. godini iznosi 4.994 miliona evra ili 16,7% BDP-a. Ostvaren deficit u 2007. godini je viši za 4,1 procentni poen u odnosu na deficit 2006. (12,6% BDP-a u 2006). Ovako visok spoljni deficit u Srbiji u kratkom roku ne predstavlja opasnost koja bi vodila krizi realnog sektora<sup>6</sup>. Međutim, razlog za zabrinutost svakako postoji, naročito što ovako pogoršan saldo tekućeg računa zahteva povećano zaduživanje i samim tim veći rizik od nemogućnosti otplate uzetih dugova.

Ono što odlikuje 2007. godinu jeste usporavanje izvoza (pod uticajem eksternih faktora) i konstantan trend rasta uvoza. To je doveo do veoma visokog deficitu trgovinskog bilansa od 6.413 miliona evra<sup>7</sup> u 2007. godini, 21,5% godišnjeg BDP-a (Tabela T6-3). Izvoz usporava i takvo kretanje je u najvećoj meri izazvano međugodišnjim smanjenjem krupnog izvoza, i u okviru

<sup>5)</sup> "Monetarni tokovi i politika", poglavlje: Bankarski sektor, plasmani i izvori finansiranja).

<sup>6)</sup> Videti Peter Sanfey, "Deficit tekućeg računa u Srbiji: uzroci, razlozi za zabrinutost i posledice", Pod lupom 1, u: QM 10.

<sup>7)</sup> Metodologija NBS (f.o.b)

## 6. Platni bilans i spoljna trgovina

njega međugodišnjim smanjenjem gvožđa i čelika, obojenih metala, žitarica i usporavanjem rasta izvoza povrća i voća (videti odeljak "Izvoz"). S druge strane, međugodišnji porast uvoza se delimično objašnjava velikim međugodišnjim rastom BDP-a. Ako imamo u vidu da je nominalni godišnji BDP u evrima u 2007. viši 20% u odnosu na ostvareni godišnji BDP 2006. godine, u perspektivi razumemo i istovremeni porast uvoza od 27%. Znači, dinamika rasta uvoza u 2007. godini blago nadmašuje ostvareni godišnji rast nominalnog BDP u evrima, što dovodi do konstantno visokog učešća uvoza u BDP-u (43% na nivou godine). Učešće uvoza u BDP-u od 43,1% je na nivou proseka ovog indikatora u drugim zemljama, dok izvoz čini 21,6% BDP-a, i znatno je ispod nivoa u tim zemljama i njegovog prošlogodišnjeg nivoa (Tabela T6-4).

**Tabela T6-4. Uvoz, izvoz i trgovinski deficit, zemlje u regionu**

	Hrvatska	BiH	Bugarska	Rumunija	Mađarska	Srbija
u % BDP						
Izvoz roba i usluga	49,3	36,0	60,8	33,3	68,1	27,9
Uvoz roba i usluga	-56,5	-80,1	-77,4	-43,5	-68,9	-48,1
Trgovinski deficit	-7,2	-44,1	-16,6	-10,3	-0,8	-20,2

Izvor: Centralne banke navedenih zemalja, NBS.

Napomena: Srbija, podaci za 2006, ostale zemlje 2005.

Godišnji saldo računa tekućih transfera iznosi 1.730 miliona evra (5,8% BDP-a), a godišnji saldo bespovratnih transfera je 200 miliona evra i čini 0,7% godišnjeg bruto domaćeg proizvoda.

Kapitalni prilivi tokom 2007. godine od 6.123 miliona evra – bili su dovoljno veliki da pokriju visok deficit tekućeg računa i da dovedu do povećanja deviznih rezervi NBS za 914 miliona evra. Dodatno neto srednjoročno i dugoročno zaduživanje u 2007. iznosi 3.150 miliona evra, a kratkoročno neto zaduživanje je 337 miliona evra. Ostali kapitalni prilivi na nivou godine su 1.315 miliona evra. U toku cele 2007. godine SDI su iznosile 1.942 miliona evra. U 2007. ovakvim iznosom i strukturom kapitalnih priliva pokriven je visok deficit tekućeg računa, ali se postavlja pitanje šta očekivati u budućnosti.

### Spoljni dug

**UQ4 spoljni dug dostiže  
17,8 milijardi evra uz  
dinamiku pada javnog  
duga i rast privatnog  
stranog duga**

Spoljni dug Srbije na kraju 2007. po podacima NBS, iznosi 17.789 miliona evra (Tabela T6-6). Učešće u BDP-u se povećalo na 59,6%, što je dva procentna poena više od učešća duga samo tri meseca ranije.

Prema prvom indikatoru zaduženosti (ukupan dug Srbije posmatran kao učešće u BDP-u) prikazanim u Tabeli T6-5 – Srbija je umereno zadužena zemlja. Međutim, ako posmatramo indikator koji stavlja u odnos ukupan dug i izvoz roba i usluga<sup>8</sup>, dobijamo drugačiju sliku. Spoljni dug Srbije koji je skoro 2,2 puta veći od ostvarenog ukupnog godišnjeg izvoza roba i usluga govori da je – Srbija značajno zadužena (Tabela T6-5).

**Tabela T6-5. Ukupan spoljni dug u BDP i izvozu robe i usluga za Srbiju i zemlje regiona, 2006**

	Albanija	Mađarska	Rumunija	Bugarska	Hrvatska	BiH	Makedonija	Srbija*
u %								
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, Transition report (2007).

\*Podaci za Srbiju izvor NBS.

Javni spoljni dug je zadržao dinamiku smanjivanja i sada iznosi 20,6% BDP-a (Tabela T6-6). Učešće javnog spoljnog duga u ukupnom spoljnom dugu iznosi 34,5% u decembru 2007, što je

<sup>8</sup> Ovaj indikator se u poslednje vreme često navodi kod određivanja mere zaduženosti zemlje. Svetska banka i MMF tačnije stavljaju u odnos neto sadašnju vrednost duga i izvoza. "Nizak dug" se odnosi na neto sadašnju vrednost (NSV) duga ispod 100% izvoza, "Srednji dug" se odnosi na NSV između 100 i 150% izvoza, dok se za "Visok dug" smatra NSV duga od najmanje 150% izvoza. Neto sadašnja vrednost duga je suma svih kratkoročnih dugova plus diskontovana suma svih budućih otplata po osnovu javnog i privatnog dugoročnog zaduživanja (World Development Indicators, 2002).

znatno niže u poređenju sa 43,1% krajem 2006. godine. Međutim, ovakvo smanjivanje može da bude prividnog karaktera, budući da je deo javnog duga Srbije indeksiran u dolarima, a da je došlo do značajnog slabljenja dolara u ovom periodu.

S druge strane, dinamiku rasta je zadržao privatni strani dug koji iznosi 11.660 miliona evra i čini 39,1% BDP-a.

Dugoročni spoljni privatni dug iznosi 10,4 milijarde evra, od čega je 73% dug privrede, a ostatak dug bankarskog sektora.

**Tabela T6-6. Srbija: struktura spoljnog duga 2005–2007**

	2005	2006	2007			
			Mar.	Jun	Sep.	Dec.
<b>stanje na kraju perioda, u milionima evra</b>						
Ukupan spoljni dug (U % BDP-a)	13.064 61,9	14.884 59,8	14.858 56,8	15.689 57,3	16.361 57,5	17.789 59,6
Javni spoljni dug (U % BDP-a)	7.714 36,5	6.420 25,8	6.241 23,9	6.253 22,6	6.210 21,5	6.130 20,6
Dugoročni od čega MMF	7.630 732	6.363 185	6.185 0	6.197 0	6.157 0	6.096 0
Kratkoročni	84	57	56	56	53	34
Privatni spoljni dug (U % BDP-a)	5.350 25,3	8.464 34,0	8.617 33,0	9.436 34,5	10.151 35,6	11.659 39,1
Dugoročni od čega banke	4.156 1.260	7.263 2.929	7.669 2.906	8.532 2.704	9.152 2.628	10.372 2.801
od čega privreda	2.895	4.334	4.763	5.828	6.524	7.571
Kratkoročni od čega banke	1.194 924	1.201 942	948 701	904 808	999 875	1.287 1.163
od čega privreda	271	259	247	96	123	124
Neto spoljni dug <sup>1)</sup> , (u% BDP-a)	38,4	23,4	23,1	23,5	24,0	27,2

Izvor: NBS.

1) Ukupni spoljni dug umanjen za devizne rezerve NBS.

U Q4 primetno je povećano kratkoročno zaduživanje bankarskog sektora. Banke su se u ovom periodu zadužile više nego duplo u odnosu na prethodni tromesečni period. Ovakav trend porasta kratkoročnog zaduživanja se delimično može objasniti izjednačenjem stope obavezne rezerve na dugoročne i kratkoročne kredite banaka u drugoj polovini 2007.

Ukupnom porastu stranog privatnog duga banke su doprinele sa 30,6%, ostatak je doprinos zaduživanja privrede (69,4%)<sup>9</sup>.

## Izvoz

### Izvoz usporava rast

Robni izvoz je u Q4 značajno usporio rast (15,2% u Q4 prema 27,3% u Q3, Tabela T6-7). Tendencija usporavanja ukupnog robnog izvoza počela je da se ispoljava u avgustu, da bi kulminirala u novembru i decembru<sup>10</sup> (respektivne međugodišnje stope rasta po mesecima od avgusta su 25,4%, 19,8%, 19,1%, 13,0% i 13,5%). Usled usporavanja rasta robnog izvoza stepen pokrivenosti uvoza izvozom je u Q4 sveden na svega 44,6%, što je najniža pokrivenost od Q3 2005. godine. Usporavanje izvoza je najvećim delom prouzrokovano usporavanjem krupnog izvoza<sup>11</sup> (Tabela T6-7).

Na godišnjem nivou je takođe zabeleženo usporavanje robnog izvoza (25,9% u 2007. prema 34,1% u 2006), koje je dosta blaže ukoliko zanemarimo remont u U.S. Steel-u i zabranu izvoza žitarica (28,4% u 2007. prema 32,9% u 2006).

9 Doprinos porastu duga računamo kao učešće apsolutnih promena njegovih komponenti u njegovoj apsolutnoj promeni.

10 Vremenske serije koje su predmet analize obuhvataju spoljnotrgovinsku razmenu sa Crnom Gorom od jula meseca 2005. godine.

11 Krupni izvoz: gvožđe i čelik, obojeni metali, povrće i voće i žitarice.

## 6. Platni bilans i spoljna trgovina

*... pre svega zbog usporavanja krupnog izvoza*

**Tabela T6-7. Srbija: izvoz, međugodišnje stope rasta, 2005–2007**

	Učešće u ukupnom izvozu u 2007.	2007				2006				2007			
		Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
		u %				u mil. evra				međugodišnji rast (u %)			
Ukupno	100,0	1.391	1.594	1.728	1.698	38,0	36,7	35,3	28,7	34,6	29,8	27,3	15,2
Krupni (dominantni) izvoz	29,7	455	481	556	409	32,7	13,1	55,0	45,9	36,1	29,1	19,4	-17,4
Gvožde i čelik	12,5	213	222	221	149	2,2	24,7	92,5	43,4	61,5	29,1	9,7	-20,6
Obojeni metali	7,9	120	129	137	121	79,9	53,5	58,8	73,3	11,9	18,6	17,6	-21,5
Povrće i voće	5,3	57	75	118	89	88,0	31,9	20,5	26,9	30,3	59,2	29,7	17,1
Žitarice i proizvodi	3,9	65	55	80	50	88,0	31,9	21,2	29,6	26,6	23,2	40,7	-35,3
Noseći izvoz	70,3	936	1.113	1.171	1.289	23,2	26,2	26,8	21,4	33,9	30,1	31,5	31,7
Jezgro	32,7	444	515	559	581	29,6	24,0	26,8	26,0	30,9	35,2	28,6	24,0
Odeća	5,1	77	74	86	88	8,6	1,4	19,1	28,0	31,6	31,0	28,1	19,4
Razni gotovi proizvodi,nigde pomenuti	4,3	51	64	79	84	34,8	21,8	7,2	4,5	6,0	17,1	34,2	39,4
Proizvodi od metala,nigde pomenuti	4,8	60	81	83	87	24,1	14,7	68,8	50,8	76,6	60,5	33,1	24,7
Proizvodi od kaučuka	3,3	55	54	50	51	24,1	14,7	10,0	17,7	16,2	17,9	4,8	0,0
Električna mašine,aparati i uredaji	3,6	42	58	63	71	19,7	9,5	70,5	56,1	77,6	81,2	66,7	48,8
Organiski hemijski proizvodi	3,0	43	39	50	59	61,4	69,6	16,9	36,0	42,8	71,4	46,3	30,4
Plastične materije u primarnim oblicima	2,2	30	36	35	38	30,2	11,7	35,7	3,8	-7,4	8,2	8,3	13,6
Obuća	2,3	35	37	41	36	45,2	19,4	21,6	22,2	34,9	18,1	10,9	11,2
Hartija,karton i proizvodi od celuloze	2,0	27	34	34	34	20,2	72,1	18,0	22,1	12,3	35,6	23,0	21,0
Proizvodi od nemetalnih minerala	2,1	25	37	39	34	32,5	33,8	34,2	26,0	55,3	32,0	28,1	22,4
Ostalo	37,6	492	598	612	708	13,4	29,4	26,8	17,5	36,7	26,0	34,2	38,7

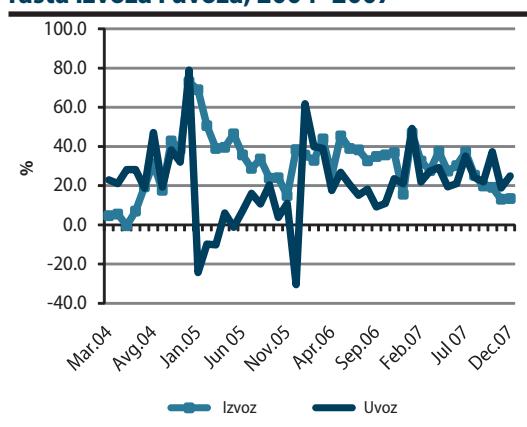
Izvor: RZS.

Ukupan izvoz smo dezagregirali na dva velika segmenta – *krupni izvoz* i *noseći izvoz*. *Krupni izvoz* uključuje odseke (kategorije) Standarne međunarodne trgovinske klasifikacije (SMTK) čiji je pojedinačni udio 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. Izuzimajući krupni izvoz iz ukupnog izvoza dobijamo tzv. *noseći izvoz*, koji dalje dezagregiramo na *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 krupni izvoz i jezgro.

*Izvoz gvožđa i čelika u Q4 zbog remonta u U.S. Steel-u drastično opada*

Usporavanje rasta ukupnog izvoza jeste dobrom delom prouzrokovano značajnim smanjenjem izvoza *gvožđa i čelika* (-20,6% u Q4 prema 9,7% u Q3, Tabela T6-7). Negativna dinamika izvoza tih proizvoda uočava se od avgusta meseca (međugodišnje stope od 4,1%, -5,5%, -18,6%, -22,4% i -20,9%), što je prouzrokovano remontom druge visoke peći u U.S. Steel-u, ali i mogućim smanjenjem tražnje na svetskom tržištu.<sup>12</sup> Ovo je uticalo na značajno usporavanje rasta izvoza gvožđa i čelika na godišnjem nivou (16,2% u 2007. prema 38,9% u 2006.), što je doprinos ovih dobara prirastu ukupnog izvoza svelo sa 14,9% u 2006. na 8,5% u 2007. godini. Remont visoke peći je okončan krajem 2007, te je izgledan oporavak proizvodnje i izvoza.

**Grafikon T6-8. Srbija: međugodišnje stope rasta izvoza i uvoza, 2004–2007**



Izvor: RZS.

Značajno je podbacio i izvoz *obojenih metala* (-21,5% u Q4 prema 17,6% u Q3, Tabela T6-7). Ta komponenta izvoza ima veoma negativnu dinamiku posmatrano od avgusta meseca (međugodišnje stope rasta od 9,8%, 4,6%, -14,7%, -31,0%, i -17,2%). Pad izvoza obojenih metala ima dva razloga. Prvi je – smanjenje tražnje za aluminijumom, na šta ukazuje njegovo međugodišnje pojeftinjenje od oko 8% za tromesečne isporuke. Drugi razlog jeste smanjenje izvezenih količina bakra, što je prouzrokovalo oštar pad njegove vrednosti. U prilog ovog argumenta ide činjenica da je cena

12 O remontu druge visoke peći videti Kvartalni monitor broj 10, deo koji se odnosi na privrednu aktivnost – okvir 3.

*Opada i izvoz obojenih metala i to usled pada tražnje za aluminijumom i značajnog količinskog smanjenja izvoza bakra*

bakra, međugodišnje posmatrano, ostala približno ista. Negativna dinamika izvoza obojenih metala u drugoj polovini 2007. godine u velikoj meri je doprinela njegovom usporavanju na godišnjem nivou (4,2% u 2007. prema 67,2% u 2006.).

#### **Izvoz povrća i voća takođe usporava rast**

Treća značajna komponenta krupnog izvoza koja je usporila rast jeste izvoz *povrća i voća* (17,1% u Q4 prema 29,7% u Q3, Tabela T6-7), što je rezultat usporavanja rasta izvoza u novembru i decembru mesecu (respektivne međugodišnje stope rasta od 16,3% i 8,1%). Moguće da je u Q4 došlo do privremenog kolebanja na inače vrlo visokom trendu rasta izvoza *povrća i voća* koji je na godišnjem nivou zabeležio snažno ubrzanje (31,5% u 2007. prema 19,1% u 2006.).

#### **Izvoz žitarica se u Q4 zbog administrativnih mera oštro smanjuje**

Konačno, poslednja stavka krupnog izvoza – izvoz *žitarica i proizvoda* nastavila je dinamiku pada koja je počela još u septembru mesecu (-35,3% u Q4 prema 40,7% u Q3, Tabela T6-7). Respektivne međugodišnje stope rasta ovih proizvoda od septembra iznose: -40,0%, -15,3%, -37,3% i -46,5%. Negativna dinamika izvoza *žitarica i proizvoda* direktna je posledica donošenja Uredbe o privremenom ograničenju izvoza određenih vrsta robe, o čemu smo pisali u prethodnom broju QM-a. Budući da je izuzetno sušna sezona rezultirala znatno smanjenom poljoprivrednom proizvodnjom, Vlada Republike Srbije je 3. 8. 2007. donela Uredbu kojom se zabranjuje izvoz određenih vrsta žitarica<sup>13</sup>. Najnovije izjave Ministra poljoprivrede, šumarstva i vodoprivrede najavljuju produžetak važenja te Uredbe krajem februara, sve dok ne budu poznati rezultati ovogodišnje žetve. Postoje dva motiva za zadržavanje ovih administrativnih mera: (1) sprečavanje ubrzanja inflacije urednim snabdevanjem domaćeg tržišta prehrambenim proizvodima, ali i (2) zaustavljanje smanjenja stočnog fonda usled nedostatka i poskupljenja stočne hrane. Administrativne mere su, međutim, rezultirale značajnim usporavanjem izvoza žitarica na godišnjem nivou (8,6% u 2007. u odnosu na 43,5% u 2006).

#### **Široka lepeza proizvoda koja čini noseći izvoz zadržava stabilan i visok rast**

*Noseći izvoz* koji sačinjava 70,3% ukupnog izvoza nastavlja dinamičan rast u Q4 (31,7% u Q4 prema 31,5% u Q3). U strukturi nosećeg izvoza uočavaju se divergentni trendovi usporavanja komponente izvoza označenog kao *jezgro* i ubrzanje izvoza komponente *ostalo*.

Kada je u centru pažnje široka lepeza proizvoda svrstanih u kategoriju *jezgro*, ponovljena je situacija iz Q3. Naime, rast ove komponente je ponovo usporen (24,0% u Q4 prema 28,6% u Q3). Najveće usporenje zabeleženo je kod električnih mašina, aparata i uređaja, organskih hemijskih proizvoda, odeće i proizvoda od metala. Interesantno je izdvojiti i izvoz proizvoda od kaučuka koji je u Q4 ostvario nulti međugodišnji rast, dok je u decembru mesecu smanjen za čitavih 25,0%. Na godišnjem nivou takođe je uočljivo blago usporavanje izvoza komponente *jezgro* (29,3% u 2007. prema 33,0% u 2006.).

Komponenta izvoza koju označavamo kao *ostalo* ponovo je ubrzala rast (38,7% u Q4 prema 34,2% u Q3). Ovo je podstaknuto naročito izraženim izvozom u novembru i decembru (međugodišnje stope od 40,4% i 41,8%). Istovremeno, i godišnji podaci ukazuju na ubrzanje ove komponente izvoza (33,8% u 2007. prema 27,9% u 2006.).

<sup>13</sup> Usled kritične nestašice bitne robe nastale zbog dugotrajne suše i potrebe za otklanjanjem njenih posledica – privremeno je zabranjen 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. god. doneta je odluka o promeni pomenute Uredbe. Promene se sastoje u tome što je zabранa 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.

## 6. Platni bilans i spoljna trgovina

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

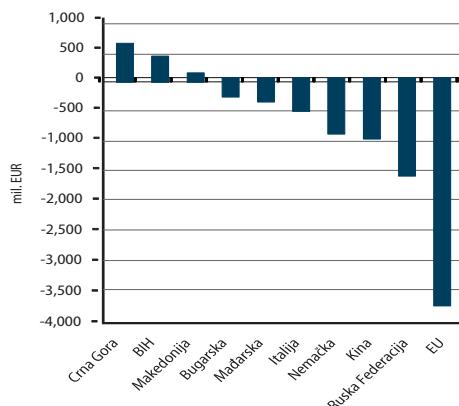
	Q4 2006	Q4 2007	Q4 2006	Q4 2007	Q4 07 / Q4 06
	učešće u %		u mil. evra		u %
EU	58,6	51,9	864	893	3,4
Republika Crna Gora	8,6	12,2	127	209	65,5
Italija	15,5	11,9	228	204	-10,4
BiH	11,6	11,8	172	203	18,5
Nemačka	10,5	11,6	154	199	29,1
Ruska Federacija	4,7	6,3	69	108	56,2
Republika Makedonija	4,6	5,2	68	90	30,8
Slovenija	4,3	4,6	63	79	26,0
Hrvatska	3,9	3,8	58	66	14,6
Austrija	3,2	3,1	47	53	13,0
Francuska	3,4	3,0	51	51	1,2
Ostale zemlje	29,7	26,5	437	456	4,5

Izvor: RZS.

### U Q4 Crna Gora je najvažniji partner na strani izvoza

Geografska struktura izvoza je u poređenju s prethodnim kvartalom neznatno izmenjena (Tabela T6-9).<sup>14</sup> Dve najznačajnije izvozne destinacije u Q4 jesu Crna Gora i Italija, nakon kojih slede BiH, Nemačka i Ruska Federacija. Ovih pet spoljnotrgovinskih partnera apsorbuju oko polovine ukupnog robnog izvoza, što ukazuje na činjenicu da je geografska koncentracija izvoza najverovatnije visoka, što može da predstavlja potencijalnu opasnost za njegovu stabilnost, a posledično i za platni bilans. Evropska unija u koju odlazi 51,9% robnog izvoza ostaje najvažniji spoljnotrgovinski partner. Takođe, treba istaći i to da je rastu ukupnog izvoza najviše doprineo izvozu u: Crnu Goru (35,5%), Nemačku (18,2%), Rusku Federaciju (15,8%), BiH (12,9%) i Makedoniju (8,5%). Zemlje sa kojima je Srbija u 2007. godini ostvarila suficit u spoljnotrgovinskoj razmeni jesu Crna Gora, BiH i Makedonija, dok je najveći deficit zabeležen u razmeni sa Ruskom Federacijom, Kinom, Nemačkom, Italijom, Mađarskom i Bugarskom (Grafikon T6-10).

### Grafikon T6-10. Srbija: zemlje sa kojima se ostvaruje najveći suficit i deficit, 2007



Izvor: RZS.

## Uvoz

### Uvoz u Q4 blago usporava rast, dok je na godišnjem nivou registrovano ubrzanje

Ukupan robni uvoz u Q4 neznatno usporava rast (26,7% prema 27,8% u Q3, Tabela T6-11), pri čemu je važno istaći da je usporavanje značajnije ukoliko zbog izražene kolebljivosti iz ukupnog uvoza isključimo uvoz energetika (26,7% u Q4 prema 32,6% u Q3). Usporavanje rasta ukupnog uvoza u Q4 je pre svega rezultat usporavanja rasta uvoza intermedijarnih dobara, kao i trajnih potrošnih dobara. Posmatrano na godišnjem nivou registrovano je blago ubrzanje robnog uvoza (27,7% u 2007. prema 22,7% u 2006), što je najvećim delom prouzrokovano snažnim ubrzanjem uvoza kapitalnih dobara, a zatim uvozom trajnih potrošnih i intermedijarnih dobara.<sup>15</sup>

14 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.

15 Ovo ubrzanje bi bilo još veće da se jedan deo uvoza iz 2005. nije prelio u 2004. zbog nastojanja privrednika da izbegnu plaćanje PDV koji je uveden 01.01.2005.

**Tabela T6-11. Srbija: uvoz, međugodišnje stope rasta, 2006–2007**

Učešće u uvodu (2007)	2007				2006				2007				
					Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	
	u %				u mil. evra				međugodišnji rast (u %)				
Ukupno	100,0	2.943	3.220	3.366	3.811	44,4	21,7	13,9	18,5	32,9	24,4	27,8	26,7
Energija	17,4	594	499	526	696	42,3	43,1	3,6	24,1	14,3	-3,0	7,0	26,8
Intermedijarni proizvodi	36,4	1.033	1.241	1.298	1.287	42,5	14,0	22,5	21,1	36,3	34,0	31,0	17,0
Kapitalni proizvodi	25,8	711	832	893	999	54,1	21,4	15,4	13,7	55,1	34,8	41,9	39,3
Trajni proizvodi za široku potrošnju	3,8	101	117	127	156	45,2	16,2	1,7	6,0	29,6	35,0	42,2	32,0
Netrajni proizvodi za široku potrošnju	14,2	408	448	456	578	45,9	22,1	11,2	19,3	25,0	21,3	18,8	29,6
Ostalo	2,5	94	83	66	95	20,0	6,8	-2,9	7,0	29,6	12,7	37,4	24,5
Uvoz bez energije	82,6	2.348	2.721	2.840	3.115	45,0	17,3	16,6	17,3	38,6	31,2	32,6	26,7
Kapitalni proizvodi bez drum. vozila	17,6	509	559	587	695	43,5	16,3	11,9	10,8	66,0	33,1	32,6	38,9

Izvor: RZS.

I ovog puta smo strukturu robnog uvoza analizirali dezagregirajući podatke na robne kategorije prema ekonomskoj nameni Evropske unije. U skladu s ovom podelom predmet analize je uvoz energenata, intermedijarnih dobara, kapitalnih dobara, trajnih potrošnih dobara i netrajnih potrošnih dobara.

### *Usled poskupljenja nafte i povećanih potreba energenti ubrzavaju rast*

Uvoz *energenata* ubrzava rast<sup>16</sup> (26,8% u Q4 prema 7,0% u Q3, Tabela T6-11), i to naročito zbog ubrzanja uvoza nafte i njenih derivata (34,2% u Q4 prema 5,4% u Q3). Do ubrzanja uvoza energenata u Q4 došlo je pre svega zbog značajnog međugodišnjeg poskupljenja nafte. Na godišnjem nivou je registrovano oštro usporenje uvoza energenata (11,6% u 2007. prema 26,4% u 2006.)<sup>17</sup> uprkos rasta cena nafte.

### *Uvoz intermedijarnih dobara značajno usporava*

U Q4 je zabeleženo i oštro smanjenje uvoza *intermedijarnih* dobara (17,0% u Q4 prema 31,0% u Q3, Tabela T6-11). Za usporavanje uvoza ovih proizvoda postoji više razloga. Pre svega to su: (1) remont druge visoke peći u U.S. Steel-u, zbog kog se usporava i uvoz intermedijarnih dobara koje ova kompanija koristi, (2) kretanja na svetskom tržištu obojenih metala usled kojih su smanjene i vrednosti i količine intermedijarnih dobara koja uvozi domaća industrija obojenih metala i (3) verovatno i opšti trend usporavanja industrijske proizvodnje bez osnovnih metala<sup>18</sup>. Posmatrano na godišnjem nivou, zabeleženo je ubrzanje uvoza intermedijarnih dobara (28,7% u 2007. prema 23,3% u 2006).

### *Uvoz netrajnih potrošnih dobara značajno ubrzava, a trajnih usporava*

Uvoz *netrajnih potrošnih* dobara u Q4 značajno ubrzava rast (29,6% u Q4 prema 18,8% u Q3). Na godišnjem nivou je zabeleženo blago ubrzanje ove komponente uvoza (23,9% u 2007. prema 22,5% u 2006.). Uvoz *trajnih potrošnih dobara* usporava u Q4 (32,0% u Q4 prema 42,2% u Q3), čime se tempo njegovog rasta svodi u prihvatljivije okvire. Na godišnjem nivou uvoz trajnih potrošnih dobara značajno je ubrzan (34,6% u 2007. prema 13,6% u 2006.), što je verovatno posledica rasta agregatne tražnje.

### *Kapitalna dobra zadržavaju zavidan tempo rasta*

Uvoz *kapitalnih* dobara u Q4 neznatno usporava (39,3% u Q4 prema 41,9 u Q3, Tabela T6-11). Mesečna dinamika uvoza ovih proizvoda u okviru Q4 (međugodišnje stope rasta od 48,7%, 32,1% i 37,3%) pokazuje da je posle izuzetno visokog rasta u oktobru, u novembru mesecu došlo do usporavanja, nakon čega se registruje novi uzlet i povratak na jedan prilično zavidan tempo uvoza.

### *Izuzetno je važno ubrzanje uvoza kapitalnih dobara bez drumskih vozila*

Naročito je važno naglasiti da se značajno ubrzava uvoz *kapitalnih dobara bez drumskih vozila* (38,9% u Q4 prema 32,6% u Q3, Tabela T6-11), što opovrgava sumnju da je uvoz drumskih vozila za potrebe fizičkih lica razlog brzog rasta uvoza kapitalnih dobara. Ovo jeste širok indikator tehnološke modernizacije privrede i poboljšanja strukture robnog uvoza. Rast uvoza kapitalnih dobara bez drumskih vozila visok je i stabilan tokom čitave godine zbog čega se i na godišnjem nivou registruje snažno ubrzanje (40,8% u 2007. prema 17,4% u 2006.).

### *Najvažniji snabdevač srpske privrede u Q4 je Nemačka*

Što se tiče geografske strukture uvoza (Tabela T6-12), u Q4 uočavamo blage promene. Naime, od 2004. godine skoro tradicionalno se kao najznačajniji spoljnotrgovinski partneri izdvajaju: Ruska

<sup>16</sup> Ubrzanje uvoza energenata naročito je bilo izraženo u oktobru (međugodišnji rast od 53,6%), dok je rast u novembru i decembru bio dosta skromniji (respektivne stope od 12,8% i 22,5%).

<sup>17</sup> Usporavanje je prisutno i kada je reč o nafti i njenim derivatima, ali i u slučaju preostalih energenata.

<sup>18</sup> Za više detalja videti odeljak 5."Privredna aktivnost".

## 6. Platni bilans i spoljna trgovina

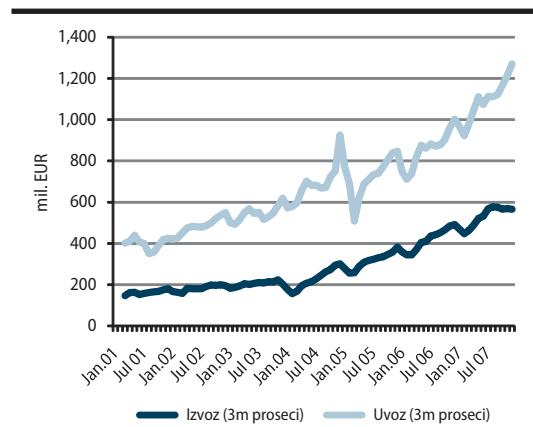
Federacija, Nemačka, Italija i Kina. Ovog puta situacija je malo drugačija. Najvažniji partner na strani uvoza nije više Ruska Federacija, već Nemačka iz koje je uvoz povećan za neverovatnih 57,1% i koji je najviše doprineo povećanju ukupnog uvoza, i to sa 28,5%. Italija ostaje na trećem mestu, nakon koje sledi Slovenija, koja se prvi put ove godine našla među četiri zemlje u vrhu. Iz prve četiri zemlje potiče 53,9% ukupnog robnog uvoza (38,3% u Q3), što ukazuje na povećanje stepena geografske koncentracije uvoza.<sup>19</sup> Evropska unija, iz koje se uvozi 53% ukupnog robnog uvoza, već je ustaljeno najvažniji region za srpsku privredu.

**Tabela T6-12. Srbija: uvoz, struktura po zemljama, 2006–2007**

	Q4 2006	Q4 2007	Q4 2006	Q4 2007	Q4 07 / Q4 06
	učešće u %		u mil. evra		u %
EU	53,2	53,0	1.603	2.058	28,4
Nemačka	14,3	17,5	432	679	57,1
Ruska Federacija	15,7	15,2	474	589	24,3
Italija	11,9	13,6	360	529	46,9
Slovenija	6,7	7,6	203	296	45,9
Austrija	6,8	7,5	204	292	43,5
Kina	6,6	7,4	198	288	45,5
Mađarska	5,7	7,3	171	284	66,0
Francuska	3,7	4,7	113	184	62,8
Bugarska	4,1	4,1	125	158	26,7
Hrvatska	3,2	3,7	97	142	46,0
Ostale zemlje	21,2	11,3	639	441	-31,0

Izvor: RZS.

**Grafikon T6-13. Srbija: tromesečni pokretni proseci za serije robnog izvoza i uvoza, 2001–2007**



*Izvoz ubrzava rast početkom 2004. dok uvoz ima relativno konstantan uspon*

Analiza tromesečnih pokretnih proseka izvoza i uvoza (Grafikon T6-13) jasno pokazuje da se početkom 2004. godine izvoz počinje značajnije povećavati. S druge strane, robni uvoz ima prilično konstantan porast. Povećanje raspona između serije uvoza i izvoza ukazuje na širenje spoljnotrgovinske neravnoteže.

Izvor: RZS.

<sup>19</sup> Ipak, za pouzdaniji zaključak o stepenu geografske koncentracije uvoza neophodno je sprovesti detaljnije kvantitativno komparativno istraživanje.

## 7. Fiskalni tokovi i politika

Tokom Q4 2008. godine značajno je povećana ekspanzivnost fiskalne politike. U odnosu na isti period prethodne godine konsolidovani javni rashodi u Q4 realno su povećani za 9,9%, dok su konsolidovani prihodi realno povećani za 5,1%. Kao rezultat navedenih kretanja, deficit konsolidovanog sektora države u poslednjem kvartalu 2007. iznosi je 49,7 milijardi dinara (7% BDP u Q4 2007), što je uticalo da deficit na nivou cele godine dostigne 37,3 milijarde dinara, odnosno 1,5% BDP. Povećanje ekspanzivnosti fiskalne politike delom je rezultat realizacije ranije preuzetih obaveza u pogledu rasta plata, a delom je rezultat rasta diskrecionih komponenti rashoda, kao što su javne investicije, nabavke roba i usluga, subvencije i budžetske pozajmice i dr. Realizovanom potrošnjom u Q4 (prvenstveno u decembru) značajno su "potrošene" uštede koje su na ovim komponentama ostvarene u prethodnom delu 2007. Pozitivno je to što su u decembru 2007. isplaćene buduće obaveze države prema penzionerima u iznosu od 4,4 milijarde dinara, čime su redukovani njeni budući rashodi.

### Opšte tendencije i makroekonomске implikacije

#### *Ekspanzivnost fiskalne politike u Q4 značajno je povećana*

U Q4 2007. godine nastavljeno je usporavanje međugodišnje stope rasta konsolidovanih javnih prihoda, delimično kao posledica visokog nivoa prihoda koji je ostvaren u repernom Q4 2006. Visoka stopa rasta realnog nivoa konsolidovanih javnih prihoda u odnosu na prethodni kvartal posledica je sezonskih faktora. Međugodišnja stopa rasta tekućih prihoda u Q4 je nešto veća od rasta ukupnih konsolidovanih prihoda (5,3% prema 5,1%), i to prvenstveno usled visoke stope rasta neporeskih prihoda (24%). Međugodišnja stopa rasta poreskih prihoda u Q4 jeste relativno niska, što se može objasniti smanjenjem nekih stopa i proširenjem oslobađanja od poreza sredinom 2007. godine, ali i slabljenjem pritiska države za ažurno izmirenje poreskih obaveza krajem godine.

#### *Rasli su pretežno diskrecioni rashodi, ne očekuje se efekat prenetog rasta rashoda*

Konsolidovani javni rashodi<sup>1</sup> realno su povećani u Q4 za 9,9% u odnosu na isti kvartal prethodne godine. Pri tome, relevantno je da je i u Q4 2006, koji služi kao osnova za poređenje, ostvaren visok nivo konsolidovane potrošnje, uoči tadašnjih parlamentarnih izbora. U odnosu na isti period prethodne godine, najbrže su rasli kapitalni rashodi (34,9%), ali su i tekući rashodi rasli brže (10%) od procenjenog rasta BDP u Q4 (videti deo o privrednoj aktivnosti). Od krupnijih pozicija na strani rashoda najbrže su u odnosu na isti period prethodne godine rasli izdaci za kupovinu roba i usluga, subvencije i budžetski krediti. U strukturi prirasta rashoda u poslednjem kvartalu 2007. dominiraju rashodi čiji je rast privremen (kapitalni rashodi, nabavka roba i usluga i dr.), dok je učešće pozicija čiji je rast trajan (plate i dr.) relativno malo. Stoga, fiskalna ekspanzija u poslednjem kvartalu 2007. neće u značajnoj meri biti preneta u naredni period, što naravno ne isključuje mogućnost rasta javnih rashoda po drugim osnovama (usklađivanje odnosa penzija i zarada i dr.).

Konsolidovani deficit sektora države u Q4 2007. iznosi je 49,5 milijardi dinara, što iznosi oko 7% procenjenog BDP u tom kvartalu. Ostvareni deficit u Q4 2007. znatno je veći od deficitu koji je ostvaren u poslednjem kvartalu 2006. godine (31 milijardi dinara, što je iznosilo 5,4% BDP ostvarenog u tom kvartalu).

<sup>1</sup> U skladu sa GFS metodologijom u rashode je uključen prirast budžeskih kredita, ako i isplata duga prema penzionerima (videti Okvir1. Promena klasifikacije izdataka budžeta).

## 7. Fiskalni tokovi i politika

**Tabela T7-1. Srbija: konsolidovani bilans sektora države<sup>1)</sup>, 2005–2007**

	2005 Q1-Q4	2006				2007					
		Q1	Q2	Q3	Q4	Q1-Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	
<b>u milijardama dinara</b>											
I UKUPNI PRIHODI	701,6	175,4	201,6	207,5	240,6	825,0	215,1	228,1	238,4	276,2	957,8
II UKUPNI RASHODI, MFIN	-667,8	-174,9	-185,3	-197,6	-255	-813,2	-203,0	-211,2	-242,6	-315,7	-972,5
III KONSOLIDOVANI BILANS (I+II), definicija MFin <sup>3)</sup>	33,8	0,4	16,3	9,9	-14,8	11,8	12,1	16,9	-4,2	-39,5	-14,7
IV OTPLATE DOMAČIH DUGOVA, BUDŽETSKI KREDITI I DOKAPITALIZACIJE	-14,7	-3,4	-2,5	-5,3	-16,2	-27,4	-9,5	-1,2	-1,7	-10,2	-22,6
od čega Budžetski krediti, neto <sup>2)</sup>	-4,9	-1,8	-0,8	-1,3	-3,2	-7,1	-0,6	-1,2	-1,7	-5,8	-9,2
V UKUPNI RASHODI, GFS (II+IV)	-682,6	-178,3	-187,8	-202,9	-271,6	-840,6	-212,5	-212,4	-244,2	-325,9	-995,1
VI KONSOLIDOVANI BILANS (III+IV) definicija GFS <sup>3)</sup>	19,0	-2,9	13,8	4,6	-31,0	-15,5	2,6	15,7	-5,9	-49,7	-37,3
VII FINANSIRANJE (definicija FREN) <sup>4)</sup>	5,8	7,5	-13,3	98,4	7,3	100,0	20,3	-5,3	-6,8	5,2	13,4
VIII PROMENA STANJA NA RAČUNU (VI+VII)	24,8	4,5	0,5	103,0	-23,7	84,4	22,9	10,4	-12,7	-44,5	-23,9
<b>PRO MEMORIA</b>											
Promena neto pozicije države u bankarskom sistemu (NBS)	16,0	10,6	6,6	90,1	-31,9	75,9	36,7	25,2	-6,1	-48,1	7,7
Potraživanja privrede po osnovu PDV (procena FREN) <sup>5)</sup>	17,1	-1,6	2,1	-1,7	1,9	0,7	1,4	2,7	1,0	...	...
Prihodi od licence <sup>4)</sup>	0,0	0,0	0,0	27,0	0,0	27,0	25,5	0,0	0,0	0,0	25,5

Izvor: Tabela P-9 u Analitičkom prilogu.

1) Sektor države (general government) - svih 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 BJF, odnosno stavci "net lending" u prezentaciji MMF. Reč je o kreditima studentima, poljoprivrednicima, kreditima datim preko Fonda za razvoj i otplatama dugova penzionerima i dokapitalizacijama.

3) III Konsolidovani bilans (cash surplus/deficit po GFS) 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). Pored toga u rashode se uključuje i stavka koja obuhvata otplate domaćih dugova - penzije, budžetske pozajmice i dokapitalizaciju. Ovakvo definisan rezultant meri likvidnosni efekat koji transakcije države imaju na privrednu. Videti metodološku diskusiju u Okviru 1 u Kvartalnom monitoru br.3 za detalje.

4) 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 BJF.

### Fiskalna ekspanzija povećava unutrašnje i spoljne neravnoteže

Prethodni podaci ukazuju da je fiskalna politika u Q4 2007. godine bila izrazito ekspanzivna i da je snažno uticala na rast domaće tražnje. Pod ostalim nepromenjenim uslovima takva fiskalna politika uticala je na povećanje, ionako velike, unutrašnje (inflacija) i spoljne neravnoteže (trgovinski i tekući deficit). Nepovoljna okolnost jeste to što su i drugi tokovi kreiranja novca (devizne transakcije) uticali na rast monetarnih agregata (videti odeljak 8. "Monetarni tokovi i politika"). Usled toga, iako je NBS kroz repo operacije u Q4 povukla 33 milijarde dinara, monetarni agregati su značajno porasli.

### Troškovi sterilizacije rastu – njihovo pokrivanje može uticati na rast javne potrošnje

Visok nivo plasmana u hartije od vrednosti NBS i njihov brz rast tokom poslednjeg kvartala 2007. godine, aktuelizuje pitanje troškova monetarne politike, finansiranja navedenih troškova, ali i pitanje likvidnoisti NBS. Pri stoku hartija od vrednosti od 220 milijardi dinara i godišnjoj kamatnoj stopi od, npr., 10%, godišnji troškovi servisiranja iznose 22 milijarde dinara, što po sadašnjem kursu iznosi više od 250 miliona evra. Zadržavanje troškova sterilizacije NBS na ovakom nivou moglo bi da ima značajne fiskalne implikcije, s obzirom na to da država kao vlasnik NBS u skladu sa Zakonom o NBS ima obavezu da pokriva njene gubitke i obezbedi zakonom propisani nivo kapitala.

### Okvir1. Promena klasifikacije izdataka budžeta

Počev od ovog broja QM-a pratimo promenjenu klasifikaciju izdataka budžeta Republike Srbije po osnovu servisiranja stare devizne štednje. Naime, troškovi servisiranja stare devizne štednje trentiraju se kao otplata glavnice javnog duga, a ne kao redovni budžetski rashod. Ovakav tretman rashoda po osnovu devizne štednje u skladu je sa međunarodnim statističkim standardima u oblasti javnih finansija (GFS1 metodologija). Nakon te promene klasifikacija rashoda za serviranje devizne štednje u QM-u usaglašena je sa klasifikacijom koju primenjuje MMF u svojim izveštajima i analizama koji se odnose na Srbiju.

1 Government Finance Statistics (GFS) Manual koji izdaje MMF

Obuhvat rashoda, a time i deficit/suficit, kakvim ga definišemo u QM-u još uvek nije u potpunosti usaglašen s metodologijom koju primenjuje MMF. U odnosu na MMF razlika je u tome što QM u konsolidovanom bilansu ne obuhvata finansijski rezultat "Puteva Srbije", kao i finansijski rezultat budžetskih korisnika po osnovu sopstvenih prihoda i rashoda (podaci o te dve pozicije nisu dostupni na kvartalnom nivou, dok su na godišnjem nivou dostupni sa značajnim kašnjenjem). Procenjuje se da bi uključivanje te dve pozicije imalo za posledicu povećanje deficit-a konsolidovanog bilansa države u 2007. godini sa procenjenih 1,5% BDP na 1,8–1,9% BDP.

### **Lokalne zajednice po prvi put su ostvarile deficit, a to se očekuje i u narednim godinama**

Posmatrano po nivoima vlasti u 2007. godini, deficit je ostvaren na nivou Republike (35,2 milijardi dinara) i lokalnih zajednica (8,7 milijardi dinara), dok je Vojvodina ostvarila suficit. Deficit na nivou lokalnih zajednica odražava promenu njihovog institucionalnog položaja, što se ispoljava kroz dobijanje mogućnosti njihovog zaduživanja za potrebe finansiranja investicija. S obzirom na velike potrebe za investicijama na lokalnom nivou na jednoj strani, kao i na povećanu sposobnost lokalnih zajednica za zadruživanjem na drugoj, očekuje se značajan rast njihovog zaduživanja u narednim godinama. Očekivano skoro usvajanje Zakona o javnoj svojini na osnovu koga će lokalne zajednice dobiti sopstvenu imovinu – dodatno će povećati njihovu sposobnost za zaduživanje. Prema tome, u narednim godinama pre se može očekivati da će lokalne zajednice ostvarivati deficit nego suficit. Stoga se ne može očekivati da će lokalne zajednice u narednim godinama u konsolidovanom bilansu države svojim suficitom "pokrivati" deo deficit-a Republike (kao što je to bilo slučaj u prethodnim godinama). Velika verovatnoća ostvarivanja deficit-a na nivou lokalnih zajednica dodatno povećava potrebu smanjenja deficit-a na nivou Republike, kako bi se ostvarili poželjni rezultati na nivou konsolidovanog bilansa države.

## **Analiza pojedinačnih poreskih oblika i pojedinačnih pozicija rashoda**

Tokom Q4 2007. godine došlo je do usporavanja međugodišnjih stopa rasta prihoda kod svih poreskih instrumenata, osim u slučaju poreza na dobit preduzeća. Usporavanje poreskih prihoda većim delom bi moglo da bude posledica usporavanja privredne aktivnosti (videti procene međugodišnjih stopa rasta BDP i BDV), dok je manjim delom verovatno posledica smanjenja finansijske discipline u periodu političke nestabilnosti i izborne kampanje. Iznadprosečnu međugodišnju stopu rasta ostvarili su, osim poreza na dobit, i prihodi od carina.

### **Usporava se rast najvažnijih poreskih oblika...**

*Realni nivo prihoda od poreza na dohodak u Q4 2007. godine niži je za 10,1% nego u istom kvartalu prethodne godine, što je najveći međugodišnji pad prihoda od poreza na dohodak u toku 2007. Ovako visok pad realnog nivoa tog prihoda posledica je smanjenja poreskog opterećanja zarada, usporavanja rasta realnih zarada krajem 2007. (videti odeljak 4. "Zarade i zaposlenost"), ali i visokog nivoa prihoda koji su ostvareni u kvartalu koji služi kao osnova za poređenje (Q4 2006. godine). Prihodi od poreza na dohodak značajno su porasli u odnosu na prethodni kvartal 2007. usled delovanja sezonskih faktora (ispłata zaostalih zarada krajem godine, isplata trinaeste zarade, nagrade i sl.).*

*Prihodi od doprinosa ostvarili su relativno skromno povećanje u odnosu na isti kvartal prethodne godine, dok je njihov rast u odnosu na Q3 2007. sezonskog karaktera.*

### **...samo prihodi od poreza na dobit i carina i dalje ubrzano rastu**

*Prihodi od poreza na dobit u Q4 2007. realno su veći za čak 52,1% u odnosu na isti kvartal prethodne godine. Rast prihoda od poreza na dobit odražava poboljšanje poslovnih performansi privrede Srbije. Takođe, moguće je da se usled povoljnog poreskog tretmana dobiti neki drugi dohoci iskazuju kao dobit. Relativno visoku stopu realnog rasta, osim poreza na dobit, ostvarili su i prihodi od carina. Rast prihoda od carina posledica je visokog rasta uvoza. Međutim, takav rast carina nije dugoročno održiv – kako zbog neophodnosti usporavanja rasta uvoza, tako i zbog očekivanog smanjivanja carina u trgovini sa zemljama EU.*

*Ukupni prihodi od PDV* značajno su usporili rast – međugodišnja stopa rasta u Q4 najniža je u toku cele 2007. godine. Usporavanje rasta prihoda od PDV može da predstavlja signal usporavanja privredne aktivnosti krajem prethodne godine. Takođe, sporiji rast prihoda od PDV može biti posledica usporavanja rasta kupovne moći stanovništva proizašlog iz kretanja realnih zarada, ali, još više, i iz kretanja realnih penzija tokom 2007. godine.

U Q4 nastavljen je visok rast neporeskih prihoda (prihodi od taksi, kazni i dr.) kako u odnosu na isti kvartal prethodne godine, tako i u odnosu na prethodni kvartal.

U okviru visoke stope rasta *konsolidovnih javnih rashoda*, u Q4 2007. najbrži rast u odnosu na isti period prethodne godine ostvarili su: subvencije, rashodi za kupovinu roba i usluga, kapitalni rashodi i budžetski krediti.

### Ubrzano rastu subvencije, rashodi za robe i usluge, kapitalni rashodi i budžetski krediti

*Intenzivan rast subvencija i budžetskih kredita* posledica je zaokreta u ekonomskoj politici kojim su realizovana predizborna obećanja vladajućih stranaka (kampanja uoči prethodnih parlamentarnih izbora). Subvencije i budžetske pozajmice od polovine 2007. godine uključuju čitav niz novih pozicija, kao što su nove subvencija za poljoprivredu i turizam, razne vrste budžetskih kredita i dr. S obzirom na to da su novi oblici subvencija budžetskih kredita uvedeni sredinom 2007. bio je potreban određeni vremenski period za pripremu njihove primene. Stoga je veći deo godišnjih apropijacija novih formi subvencija i budžetskih kredita realizovan krajem godine, a to je imalo za posledicu značajan skok ukupnog iznosa subvencija i budžetskih kredita u Q4 2007. godine.

Intenzivan rast kapitalnih rashoda i rashoda na kupovinu roba i usluga u poslednjem kvartalu prethodne godine – delimično je posledica njihovog niskog nivoa u prvoj polovini godine, usled primene režima privremenog finansiranja, i relativno skromnog rasta u Q3 2007. U takvim okolnostima u Q4 realizovan je veći deo godišnjih apropijacija koje su za navedene pozicije odobrene u budžetima Republike i lokalnih zajednica. Osim toga, kapitalni rashodi imaju sezonski maksimum u Q4.

### U Q4 značajno je usporen rast rashoda za zaposlene i za socijalne namene

*Relativno skroman rast rashoda za zaposlene* u Q4 2007. u odnosu na isti kvartal prethodne godine – delom je posledica fiskalnog rasterećenja zarada od početka 2007. (efekat 7–8 procenatnih poena), a delom visokog nivoa plata u Q4 2006, koji služi kao osnova za poređenje. Izrazito restriktivna politika u pogledu isplate trinaeste plate, nagrada i sl., takođe je doprinela smanjenju rasta realnog nivoa rashoda za zaposlene.

**Tabela T7-2. Srbija: konsolidovani bilans sektora države<sup>1)</sup>, 2006–2007**

	U odnosu na prethodni period												
	2006		2007										
	Q1-Q4	Q1-Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	2006	2007	2007	2007			
realni rast (u %)													
realni rast (u %)													
<b>I UKUPNI PRIHODI</b>													
od čega: Javni prihodi bez PDV obaveza prema privredi i kompenzacija sa FZR <sup>2)</sup>	<b>825,0</b>	<b>957,8</b>	<b>215,1</b>	<b>228,1</b>	<b>238,4</b>	<b>276,2</b>	<b>4,7</b>	<b>8,9</b>	<b>15,9</b>	<b>8,0</b>	<b>7,8</b>	<b>5,1</b>	<b>12,8</b>
1. Tekući prihodi	815,0	952,2	213,7	225,3	237,3	276,0	6,8	9,6	14,2	7,8	8,5	8,4	13,2
Porez na dohodak	814,8	940,0	211,9	225,4	235,9	272,8	4,6	8,9	15,5	8,0	8,1	5,3	12,6
Porez na dobit	75,3	86,5	19,4	20,8	21,1	24,6	4,6	8,1	13,6	7,7	7,6	3,6	11,7
PDV	118,6	115,8	24,9	28,2	29,1	33,6	11,9	-8,4	-8,9	-8,0	-6,7	-10,1	12,6
od čega: Neto PDV <sup>3)</sup>	18,3	29,7	11,7	5,6	4,6	7,8	58,0	52,1	39,2	82,4	25,0	79,0	64,9
Akciže	225,1	265,4	60,5	65,0	66,9	73,1	-7,3	10,6	23,4	7,2	10,1	4,6	6,4
Carnevi	224,6	260,2	59,1	62,2	65,8	73,1	0,3	8,8	16,5	6,6	5,3	7,8	8,1
Doprinosi	81,6	93,2	19,1	21,6	24,5	26,6	1,8	7,2	23,1	3,2	6,3	1,4	6,5
od čega: Doprinosi bez kompenzacija sa FZR <sup>4)</sup>	45,3	57,2	12,0	13,6	14,6	16,9	3,7	18,9	18,1	4,4	8,0	18,3	16,6
Ostali porezni prihodi	232,2	271,4	58,8	65,0	67,8	79,8	12,3	9,7	14,5	14,8	7,1	4,2	14,5
Neporeski prihodi	222,7	270,8	58,7	64,9	67,8	79,4	11,0	14,2	14,6	14,6	14,7	12,6	14,2
2. Kapitalni prihodi	30,1	32,6	7,9	8,3	7,6	8,8	11,0	1,6	14,4	10,0	-9,5	-5,1	12,3
3. Budžetski prihodi	63,5	80,6	17,0	16,7	20,8	26,0	4,1	19,1	15,8	12,4	19,8	24,8	21,4
2. Kapitalni prihodi	10,3	11,7	3,2	2,6	2,4	3,4	15,7	7,2	48,2	10,6	-13,3	-4,8	36,4
<b>II UKUPNI RASHODI</b>													
1. Tekući rashodi	<b>-813,2</b>	<b>-972,5</b>	<b>-203,0</b>	<b>-211,2</b>	<b>-242,6</b>	<b>-315,7</b>	<b>8,3</b>	<b>12,2</b>	<b>9,7</b>	<b>8,8</b>	<b>15,2</b>	<b>13,2</b>	<b>26,7</b>
Rashodi za zaposlene	-749,3	-873,1	-187,5	-196,1	-221,8	-267,7	5,0	9,3	5,7	7,3	12,9	10,1	17,5
Rashodi za zaposlene bez otpremljena <sup>5)</sup>	-198,2	-231,9	-51,9	-56,2	-57,9	-65,8	6,2	9,6	6,5	17,3	15,4	1,1	10,7
Kupovina roba i usluga	-195,8	-230,9	-51,9	-56,2	-57,9	-64,9	6,2	10,7	8,7	17,3	15,4	1,3	9,1
Otpisata kamata	-114,1	-114,1	-25,6	-31,1	-35,5	-53,6	10,3	19,9	8,8	17,6	14,6	3,1	47,1
Subvencije	-28,9	-16,4	-5,7	-3,1	-4,3	-3,3	5,0	46,7	-5,6	-39,3	54,4	68,3	26,0
Socijalni transferi	-54,4	-62,9	-9,3	-10,4	-17,8	-25,5	-11,2	8,5	-13,4	-21,8	22,8	29,4	39,3
od čega: penzije <sup>6)</sup>	-227,7	-259,9	-62,0	-63,3	-64,9	-69,7	8,8	7,1	11,0	8,5	4,1	5,0	4,6
Ostali tekuci rashodi	-17,4	-20,2	-3,9	-3,5	-4,5	-8,3	-2,0	8,9	4,5	-27,9	3,7	46,4	79,0
2. Kapitalni rashodi	-63,9	-94,4	-15,5	-15,1	-20,8	-46,0	71,8	45,9	100,3	32,8	48,2	34,9	124,9
<b>III OTPLATE DOMAĆIH DUGOVA, BUDŽETSKI KREDITI I DOKAPITALIZACIJE</b>													
2. Penzije	-27,4	-22,6	-9,5	-1,2	-1,7	-10,2	64,6	-22,5	165,9	-52,9	-70,9	-42,1	500,1
3. Budžetski krediti, neto <sup>7)</sup>	-20,3	-13,4	-8,9	0,0	0,0	-4,4	83,2	-38,1	431,7	-100,0	-100,0	-68,9	-100,0
IV UKUPNI RASHODI GFS (I+II+III)	<b>-840,6</b>	<b>-995,1</b>	<b>-212,5</b>	<b>-212,4</b>	<b>-244,2</b>	<b>-325,9</b>	<b>9,41</b>	<b>11,1</b>	<b>12,6</b>	<b>8,0</b>	<b>13,0</b>	<b>9,9</b>	<b>29,9</b>

Izvor: Tabela P-9 u Analitičkom prilogu.

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

2) Porez na promet/PDV umanjeno 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 inozemnih izvora (osim u 2004, Videti fusnotu 16 u Tabeli P-5).

7) Stavka odgovara pojmu "Izdaci za nabavku finansijske imovine" u BJF, odnosno stavci "net lending" u prezentaciji MMF. Reč je o kreditima studentima, finansiranjem 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.

*Socijalni transferi, uključujući i penzije rasli su sporije od rasta konsolidovanih javnih rashoda. Sporiji rast navedenih pozicija najvećim delom je rezultat primene pravila indeksacija prema kome se njihov rast usklađuje pretežno ili u potpunosti s rastom cena, a u manjoj meri s rastom zarada.*

### Konsolidovani bilans sektora države u 2007. godini

Konsolidovani prihodi sektora države<sup>2</sup> u 2007. godini iznosili su 38,5% BDP, konsolidovani rashodi 40% BDP, a konsolidovani deficit 1,5% BDP.

Učešće konsolidovanih prihoda sektora države u BDP u 2007. godini manje je za 0,3 procenatnih poena nego u prethodnoj godini. Smanjenje učešća javnih prihoda u BDP posledica je smanjenja poreskih stopa, i to u najvećoj meri smanjenja stope poreza na zarade, a u manjoj smanjenja stope poreza na promet polovnih stanova, kao i smanjenja stope PDV na računare i nove stanove. Značajno smanjenje učešća javnih prihoda u BDP u 2007. u odnosu na prethodnu godinu – ostvareno je samo kod poreza na dohodak i to za 0,9 procenatnih poena. Na drugoj strani, značajniji rast učešća prihoda u BDP, u 2007. u odnosu na 2006. godinu, ostvaren je kod poreza na dobit (0,3 procenatna poena), neporeskih prihoda (0,25 procenatna poena) i carina (0,2 procenatna poena).

***U toku godine rast realnih prihoda se usporava...***

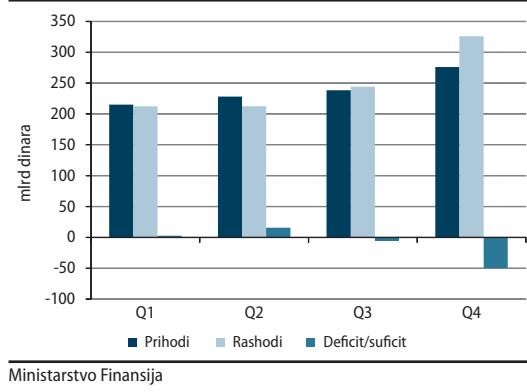
***..dok se realni rast rashoda ubrzava***

Kao posledica rasta domaće tražnje – koja je generisana značajnom fiskalnom ekspanzijom u poslednjem kvartalu 2006. – realni nivo konsolidovanih javnih prihoda u prvoj polovini godine rastao je relativno brzo (rast 11,9% u odnosu na isti period prethodne godine). Tokom druge polovine 2007. godine realni rast javnih prihoda se usporava i to blago u Q3, kada je ostvaren međugodišnji rast od 7,8%, a nešto intenzivnije u Q4, kada je ostvaren međugodišnji rast od 5,1%. Realni nivo konsolidovanih javnih prihoda u drugoj polovini 2007. godine u odnosu na prvu – veći je za 10,2%, što je nešto ispod uobičajenog sezonskog rasta. Usporavanju rasta javnih prihoda tokom druge polovine 2007. doprineli su brojni faktori, a najvažniji su: usporavanje rasta privrede usled retriktivne fiskalne i monetarne politike u prvoj polovini godine, smanjenje poreskih stopa sredinom godine, kao i popuštanje finansijske discipline krajem godine.

Učešće konsolidovanih rashoda sektora države u BDP u 2007. godini povećano je za 0,5% u odnosu na prethodnu godinu. Najveći rast učešća u BDP ostvarili su kapitalni rashodi, i to u iznosu od oko 1 procenat poen i rashodi za kupovinu roba i usluga u iznosu od 0,5 procenatnih poena, dok je učešće izdataka za kamate smanjeno za 0,7 procenatnih poena. Prema tome, povećanje učešća javnih rashoda u BDP najvećim delom je rezultat značajnog rasta javnih investicija, a da u isti mah tekući javni rashodi nisu smanjeni.

U prvoj polovini godine važio je režim privremenog finansiranja koji je ograničio rashode budžeta Republike Srbije i većine lokalnih zajednica. Međutim, i u prvoj polovini 2007. ostvaren je relativno visok realni rast javnih rashoda u odnosu na isti period prethodne godine, kao rezultat visokog prenetog nivoa javnih rashoda skraja 2006.

**Grafikon T7-3. Konsolidovani prihodi, rashodi i deficit u 2007**



U drugoj polovini 2007. značajno je ubrzan rast realnog nivoa javnih rashoda. U odnosu na isti period prethodne godine realni nivo javnih rashoda u Q3 povećan je za 13%, a u Q4 za 9,9% (GFS definicija). Pri tome, relevantno je to da je rast u Q4 ostvaren uprkos vrlo visokom nivou u istom kvartalu prethodne godine. Realni nivo konsolidovanih javnih rashoda u drugoj polovini 2007. bio je za 27% viši nego u prvoj polovini iste godine, što prevazilazi uobičajeni

<sup>2</sup> Prihodi od licenci za mobilnu telefoniju nisu uključeni u prihode u 2006. i 2007. godini.

sezonski rast od oko 15%. Ubzani rast realnog nivoa javnih rashoda u drugoj polovini 2007, rezultat je delovanja brojnih činilaca, a izdvajaju se: rast diskrecionih komponenti javnih rashoda čija realizacija je odlagana tokom prve polovine godine, rast plata u skladu s protokolima koji su potpisani između države i sindikata, prevremena isplata duga penzionerima i dr.

***Umeren suficit  
u prvoj polovini  
godine i visok  
deficit u drugoj  
polovini godine***

Kao rezultat navedenog kretanja prihoda i rashoda – učešće konsolidovanog deficit-a sektora države u BDP-u 2007. veće je za 0,8 procentnih poena nego u prethodnoj godini. Ostvareni deficit sektora države u 2007. predstavlja neto rezultat izrazito divergentnih tendencija u toku same godine. U prvoj polovini 2007. ostvaren je suficit u iznosu od 18,3 milijardi dinara (0,7% godišnjeg BDP), a u drugoj polovini godine ostvaren je deficit u iznosu od 55,5 milijardi dinara (2,2 godišnjeg BDP).

### Budžet Republike u 2007. godini: plan i ostvarenja

***Prihodi na  
planiranom nivou,  
rashodi znatno  
niži...***

Analiza ostvarenja budžeta Republike Srbije za 2008. godinu jeste od posebnog interesa. Ostvareni prihodi budžeta Republike Srbije u 2007. godini približno su na nivou plana, preciznije niži su od planiranog iznosa za 1,4 milijardi dinara, odnosno za -0,2%. Ostvareni prihodi po pojedinim poreskim oblicima relativno su približni planiranim – samo u slučaju neporeskih prihoda i carina razlika između ostvarenih i planiranih prihoda je veća od 5%. Prihodi od PDV-i akciza niži su za 2,9% od planiranih, dok su neporeski prihodi i carine viši od planiranog nivoa za 7,5% i 5,7% respektivno.

Ostvareni rashodi budžeta Republike Srbije, po metodologiji Ministarstva finansija niži su od planiranih u Zakonu o budžetu za 27,9 milijardi (4,7%), dok su ostvareni rashodi u koje su uključeni i rashodi po osnovu servisiranja duga prema penzionerima i budžetske pozajmice (GFS metodologija) niži za 23,9 milijardi dinara, odnosno za 3,9% od planiranog nivoa. Prema tome, može se zaključiti da su ostvarene vrlo značajne uštede na strani budžetskih rashoda, a one bi bile i znatno veće da je decembarska ekspanzija bila umerena.

***.. uštede bi bile još  
veće da je izostala  
decembarska  
ekspanzija***

Najveće uštede u odnosu na plan ostvarene su kod kapitalnih rashoda (11,3 milijardi ili 16%), rashoda za zaposlene (5,3 milijarde ili 3,5% – uštede se odnose na deo rashoda mimo redovnih plata, kao što su otpremnine, božićna isplata zaposlenim, nagrade i dr.), rashode za kupovinu roba i usluga (3,5 milijardi ili 8,1%) i otplate kamata (2,5 milijardi ili 14,6%). Veći rashodi od planiranih<sup>3</sup> ostvareni su na poziciji otplate domaćih dugova, dokapitalizacije i budžetske pozajmice, i to usled prevremene isplate duga penzionerima u iznosu od 4,4 milijarde dinara. Procenjuje se da su ostvarene uštede na strani rashoda značajnim delom posledica specifičnih faktora koji su postojali u 2007. (privremeno finansiranje u prvoj polovini godine, "uhodavanje" ministarstava u prvim mesecima nove Vlade), na koje se ne može računati u 2008. godini.

Neto rezultat (deficit/suficit) budžeta Republike Srbije, kao posledica navedenog, povoljniji je nego što je planirano – za 26,5 milijardi (metodologija Ministarstva finansija), odnosno za 22,5 milijardi (GFS metodologija).

<sup>3</sup> Prema metodologiji Ministarstva finansija ova pozicija se tretira kao deo troškova servisiranja javnog duga, tako da može biti i veća nego što je planirano, što nije slučaj s ostalim budžetskim pozicijama.

**Tabela T7-4. Srbija: republički budžet i konsolidovana država, 2007–2008**

	Republički budžet		Konsolidovana država		
	budžet 2007 plan	2007 ostvarenje	predlog budžeta 2008	2007 ostvarenje	2008 projekcija
<b>u milijardama dinara</b>					
<b>I UKUPNI PRIHODI</b>	<b>581,8</b>	<b>580,4</b>	<b>639,6</b>	<b>983,2</b>	<b>1.102,3</b>
1.Tekući prihodi	581,8	580,4	639,6	971,5	1.085,8
Poreski prihodi	517,3	511,0	596,2	865,5	1.005,5
Porez na dohodak i dobit	88,7	90,0	106,0	145,5	169,1
PDV i akcize	369,2	358,6	422,8	358,6	422,8
Carine	54,3	57,4	61,6	57,4	61,6
Ostali poreski prihodi	5,1	5,0	5,8	32,6	35,8
Doprinosi	..	0,0	0,0	271,4	316,2
Neporeski prihodi <sup>1)</sup>	64,5	69,4	43,4	106,0	80,4
od toga: licenca	25,4	25,4	0,0	25,4	0,0
2. Kapitalni prihodi	..	..	..	11,7	16,4
<b>II UKUPNI RASHODI</b>	<b>595,5</b>	<b>567,6</b>	<b>654,4</b>	<b>972,5</b>	<b>1.129,0</b>
1.Tekući rashodi	524,8	508,2	588,6	873,1	1.019,9
Rashodi za zaposlene	152,9	147,6	176,7	231,9	282,4
Kupovina roba i usluga	42,9	39,4	45,8	145,9	158,4
Otplata kamata	17,4	14,9	17,0	16,4	18,8
Subvencije	35,5	35,5	39,6	62,9	66,9
Socijalna zaštita i transferi	61,6	61,7	66,7	395,8	469,4
od toga: penzije	..	..	..	259,9	...
Donacije i transferi	203,6	201,6	233,2	..	...
Ostali tekući rashodi	10,8	7,5	9,6	20,2	24,0
2.Kapitalni rashodi	70,7	59,4	65,9	99,4	109,1
od čega NIP	44,4	39,3	34,6	39,3	34,6
<b>III KONSOLIDOVANI BILANS (I-II), MFIN</b>	<b>-13,7</b>	<b>12,8</b>	<b>-14,8</b>	<b>10,8</b>	<b>-26,7</b>
<b>IV OTPLATE DOMAČIH DUGOVA, BUDŽETSKI KREDITI I DOKAPITALIZACIJE</b>	<b>18,6</b>	<b>22,6</b>	<b>28,1</b>	<b>22,6</b>	<b>28,4</b>
<b>V UKUPNI RASHODI, GFS (II+IV)</b>	<b>614,1</b>	<b>590,2</b>	<b>682,5</b>	<b>995,1</b>	<b>1.157,4</b>
<b>VI KONSOLIDOVANI BILANS (III-IV) definicija GFS</b>	<b>-57,7</b>	<b>-35,2</b>	<b>-42,9</b>	<b>-37,3</b>	<b>-55,1</b>

Izvor: Ministarstvo Finansija

## Srednjoročne tendencije u fiskalnoj politici Srbije

### *Već dve godine zaredom ekspanzivnost fiskalne politike u Srbiji značajno raste*

Konsolidovani bilans države u periodu 2005–2007. godine kontinuirano ispoljava povećanje ekspanzivnosti fiskalne politike. Nakon suficita od 1,1% BDP u 2005, u narednoj godini ostvaren je deficit u iznosu od 0,7% BDP, da bi u 2007. deficit<sup>4</sup> dostigao 1,5% BDP. Tendencija povećanja ekspanzivnosti fiskalne politike nastavlja se i u 2008. godini, u kojoj je planiran deficit od 1,9% BDP. Povećanje deficit-a jeste prvenstveno posledica povećanja javne potrošnje, čije ušeće u BDP raste u celom periodu 2005–2007, a čiji je rast planiran i u 2008. godini.

### *U 2008. nastavlja se s ekspanzivnom fiskalnom politikom*

Povećanje ekspanzivnosti fiskalne politike ostvareno je prvenstveno intenzivnim rastom kapitalnih rashoda, a da pri tome nije došlo do usporavanja tekućih rashoda. Učešće kapitalnih rashoda u BDP je sa 1,9% u 2005. povećano na 3% u 2006, odnosno na 4% u 2007. godini.

Povećanje ekspanzivnosti fiskalne politike, bez zaduživanja države, omogućeno je visokim prihodima od privatizacije koji su ostvareni tokom 2005–2006. godine.

Povećanje ekspanzivnosti fiskalne politike u 2006. i 2007. godini koincidira s parlamentarnim i predsedničkim izborima. Veza između fiskalne ekspanzije i izbora je, u obe godine, vrlo upadljiva. Ubedljivo najveći rast javne potrošnje i deficita ostvaren je u kvartalu koji je neposredno prethodio izborima. Dodatno, u predizbornim kampanjama prihvatanje su obaveze (rast plata, smanjenje poreza i dr.) koje su značajno uticale na povećanje ekspanzivnosti fiskalne politike u narednim godinama.

Povećanje ekspanzivnosti fiskalne politike neposredno sledi po okončanju aranžmana sa MMF-om. Aranžman sa MMF-om istekao je u februaru 2006. godine, da bi značajna fiskalna ekspanzija započela nekoliko meseci nakon toga.

<sup>4</sup> Uključivanjem predužeća "Putevi Srbije" i neto sopstvenih prihoda i rashoda, deficit u 2007. godini povećava se na 1,8–1,9% BDP.

**Tabela T7-5.Učešće konsolidovanih prihoda, rashoda i deficitu u BDP, 2005–2008**

	2005	2006	2007	2008
	u %			
UKUPNI PRIHODI	40,1	38,8	38,5	38,9
UKUPNI RASHODI, definicija GFS	39,0	39,5	40,0	40,8
- od toga kapitalni rashodi	1,9	3,0	4,0	3,8
KONSOLIDOVANI BILANS, definicija GFS	1,1	-0,7	-1,5	-1,9

Izvor: Ministarstvo Finansija

**Makroekonomске neravnoteže su visoke, a stabilnost privrede krhka**

Makroekonomске implikacije povećanja ekspanzivnosti fiskalne politike tokom prethodne dve godine su zabrinjavajuće. Deficit tekućeg platnog bilansa u 2007. dostigao je 16,8% BDP, pri čemu je učešće deficita u BDP u toku same godine imalo rastuću tendenciju. Mada je visok i rastući spoljni deficit rezultat većeg broja činilaca, izvesno je da je fiskalna ekspanzija tokom prethodne dve godine imala značajan ideo u tome. Dostignuti nivo spoljnog deficita čini vrlo krhkog makroekonomsku stabilnost Srbije, jer ona presudno zavisi od visokog i stabilnog priliva kapitala iz inostranstva.

Bazna inflacija je povećana, ali je i dalje ostala u planiranim okvirima zahvaljujući intenzivnom povlačenju novca od strane NBS. Međutim, povlačenje novca preko visokih kamatnih stopa na hartije od vrednosti NBS uticalo je na apresijaciju dinara, što je dodatno pogoršalo spoljnotrgovinski i tekući platni bilans. Osim toga, troškovi sterilizacije dostižu takve razmere da vode gubicima, smanjivanju kapitala i pogoršanju likvidnosti NBS, što u konačnom ishodu ima za posledicu dodatne javne rashode kojima će se pokriti gubici NBS.

Visoki spoljni deficit, rastući inflacioni pritisci i rastući troškovi njihovog suzbijanja – nameću potrebu značajne promene u fiskalnoj politici u narednim godinama. Osim navedenih faktora neophodnost značajnih promena u fiskalnoj politici nametnuta je i zbog očekivanog smanjenja prihoda od privatizacije u narednim godinama<sup>5</sup>. Manji nivo prihoda od privatizacije nameće potrebu zaduživanja države kako za pokrivanje fiskalnog deficita tako i za vraćanje glavnice javnog duga<sup>6</sup>. U takvim okolnostima izostanak fiskalnog prilagođavanja imao bi za posledicu relativno brz rast javnog duga Republike Srbije.

**Neophodno je smanjenje učešća javne potrošnje u BDP za najmanje 2,5 procenatnih poena u naredne dve godine**

Nivo makroekonomskih neravnoteža u privredi Srbije, kao i rizici i troškovi koji iz njih proizilaze, nameću potrebu snažnog fiskalnog prilagođavanja. Uzimajući u obzir nivo neravnoteža na jednoj strani i zakonske i druge obaveze države na drugoj, ocenjuje se da je u periodu 2009–2010. godine<sup>7</sup> neophodno i moguće smanjenje učešća javne potrošnje u BDP u Srbiji za najmanje 2,5 procenatnih poena, a da pri tome učešće javnih prihoda u BDP ostane nepromenjeno. Ovakvo postepeno smanjenje učešća javne potrošnje implicira veće makroekonomске rizike u odnosu na alternativno jednokratno smanjenje učešća javne potrošnje u BDP, koje predlaže MMF<sup>8</sup>. Ocenjuje se, međutim, da je u datim političkim i društvenim okolnostima (koaliciona Vlada u kojoj parteneri ne prihvataju značajnu redukciju rashoda u svojim resorima, česti izbori, nespremnost Vlade kao celine da se suprotstavi preteranim zahtevima sindikata i dr.) – jednokratno prilagođavanje malo verovatno.

**Visok priliv stranog kapitala omogućuje postepeno smanjenje javne potrošnje, izostanak tog priliva nameće potrebu naglog smanjenja javne potrošnje**

Postepeno smanjenje javne potrošnje u odnosu na BDP nameće Vladi obavezu da minimizira sve faktore koji bi mogli da utiču za značajno smanjenje priliva stranog kapitala u Srbiju. Kombinacija postepenog fiskalnog prilagođavanja i značajnog smanjenja priliva spoljnog kapitala – imala bi za posledicu makroekonomsku nestabilnost (rast kursa i inflacije i prinudno smanjenje spoljnog deficitu) i ili recesiju. Ukoliko Vlada nije u mogućnosti ili nije spremna da minimizira navedene rizike, održanje makroekonomске stabilnosti nameće potrebu jednokratnog smanjenja učešća

<sup>5</sup> Privatizacija društvenih preduzeća privodi se kraju, dok su prihodi od privatizacije javnih preduzeća vrlo neizvesni zbog odsutva jasnog koncepta njihove privatizacije.

<sup>6</sup> Od naredne godine rastu izdaci države za servisiranje glavnice spoljnih dugova. Takođe, može se očekivati da će se pojaviti i dodatne obaveze država po osnovu servisiranja javnog duga koji će nastati u procesu denacionalizacije.

<sup>7</sup> Procenjuje se da je malo verovatno da se u ovoj godini izvrši rebalns budžeta u pravcu smanjenja javne potrošnje i deficitu u odnosu na BDP. Bilo bi poželjno da se kroz programe racionalizacije obezbedi da nivo javne potrošnje i u ovoj godini bude manji od planiranog.

<sup>8</sup> IMF (2008), „Republic of Serbia – Staff Report for the 2007 Article IV Consultation”

**Poželjno je da tekuća javna potrošnja raste realno 2–3% godišnje, a javne investicije da rastu kao i BDP**

javne potrošnje u BDP za najmanje 2,5 procentnih poena. U tom slučaju, međutim, usporavanje rasta privrede i rast nezaposlenosti jesu vrlo verovatni – kako zbog smanjenja investicija, tako i zbog smanjenja tražnje.

S ekonomskog stanovišta bilo bi poželjno da se smanjenje učešća javne potrošnje u BDP u celini ostvari značajnim usporavanjem rasta tekućih rashoda, a da kapitalni rashodi rastu po istoj stopi kao i BDP. Ostvarenje navedenog cilja podrazumava realni rast tekućih rashoda po stopi od 2–3% godišnje, uz rast BDP od 6–7% godišnje. Na taj način ostvarilo bi se restrukturiranje javne potrošnje u pravcu povećanja učešća javnih investicija, a smanjenja učešća tekućih rashoda u BDP. Ključna mera za smanjenje učešća javne potrošnje u BDP jeste značajno usporavanje rasta fonda plata u naredne dve godine, što bi značilo da fond plata u javnom sektoru ostvari maksimalni realni rast od oko 2% godišnje. To bi u osnovi značilo nastavak politike plata iz 2008. godine. Pored plata neophodno je smanjenje učešća u BDP subvencija i rashoda za nabavku roba i usluga. Osim toga, neophodna je značajna redukcija budžetskih kredita (koji u velikoj meri imaju karakter subvencija), kao i odustajanje od učešća države u dokapitalizacijama banaka.

**Novi aranžman sa MMF-om doprineo bi da se neophodno prilagođavanje ostvari**

S obzirom na to da je Vlada tokom 2007. u zvaničnim dokumentima<sup>9</sup> najavljuvala planove za smanjenje učešća javne potrošnje u BDP u 2008., a da je to izostalo, postavlja se pitanje kako da se sličan scenario ne ponovi i u narednim godinama. Opasnost od ponavljanja tog scenarija raste s povećanjem učestalosti izbora, kao i s odsustvom političke spremnosti u Vladi da se značajno uspori rast javne potrošnje. Obaveza usvajanja trogodišnjih planova prihoda i rashoda, koja je predviđena u predlogu novog Zakona o budžetskom sistemu, može u određenoj meri predstavljati branu protiv preterane fiskalne ekspanzije u budućim predizbornim periodima. Međutim, ocenjujući da će u Srbiji verovatno u dužem periodu postojati koalicione Vlade, čija opredeljenost za preuzimanje nepopularnih mera kao što je usporavanje rasta plata i drugih oblika javne potrošnje neće biti visoka, sledi da bi aranžman sa MMF-om bio vrlo poželjan. Novi aranžman sa MMF-om doprineo bi da se usvoje odgovarajući planovi za smanjenje učešća javne potrošnje u BDP, a potom, što je još važnije, da se ti planovi i sprovedu. Poslednja značajna redukcija javne potrošnje u Srbiji ostvarena je upravo u periodu od sredine 2004. do sredine 2006., zahvaljujući u značajnoj meri preuzetim obavezama prema MMF<sup>10</sup>. Fiskalna ekspanzija koja još uvek traje, usledila je neposredno po isteku navedenog aranžmana.

<sup>9</sup> U Memorandumu o budžetu, objavljenom u junu 2007, postavljen je cilj da se učešće javne potrošnje u BDP u 2008. godini smanji za 1,2 procentna poena. Taj plan je praćen i konkretnim meraima kojima je trebalo da se obezbedi njegovo ostvarenje. U Memorandumu o budžetu iz oktobra 2007. kao cilj je postavljeno smanjenje učešća javne potrošnje u BDP u 2008. godini za 0,8 procentnih poena, uz definisanje konkretnih mera kako će se to postići. Na osnovu usvojenih budžeta i planova fondova socijalnog osiguranja sledi, međutim, da će učešće javne potrošnje u 2008. biti približno jedнако planiranom učešću u 2007. godini. S obzirom na činjenicu da su u 2007. godini ostvareni rashodi znatno manji od planiranih, planirani rashodi u 2008. su za oko 0,8 procentnih poena veći od ostvarenih u 2007. godini.

<sup>10</sup> Neophodno je ukazati na to da MMF u budućnosti neće imati takav snažan instrument uticaja na ekonomsku politiku Vlade Srbije, kao što je to bio slučaj sa uslovnim otpisom 15% duga Srbije prema Pariskom klubu poverilaca.

## 8. Monetarni tokovi i politika

Novčana masa u Q4 nastavlja s trendom ubrzanja nominalnog i usporena realnog rasta. Rast novčane mase doprinosi ekspanzivna fiskalna politika i rast kredita privatnom sektoru. Posmatrajući na nivou celog Q4 2007, vidi se da monetarna politika nije bila restriktivna, iako je NBS u decembru povisila referentnu kamatnu stopu na 10%. Novčana baza se tokom Q4 2007. uvećava za oko 37 milijardi dinara kao posledica: trošenja državnog depozita (dinarskog od oko 35 milijardi dinara i deviznog oko 15 milijardi dinara), zatim kreiranja dinara putem otkupa deviza od nedržavnog sektora (oko 17 milijardi dinara) i povlačenja kroz repo transakcije sa bankama (34 milijarde dinara). Krediti stanovništvu usporili su (novih 200 miliona evra, prema 400 miliona u Q3) kao posledica mera NBS iz septembra koje su se odnosile na potrošačke i gotovinske kredite. Krediti privredi rastu, kako iz domaćeg sistema (novih 400 miliona evra), tako i direktno iz inostranstva (novih 900 miliona evra). U izvorima banaka dominira porast dinarskih depozita preduzeća (840 miliona evra), nova devizna štednja (rekordnih 500 miliona evra usled nedelje štednje u oktobru) i dokapitalizacija banaka (500 miliona evra).

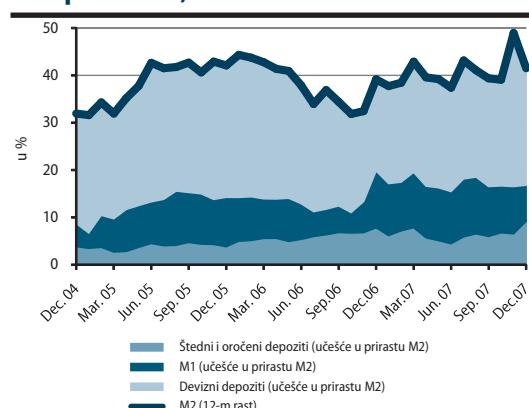
### Monetarni sistem: struktura i tokovi novčane mase

#### Rast nominalnog M2 ubrzava, a realni M2 nastavlja da usporava

U Q4, 12-m rast ukupne novčane mase (M2) nastavlja da ubrzava. Nominalni M2 beležio je 12-m rast od 41,5% (39,4% u Q3 2007). Realni M2 je pak i u Q4 nastavio uspostavljeni trend usporavanja iz Q3 i Q2 – po 12-m stopi od 27,8% (29,7 u Q3, 30,2% u Q2 2007, Tabela T8-2). Kada posmatramo doprinos pojedinih oblika upotrebe (držanja) novčane mase, uočavamo da je u Q4 neznatno povećan ideo štednih i oročenih dinarskih depozita u strukturi M2, dok i dalje najveći doprinos rastu M2 daje rast deviznih depozita (Grafikon T8-1).

#### Monetarni rast u Q4 posledica je porasta neto deviznih rezervi

#### Grafikon T8-1. Srbija: novac i njegove komponente<sup>1)</sup>, 2004–2007



Izvor: Tabela P-11 u Analitičkom prilogu.

1) Učešće 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).

#### ... trošenja državnog depozita i rasta kredita nedržavnom sektoru

#### Rast kredita nedržavnom sektoru nastavlja da ubrzava

I u Q4, kao i u svim prethodnim kvartalima u 2007, kredit nedržavnom sektoru nastavlja da ubrzava. Nominalni međugodišnji rast kredita iznosi čak 38,3% (28% u Q3 2007), dok realni rast iznosi 24,9% (19,1% u Q3 2007), Tabela T8-2. Posmatrano na osnovu korigovanih tokova za efekat promene kursa<sup>1</sup>, takođe se uočava ubrzanje: 12-m rast na kraju Q4 2007. je 39,9% (na kraju Q3 2007. bio je 36,7%). Kod komponenti kredita nedržavnom sektoru uočava se ubrzanje međugodišnjeg rasta kredita privredi i usporenje kredita stanovništvu. Ovde je reč o veoma maloj bazi s kraja 2006. kada je kredit privredi skoro potpuno zaustavljen, te stoga dobijamo utisak da

Ukupan prirast novčane mase u Q4 2007. (17,6% od M2 s početka godine, izračunato kao razlika kumulativnog prirasta od početka godine do kraja Q4 od 41,5% i kumulativnog prirasta do kraja Q3 od 23,9%) – nastao je kao rezultat povećanja neto strane aktive u Q4 (NSA, za 10% od početnog M2) i povećanja neto domaće aktive (NDA, 7,6% od početnog M2). Povećanju NDA u Q4 doprinelo je smanjenje neto kredita državi (trošenje depozita) od 5,1% od početnog M2 i povećanje kredita nedržavnom sektoru od 4,3% od početnog M2 (razlika između kumulativnih prirasta na kraju Q4 i na kraju Q3, izraženih u procentima od M2 na početku godine). Na konačni porast M2, s negativne strane, uticao je i porast kapitala monetarnog sektora od -6,3% od početnog M2, Tabela T8-2.

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

je kredit privredi u Q4 2007. značajno ubrzao rast – što je tačno, posmatrano na međugodišnjem nivou, dok je u apsolutnom izrazu njegov prirast isti kao i u Q3 (Tabela T8-5). S druge strane, kredit stanovništvu usporava međugodišnji rast na 52,5% nominalno korigovano za promenu kursa (37,5% realno) prema 60,2 nominalno na kraju Q3 (49,2% realno). Usporenje rasta kredita stanovništvu u Q4 najverovatnije je posledica mera iz septembra 2007. koje se odnose na ograničavanje roka otplate potrošačkih kredita stanovništvu<sup>2</sup>.

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

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

Izvor: Tabela P-11. 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 odnose se 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.

2 Detaljnije o ovoj meri videti, odeljak 8. "Monetarni tokovi i politika", Okvir 1, QM9

## 8. Monetarni tokovi i politika

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

	2005		2006				2007			
	Dec.	Mar.	Jun.	Sep.	Dec.	Mar.	Jun.	Sep.	Dec.	
<b>STANJE</b>										
Neto strana aktiva (NSA)	218.886	200.462	229.984	360.685	407.565	441.048	484.388	500.302	563.524	
od čega: rezerve NBS	424.844	465.497	549.529	648.946	715.114	719.381	730.668	751.920	765.615	
od čega: obaveze poslovnih banaka	-191.124	-229.081	-302.170	-300.781	-307.742	-318.598	-286.848	-290.860	-300.659	
Neto domaća aktiva (NDA)	239.985	272.642	285.856	207.195	231.055	234.991	224.279	291.193	-112.290	
Krediti državi, neto <sup>1)</sup>	-27.831	-31.129	-33.954	-124.159	-100.061	-128.909	-149.081	-144.385	-34.251	
Dinarski krediti, neto	-22.332	-25.479	-38.649	-35.438	-8.776	-35.782	-62.290	-56.369	-78.039	
Devizni krediti, neto	-5.499	-5.650	4.695	-88.721	-91.285	-93.127	-86.791	-88.016	842.512	
Krediti nedržavnom sektoru <sup>2)</sup>	518.298	547.564	591.270	614.698	609.171	666.007	732.402	786.873	-390.048	
Ostale stavke	-250.482	-243.793	-271.460	-283.344	-278.055	-302.107	-359.042	-351.295		
Novčana masa: M2 <sup>3)</sup>	458.870	473.103	515.840	567.881	638.620	676.039	708.667	791.495	903.698	
Novčana masa: dinarski M2 <sup>3)</sup>	192.180	189.911	208.606	232.506	283.116	282.299	288.329	326.341	390.307	
Devizni depoziti (privreda i domaćinstva)	266.690	283.192	307.234	335.375	355.504	393.740	420.338	465.154	513.391	
<b>STRUKTURNI POKAZATELJI</b>										
Gotov novac u opticaju / Dinarski depoziti (privreda i domaćinstva), u %	38,7	31,8	30,6	28,9	31,9	26,2	29,1	25,1	24,6	
Devizni depoziti (privreda i domaći)/M2 (%)	58,1	59,9	59,6	59,1	55,7	58,2	59,3	58,8	56,8	
Koefficijent obrta (BDP <sup>4)</sup> / M2)	3,8	3,9	3,7	3,5	3,3	3,2	3,2	3,0	2,6	
M2 / BDP <sup>4)</sup>	0,26	0,26	0,27	0,29	0,30	0,31	0,32	0,3	0,4	
Krediti nedržavnom sektoru / BDP <sup>4)</sup>	0,30	0,30	0,31	0,31	0,29	0,30	0,33	0,33	0,35	
Nenaplativi krediti <sup>5)</sup> (u % od ukupnih)	..	..	..	..	4,7	4,9	4,7	5,20	5,10	
Multiplikator novca (dinarski M2/H)	1,9	2,1	2,1	2,1	2,0	2,4	2,0	2,3	2,3	

Izvor: Tabela P-12. u Analitičkom prilogu.

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

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

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

4) Videti fusnotu 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: J.Dimitrijević, "Nenaplativi krediti u Srbiji – koja je prava mera?", Pod lupom1, QM6

## Bankarski sektor: plasmani i izvori finansiranja

*U Q4 banke plasiraju novih 630 miliona evra u kredite privredi i stanovništvu...*

*... nešto manje nego u Q3*

*Banke i dalje značajno ulažu u hartije od vrednosti NBS u Q4...*

*...novih 410 miliona evra*

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

*... dokapitalizaciji i novoj deviznoj štednji*

Banke su u Q4 plasirale nešto manje novih kredita privredi i stanovništvu nego u Q3 (630 miliona evra u Q4 prema 800 miliona u Q3). Oko 400 miliona evra novih kredita usmereno je preduzećima (isto toliko i u Q3), dok je stanovništvu usmereno tek oko 200 miliona evra (400 miliona evra u Q3), Tabela T8-4. Privreda se, prema uspostavljenom trendu koji traje već više od jedne godine, ubrzano zadužuje direktno u inostranstvu – novih oko 900 miliona evra u Q4 (850 miliona evra u Q3), čime se sve više zaobilazi domaći bankarski sistem (detaljnije u Okviru 1).

Na kraju, zabeležen je i rast stanja na deviznim računima domaćeg bankarskog sistema u inostranstvu – tim putem je u Q4 immobilisano oko 600 miliona evra (Tabela T8-4).

Tokom Q4 banke nastavljaju da ulažu u repo plasmane i šestomesečne hartije od vrednosti NBS, u iznosu od oko 410 miliona evra (420 miliona evra u Q3). Realni prinos na te plasmane je u Q4 opao u poređenju sa Q3. Od sredine novembra, prinos na repo plasmane izražen kao kombinacija promene nominalne kamatne stope i nominalnog kursa (Grafikon T9-6 u odeljku 9. "Finansijska tržišta"), drastično počinje da opada i u jednom trenutku čak postaje negativan – u decembru kao i sredinom januara.

Među izvorima za nove plasmane u Q4 2007. dominira porast depozita preduzeća, nova devizna štednja stanovništva i dokapitalizacija banaka. Iznenađujuće je veliki priliv depozita preduzeća kod bankarskog sektora u Q4 od 840 miliona evra (400 miliona u Q3, 450 u Q4 2006), od čega se 800 miliona evra odnosi na dinarske depozite. Ovaj skok se tek delimično može objasniti činjenicom da je reč o završetku godine kada je po prirodi likvidnost privrede povećana, što se ogleda u porastu deponovanih dinara kod banaka zbog intenzivne naplate potraživanja pred završne račune. Zatim, rast dinarskih depozita preduzeća prati i rast zaduživanja preduzeća u inostranstvu, jer preduzeća prispela sredstva u nekoj meri zadrže na svojim računima u domaćem bankarskom sistemu. Ali, izuzetno u Q4, tom prilivu je takođe u značajnom iznosu doprinela i jedna velika transakcija – uplata grčkog preduzeća za kupovinu državnog preduzeća "Robne kuće Beograd" u stečaju, ugovorene cene od oko 400 miliona evra. Uplata je tako izvršena u dinarima

na depozit “Robnih kuća” (povećanje depozita privrede kod banaka, Izvori sredstava, Tabela T8-4), a banka koja je primila taj depozit je u istom periodu konvertovala i položila ta sredstva na svom deviznom računu u inostranstvu (povećanje na računu banke u inostranstvu, Devizne rezerve, Tabela T8-4). Ova transakcija je stoga s aspekta deviznog tržišta neutralna, pa iako je bila reč o relativno velikom iznosu, nije bilo uticaja na kurs dinara.

Nova devizna štednja stanovništva porasla je za 550 miliona evra u Q4 (400 miliona evra u Q3, Tabela T8-4). Ovako velikom prirastu devizne štednje u jednom kvartalu doprinela je tzv. nedelja štednje (poslednja nedelja oktobra) u kojoj su banke bile stimulisane da nude bolje kamate na novu štednju, jer su na sve prikupljene štedne depozite tokom te nedelje oslobođene obavezne rezerve kod NBS.

**Tabela T8-4. Srbija: poslovanje banaka – izvori i struktura plasmana, korigovani<sup>1)</sup> tokovi, 2005–2007**

**Preduzeća nastavljaju da se zadužuju u inostranstvu i u Q4**

	2005		2006				2007			
	Dec.	Mar.	Jun.	Sep.	Dec.	Mar.	Jun.	Sep.	Dec.	
<b>u milionima evra, kumulativi od početka godine</b>										
<b>Izvori sredstava (-, povlačenje)</b>	-2.783	-539	-2.208	-3.468	-5.237	-325	-1.061	-2.574	-4.582	
Domaći depoziti	-1.314	-116	-550	-1.322	-2.245	-339	-757	-1.819	-3.254	
Depoziti stanovništva	-884	-178	-413	-795	-1.200	-329	-652	-1.059	-1.652	
dinarski depoziti	-46	-13	-54	-51	-124	-35	-57	-97	-135	
devizni depoziti	-838	-165	-359	-744	-1.076	-295	-595	-963	-1.518	
Depoziti privrede	-430	63	-137	-527	-1.045	-10	-105	-760	-1.602	
dinarski depoziti	-363	36	-52	-295	-739	23	112	-324	-1.138	
devizni depoziti	-68	27	-85	-232	-307	-33	-218	-437	-464	
Zaduživanje u inostranstvu	-1.194	-401	-1.278	-1.433	-1.660	-10	266	207	114	
Kapital i rezerve	-275	-22	-380	-713	-1.331	25	-569	-962	-1.441	
<b>Devizne rezerve (-, povlačenje)</b>	-29	-190	-191	-36	-77	-14	5	-17	695	
<b>Plasmani<sup>1)</sup></b>	2.058	417	1.193	1.906	3.100	687	1.294	2.488	3.626	
Ukupno privreda i stanovništvo	1.893	272	847	1.320	1.541	575	1.508	2.315	2.945	
Privreda	1.172	85	390	557	536	313	865	1.271	1.660	
kratkoročni plasmani	835	85	254	258	194	195	549	699	939	
dugoročni plasmani	337	1	136	299	341	118	315	572	722	
Stanovništvo	721	187	457	763	1.006	263	644	1.044	1.285	
kratkoročni plasmani	81	50	106	169	194	36	101	148	221	
dugoročni plasmani	640	137	351	594	811	226	543	896	1.064	
Plasmani u hartije NBS (repo i trajna prodaja)	185	162	448	740	1.637	200	-11	438	849	
Neto kreditiranje države <sup>2)</sup>	-43	-20	-107	-157	-79	-89	-203	-264	-168	
<b>PRO MEMORIA</b>										
Obavezne rezerve i depoziti	945	216	1.182	1.535	1.813	-146	242	349	441	
Ostala potraživanja od NBS (neto) <sup>3)</sup>	54	-56	-75	-46	0	13	-44	-104	-44	
od čega: slobodne rezerve posl. banaka	12	-55	-59	-73	-50	20	-56	-103	-92	
Ostale stavke <sup>4)</sup>	-158	168	130	166	499	-110	-464	-57	-78	
Efektivna obavezna rezerva (u %) <sup>5)</sup>	31	32	38	38	36	34	37	34	31	
Direktno zaduživanje privrede u inostranstvu + bankarski plasmani privredi od čega: direktno zaduživanje privrede u inostranstvu:	2.035	325	897	1.599	2.102	791	2.567	3.822	5.005	
Srednjeročno i dugoročno	863	239	507	1.043	1.567	478	1.702	2.551	3.345	
Kratkoročno	846	224	479	979	1.523	446	1.637	2.362	3.284	
<b>kvartalni tokovi (pirasti), u % BDP-a<sup>7)</sup></b>										
Ukupni plasmani privredi i stanovništvo	17,4	9,9	14,2	15,3	10,3	16,3	30,1	21,7	440,7	
Plasmani privedi iz domaćeg sistema	8,1	1,6	5,1	2,5	-0,3	4,8	7,7	5,3	-44,3	
Direktno zaduživanje privrede u inostranstvu	4,8	4,6	4,5	8,1	7,3	7,4	17,1 <sup>6)</sup>	11,1	-92,3	
Plasmani stanovništvo	4,6	3,6	4,6	4,7	3,4	4,1	5,3	5,2	-77,5	

Izvor: Tabela P-13. u Analitičkom prilogu.

1) Prirasti plasmana dobijeni su pod pretpostavkom da je 70% od ukupnih plasmana indeksirano prema evru, pri čemu je prepostavljeno 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 preračunati su 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, međubankarski 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) Procenat 9,1% BDP-a odnosi se na kredit Telekomu za kupovinu Telekoma Republike Srpske.

7) U proračunu je korišćen odgovarajući kvartalni BDP.

Banke su smanjile iznos duga prema inostranstvu i obaveze prema nerezidentima (stavka Zaduživanje u inostranstvu, Tabela T8-4) za oko 100 miliona evra u Q4. Kada se, međutim, ovaj podatak upotpuni s podatkom iz platnog bilansa gde imamo čisto zaduživanje banaka u

## 8. Monetarni tokovi i politika

inostranstvu u Q4 od oko 400 miliona evra, saznajemo da su banke na taj način obezbedile dodatne izvore finansiranja, iako se taj vid dopremanja sredstava gotovo ne koristi još od sredine 2006., pošto je na njega uvedena visoka stopa obavezna. Dakle, obaveze prema nerezidentima i druge manje stavke obaveza banaka prema inostranstvu koje ulaze u stavku Zaduživanje u inostranstvu u Tabeli T8-4, smanjile su se za ukupno oko 300 miliona evra u Q4.

U istom periodu ukupan bankarski sektor dokapitalizovao se za 500 miliona evra (400 miliona u Q3). Na povećanje kapitala – banke je podsticala mera NBS o usklađivanju plasmana stanovništву s kapitalom u odnosu od maksimalno 150%. Povećanje neto kreditiranja države od oko 100 miliona evra u Q4 (-60 miliona u Q3) uticalo je na smanjenje izvora banaka i u najvećoj meri se odnosi na trošenje depozita kod bankarskog sektora.

Ulaganje banaka u repo ugovore uprkos niskim i, na trenutke, čak negativnim prinosima, zatim, gomilanje dinarskih depozita predužeća na računima banaka i polaganje depozita banaka na račune u inostranstvu, ali i u slobodne rezerve kod NBS – ukazuju da je u Q4 došlo do rasta likvidnosti u sistemu. On je verovatno nastao kao posledica iščekivanja – privrede i investitora – ishoda gorućih političkih pitanja (neizvesnost oko rezultata predsedničkih izbora i statusa Kosova). Ohrabrujuće je pak to da u Q4 nije došlo u velikoj meri do konvertovanja te likvidnosti u evre i povlačenja u inostranstvo usled političkih neizvesnosti koje podižu rizik domaćeg tržišta.

No, na deviznom tržištu su se ipak osetile posledice tih političkih neizvesnosti. Može se, naime, pretpostaviti da su vlasnici velikih dinarskih neangažovanih sredstava počeli da “beže” u evro kao stabilniju valutu i time uticali na slabljenje dinara. Da bi sprečila preteran pad vrednosti dinara i povećala likvidnost na deviznom tržištu, NBS je, posle perioda od nekoliko meseci odsustva sa direktnih intervencija, 7. februara, a zatim i u nedelji od 18. februara – intervenisala na međubankarskom deviznom tržištu prodajući ukupno 40 miliona evra.

### Centralna banka: bilans i monetarna politika

**Tabela T8-5. Srbija: NBS – otkup deviza i sterilizacija, 2005–2007<sup>1)</sup>**

	2005		2006				2007			
	Dec.	Mar.	Jun.	Sep.	Dec.	Mar.	Jun.	Sep.	Dec.	
<b>TOK</b>										
Neto sopstvene rezerve NBS <sup>2)</sup>	63.136	4.628	49.014	78.899	145.315	15.055	46.176	60.267	97.182	
Neto sopstvene rezerve NBS (u evrima)	759	53	564	933	1.783	188	577	756	1.218	
Neto Domaća aktiva (NDA)	-46.040	-20.755	-54.348	-74.989	-105.744	-46.267	-57.974	-72.100	-71.986	
Dinarski krediti države	-6.077	-1.595	-1.856	-1.858	120	-710	-735	-735	-5.639	
Dinarski depoziti države	-18.576	-4.789	-14.422	-10.572	17.540	-30.939	-56.748	-44.985	-10.107	
od čega: lokalna samouprava	-824	-6.068	-5.339	-5.505	-3.500	-6.768	-13.485	-11.933	-516	
Repo operacije <sup>3)</sup>	-16.829	-14.258	-39.152	-63.335	-132.903	-16.675	-2.094	-34.961	-67.950	
Ostala (domaća) aktiva, neto <sup>4)</sup>	-4.558	-113	1.082	776	9.499	2.057	1.603	8.581	11.710	
Primarni novac	17.096	-16.127	-5.334	3.910	39.571	-31.212	-11.798	-11.833	25.196	
od čega: gotovina u opticaju	8.485	-7.825	-4.724	-1.540	14.811	-9.792	-3.395	-3.088	8.488	
od čega: slobodne rezerve	3.518	-8.643	-7.916	-2.106	16.516	-13.061	-3.309	-6.293	20.605	
<b>PORAST</b>										
						<b>kumulativi, u % od stanja početnog H<sup>5)</sup></b>				
Neto sopstvene rezerve NBS <sup>2)</sup>	93,4	7,9	52,5	73,5	135,1	11,2	34,5	45,0	72,6	
Neto Domaća aktiva (NDA)	-71,2	-25,0	-58,1	-69,4	-93,2	-34,6	-43,3	-53,8	-53,8	
Dinarski depoziti države	-24,0	-5,1	-15,3	-11,2	19	-23,1	-42,4	-33,6	-7,5	
Repo operacije <sup>3)</sup>	-21,8	-15,1	-41,5	-67,1	-141	-12,5	-1,6	-26,1	-50,7	
Ostala (domaća) aktiva, neto <sup>4)</sup>	-25,4	-4,8	-1,4	9,0	29	1,5	1,2	6,4	8,7	
Primarni novac	22,1	-17,1	-5,7	4,1	41,9	-23,3	-8,8	-8,8	18,8	
od čega: gotovina u opticaju	11,0	-8,3	-5,0	-1,6	16	-7,3	-2,5	-2,3	6,3	
od čega: slobodne rezerve	4,6	-9,2	-8,4	-2,2	18	-9,8	-2,5	-4,7	15,4	
<b>PRO MEMORIA</b>										
Bruto dev. rezerve (kumul. od poč. god, u evrima)	1.860,0	387,7	1.420,9	2.945,0	4.083,1	-233,3	193,9	482,7	610,4	
Bruto dev. rezerve (u % H s poč. god., u evrima)	228,4	43,1	132,1	237,5	307,6	3,2	11,6	27,5	37,7	
Primarni novac (stopa rasta, 12-m, u %)	22,1	13,7	24,3	20,8	41,9	31,3	37,2	24,2	18,8	
Gotov novac u opticaju (stopa rasta, 12-m, u %)	18,8	16,4	15,6	10,2	27,6	28,0	33,0	25,5	12,4	

Izvor: Tabela P-13. 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 s 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.

**Primarni novac  
značajno raste u Q4**

Primarni novac je značajno povećan na kraju Q4 u odnosu na kraj Q3, ali je njegova međugodišnja nominalna stopa rasta smanjena na 18,8% u odnosu na 24,2% koliko je iznosila na kraju Q3, usled izuzetno visokog nivoa primarnog novca na kraju 2006., Tabela T8-10.

**kao posledica većeg  
emitovanja dinara kroz  
devizno tržiste...**

Primarni novac (H) povećava se u Q4 kao rezultat sledećih neto promena stanja pojedinih njegovih komponenti. Prirast neto sopstvenih deviznih rezervi NBS iznosio je 27,6% od početnog H (72,6% na kraju Q4 manje 45% na kraju Q3). Neto domaća aktiva NBS ostala je nepromenjena u odnosu na kraj Q3 kada se posmatra kao zbir svih komponenti, Tabela T8-5. U okviru NDA zabeleženo je, s jedne strane, smanjenje dinarskog depozita države od 26,1% od početnog H (-33,6% na kraju Q3 manje -7,5% na kraju Q4) putem kojeg je kreiran primarni novac. S druge

### Okvir 1. Narodna banka Srbije pred kraj Q4 2007. počinje da zateže – odgovarajući tako na sve očiglednije inflatorne pritiske

Referentnu kamatu stopu koja je od avgusta 2007. iznosila 9,75%, NBS je krajem oktobra 2007. smanjila na 9,5%. Krajem decembra 2007. NBS odlučuje da poveća tu stopu povećavši je na nivo od 10% kao odgovor na sve uočljivije inflatorne pritiske. Ovi pritisci nastavili su se i u januaru, te je NBS ponovo povećala svoju stopu početkom februara na 10,75% a krajem februara čak na 11,5%. Devizni kurs je u Q4 bio veoma nestabilan, ali je posmatrajući kraj Q4 u odnosu na kraj Q3 njegova vrednost realno apresirala za 1,3%, dok je kurs nominalno ostao praktično nepromenjen (detaljnije u odeljku 3. "Cene i devizni kurs"). Narodna banka Srbije nije menjala stope obavezne rezerve u Q4 2007. Iz svega prethodnog možemo da zaključimo da je NBS tokom Q4 vodila neutralnu politiku u odnosu na raniji period, sve do pred sam kraj Q4 kada postaje nešto restriktivnija.

**Tabela T8-6. Stope obavezne rezerve banaka kod NBS<sup>1)</sup>, dec. 2004–feb. 2008**

	12/2004	05/2005	07/2005	10/2005	11/2005	03/2006	04/2006	05/2006	11/2006	12/2006	10/2007
<b>Stopa na: (u %)</b>											
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 <sup>2)</sup> :											
NOVU DEVIZNU ŠTEDNUJU <sup>3)</sup>	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 štednjku	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 (štedni 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; iznos nastali u vezi sa regulisanjem duga po staroj deviznoj štednji; i iznos u vezi s 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

**...i trošenja  
državnog depozita  
u odnosu na i dalje  
obimno povlačenje  
dinara kroz repo  
tržište NBS**

**NBS povlači  
značajnu količinu  
dinara kroz repo  
tržište u Q4...**

**Država je najviše  
učestvovala u stvaranju  
primarnog novca u Q4**

strane, došlo je do prirasta stoka repo ugovora i prodatih hartija NBS od 24,6% od početnog H, čime je umanjen primarni novac, a ostala neto domaća aktiva je povećana za 2,3% od početnog H, Tabela T8-5.

Opisani pravci promene monetarne baze praktično znače da je NBS u Q4 plasirala oko 37 milijardi dinara putem deviznih transakcija (otkop deviza od menjača i banaka i od države), zatim, da je država kreirala primarni novac trošenjem svog depozita kod NBS u iznosu od oko 35 milijardi dinara (od toga se 11 milijardi odnosi na trošenje depozita od strane lokalnih samouprava), dok je NBS povukla posredstvom repo tržišta oko 34 miljarde dinara kroz transakcije sa bankama, Tabela T8-5. Ostala domaća neto aktiva NBS uvećana je za oko 2,2 milijarde dinara, Tabela T8-5. Međutim, od ovog značajnog povećanja primarnog novca, čak oko 27 milijardi dinara zadržalo se u vidu slobodnih rezervi banaka na računima kod NBS (20,6 milijardi na kraju Q4 manje -6,2 milijarde na kraju Q3, Tabela T8-5).

Povećanje neto sopstvenih rezervi NBS od 460 miliona evra u Q4 (Tabela T8-7) samo se u iznosu od oko 212 miliona evra odnosi na neto otkup deviza od građana i banaka posredstvom deviznog tržišta (Tabela T8-8). Od ostatka prirasta neto sopstvenih deviznih rezervi NBS, oko 190 miliona evra najverovatnije predstavlja otkup deviza od države koje su u istom periodu i potrošene od strane države (i time su emitovani dinari tj. povećan primarni novac). Tako je pored 35 milijardi dinara za koliko je umanjila svoj dinarski depozit skraja Q3, država u Q4 potrošila i oko 15 milijardi dinara (protivvrednost od 190 miliona evra) sa deviznog depozita pretvorivši ih u dinare kod NBS. Zbir ova dva iznosa, tj. protivvrednost od oko 50 milijardi dinara – odgovara deficitu konsolidovanog sektora države u Q4 (detaljnije u odeljku 7."Fiskalni tokovi i politika").

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

	2005			2006			2007		
	Dec.	Mar.	Jun.	Sep.	Dec.	Mar.	Jun.	Sep.	Dec.
<b>u milionima evra, stanja</b>									
Neto strana aktiva Srbije	2.544	2.303	2.674	4.403	5.164	5.413	6.130	6.347	7.116
Poslovne banke, neto	-1.451	-2.042	-2.921	-2.920	-3.188	-3.213	-2.918	-2.998	-2.379
Bruto rezerve	784	594	593	748	707	693	712	690	1.403
Obaveze	-2.235	-2.636	-3.514	-3.668	-3.895	-3.906	-3.630	-3.688	-3.782
Narodna banka Srbije, neto	3.995	4.345	5.595	7.323	8.352	8.626	9.048	9.345	9.495
Bruto rezerve	4.969	5.357	6.390	7.914	9.052	8.819	9.246	9.535	9.662
Obaveze	-974	-1.011	-795	-591	-700	-193	-198	-190	-168
MMF	-748	-787	-575	-373	-181	6	1	3	4
Ostale obaveze	-226	-225	-220	-218	-519	-200	-199	-193	-171
<b>STRUKTURA NETO REZERVI NBS</b>									
1. Narodna banka Srbije, neto	3.995	4.345	5.595	7.323	8.352	8.626	9.048	9.345	9.495
1.1 Depoziti poslovnih banaka	-1.725	-1.995	-2.858	-3.126	-3.210	-3.358	-3.478	-3.584	-3.409
1.2 Depoziti države	-220	-247	-123	-1.213	-1.309	-1.247	-1.160	-1.172	-1.034
1.3 NBS sopstvene rezerve (1.3 = 1 - 1.1 - 1.2)	2.050	2.103	2.614	2.983	3.833	4.021	4.410	4.589	5.051
<b>u milionima evra, kumulativi od početka godine</b>									
Neto strana aktiva Srbije	535	-240	131	1.859	2.620	249	967	1.183	1.952
Poslovne banke, neto	-1.223	-591	-1.469	-1.468	-1.737	-24	270	190	809
Bruto rezerve	-29	-190	-191	-36	-77	-14	5	-17	695
Obaveze	-1.194	-401	-1.278	-1.433	-1.660	-10	266	207	114
Narodna banka Srbije, neto	1.758	350	1.600	3.328	4.357	274	696	993	1.143
Bruto rezerve	1.860	388	1.421	2.945	4.083	-233	194	483	610
Obaveze	-102	-37	179	383	274	507	502	510	532
MMF	-44	-38	173	375	567	187	182	184	185
Ostale obaveze	-58	1	6	8	-294	320	320	327	348
<b>STRUKTURA NETO REZERVI NBS</b>									
1. Narodna banka Srbije, neto	1.758	350	1.600	3.328	4.357	274	696	993	1.143
1.1 Depoziti poslovnih banaka	-904	-270	-1.133	-1.401	-1.485	-148	-269	-374	-200
1.2 Depoziti države	-95	-27	97	-993	-1.089	63	149	137	275
1.3 NBS sopstvene rezerve (1.3 = 1 - 1.1 - 1.2)	759	53	564	933	1.783	188	577	756	1.218

Izvor: NBS.

Napomena:

Devizne obaveze NBS tretiraju se različito u monetarnom pregledu i u bilansu NBS. 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).

**Tabela T8-8. Neto mesečna trgovina devizama NBS - banke i menjači, 2006–2008**

	Na međubankarskom deviznom tržištu (NBS-posl. banke)	Od menjača	Ukupno
(-, neto prodaja deviza od strane NBS)	<b>u milionima evra</b>		
Prosečna mesečna trgovina jan.-okt. 2006.	-64	151	87
Novembar 2006.	260	131	391
Decembar 2006.	154	86	240
Januar 2007.	-412	42	-370
Februar 2007.	-14,8	86	72
Mart 2007	-54,1	114	60
April 2007.	0	137	137
Maj 2007.	-75,9	160	84
Jun 2007.	-19	86	67
Jul 2007.	-22	94	72
Avgust 2007.	-23	106	83
Septembar 2007.	-20	60	40
Oktobar 2007.	-4	72	68
Novembar 2007.	-20	76	56
Decembar 2007.	-40	128	88
Januar 2008.	-57	63	6

Izvor: NBS

## 9. Finansijska tržišta

Na tržištu akcija u Q4 povećana je dinarska vrednost obima za 19,64%, ali je broj obavljenih transakcija manji za 13,18% u odnosu na prethodni kvartal, tako da je vrednost prosečne transakcije povećana za 37,81% – što ukazuje na ponovnu povećanu aktivnost krupnih investitora. Ponovno je oživelo diskontinualno tržište na kome je ostvarena vrednost obima za 67% veća nego u Q3. Nakon Q3 u kome su stagnirali, u Q4 indeksi BELEX15, BELEXLine i SRX EUR izgubili su 17,8%, 13,75%, i 17,99%, respektivno uz povećanu volatilnost. Sličan trend pratili su i indeksi berzi u regionu. Osim investicionog fonda Focus Premium, čija je investiciona jedinica (i.j.) tokom Q4 porasla za 3,42%, ostali fondovi na domaćem tržištu ostvarili su pad vrednosti. Zbog ubrzavanja inflacije i depresijije dinara, realni prinosi na repo operacije padaju tokom Q4 uprkos podizanju referentne stope NBS za 50bp, na 10% krajem godine. Realni prinosi računati u odnosu na inflaciju pali su za 140bp tokom Q4, dok su oni računati u odnosu na kretanje kursa EUR/RSD sa 29% na početku Q4, pali na 4,5% na njegovom kraju. Na tržištu obveznica SDŠ, obim i promet pali su za 49,59%, odnosno 49,81%, pri čemu su prosečni prinosi po svim ročnostima porasli između 5bp i 11bp.

***U Q4 porasla je dinarska vrednost obima na tržištu akcija, ali je obavljeno manje transakcija nego u Q3...***

***...tako da je došlo do ukrupnjavanja prosečne transakcije***

***Ponovno oživljava diskontinualno tržište na kome je porastao obim za 67% u odnosu na Q3, dok je na kontinualnom pao za 8% u odnosu na Q3***

Tokom Q4 2007. nastavio se pad obima na tržištu akcija, mereno brojem obavljenih transakcija, započet u prethodnom kvartalu (Grafikon T9-1). U Q4 obavljeno je oko 57,4 hiljada transakcija, što je za 13,18% manje nego u Q3. S druge strane, dinarska vrednost obima na tržištu akcija porasla je za 19,64% u odnosu na prethodni kvartal i iznosi oko 33,5 milijardi dinara.

Suprotno kretanje trenda obima na tržištu akcija mereno brojem obavljenih transakcija i dinarskom vrednošću – rezultiralo je ukrupnjavanjem prosečne transakcije. U Q4 prosečna vrednost obavljene transakcije bila je 583,7 hiljada dinara, što je za 37,81% više nego u Q3. Ovo je prvi put od početka 2007. da dolazi do povećanja vrednosti prosečne transakcije, nakon trenda usitnjavanja transakcija i ukazuje na ponovnu povećanu aktivnost krupnih investitora i oživljavanje diskontinualnog tržišta.

Za povećanje vrednosti prometa zaslužan je diskontinualni segment tržišta koji je porastao za 66,80%, nasuprot kontinualnom tržištu na kome je vrednost prometa pala za 7,72%, u odnosu na Q3. U broju obavljenih transakcija pad je skoro ravnomeran na oba segmenta tržišta: 11,72% i 14,48% respektivno, na kontinualnom i diskontinualnom.

Značajan skok vrednosti obima na diskontinualnom tržištu verovatno se može objasniti nekim prikrivenim preuzimanjem, pre nego normalizacijom trgovanja na ovom segmentu domaćeg tržišta akcija. Ako se posmatra istorijsko kretanje vrednosti obima na diskontinualnom tržištu, ne može se uočiti neka pravilnost ili trend, što ide u prilog hipotezi o prikrivenim preuzimanjima. Posmatrano kvartalno, vrednost obima na diskontinualnom tržištu raste u jednom kvartalu, da bi se sledećeg kvartala vratile blizu pređašnje vrednosti. Recimo, u Q2 2007. vrednost obima porasla je na 17,68 milijardi dinara sa 10,59 milijardi koliko je iznosila u Q1, da bi u Q3 pala na 10,28 milijardi dinara. Nepravilnost je još uočljivija na mesečnom nivou. Na primer, u oktobru vrednost obima je skočila na 10,6 milijardi dinara, sa oko 3 milijarde, koliko je iznosila u septembru, a onda je u novembru i decembru pala na oko 2, odnosno 4,4 milijarde dinara. S druge strane, na kontinualnom tržištu jasno se uočava opadajući trend vrednosti prometa od marta 2007. bilo kvartalno bilo po mesecima.

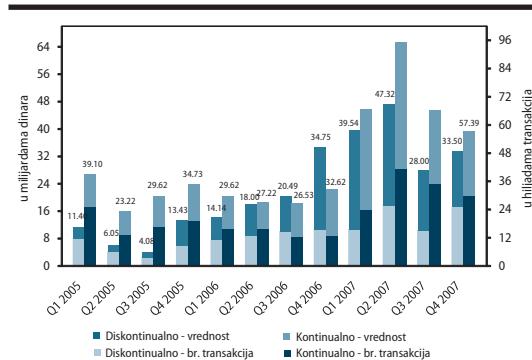
Zanimljiva pojava jeste to da su na međugodišnjem nivou trendovi kretanja obima na tržištu akcija – suprotni. Naime, u odnosu na poslednji kvartal 2006, ukupna vrednost prometa smanjena je za 3,61%, dok je ukupan broj transakcija porastao za 75,94%.

U Q4 nije bilo moguće sastaviti korpu od pet akcija koje su po obimu bile u prvih deset na Beogradskoj berzi tokom svih tri meseca. Samo četiri akcije ispunile su ovaj kriterijum: AIKB (Aik banka), MTBN (Metals banka), AGBN (Agrobanka) i ENHL (Energoprojekt holding). Korpa od ove četiri akcije učestvovala je sa 49% u ukupnoj vrednosti obima na kontinualnom tržištu, pri čemu je najtrgovanija akcija, AIKB, bila odgovorna za skoro 27% vrednosti obima.

**Sektor finansijskog posredovanja i dalje prvi po tržišnoj kapitalizaciji**

Što se kapitalizacije tržišta tiče, sektor finansijskog posredovanja ostao je vodeći i tokom Q4 sa tržišnom kapitalizacijom od 433,5 milijardi dinara. Prethodna analiza najtrgovanih akcija takođe ukazuje na dalju zainteresovanost investitora za ovaj sektor, s obzirom na to da su tri od četiri najtrgovane akcije, akcije banaka.

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



Izvor: [www.belex.co.yu](http://www.belex.co.yu).

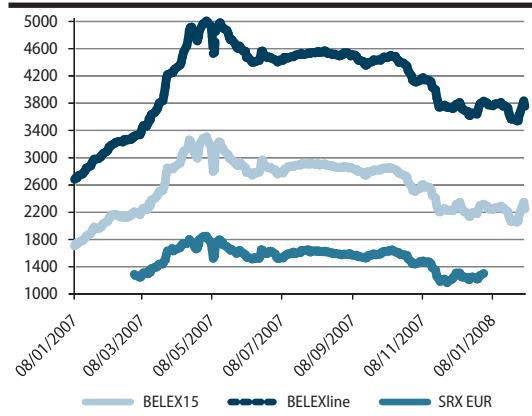
Legenda: MPC metod preovlađujuće cene, MCMK – minimalna cena minimalna količina, BLOK-cena blok transakcija.

Nakon relativno mirnog Q3 koji je obeležila stagnacija vrednosti hartija kojima se trguje na Beogradskoj berzi uz jedva primetan gubitak vrednosti glavnih indeksa<sup>1</sup>, u Q4 2007. volatilnost se vratila praćena snažnim padom vrednosti indeksa cena akcija (Grafikon T9-2). Indeksi BELEX15<sup>2</sup> i BELEXline<sup>3</sup> izgubili su po 17,8%, odnosno 13,75%, dok je indeks SRX<sup>4</sup> EUR pao za 17,99%. Indeksi BELEX15 i SRX EUR kretali su se u opsegu od 720, odnosno 481 indeksnih poena, dok je promena između maksimalne i minimalne ostvarene vrednosti iznosila 33,79%, odnosno 41,30%. Indeks BELEXLine kretao se malo blaže s obzirom na svoj sastav, pa je razlika između maksimalne i minimalne vrednosti bila 24,4%.

**Indeksi Beogradske berze zabeležili snažan pad vrednosti i povećanu volatilnost**

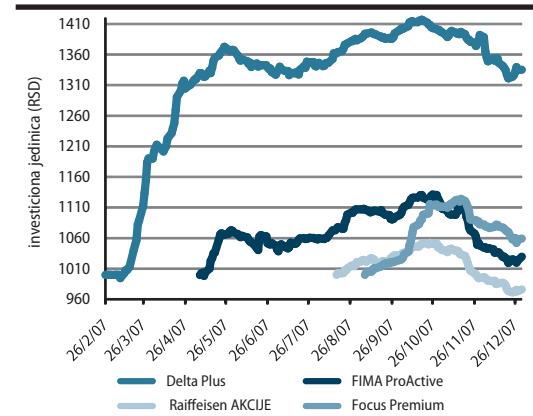
Indeksi BELEX15 i BELEXLine započeli su Q4 s kratkotrajnim rastom i krajem prve dekade, u oktobru, dostigli svoje maksimalne vrednosti od 2.855,3 i 4.501,67 indeksnih poena, respektivno. Potom sledi nagli pad sredinom oktobra. Od početka oktobra do sredine novembra BELEX15 i BELEXline izgubili su 10,21% i 7,26%, respektivno, da bi 20. novembra BELEX15 u jednom danu izgubio 4,95% svoje vrednosti, a BELEXline 3,05%. To je bio najveći dnevni pad za indekse Beogradske berze od 9. maja 2007. 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, ovaj put se to nije desilo. Indeksi su do kraja kvartala zabeležili više dana gubitka vrednosti nego rasta – da bi kvartal završili blizu vrednosti na koje su pali tog 20. novembra.

**Grafikon T9-2. BELEXfm, BELEX15 i SRX EUR indeksi, 2007–2008**



Izvor: [www.belex.co.yu](http://www.belex.co.yu), [www.wienerborse.at](http://www.wienerborse.at)

**Grafikon T9-3. Delta Plus, FIMA ProActive, Raiffeisen AKCIJE i Focus Premium investicioni fondovi, 2007–2008**



Izvor: [www.deltainvestments.co.yu](http://www.deltainvestments.co.yu), [www.firmainvest.com](http://www.firmainvest.com), [www.focusinvest.biz](http://www.focusinvest.biz), [www.raiffeiseninvest.co.yu](http://www.raiffeiseninvest.co.yu)

<sup>1</sup> U Q3 indeksi BELEX15 i BELEXline izgubili su po 0,23%, odnosno 0,13%, dok je indeks SRX EUR pao za 0,88%, pri čemu su se vrednosti indeksa kretale u uskom pojasu od 200 indeksnih poena.

<sup>2</sup> Indeks najlikvidnijih akcija Beogradske berze.

<sup>3</sup> Opšti indeks akcija Beogradske berze.

<sup>4</sup> Indeks osam najlikvidnijih akcija Beogradske berze koji izračunava Bečka berza (Wiener Börse)

## 9. Finansijska tržišta

**Pad indeksa je delimično korelisan i sa berzama u okruženju**

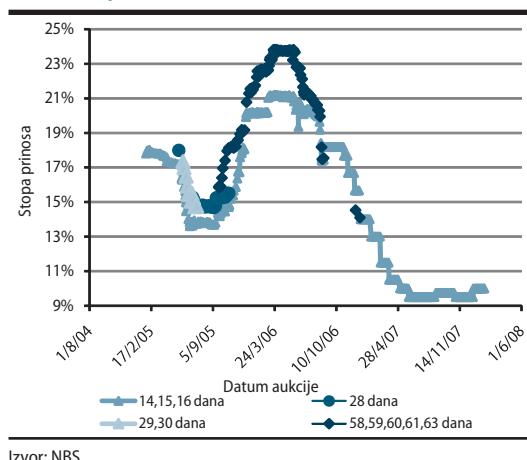
**U Q4 svaki investicioni fondovi, osim fonda Focus Premium, ostvarili su pad vrednosti i.j.**

**NBS je u Q4 2007. dva puta menjala referentnu stopu da bi na kraju godine ona iznosila 10%, a početkom februara povećana na 10,75%**

U Q4 ni ostale berze u regionu nisu mogle da se pohvale rastom vrednosti. Osim zagrebačkog Crobex indeksa koji je porastao za 3,50%, ostali indeksi zabeležili su pad vrednosti. Tako su crnogorski indeksi MOSTE i NEX20 izgubili 16,78% i 16,52%, respektivno, BIRS, banjalučke berze, rumunski BET, bugarski SOFIX i makedonski MBI-10 izgubili su, redom, po 21,26%, 3,4%, 7,13% i 16,04%.

Investicioni fondovi su, osim fonda Focus Premium, ostvarili gubitak vrednosti u Q4 (Grafikon T9-3). Investiciona jedinica Focus Premium je tokom poslednjeg kvartala 2007. dobila 3,42% na vrednosti, dok je u istom periodu indeks BELEX15 izgubio 17,8%. Investicione jedinice fondova Delta Plus, FIMA ProActive i Raiffeisen AKCIJE izgubile su 4,57%, 6,15% i 5,44%, respektivno. Ako se posmatraju performanse fondova od njihovog osnivanja, pa do kraja Q4 2007. – svi fondovi, osim Raiffeisen AKCIJE, ostvarili su rast vrednosti investicione jedinice. Najimpresivniji rast ostvario je fond Delta Plus koji je uvećao vrednost i.j. za 33,5% od svog osnivanja, dok je sledeći po performansi Focus Premium, čija vrednost i.j. je porasla za 5,9% od osnivanja. S obzirom na to da svi fondovi nisu počeli s trgovanjem istovremeno – da bi se moglo napraviti ispravno poređenje njihovih performansi – može se posmatrati i prinos na godišnjem nivou koji su fondovi ostvarili od osnivanja do kraja 2007. Tako su Delta Plus, FIMA ProActive i Focus Premium ostvarili prinos na godišnjem nivou od 39,73%, 4,6% i 18,58%, respektivno, dok je Raiffeisen AKCIJE izgubio 6,44%.

**Grafikon T9-4. Repo prinosi 2004–2008. (po ročnosti)**

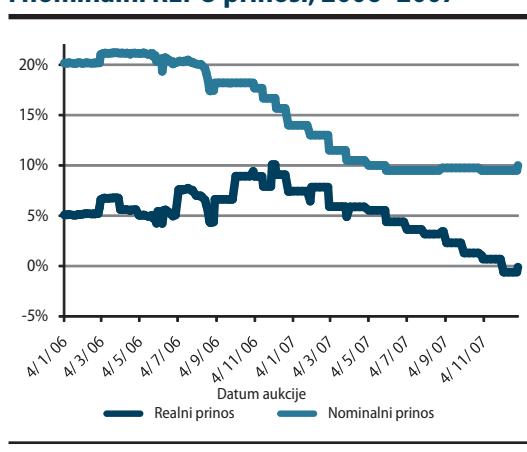


Narodna banka Srbije je u Q4 2007. dva puta menjala referentnu kamatnu stopu (Grafikon T9-4). Prvo je krajem oktobra Monetarni odbor NBS snizio stopu na 2w repo operacije za 25 bp, na 9,5%, da bi krajem decembra podigao stopu za 50bp, na 10%. Početkom februara stopa je opet podignuta na 10,75%

Uprkos promenama nominalne repo stope, realni prinosi posmatrani u odnosu na stopu inflacije, nastavili su opadajući trend i u Q4 (Grafikon T9-5). Realni prinosi su na početku Q4 iznosili oko 1,3%. Kako je krajem godine došlo do ubrzavanja inflacije – realni prinosi na repo su tokom Q4 pali za 140bp, tako da je krajem 2007. realna stopa prinosa bila negativna i iznosila je -0,11%.

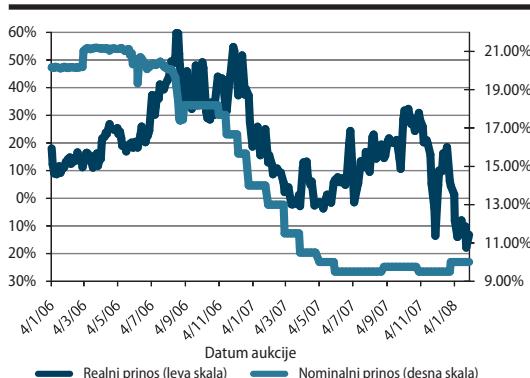
Kako je u poslednjem kvartalu 2007. došlo do ponovne depresijacije dinara, realni prinosi na repo operacije u odnosu na kretanje kursa evro/dinar (promena kursa iz prethodna tri meseca<sup>5</sup>) – nakon prve dekade oktobra naglo padaju (Grafikon T9-6). S obzirom na povećanu volatilnost kursa – i realni prinosi računati u odnosu na kurs bili su veoma volatilni tokom Q4. Ipak, glavni trend je bio opadajući, pa je tako realni prinos na repo operacije sa skoro 29% početkom kvartala pao na 4,5%, na njegovom kraju. S obzirom na nastavak depresijacije dinara i u 2008., realni prinosi su u januaru postali negativni, da bi početkom februara 2008. iznosili čak -14,5%.

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



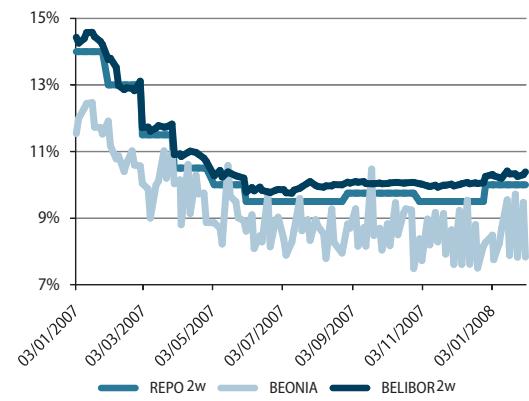
<sup>5</sup> Obrazloženje takvog pristupa računanju realnih stopa prinosa, detaljno je razmatrano u tekstu: K.Udovički, V.Đoković "Devizni kurs i politika NBS u Srbiji 2002–2006", QM 5.

**Grafikon T9-6. Realni (u odnosu na kurs dinar/evro) i nominalni repo prinosi, 2006–2008**



Izvor: NBS.

**Grafikon T9-7. Kretanje REPO, BEONIA i BELIBOR 2W stopa, 2007–2008**



Izvor: NBS i Reuters.

Kamatne stope na tržištu novca pratile su nominalnu repo stopu (Grafikon T9-7). Krajem decembra i početkom januara primećuje se blago smanjenje raspona između repo stope i BELIBOR 2W stope (ista ročnost kao repo ugovori) i povećanje raspona između repo stope i prekonočne, BEONIA stope. Ovakvo kretanje raspona između stopa na novčanom tržištu i referentne stope ukazuje na već uočeno povećanje likvidnosti u sistemu krajem Q4 2008. (detaljnije videti u odeljku 8. "Monetarni tokovi i politika").

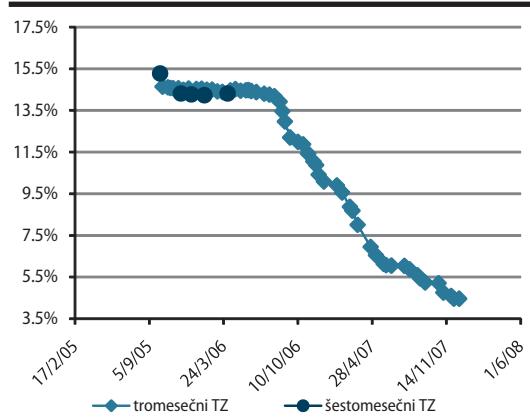
#### Prinosi na Trezorske zapise Republike Srbije u Q4 pali za 75bp

Prinosi na Trezorske zapise Republike Srbije nastavljaju dug trend pada. Tokom Q4 prinosi su pali za daljih 75bp i na poslednjoj aukciji u 2007. ostvarena je kamatna stopa od 4,46% (Grafikon T9-8). Tokom posmatranog kvartala prinosi su izgubili oko 75bp, tako da je trend pada vrednosti ravnomeran<sup>6</sup>. Kao i u prethodnim kvartalima na aukcijama su nuđeni samo zapisi ročnosti tri meseca, a vrednosti emisija bile su 400 miliona, 800 miliona ili milijardu dinara. Ukupna nominalna vrednost svih TZ, emitovanih tokom Q4, iznosila je 3,8 milijardi dinara, isto kao i u Q3 2007.

#### Obim i promet na tržištu obveznica SDŠ prepovoljeni su u odnosu na Q3

U Q4 2007. nastavilo se smanjenje obima i prometa na tržištu obveznica stare devizne štednje (Grafikon T9-9). Ostvareni obim iznosi oko 25,86 miliona evra, a promet 18,5 miliona evra, što je za 49,59%, odnosno 49,81% manje nego u prethodnom kvartalu. Ako se posmatra promena na godišnjem nivou u odnosu na Q4 2006, obim i promet su se smanjili za 53,97% i 53,59%, respektivno (u Q3 obim i promet su se smanjili za 34,59%, odnosno 39,74%, u odnosu na Q2).

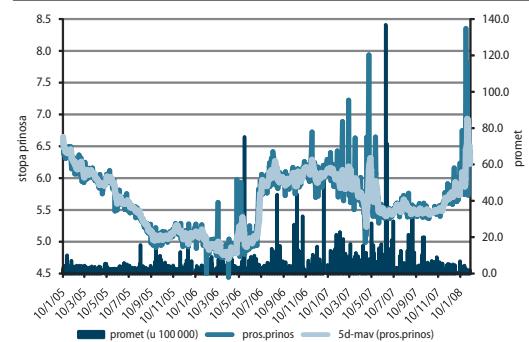
**Grafikon T9-8. Stope prinosa na tržištu trezorskih zapisa, 2005–2008**



Izvor: Ministarstvo finansija RS.

6 U Q3 2007 prinosi na TZ pali su za 80bp.

**Grafikon T9-9. Prosečan prinos na obveznice SDŠ**



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 dobiten kao ponderisani prosečni prinos na hartije A2006 do A2016. Kao ponderi su korišćene vrednosti prometa na svakoj od hartija.

## 9. Finansijska tržišta

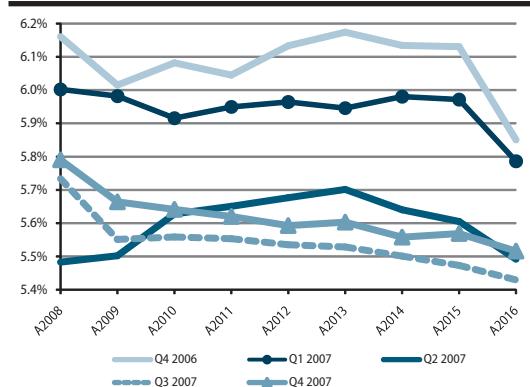
**U Q4 na tržištu SDŠ dolazi do paralelnog pomeranja krive prosečnih prinosa na gore, u odnosu na Q3**

Prosečni prinosi na obveznice SDŠ porasli su po svim ročnostima tokom Q4, tako da je došlo do paralelnog pomeranja krive prinosa na gore (Grafikon T9-10). Najveći rast ostvarila je obveznica A2009 čiji je prosečni prinos porastao za 11bp, dok je najmanji rast od 6bp zabeležila obveznica A2007. Kriva prinosa u Q4 ostala je opadajuća, tj. obveznice skorijeg dospeća imaju veći prosečan prinos od onih duže ročnosti. 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.

Na međugodišnjem nivou i dalje je zabeležen pad prinosa po svim ročnostima – kriva prosečnih prinosa je u odnosu na Q4 2006. pomerena paralelno na dole.

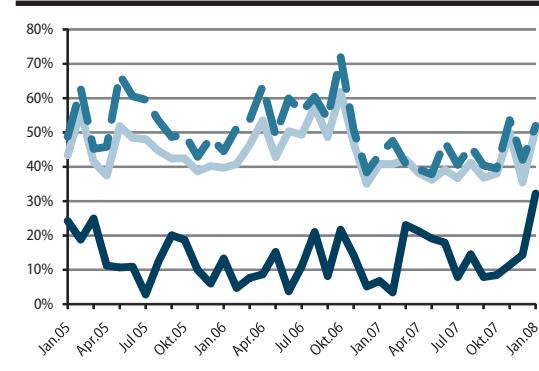
**U odnosu na isti period prošle godine došlo je do pada prinosa po svim ročnostima**

**Grafikon T9-10. Krive prosečnih prinosa na obveznice SDŠ**



Izvor: [www.belex.co.yu](http://www.belex.co.yu).

**Grafikon T9-11. Stope učešća stranih investitora 2005–2008**



Legenda: FIT – Učešće stranih investitora na ukupnom prometu, FIS – Strani investitori na tržištu akcija, FIB – Strani investitori na tržištu obveznica.

**Učešće stranih investitora blizu nivoa iz Q3 na svim tržištima Beogradske berze**

Relativno učešće stranih investitora na domaćem tržištu kapitala ostalo je približno na istom nivou u Q4. Na tržištu akcija (kriva FIS, Grafikon T9-11) u Q4 prosečno učešće stranih investitora poraslo je za oko 3% u odnosu na prethodni kvartal. U novemburu je zabeleženo učešće od 53,57%, što je najveća participacija stranih investitora na tržištu akcija u poslednjih godinu dana. Na tržištu obveznica (kriva FIB, Grafikon T9-11) učešće u januaru 2008. dostiglo je vrednost od 32,25%, najveću zabeleženu od kada se ovaj pokazatelj prati. Posle dužeg perioda, učešće stranih investitora u ukupnom prometu Beogradske berze (kriva FIT, Grafikon T9-11) – prešlo je 50% u januaru 2008. Nešto slabije učešće stranih investitora zabeleženo je u decembru 2007, što je sezonski trend usled božićnih praznika.

# POD LUPOM

## Moć i nemoć monetarne politike u uspostavljanju ravnoteže između platnobilansnih ciljeva i ciljeva inflacije

Diana  
Dragutinović\*

U tekstu koji sledi analiziramo efekte različitih kanala transmisije monetarne politike u Srbiji i njihove implikacije na okvir i instrumente aktuelne monetarne politike. Zaključujemo da je za sada dominantan efekat transmisije deviznog kursa na cene. Istovremeno, centralna banka ostaje pri rešenosti da sprovodi monetarnu politiku u okviru ciljanja inflacije, budući da je pored kanala deviznog kursa već prisutan uticaj očekivanja na cene. U budućnosti očekujemo da će i ostali kanali, a pre svega kanal kamatne stope i kreditni kanal, početi da deluju. Na kraju teksta ukazujemo na otežavajuću okolnost pri vođenju monetarne politike koja leži u neusklađenosti između pravaca fiskalne i monetarne politike.

### 1. Uvod

Srbija je u dugom vremenskom periodu vodila monetarnu politiku bez monetarne strategije. Umesto da izabere jednu od tri moguće: ciljanje novčanih agregata, kursa ili inflacije, Narodna banka Srbije (NBS) je imala eklektički pristup – radila je od svega po malo (ciljala je: malo inflaciju, malo monetarne aggregate, malo realan devizni kurs). Ovakav pristup povezan je sa činjenicom da se od NBS mnogo očekivalo: stabilnost cena/finansijskog sistema, „realnost“ kursa, ali i podsticanje proizvodnje, pad stope nezaposlenosti, povećanje konkurentnosti, i konačno – poslovanje sa dobitkom. Da li je moguće staviti toliki teret na pleća centralne banke? Poslednje dve decenije došlo je do konsenzusa u ekonomskoj teoriji i praksi, prema kome centralna banka treba da se usredsredi samo na cenovnu stabilnost, čak i na račun troškova značajnog zanemarivanja ostalih ciljeva.

Izbor između imati ili nemati monetarnu strategiju, zapravo i nije bio težak. Međutim, izbor konkretnе monetarne strategije zavisio je od režima deviznog kursa. Iako u osnovi postoji veliki broj različitih opcija režima kursa, u uslovima priliva kapitala, monetarne vlasti mogu da biraju **samo** između fiksnog ili fleksibilnog kursa. Birajući režim deviznog kursa, monetarne vlasti biraju između **ciljanja kursa** ili **ciljanja inflacije**. Iako je mnogo faktora upućivalo na izbor fiksnog kursa, NBS je ipak izabrala fleksibilni. Radi se dakle o izboru između **imati ili nemati** nezavisnu monetarnu politiku.<sup>a)</sup>

*a) Nezavisna monetarna politika, u uslovima fiksnog kursa moguća je samo ako se kontroliše priliv.*

Kako je novi monetarni okvir uveden septembra 2006. godine, prošlo je dovoljno vremena, tako da je sada moguće analizirati rezultate izabrane monetarne strategije. Namera ovog teksta jeste da, „s lica mesta“ – pretpostavljajući da ovo mesto ima i najbolji uvid u sve aspekte vođenja monetarne politike, od konceptualnih do tehničkih – oceni domet monetarne politike u uspostavljanju ravnoteže između platnobilansnih ciljeva i ciljeva inflacije.

Rad je podeljen u pet delova. U prvom, dat je teorijski pregled svih kanala preko kojih se efekti monetarne politike prenose na privredu. Imajući u vidu da je značaj različitih kanala monetarne

\* Viceguverner Narodne banke Srbije.

transmisije različit u različitim zemljama, što zavisi od toga da li je privreda velika ili mala, otvorena ili zatvorena, sa visokim ili niskim stepenom evroizacije, razvijenim ili plitkim finansijskim tržištem. U drugom delu je ocenjeno u kojoj meri postoje kanali transmisije i koliki je značaj pojedinih kanala u privredi Srbije. U trećem, ocenjeno je da li su administativne mere, uvedene kao potpora monetarnoj transmisiji, dovele do očekivanih rezultata. U četvrtom delu, ispitivano je u kojoj meri je devizni kurs moćan u redukovaju deficit platnog bilansa. Peti deo pokušava da objasni značaj fiskalne politike u uslovima priliva kapitala i nemoći kursa da značajnije obori deficit platnog bilansa. Na kraju, u zaključku, postavljeno je pitanje održivosti izabrane monetarne strategije, ukoliko izostane podrška drugih politika.

## 2. Transmisioni mehanizam monetarne politike: teorijski okvir

Teorija sugerira da monetarna politika utiče na cene i privredni rast, preko sledećih kanala: (a) kamatnih stopa, (b) kreditnog kanala, (c) cena imovine, (d) deviznog kursa, i (e) kanala očekivanja. Naravno, njihov značaj je različit u različitim zemljama, što zavisi od razvijenosti finansijskog tržišta. Utvrđivanje relativnog značaja pojedinih kanala predmet je empirijskih istraživanja.

Neosporno je da je neophodna čvrsta monetarna politika da bi održavala inflaciju niskom i stabilnom, unutar objavljenih ciljeva. Međutim, rast referentne kamatne stope može uticati na: (1) rast kamatnih stopa na tržištu novca, bez uticaja na kurs, ili (2) apresijaciju kursa, bez uticaja na kamatne stope na tržištu novca, ili (3) na različite kombinacije rasta kamatnih stopa na tržištu novca i apresijacije. Nije nemoguće da rast referentne kamatne stope dovede i do (4) apresijacije, uz istovremeni pad kamatnih stopa, ili (5) depresijaciju, uz istovremeni rast kamatnih stopa. Kombinacija zavisi od očekivanja i reakcije mnogo ekonomskih aktera, u zemlji i inostranstvu. Kao što su ljudi međusobno različiti, pa različito reaguju na iste šokove, tako i različite privrede različito reaguju na isti šok. Način na koji se promena referentne kamatne stope prenosi na privrednu, odnosno reakciju ekonomskih aktera na ove promene različita je od zemlje do zemlje, u zavisnosti od toga da li je privreda velika ili mala, otvorena ili zatvorena, s visokim ili niskim stepenom evroizacije, razvijenim ili „plitkim“ finansijskim tržištem.

U relativno zatvorenoj privredi, promene referentne kamatne stope centralne banke dovode do promene kamatnih stopa na međubankarskom tržištu, koje zatim utiču na promene kratkoročnih i dugoročnih tržišnih (aktivnih i pasivnih) kamatnih stopa poslovnih banaka. Budući da promene kamatnih stopa direktno određuju troškove zaduživanja, ekonomski subjekti donose odluke o investicijama i štednji u skladu s tim promenama. Investiciona aktivnost utiče na nivo celokupne ekonomske aktivnosti, a indirektno i na inflaciju. Pri tome, porast referentne kamatne stope dovodi do rasta kamatnih stopa banaka, povećanja troškova zaduživanja i smanjenja investicionih aktivnosti. Dodatno, domaćinstva reaguju na rast kamatnih stopa smanjenom kupovinom stanova i trajnih potrošnih dobara, što utiče na pad potrošnje. Pad investicija i potrošnje (agregatne tražnje) smanjuje pritisak na proizvodne kapacitete i cene. Transmisija uticaja promene kamatne stope na smanjenje pritiska na rast cena, podrazumeva značajan pomak od promene politike do konačnog efekta (mada akcije kreatora monetarne politike koje menjaju očekivanja o budućoj stopi inflacije mogu skratiti taj period).

Kreditni kanal pojačava tradicionalni kamatni kanal. S rastom kamatne stope, investicije padaju ne samo zato što su troškovi kapitala visoki, već zato što pada i ponuda kredita, posebno malim i srednjim preduzećima. Restriktivna monetarna politika utiče na pad rezervi banaka. Ukoliko banka ne neutrališe pad rezervi, pad kredita će dovesti do pada potrošnje i investicija.

U uslovima razvijenog finansijskog tržišta, cene aktive/imovine mogu imati ulogu u transmisionom mehanizmu monetarne politike, preko uticaja monetarne politike na cene obveznica/akcija/realne imovine. Ovaj kanal funkcioniše kroz promenu tržišne vrednosti kompanije ili ličnog bogatstva. Dok promena tržišne vrednosti kompanije utiče na odluke o investicijama, promene u bogatstvu porodice utiču na potrošnju domaćinstva.

U maloj, otvorenoj privredi, devizni kurs ima centralnu ulogu u transmisiji od monetarne politike ka inflaciji. Rast domaće kamatne stope, koji ima za cilj da se bori s inflatornim pritiscima, obično dovodi u kratkom roku do nominalne i realne apresijacije – pomaže umirivanju inflatornih pritisaka, kroz direktni i indirektni kanal. *Direktni uticaj kursa* podrazumeva da devizni kurs menja cene u otvorenoj privredi preko uticaja na cene razmenjivih dobara. U slučaju depresijacije domaće valute, domaće cene razmenjivih dobara i usluga imaju tendenciju da rastu po stopi depresijacije. Ovo je direktni efekat kursa na cene koji utiče na rast opštег nivoa cena, srazmerno učešću razmenjivih dobara u BDP. *Indirektni uticaj kursa* podrazumeva da promene cena razmenjivih dobara i usluga u odnosu na cene nerazmenjivih, utiču na nivo ekonomskog aktivnosti, što stvara indirektni pritisak na cene. Nominalna depresijacija, kombinovana s neelastičnošću cena naniže, čini domaća dobra jeftinijim od uvoznih, izvoz raste zbog rasta konkurentnosti, uvoz pada, što utiče na rast neto izvoza, agregatne tražnje i proizvodnje. Obrnuto, apresijacija vrednosti domaće valute u odnosu na druge valute čini domaća dobra skupljim od uvoznih; obim izvoza pada zbog pogoršavanja konkurentnosti, dok uvoz raste, što utiče na pad neto izvoza, agregatne tražnje i proizvodnje, smanjujući inflatorne pritiske. Devizni kurs, dakle, utiče na konkurentnost privrede u kratkom roku, neto izvoz i tražnju koja potom utiče na privrednu aktivnost i inflaciju.

U maloj, otvorenoj, ali visoko evroiziranoj privredi, gde su u najvećem delu, depoziti i krediti u stranoj valuti ili indeksirani kretanjem kursa, postoje razlike u odnosu na prikazani. Prvo, očekuje se da devizni kurs igra značajniju ulogu nego u neevroiziranoj privredi (veći je transmisioni efekat). Drugo, uticaj je nelinearan, jer veća depresijacija otvara pitanje kredibiliteta. Treće, za razliku od neevroizirane privrede, devalvacija umesto da deluje na rast neto izvoza i proizvodnje (preko efekta promene strukture tražnje), deluje kontraciono (preko uticaja na bilans stanja). Tako, u uslovima zaduženosti u evrima, a redovnih prihoda u domaćoj valuti, neočekivane promene kursa utiču na bilanse stanja kompanija. Pogoršanje bilansa stanja ima dve implikacije: (a) ograničava kapacitet kompanije da pozajmljuje i investira, i (b) čini pozajmljivanje skupljim kako se premija rizika povećava. Privreda se prilagođava redukovanjem spoljnog finansiranja i agregatne tražnje, a ne kroz ekspanziju izvoza.

Rešenost centralne banke da drži inflaciju relativno niskom i stabilnom, na sredini ili bliže donjoj granici ciljanog raspona, ključna je za uticaj na inflatorna očekivanja kompanija i domaćinstava. Poverenje u centralnu banku rezultat je istorijskog pamćenja ekonomskih aktera kad su u pitanju obećanja i isporuka obećanog. U uslovima poverenja u centralnu banku, rizici koji bi mogli dovesti do rasta inflacije van ciljanog intervala, neće uticati na promenu ponašanja ekonomskih aktera, jer su oni sigurni da će uslediti akcija centralne banke koja će vratiti inflaciju u planirane okvire. Dakle, kada centralna banka javno i jasno objavi ciljeve povodom stope inflacije i preduzme akcije koje dovode do cilja, dolazi do povećanja kredibiliteta koji pomaže u održavanju očekivanja buduće inflacije blizu cilja (što se zove usidravanje očekivanja).

### **3. Transmisioni mehanizam monetarne politike u Srbiji: preliminarna istraživanja**

Srbija je mala, otvorena, visoko evroizirana privreda. Učešće uvoza u BDP iznosi oko 50%, a izvoza oko 30%. Stepen evroizracije meren učešćem deviznih depozita u ukupnim depozitima, odnosno učešćem u M3 iznosi 80% i 75%, respektivno; meren učešćem deviznih i indeksiranih kredita u ukupnim kreditima nedržavnog sektora je ispod 70%, meren učešćem javnog duga u deviznom znaku u ukupnom javnom dugu je 95%. Priliv kapitala (u proseku je iznosio 16% BDP u periodu 2001–2007) – značajno je veći od potreba finansiranja deficit platnog bilansa (u proseku za 6,5% BDP u periodu 2001–2007).

#### **3.1. Transmisioni efekat deviznog kursa: za sada je samo direktni**

Devizni kurs je tradicionalno bio i ostao važno sidro za srpsku privredu. Empirijska istraživanja u Narodnoj banci Srbije, pokazala su da je kanal deviznog kursa najznačajniji kanal monetarne

## Moć i nemoć monetarne politike u uspostavljanju ravnoteže između platnobilansnih ciljeva i ciljeva inflacije

transmisije.<sup>1</sup> Na osnovu standardne metodologije, parcijalnog autoregresivnog modela raspoređenih docnji (ADL) i vektorskog autoregresivnog modela (VAR)<sup>2</sup>, ocenjeno je da kratkoročni transmisioni efekat iznosi oko 0,3, a dugoročni između 0,45–0,50, pri čemu je period ocenjivanja obuhvatao period od januara 2001. do juna 2006, odnosno, od Q1 2001. do Q2 2006.

**Tabela L1-1. ADL ocene transmisionog efekta nominalnog efektivnog deviznog kursa<sup>1)</sup>**

	<b>Mesečni podaci</b>		<b>Kvartalni podaci</b>	
	Cene na malo	Bazne cene	Cene na malo	Bazne cene
Kratki rok	0,20	0,20	0,26	0,26
Dugi rok	0,39	0,26	0,50	0,40

Napomena: kvartalni podaci su izvedeni iz mesečnih, uprosećavanjem mesečnih podataka tokom kvartala.

1) Ponderisani prosek kursa dinara prema evru i kursa dinara prema dolaru. Ponderi su 70% i 30%, respektivno.

**Tabela L1-2. VAR ocene kumulativnog transmisionog efekta nominalnog efektivnog deviznog kursa**

	<b>Cene na malo</b>	<b>Bazne cene</b>
1 mesec	0,10	0,15
3 meseca	0,30	0,24
12 meseci	0,46	0,38
Uticaj NEEK na cene je završen posle	6 meseci	9 meseci

Relativno visoke vrednosti transmisionog koeficijenta pokazuju da postoji značajan uticaj inicijalnog šoka deviznog kursa na cene, ali da je nekompletan. Efekat nominalnog efektivnog kursa veći je za ukupnu nego za baznu inflaciju, a ocjenjeni koeficijenti na osnovu kvartalnih podataka veći su nego što se dobija na osnovu mesečnih podataka.

Uticaj šoka deviznog kursa na domaće cene traje preko godine dana, ali se najviše oseća u prva tri meseca. Praktično dve trećine ukupnog transmisionog efekta vidljiv je u cenama u prva tri meseca i kompletira se tokom godine. Međutim, posle pola godine, cene više ne reaguju na šok deviznog kursa.

Prethodne ocene transmisionog efekta, prepostavljaju simetriju u kretanju cena u odnosu na promenu kursa, tj. da cene reaguju istom jačinom u oba smera pri određenoj promeni kursa. U nastavku teksta, ispitaćemo da li postoji asimetrija u reakciji cena na promenu kursa.

Zato je prethodna analiza ponovljena, na mesečnim i kvartalnim podacima koji obuhvataju duži period od januara 2001. do decembra 2007, odnosno, od Q1 2001. do Q4 2007.<sup>b)</sup> Dobijeni rezultati upoređeni su s rezultatima prethodnog istraživanja (Vilaret, S i M. Palic, 2006) u kojima je korišćena ista metodologija. Na kraju, ispitivano je da li postoji asimetričnost transmisionog efekta.

Rezultati su prikazani u Tabeli 3. Prva dva reda predstavljaju ocene kratkoročnog i dugoročnog „transmisionog“ efekta i služe za poređenje s rezultatima istraživanja Vilaret, Palic (2006). Ostatak rezultata u Tabeli 3 odnosi se na ocenu transmisionog efekta depresijacije i apresijacije, nominalne i realne.

1 Vilaret, S. and M. Palic, (2006), Exchange rate pass-through effect on prices in Serbia, *National Bank of Serbia Working paper*, Belgrade, National Bank of Serbia

2 McCarthy (2000) je istraživao uticaj kursa i uvoznih cena na domaću inflaciju, ocenjivanjem VAR sistema sa sledećim redosledom promenljivih: cene naftne u domaćoj valuti, proizvodni jaz, nominalni devizni kurs, uvozna inflacija, inflacija proizvođačkih cena i inflacija potrošačkih cena. Transmisioni efekat deviznog kursa u privredi Srbije dobijen je na osnovu nešto izmenjenog redosleda promenljivih u odnosu na izvorni model: cena naftne izražena u domaćoj valutu, proizvodni jaz, promene nominalnog kursa, promene šire kategorije novca, inflacija proizvođačkih cena i inflacija potrošačkih cena (alternativno, baznih cena, cena razmenjivih dobara itd.).

**Tabela L1-3. Transmisija efektivnog deviznog kursa na cene na malo i bazne cene**

	Mesečni podaci		Kvartalni podaci	
	Cene na malo	Bazne cene	Cene na malo	Bazne cene
Kratak rok	0,1816*	0,1335*	0,2439*	0,1673*
Dugi rok	0,4962	0,1852	0,3229	0,2055
<b>Efekti nominalne apresijacije</b>				
Kratak rok	0,0399	0,2662	0,3533	0,3558*
Dugi rok	0,111	0,0019	0,4596	-0,1046
<b>Efekti nominalne depresijacije</b>				
Kratak rok	0,3231	0,2662*	0,1532	0,3558*
Dugi rok	0,8988	0,3671	0,1992	0,4572
<b>Efekti realne apresijacije</b>				
Kratak rok	-0,2122*	-0,0817**	-0,0051**	0,1113
Dugi rok	-0,4817	-0,1048	-0,0067	0,1369
<b>Efekti realne depresijacije</b>				
Kratak rok	0,4051*	0,2588**	0,3742**	0,1986
Dugi rok	0,9197	0,3321	0,4929	0,2443

Napomena: Standardne greške koje su konzistentne i u uslovima heteroskedastičnosti i autokorelacije izračunate su prateći metodologiju Newey-a i West-a (1987). \* ukazuje na nivo značajnosti od 10 procenata, dok \*\* ukazuje na nivo značajnosti od 1 procenata. Ako je ocena računata koristeći i , onda \* i \*\* odgovaraju koeficijentu koji je manje statistički značajan. Statistička značajnost dugoročnih ocena nije računata.

Transmisioni efekat nominalnog efektivnog deviznog kursa u Srbiji je nekompletan i ispod jedinice (čak ni dugoročno ovaj efekat ne prelazi 0,5 pretpostavljajući simetričan odgovor inflacije na promene deviznog kursa). Ipak, ocene ovog efekta su i dalje relativno visoke. Očigledno je, međutim, da se transmisioni efekat smanjio u poređenju s prethodnom analizom. Ovaj nalaz je konzistentan, bez obzira na primenjenu metodologiju.

Slično prethodnom istraživanju, ocene dobijene korišćenjem ADL metodologije, ukazuju da je kratkoročni, kao i dugoročni transmisioni koeficijent veći za cene na malo nego za bazne cene. Maksimalan kratkoročni transmisioni koeficijent iznosi 0,25, a dugoročni 0,50, kad su u pitanju cene na malo.

Iako su neophodna dalja istraživanja, jasno je da je uticaj deviznog kursa asimetričan: cene na malo i bazne cene reaguju drugačije na promene deviznog kursa tokom apresijacije i tokom depresijacije: deviznog kursa: transmisioni efekat je znatno veći tokom depresijacije domaće valute, dok je manji tokom apresijacije domaće valute. Maksimalan kratkoročni uticaj nominalne depresijacije na cene na malo iznosi 0,32, a dugoročni 0,90. Upravo zbog ovog asimetričnog efekta, stiče se utisak da je uticaj kursa na inflaciju nepotpun. Kod baznih cena, respektivni transmisioni koeficijenti iznose 0,36 i 0,45. Ovaj nalaz ne predstavlja iznenadenje, imajući u vidu da možemo očekivati da se cene kreću uporedno s deviznim kursom tokom depresijacije (zbog učešća uvoznih dobara u indeksima cena), dok su cene rigidne nadole tokom apresijacije. Slični rezultati dobijeni su korišćenjem VAR metodologije.<sup>3</sup> Suprotno istraživanjima (Vilaret, S i M. Palic, 2006), ocenjeni koeficijenti na osnovu mesečnih podataka (dugoročni transmisioni efekat dostiže i 0,90) veći su nego što se dobija na osnovu kvartalnih podataka (0,50).

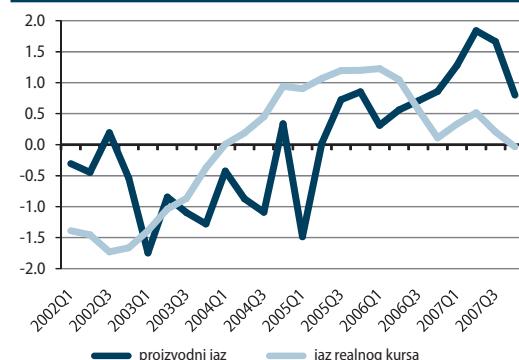
Uticaj kursa na inflaciju je za sada samo direktni. Preliminarna empirijska analiza pokazala je odsustvo indirektnog uticaja kursa na inflaciju, preko tražnje. Uticaj realnog deviznog kursa na proizvodni jaz<sup>c)</sup> jeste veoma slab (0,06 kratkoročni i 0,15 dugoročni). Iako se pokazalo da restriktivna monetarna politika ima uticaja na proizvodni jaz, još uvek nema eksplicitnog dokaza koji bi pokazao da proizvodni jaz utiče na inflaciju. Ovo je logično u uslovima nedovoljno razvijenog finansijskog tržišta.

c) Kao mera ekonomiske aktivnosti korišćena je nepoljoprivredna dodata vrednost (u tekstu BDP).

3 Analizirane su promenljive u periodu od 2002. do 2007. godine, u kvartalnoj dinamici. Promenljive su izražene kao jazovi (odstupanja od dugoročnog trenda). Jazovi posmatranih promenljivih su ocenjeni HP filterom, a potom je ispitivana zavisnost između promenljivih izraženih u jazovima.

## Moć i nemoć monetarne politike u uspostavljanju ravnoteže između platnobilansnih ciljeva i ciljeva inflacije

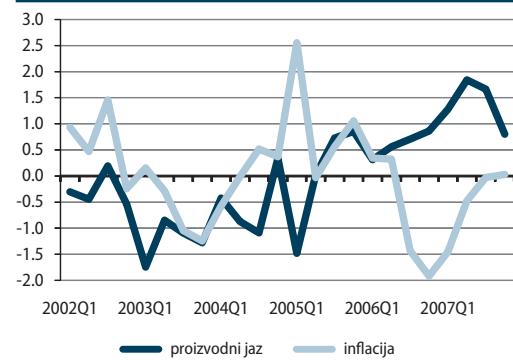
**Grafikon L1-4. Uticaj realnog kursa na proizvodni jaz**



Napomena: koeficijent korelacije=0.48; korigovani koeficijent determinacije=0.52; jaz BDP=0.06\* jaz realnog kursa + 0.61 \*jaz BDP(-1).  
[2.0] [4.17]

1) U zagradama su t-statistike ocenjenih koeficijenata

**Grafikon L1-5. Uticaj proizvodnog jaza na inflaciju**



Napomena: koeficijent korelacije=-0.23; korigovani koeficijent determinacije = 0.2; inflacija=5.75 - 0.42\* jaz BDP + 0.47 \*inflacija(-1);  
[2.49] [-0.68] [2.50]

### 3.2. Kanal kamatnih stopa: nema ni direktnе ni indirektnе transmisije

Kamatna stopa se aktivno koristi kao instrument monetarne politike tek s uvođenjem novog okvira monetarne politike. Analizom kretanja referentne kamatne stope i tržišnih kamatnih stopa banaka, pokušaćemo da sagledamo da li je primena novog režima monetarne politike omogućila jačanje uloge kanala kamatne stope u transmisionom mehanizmu.

Budući da su kamatne stope na međubankarskom tržištu novca određene kretanjem referentne kamatne stope centralne banke i da se one smatraju merom oportunitetnog troška kreditiranja privrede i stanovništva, prirodno je očekivati da će se promene tih kamatnih stopa odraziti na kretanje aktivnih i pasivnih kamatnih stopa banaka.

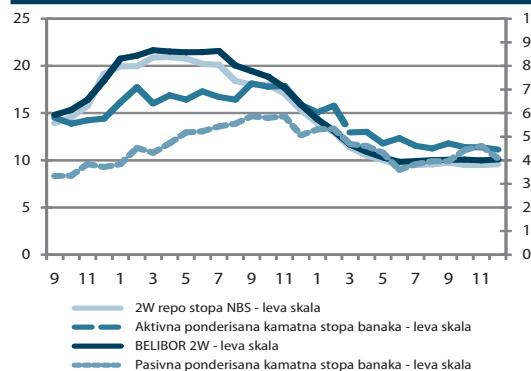
Praćenjem kretanja referentne stope, kamatnih stopa na međubankarskom tržištu i aktivnih i pasivnih kamatnih stopa banaka – može se zaključiti da ta veza postaje daleko uočljivija u periodu nakon uvođenja novog okvira monetarne politike. Kamatne stope na međubankarskom tržištu Beonia i Belibor iskazuju istu tendenciju u kretanju kao i referentna kamatna stopa i zadržavaju se unutar definisanih granica kamatnog koridora. Ipak, postojanje strukturnog viška likvidnosti i brojna ograničenja, kao što su kreditni limiti određeni od strane matičnih banaka u inostranstvu kojima se definiše dozvoljeni obim trgovine s drugim bankama i Narodnom bankom Srbije, za posledicu imaju povremeno odstupanje od referentne stope i približavanje donjoj granici koridora (kamatnoj stopi na depozitne olakšice).

Odluke o nivou aktivnih i pasivnih kamatnih stopa banke donose pre svega imajući u vidu kretanje kamatnih stopa na inostranom tržištu (Libor, Euribor), pošto je većina kredita ugovorenih s deviznom klausulom. Međutim, praćenjem kretanja kamatnih stopa na međubankarskom tržištu novca i aktivnih i pasivnih kamatnih stopa banaka, može se zaključiti da banke ipak ne ignoriraju kretanje referentne kamatne stope i da njihova reakcija na njenu promenu jača tokom vremena.

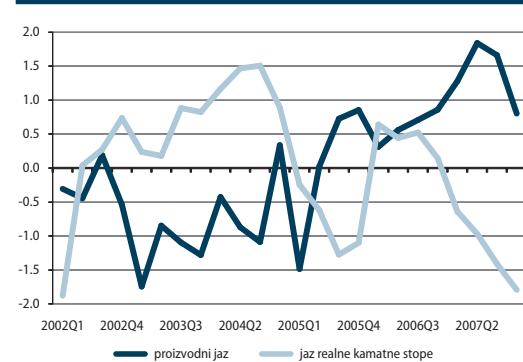
U posmatranom periodu, aktivne kamatne stope su iskazale veći stepen reakcije u poređenju s pasivnim. To se pre svega može objasniti činjenicom da stanovništvo, kao nosilac štednje, ima relativno ograničen pristup i dijapazon mogućnosti alternativnih načina plasiranja sredstava (berza, penzioni i investicioni fondovi itd.), da je najveći deo štednje u deviznom obliku, kao i da je istovremeno konkurenčija među bankama oštrena kada je reč o kreditima.

Daleko je teže oceniti uticaj kamatnih stopa na ekonomsku aktivnost i inflaciju. Preliminarna empirijska istraživanja pokazala su da jaz u realnim kamatnim stopama nema uticaj na BDP, kao što ni jaz u BDP nema uticaj na inflaciju.<sup>d)</sup>

<sup>d)</sup> Međutim, postoji zajednički uticaj jaza u realnoj kamatnoj stopi i realnom kursu na jaz u BDP.

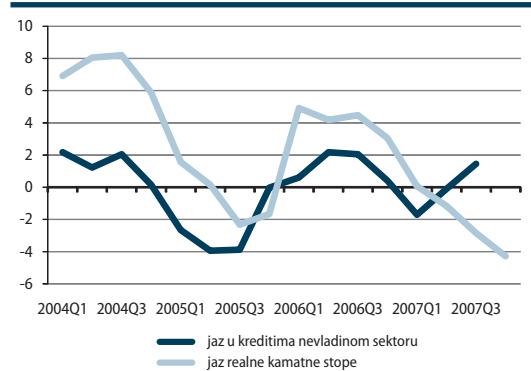
**Grafikon L1-6. 2W repo stopa, kamatne stope poslovnih banaka<sup>1)</sup>**

1) U %, na godišnjem nivou.

**Grafikon L1-7. Uticaj realne kamatne stope na proizvodni jaz**Napomena: koeficijent korelacijske = -0.63; korigovani koeficijent determinacije = 0.47; jaz BDP = -0.08 \* jaz realne kamate + 0.56 \* jaz BDP(-1)  
[-1.23] [2.92]

### 3.3. Kreditni kanal: još uvek ne postoji

Međutim, ono što posebno obeshrabruje u ovom trenutku jeste nepostojanje kreditnog kanala. Krediti su rasli, uprkos rastu kamatne stope, što znači da ponuda kredita ne zavisi od uslova u zemlji. Dakle, ni ponuda kredita (kreditni kanal), ni tražnja za kreditima (kanal kamatne stope) ne zavisi od referentne kamatne stope.

**Grafikon L1-8. Uticaj realne kamatne stope na odobrene kredite nevladinom sektoru**

Takođe, uticaj stope obavezne rezerve pokazao se potpuno neefikasnim kad je u pitanju ograničavanje ponude kredita. Krediti su rasli nesmanjenim tempom, uprkos rastu stope obavezne rezerve.

### 3.4. Da li administrativne mere mogu služiti kao potpora monetarnoj transmisiji?

Uloga direktnih, administrativnih (regulatornih) mera, kao i prudencijalnih (mera predostrožnosti) u sadašnjoj politici Narodne banke Srbije jeste protivrečna. S jedne strane, upotreba ovakvih mera nije najbolja praksa za zemlje koje ciljaju inflaciju. Zato sadašnji režim monetarne politike predviđa postepeno smanjenje upotrebe ovakvih instrumenata u kreiranju monetarne politike. S druge strane, u visoko evroziranoj ekonomiji direktnе mere monetarne politike su jedini dostupni alati koji utiče na troškove transakcija u evrima ili dinarima s deviznom klauzulom. U skladu s ovim, Narodna banka Srbije još uvek koristi ovake mere pri kreiranju svoje politike. Otvoreno je pitanje koliko su ove mere bile efikasne, da li bi one trebalo da imaju još značajniju ulogu u budućnosti (barem tokom perioda tranzicije) ili bi trebalo da se postepeno ukidaju. Narodna banka Srbije se oslanja na mere predostrožnosti i izdvajanje obavezne rezerve i u ostvarenju ciljeva monetarne politike. Na primer, Narodna banka Srbije je u toku 2006. nekoliko puta povećavala stopu obaveznih rezervi. Takođe, u prvoj polovini 2006. godine, iz obračuna otvorene

devizne pozicije banaka isključen je kapital dobijen od strane matične kompanije. Konačno, 2006. godine nametnut je, a 2007. godine, pooštren maksimalni odnos između kapitala i potrošačkih kredita. Iako su potrebne temeljnije analize, na osnovu dosadašnjeg akademskog istraživanja, kao i međunarodnog i iskustva Srbije, možemo jasno izdvojiti tri bitne pouke. Prvo, ove mere imaju vrlo složene makroekonomске uticaje koji se slabo razumeju i koje je teško predvideti. Kao takve, ne bi ih trebalo koristiti za ciljanje makroekonomskih varijabli bez striktne analize. Drugo, s obzirom na to da se ove mere mogu lako izbeći, one često imaju vrlo slab efekat na opštu kreditnu aktivnost u privredi i umesto toga, utiču na strukturu izvora odobravanja kredita. Na kraju, čak i kada su ove mere efikasne u smanjenju obima kredita (ili njihove stope rasta), one, takođe, mogu da smanje proizvodnju, potrošnju i blagostanje, kao i da imaju negativan uticaj na inflaciju i tekuća plaćanja.

Makroekonomski efekti izdvajanja obaveznih rezervi su komplikovani, njihove implikacije na mehanizme monetarne transmisije se slabo razumeju i nisu intuitivne. Zahtevi za povećanim izdvajanjem obaveznih rezervi utiču na privredu preko dva kanala. Sa strane tražnje, povećano izdvajanje utiče na pasivne kamatne stope i može da promeni vremenski raspored potrošnje. Sa strane ponude, utiče na raspon između aktivnih i pasivnih kamatnih stopa, što dalje određuje troškove i nivo aktivnosti koji se finansira iz kredita.<sup>4</sup> Izdvajanje obavezne rezerve ima moć da utiče na kreditnu aktivnost, ali, takođe, može dovesti do niže proizvodnje i potrošnje, većih cena i pogoršanja tekućeg računa platnog bilansa. Pretpostavimo permanentno povećanje stope obaveznih rezervi koje se uniformno primenjuje na sve tipove deviznih obaveza i na taj način nameće porez na sve izvore finansiranja komercijalnih banaka. Dugoročno, ova mera ima konstantan negativan uticaj na nivo blagostanja. Porez povećava raspon između aktivnih i pasivnih kamatnih stopa, a samim tim i troškove domaće proizvodnje koja se finansira iz kredita. Proizvodnja opada, a dolazi i do smanjenja domaće potrošnje. Sa smanjivanjem opšteg nivoa bankarskih kredita, smanjuju se i štedni ulozi (jer sektor stanovništva ima manje prihode), a bilans tekućih plaćanja ostaje dugoročno nepromenjen. Kratkoročno, inflacija raste, a saldo platnog blansa se pogoršava. Inflacija raste uprkos smanjenju proizvodnje jer su se troškovi proizvodnje povećali. Saldo platnog bilansa se pogoršava jer se potrošnja robe koja se razmenjuje povećava u odnosu na robu koja se ne razmenjuje, budući da cena domaće proizvodnje raste. Iako možemo nabrojati i neke druge mogućnosti, ilustracija negativnih efekata na inflaciju i tekuća plaćanja u ovom eksperimentu govori o manama namernog korišćenja ovakvih mera u cilju uticanja na makroekonomске promenljive. Obavezne rezerve utiču na pasivne kamatne stope i raspon između aktivnih i pasivnih kamatnih stopa, iako intuicija o ovom kanalu često može da zavara. Na primer, porast izdvajanja obavezne rezerve na devizne depozite (ali ne na strano pozajmljivanje ili kapital), neminovno dovodi do nižih pasivnih kamatnih stopa (*ceteris paribus*) i na taj način stimuliše veću ekonomsku ekspanziju. Kako marginalni troškovi finansiranja iz inostranstva ostaju nepromenjeni, potrebno je cenu domaćeg izvora finansiranja učiniti konkurentnom alternativom stranom finansiranju. Stoga, kamatna stopa na domaće depozite pre opada nego što raste.

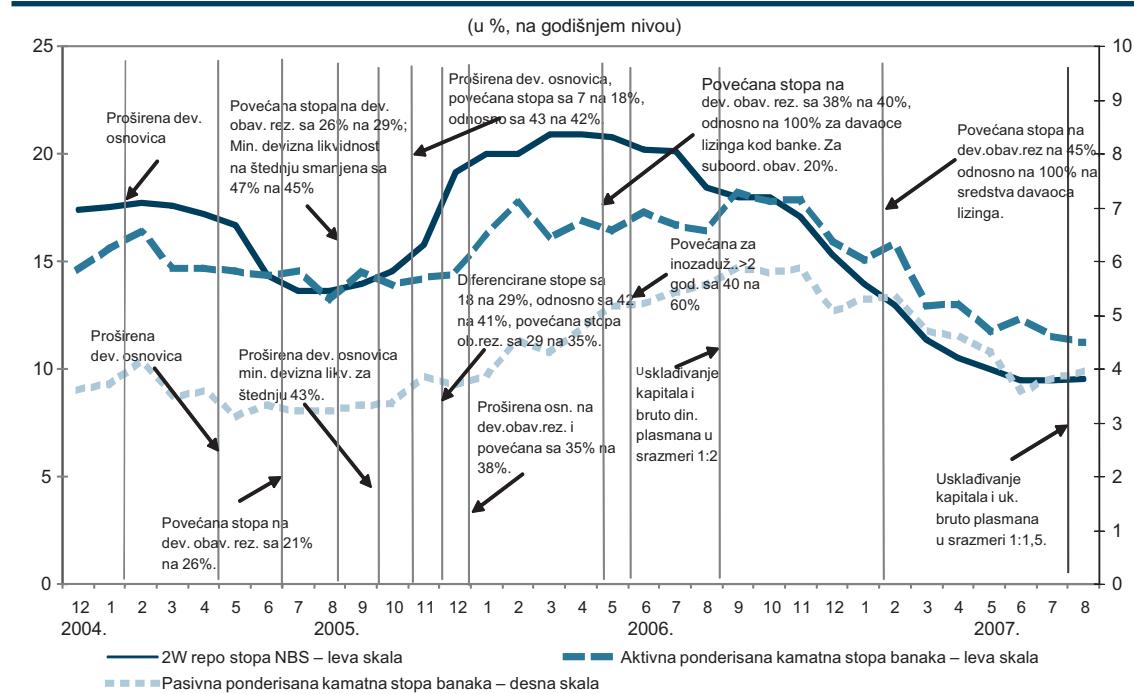
Čini se da iskustvo Srbije potvrđuje da je teško predvideti efekte promene izdvajanja za obaveznim rezervama na aktivne i pasivne kamatne stope, kao što i Grafikon L1-10 pokazuje. Između brojnih različitih promena koje se odnose na izdvajanje rezerve od početka 2005. do danas, nemoguće je uspostaviti jasan model reagovanja aktivnih i pasivnih kamatnih stopa. U osnovi, razlikujemo četiri kategorije ovih mera (*promena stope obaveznih rezervi, promena osnove za izdvajanje obavezne rezerve, promena roka dospeća, promena odnosa kapitala i kredita*). Kao posledice ovih promena, analizirane su promene tržišnih kamatnih stopa, kao i važne stope rasta kreditnih agregata koje su se dogodile u mesecima nakon što su usledile ove mere. U nekim slučajevima, aktivne i pasivne kamatne stope su opale nakon zaoštravanja ovih mera. U nekim drugim slučajevima, one su porasle, premda je teško pronaći jasan opšti model ponašanja. Iznad svega, čini se da je efekat promene referentne kamatne stope od kada je uvedena u septembru 2007, imao veći uticaj na formiranje tržišnih aktivnih i pasivnih stopa nego bilo koja druga preduzeta mera.

<sup>4</sup> Važno je da se shvati da na nivo aktivnosti i stranu ponude ne utiče nivo kamatne stope, već raspon između aktivnih i pasivnih kamatnih stopa, zbog toga što je to razlika između troškova kamate na pozajmice nasuprot oportunitetnim troškovima deponovanja istih.

Dokazi za rast kredita podjednako su nejasni. S izuzetkom promena odnosa kapitala (doduše samo dva slučaja), ukupni rast kredita nije se vidljivo usporio nakon što su preduzete mere pooštrenja. U mnogim slučajevima, rast nekih važnih ekonomskih agregata (kao što je ukupan obim pozajmljivanja) – ustvari se ubrzao. Ovo je, na primer, tačno u slučajevima promene u stopi obaveznih rezervi – dok su stope rasta kreditnih agregata bankarskog sektora opale prateći povećanje u obaveznim rezervama (tri od četiri slučaja), celokupno pozajmljivanje (uključujući direktnе strane pozajmice) jeste ustvari brže poraslo u tri od četiri slučaja.

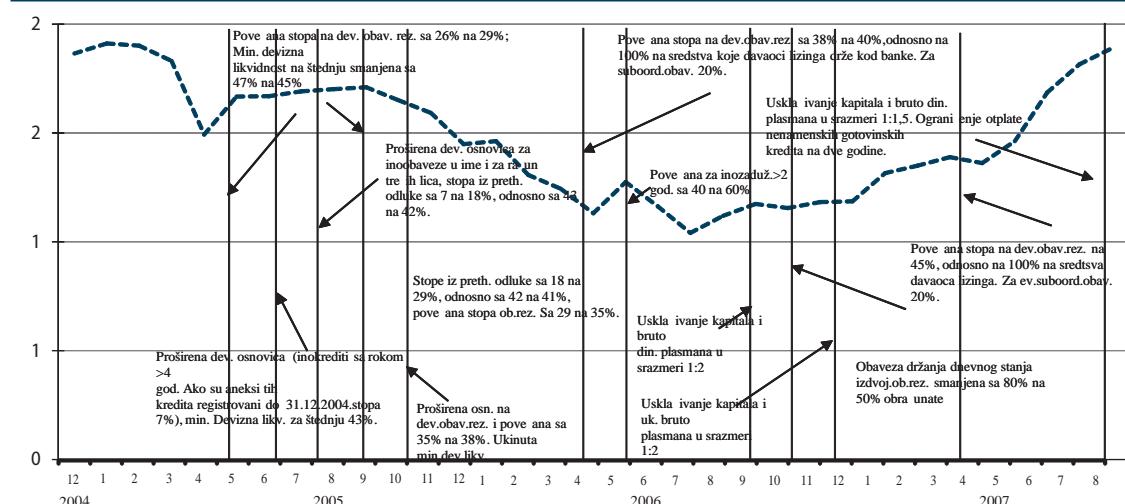
Na kraju, moć uticaja izdvajanja obavezne rezerve na kreditnu aktivnost, inflaciju i ostale makroekonomski varijable – suštinski zavisi od izvodljivosti zaobilazeњa. Kada je ograničavanje bankarskih kredita na snazi, zahtev za rezervama povećava troškove posredovanja banaka u odnosu na troškove direktnog pozajmljivanja u inostranstvu, i na taj način ih podstiče. Ovakvi efekti su često vrlo jaki i sprečavaju nameravane efekte mera, kao što je to primećeno u mnogim zemljama (npr. u Hrvatskoj u 2003). Iskustvo Srbije takođe ukazuje na značaj zaobilazeњa obaveznih rezervi, kao što svedoče grafikoni. Pooštivanje mera i odnosa kapitala i kredita u letu 2006, iako efektno kad je rast spoljnog duga banaka u pitanju (Grafikon L1-12), uticalo je na rast direktnog stranog pozajmljivanja (Grafikon L1-11) i kapitalizaciju banaka (Grafikon L1-13). Celokupni rast kredita u privredi (zbir domaćeg i inostranog zaduživanja) nije bio pogoden (Grafikon L1-13).

#### Grafikon L1-10. 2W repo stopa, kamatne stope poslovnih banaka

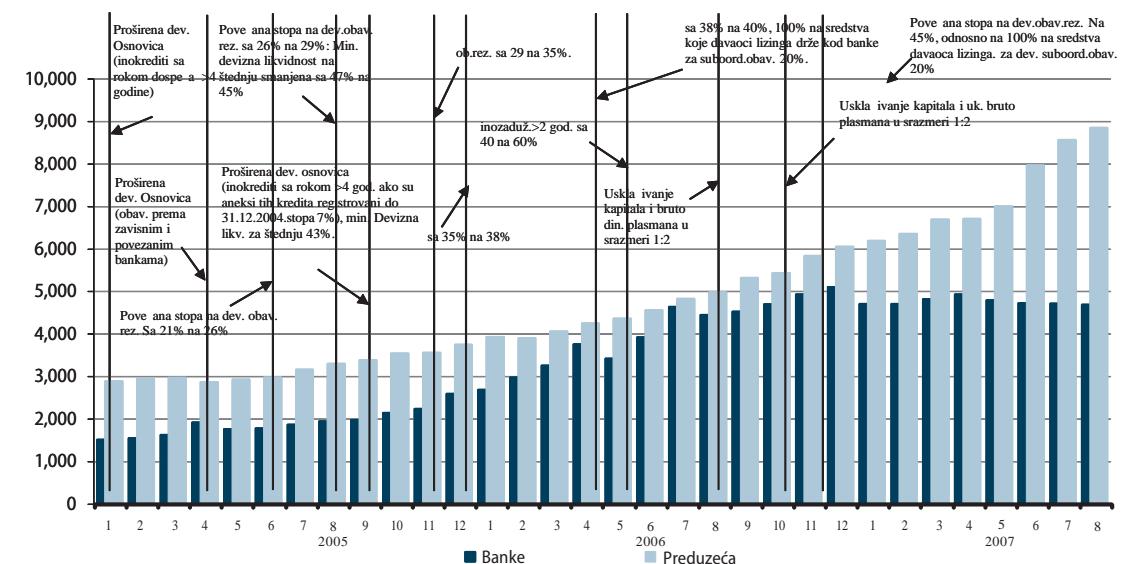


## Moć i nemoć monetarne politike u uspostavljanju ravnoteže između platnobilansnih ciljeva i ciljeva inflacije

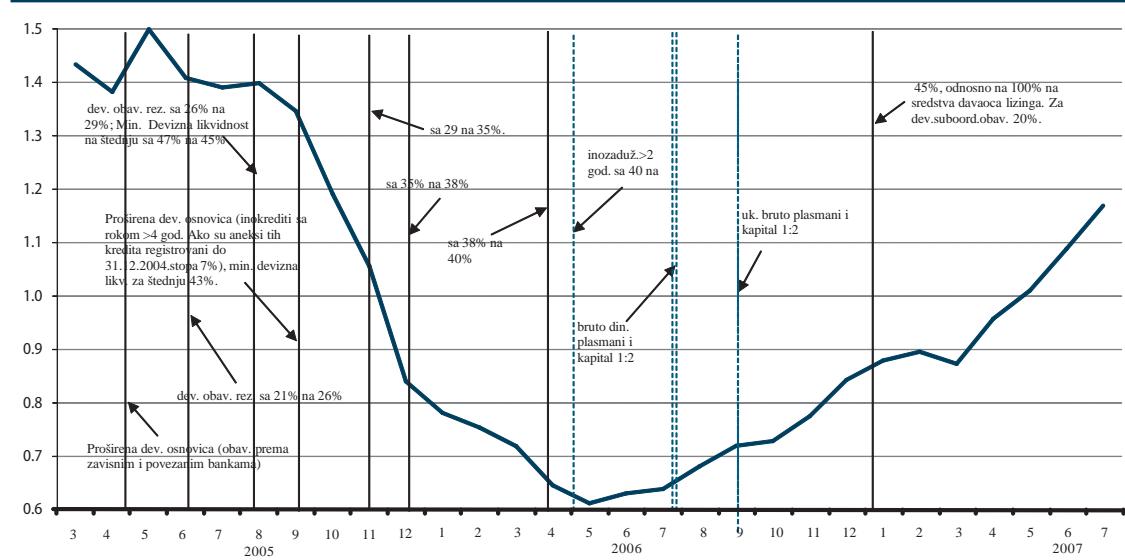
**Grafikon L1-11. Spoljni dug preduzeća**

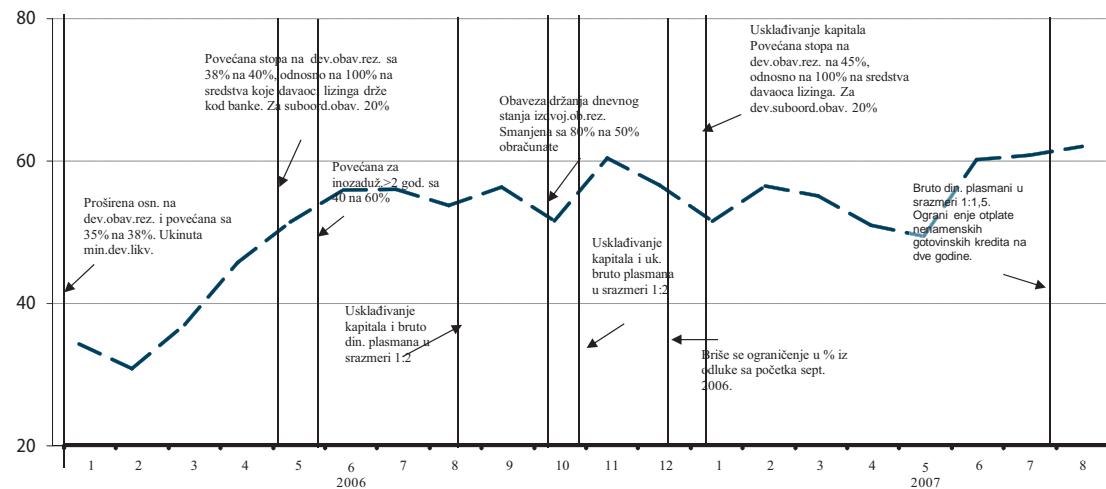


**Grafikon L1-12. Spoljni dug privatnog sektora (u mil. USD)**



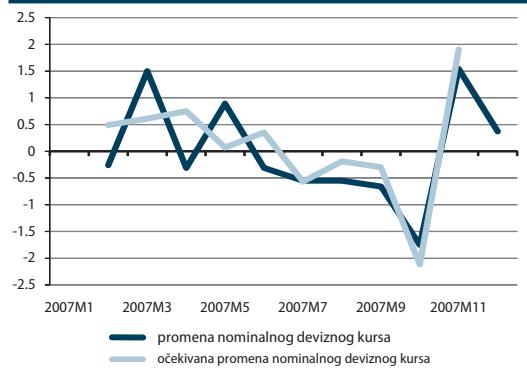
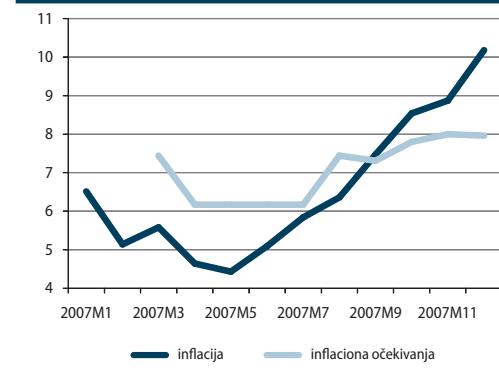
**Grafikon L1-13. Odnos kapitala i neto zaduživanja banaka u inostranstvu**



**Grafikon L1-14. Domaće i inostrano zaduživanje privatnog sektora**

### 3.5. Inflaciona očekivanja imaju neosporan uticaj na ostvarena kretanja

Od januara 2006. godine, Narodna banka Srbije u saradnji sa *TNS Medium Gallup*, prati očekivanja inflacije, deviznog kursa, poteza NBS, ekonomskog rasta i zarada za četiri sektora (privreda, finansijski sektor, stanovništvo i sindikati). Prema rezultatima Ankete, kod svih sektora došlo je do pada inflacionih očekivanja tokom 2006., iako su očekivanja u proseku i dalje bila iznad ostvarene inflacije. Nedostatak poverenja u Narodnu banku Srbije zahtevaо je daleko oštriju monetarnu politiku da bi se postigao isti cilj. Konačno, u septembru 2007. godine, poklapaju se očekivanja i ostvarena kretanja. Posle stabilizacije inflacionih očekivanja ponovo dolazi do njihovog rasta u svim sektorima koji se posmatraju. Skok cena poljoprivredno-prehrambenih proizvoda, kao i informacije u medijima o poskupljenjima, doveli su do toga da očekivanja u sektoru stanovništva porastu na preko 15% na godišnjem nivou. Očekivanja svih sektora, osim finansijskog, znatno su iznad ostvarene inflacije. Sektor stanovništva prednjači u nerealno visokim inflacionim očekivanjima. Grafikoni L1-15 i L1-16 nedvosmisleno pokazuju da su očekivana inflacija i očekivani devizni kurs imali uticaj na stvarna kretanja.

**Grafikon L1-15. Očekivane promene nominalnog kursa i njene realizacije****Grafikon L1-16. Inflaciona očekivanja i realizacije međugodišnje stope inflacije**

## 4. Implikacije za monetarnu politiku

### 4.1. Neosporna je dominacija kanala deviznog kursa

Visok stepen evroizacije je najbolji indikator koliko je mali prostor za vođenje nezavisne monetarne politike. On je posledica duge istorije nestabilnosti, inflacije i hiperinflacije, odnosno, grešaka u vođenju ekonomске politike u prošlosti. Greške uključuju i institucionalna rešenja zaštite od visoke inflacije. Dok su neke zemlje, kao Čile ili Peru, na primer, zaštitu obezbedile obaveznim indeksiranjem depozita stopom inflacije, u Srbiji je zaštita obezbeđena mogućnošću da se štedi u stranoj valuti. Stepen evroizacije je dodatno povećan nakon privatizacije realnog i finansijskog sektora, kao rezultat priliva kapitala i promene strukture vlasništva bankarskog sektora. Danas se 87% bankarskog sektora nalazi u rukama stranih vlasnika. Ove banke lako dolaze do stranog kapitala, što ih čini nezavisnim od likvidnosti koju obezbeđuje centralna banka. Konačno, stepen evroizacije je povećan zbog jake tražnje za kreditima u uslovima niske štednje u dinarima. Visok stepen evroizacije umanjuje uticaj referentne kamatne stope na aktivnu i pasivnu kamatnu stopu poslovnih banaka, kao i efikasnost kreditnog kanala.

U ovim uslovima, ukoliko Narodna banka Srbije želi da ostvari nisku i stabilnu stopu inflacije, mora se osloniti na **direktan uticaj** kursa na inflaciju. U tom smislu, neophodno je formirati komforну zonu u okviru koje je kretanje deviznog kursa prihvatljivo sa aspekta ostvarenja ciljne stope inflacije. Širina zone treba da se zasniva na oceni veličine transmisije od promene kursa do cena, u periodu od 12 meseci. Komforna zona ne znači fiksiranje ili ciljanje kursa, ali služi kao orijentir centralnoj banci za prilagođavanje monetarne politike (kamatne stope) između kvartalnih projekcija inflacije. Kako se niska stopa inflacije bude ostvarivala i održavala, centralna banka će se sve manje oslanjati na direktan, a sve više na indirektni kanal kursa.

Od načina na koji koristimo ovaj kanal (**direktno**, što podrazumeva da se centralna banka opredelila za **ciljanje kursa** kao monetarnu strategiju, gde su intervencije na deviznom tržištu osnovni instrument monetarne politike, ili **indirektno**, gde se uticaj na kurs vrši promenom referentne kamatne stope, što znači da se centralna banka opredelila za **ciljanje inflacije**, kao monetarnu strategiju), zavisi da li će se razviti i drugi kanali monetarne transmisije koji bi monetarnu politiku učinili efikasnijom (kanal kamatne stope ili kreditni kanal, na primer).

Kao što je to bio slučaj s velikim brojem drugih centralnih banaka, nakon inicijalne faze tranzicije i korišćenja deviznog kursa kao nominalnog sidra, Narodna banka Srbije se opredelila za strategiju ciljanja inflacije, što otvara prostor za jačanje drugih transmisionih kanala. Brojne empirijske analize su pokazale da je u drugim zemljama, i pored dominacije kanala deviznog kursa, korišćenje kamatne stope kao osnovnog instrumenta monetarne politike dovelo do značajnog jačanja uloge kamatne stope u transmisionom mehanizmu.

### 4.2. Izbor monetarne strategije zavisi od režima kursa: ipak, naš izbor je ciljanje inflacije

Monetarna strategija (monetarna politika) zavisi od režima kursa. U uslovima priliva kapitala, izbor se svodi na fiksni ili rukovođeno fleksibilan kurs, odnosno, **ciljanje kursa**, ili **ciljanje inflacije**, koje prepostavlja fleksibilan kurs. Nezavisna monetarna politika, u uslovima fiksног kursa moguća je samo ako se kontroliše priliv. U uslovima priliva kapitala i fiksнog deviznog kursa, nema nezavisne monetarne politike. A ako se priliv ne kontroliše, nezavisnost monetarne politike može obezbediti samo fleksibilnost kursa.

Priliv kapitala komplikuje makroekonomsku politiku i u slučaju fiksног i u slučaju fleksibilnog kursa. Zato je neophodno *odlučiti* da li treba da se borimo protiv priliva *per se* ili makroekonomskih posledica priliva kapitala. Stav autora ovog teksta je nedvosmislen: priliv kapitala ne treba zaustavljati, prvo, zato što je pre blagodet, korist, željeno dobro, nego problem (ima više pozitivnih nego negativnih posledica), a drugo – zato što je to nemoguće, jer novac uvek nađe način da “uđe” ili “izađe” ukoliko postoji podsticaj.

Interesantno je sagledati kako kanal deviznog kursa funkcioniše u uslovima dve različite monetarne strategije. **U režimu ciljanja inflacije (CI)** i fleksibilnog nominalnog deviznog kursa, priliv kapitala dolazi prvo na tržište novca i devizno tržište i utiče na nominalnu apresijaciju deviznog kursa. S pogoršavanjem spoljne konkurentnosti, cene će padati da bi se uspostavila održiva spoljna pozicija. centralna banka održava stabilnost cena smanjenjem restriktivnosti monetarne politike što vodi depresijiji kursa i (željenom) rastu cena. Na agregatnom nivou, zemlja pokazuje značajne fluktuacije nominalnog i realnog kursa koje je vraćaju na "ravnotežnu" vrednost u dugom roku. **U režimu fiksnog deviznog kursa**, priliv kapitala ulazi direktno na tržište roba (jer je tržište novca i deviza ograničeno održavanjem fiksnog kursa). Priliv kapitala utiče na rast agregatne tražnje. Cene počinju da rastu. Ovo pogoršava spoljnu konkurentnost i rezultira pogoršanjem spoljne pozicije zemlje. Na makroekonomskom nivou, istrajna apresijacija realnog deviznog kursa će na kraju dovesti do neodrživosti spoljne pozicije. Jedini način da se ova situacija učini održivom jeste ili rast produktivnosti ili takva fiskalna politika koja će uticati na pad agregatne tražnje. Dakle, CI je efikasnija kad je kontrola cena u pitanju, dok su rizici kad je platni bilans u pitanju slični.

Imajući ovo u vidu, Narodna banka Srbije je od septembra 2006. godine na putu ciljane inflacije. Suočava se s teškim početnim uslovima i mnogim izazovima. Ciljanje inflacije je nastalo kada je usmerenost prethodnog režima na realni devizni kurs, kroz depresijiju deviznog kursa propala, što je dovelo i do visoke inflacije, ali i do visokog deficitita tekućih plaćanja.

Ciljanje inflacije izabrano je kao jedina razumna alternativa, uprkos mnogim izazovima, kao što su nizak kredibilitet i slaba monetarna transmisija. Sticanje kredibiliteta bilo je posebno teško za novi režim kursa, uvezši u obzir burnu hiperinflacijsku prošlost, očekivanja visoke inflacije i nepotpunu nezavisnost institucija. Izazovi u vezi s monetarnom transmisijom potiču od brzog uticaja kursa na nivo cena, visokog stepena realne i finansijske dolarizacije, i veoma nerazvijenog novčanog i deviznog tržišta. U suočavanju s ovim izazovima, NBS je mnogo toga promenila. Kratkoročne kamatne stope su postale ključni instrument u monetarnoj politici za postizanje inflacionih ciljeva, uloga intervencija na deviznom kursu je smanjena, a važnost makroekonomskih prognoza i analiza u donošenju odluka je porasla. Izveštaj o inflaciji postao je glavno sredstvo komunikacije koje promoviše transparentnost i odgovornost ciljeva i politika Narodne banke Srbije. Fleksibilan devizni kurs je ključni oslonac novog režima, iako je otkrio ranjivost ekonomije u odnosu na kretanja deviznog kursa u uslovima velikog deficitita tekućih plaćanja.<sup>5</sup> Kao sredstvo postizanja stabilnosti cena, fleksibilnost deviznog kursa predstavlja amortizer protiv inflatornih šokova, dopuštajući da privreda dostigne novu ravnotežu. Štaviše, s visokim uticajem deviznog kursa na nivo cena, apresijacija deviznog kursa je bila glavni kanal smanjenja inflacije i ostvarenja ciljane inflacije. Međutim, alarmantno visoki deficititi tekućih plaćanja postavljaju pitanje održivosti takve strategije za smanjenje inflacije. Odgovor na ovo pitanje zavisi od toga da li je realni devizni kurs moćan u smanjenju deficitita na odživi nivo. Ako se pokaže da nije dovoljno moćan u promeni strukture tražnje, onda se mora uticati na nivo apsorpcije. **U svakom slučaju, devizni kurs ne može istovremeno služiti monetarnoj politici i prilagođavanju platnog bilansa.**

<sup>5</sup> **Fluktuacije kursa** su *normalne*, događaju se svuda, ukoliko se menjaju ekonomski fundamenti i raspoloženje investitora. Na primer, investitori se ovih dana povlače iz većine zemalja u regionu. U izvesnoj meri, ove turbulencije su *zdrave*, brane ekonomiju od šokova i pomažu privredi da nađe novu ravnotežu, što je suština fleksibilnosti. Takođe, one su i *poučne*. Tržište i ekonomski akteri moraju prihvati da je kurs volatilan i zaštititi se od deviznog rizika. NBS je ukazivala na neophodnost zaštite od momenta kada je usvojila Novi okvir. Moram reći da nemam puno simpatija za one koji se žale za fluktuacije kursa. Postoje dva razloga za ovo. **Prvo**, danas je moguće da izvoznici odrede/fiksiraju kurs po kojem prodaju proizvode, mnogo pre nego što je njihov proizvod spremjan za prodaju, a takođe, ne mogu imati dodatnu korist ako devizni kurs bude dalje pada. Izvoznici, naravno, mogu da izaberu da ne koriste ovo tržište i da se kockaju očekujući da će dobiti mnogo povoljniji kurs u budućnosti. Oni su slobodni da naprave izbor. Ali, važno je prepoznati da su oni na sebe preuzeli devizni rizik, nadajući se boljem kursu u budućnosti. Preuzimanje deviznog rizika nije mudro za izvoznike i proizvođače – to je posao finansijskih specijalista.

#### 4.3. Uticaj kursa na platni bilans značajno je manji od uticaja kursa na inflaciju

Već duže vreme, pojedini ekonomisti u Srbiji smatraju da je osnovni uzrok visokog spoljnotrgovinskog deficit-a realna apresijacija kursa dinara prema evru i kao glavnog krivca za to navode NBS. Po njihovom mišljenju depresiranje dinara (pominje se čak i nivo od 120 RSD/EUR!) pojeftinilo bi domaću robu u inostranstvu i poskupelo uvoznu robu, što bi značajno popravilo spoljnotrgovinski bilans.

Sa druge strane, zaključak nedavne misije MMF-a je da osnovni uzrok spoljnotrgovinskog deficit-a leži u visokoj javnoj potrošnji (visok uvoz) i nedostatku strukturnih reformi (nizak izvoz). U toj situaciji, NBS ima izbor da li će neutralnom ili ekspanzivnom monetarnom politikom dozvoliti da se to prelije na porast cena (kao 2004. i 2005.) ili će restriktivnom monetarnom politikom, uz realnu apresijaciju domaće valute, održati cenovnu stabilnost uz pogoršanje spoljnotrgovinskog bilansa. Po mišljenju misije MMF-a, NBS je s pravom vodila restriktivnu politiku, jer u suprotnom, „pokušaji da se depresijom kompenzuje gubitak konkurentnosti, koji ima svoje korene u preteranom povećanju zarada, sporim strukturnim reformama i relativno labavoj fiskalnoj politici naneli bi štetu kredibilitetu monetarne politike i istovremeno ne bi doneli održiv podsticaj izvoza“<sup>6</sup>.

Uvođenjem (neformalnog) režima ciljane inflacije svaka dilema je otklonjena – glavni cilj NBS je održanje cenovne stabilnosti u ciljanom okviru, s tim što je, vodeći računa da to ne ugrozi ekonomsku aktivnost, cilj inflacije u prvim godinama novog okvira postavljen na višem nivou i u širem rasponu nego što je to slučaj u većini zemalja koje ciluju inflaciju.

Kakav je, uopšte, domet monetarne politike u uticaju na uvoz i izvoz? Nesporna je činjenica da realni devizni kurs utiče na uvoz i izvoz. Šta određuje kretanje realnog kursa? Brojne studije su utvrdile da je dugoročni trend realnog deviznog kursa u najvećoj meri određen razvijenošću zemalja, odnosno razlikama u produktivnosti. Takođe, nesporno je da monetarna politika ima uticaja na realni devizni kurs, pa samim tim i na spoljnotrgovinski bilans. Ipak, pri razmatranju uticaja monetarne politike na spoljnotrgovinski bilans neophodno je imati u vidu sledeće činjenice:

- monetarna politika ne utiče na dugoročni trend realnog kursa, već samo na oscilacije oko trenda (apresijacijski/depresijacijski jaz);
- trend izvoza i uvoza, zbog toga, nisu definisani akcijama monetarne politike, već fundamentalnim faktorima, kao što su produktivnost, strukturne reforme, SDI, javna potrošnja;
- domet monetarne politike, prema tome, svodi se na oscilacije izvoza i uvoza oko srednjoročnog trenda. NBS može da utiče na spoljnu trgovinu, samo u meri u kojoj može da utiče na realni kurs, tj. na oscilacije oko trenda (uvozni i izvozni jaz).

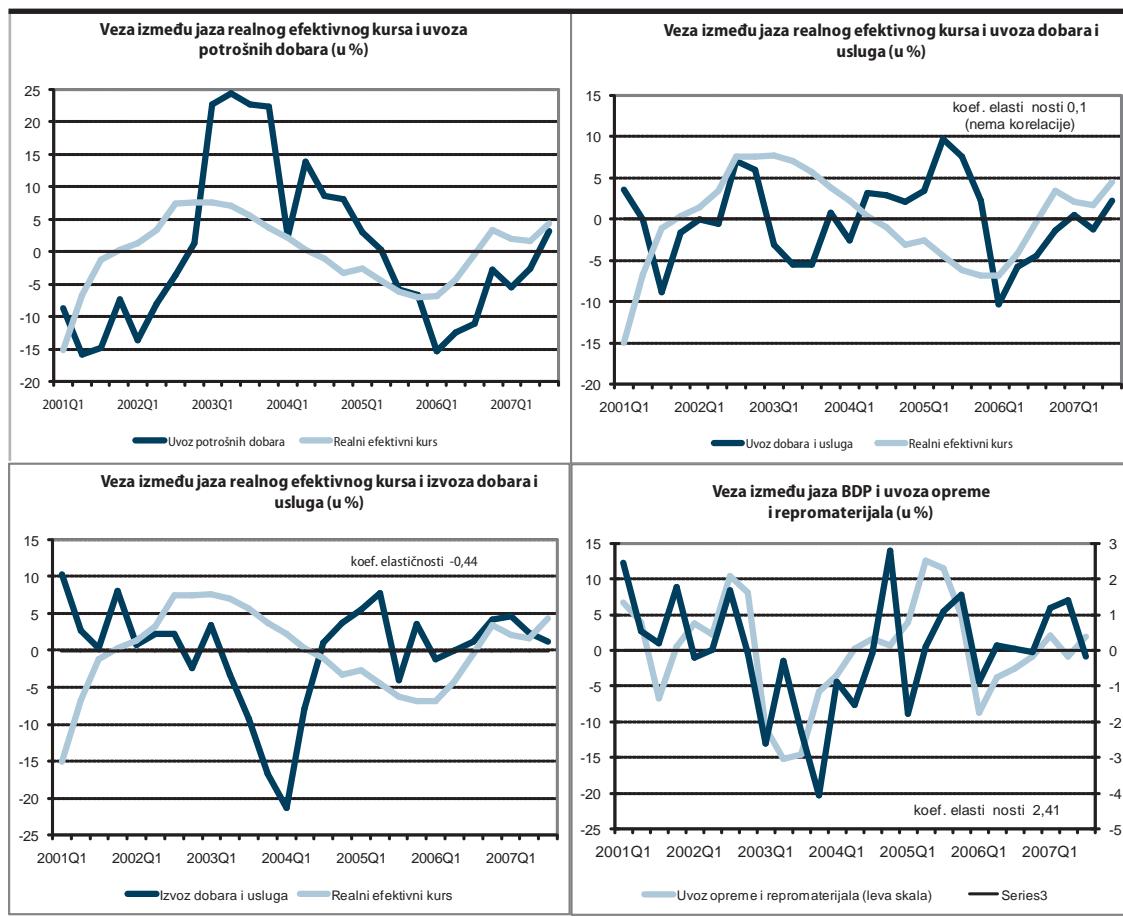
Da bismo utvrdili u kojoj meri monetarna politika utiče na spoljnotrgovinski bilans, uradili smo analizu u kojoj smo testirali vezu između uvoznog/izvoznog jaza i jaza realnog kursa. Empirijska analiza je urađena na jazovima kvartalno izraženih serija počev od prvog kvartala 2001. do četvrtog kvartala 2007.

Rezultati analize pokazuju da postoji veza između jaza realnog kursa<sup>7</sup> i izvoza dobara i usluga. Apresijacijski jaz dovodi do negativnog izvoznog jaza i obratno. Ocenjeni koeficijent elastičnosti je statistički značajan i iznosi -0,48, što znači da apresijacija realnog kursa od 1% uzrokuje pad izvoza za 0,48%.

Između jaza realnog kursa i jaza ukupnog uvoza nije pronađena korelacija. Ocenjeni koeficijent elastičnosti blizak je nuli (0,1) i nije statistički značajan. Ovo se može objasniti činjenicom da najveći deo uvoza (oko 80%) čine oprema i repromaterijal čija je uvozna tražnja u najvećoj meri determinisana proizvodnim potrebama privrede, a u znatno manjoj meri realnim kursom.

<sup>6</sup> Zaključna izjava misije MMF-a. 6. novembar 2007.

<sup>7</sup> Na grafikonima, pozitivne vrednosti predstavljaju apresijacijski jaz, a negativne depresijacijski.

**Grafikon L1-17.**

Ovo postaje očigledno kada odvojeno posmatramo uvozna potrošna dobra, sa jedne, i uvoznu opremu i repromaterijal, sa druge strane. Ako umesto na jaz realnog kursa, uvoz opreme i repromaterijala regresiramo na proizvodni jaz, dobijamo statistički značajan koeficijent, koji iznosi 2,24. Ovo potvrđuje gore iznesenu tvrdnju da je uvoz ove grupe proizvoda pre svega determinisan ekonomskom aktivnošću.

Veza između uvoza i realnog deviznog kursa postoji kada umesto ukupnog, posmatramo samo uvoz potrošnih dobara. Sa Grafikona L1-17 je upadljiva korelacija između jaza realnog kursa i uvoza potrošnih dobara. Ocenjeni koeficijent elastičnosti iznosi 1,23. Ovde treba imati u vidu da je u pitanju samo oko 20% ukupnog uvoza. Pod pretpostavkom da je uvoz opreme i repromaterijala u potpunosti neelastičan na realni kurs, koeficijent elastičnosti ukupnog uvoza iznosio bi oko 0,24.

Zbir dugoročnih koeficijenata elastičnosti tražnje za uvozom i izvozom u našem slučaju iznosi 0,72 (0,24+0,48), što znači da Marshall-Lerner uslov nije zadovoljen, tj. da depresijacija (apresijacija) nije moćno sredstvo u borbi sa deficitom spoljno – trgovinskog bilansa. Depresijacija nominalnog deviznog kursa ne znači automatski rast izvoza i pad uvoza, pošto je praćena inflacijom koja će ovu promenu, u velikoj meri, neutralisati u realnom iznosu. Analiza je pokazala da politika deviznog kursa ne treba da se vodi sa ciljem uspostavljanja ravnoteže između platno-bilansnih ciljeva i ciljeva koji se odnose na inflaciju. Činjenica je, takođe, da smo balansiranje između različitih ciljeva već nekoliko puta probali, a poslednji put 2004. i 2005. godine (pod uticajem MMF), što je za posledicu imalo povećanje inflacije (do 18%); slično iskustvo imale su i druge zemlje (Čile, Mađarska, Poljska, Izrael); međutim, sve su odustale od takve strategije kad su na kraju postale svesne da su samo proizvodile još veću inflaciju.

Na osnovu navedenih rezultata može se zaključiti da, preko jaza realnog kursa, monetarna politika ima uticaja na uvoz potrošnih dobara i (ukupan) izvoz. Ovaj uticaj, međutim, može biti samo kratkoročan. Za postizanje trajne i dugoročne spoljnotrgovinske ravnoteže potrebno je:

## Moć i nemoć monetarne politike u uspostavljanju ravnoteže između platnobilansnih ciljeva i ciljeva inflacije

kada je u pitanju izvoz, sprovesti strukturne reforme koje će prilagoditi srpsku privredu uslovima koji vladaju na svetskom tržištu i, kada je u pitanju uvoz, voditi odgovornu fiskalnu politiku, koja ne bi zahtevala reakciju monetarne politike u pravcu visoke restriktivnosti.

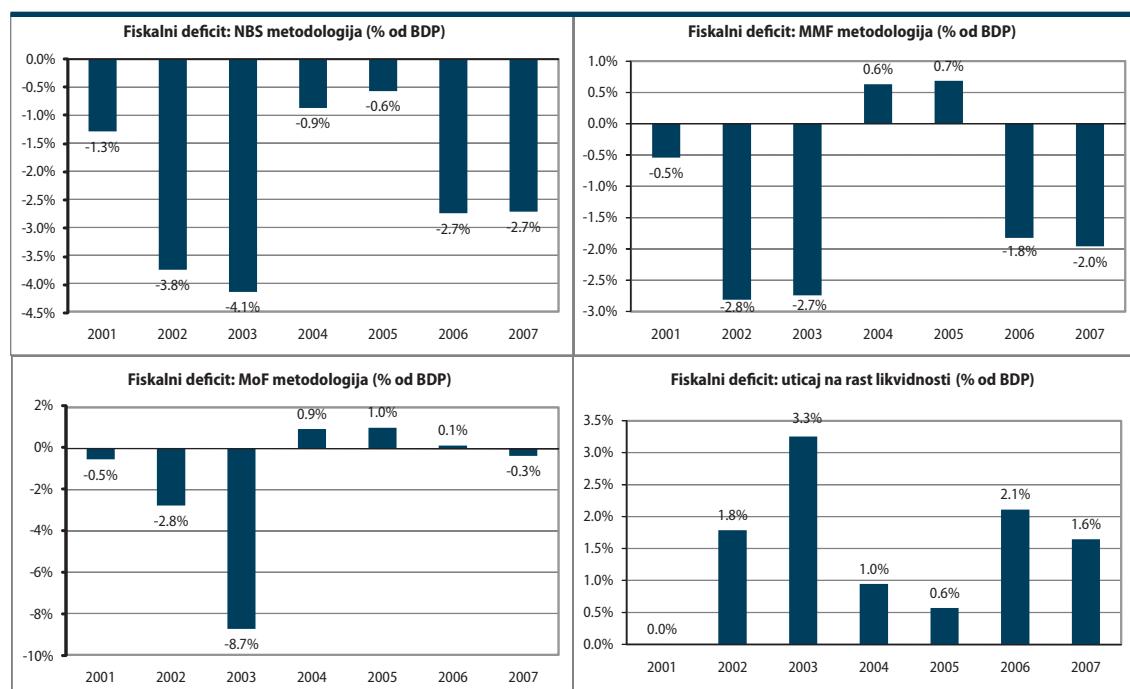
### 5. Uticaj fiskalne politike

Naravno da na ovom mestu želim da dotaknem i drugi aspekt makoekonomskog politika – fiskalnu politiku. Ona se tiče poreskih prihoda koje država može izvući od privrede i onoga što mora potrošiti. Promene u fiskalnoj politici imaju važne implikacije na monetarnu politiku, realnu kamatnu stopu i realni devizni kurs. Monetarna politika može kontrolisati inflaciju na niskom i stabilnom nivou, ali koliko čvrsta monetarna politika mora biti da bi dostigla cilj zavisi od fiskalne politike.

Na Slici 18, prikazana je fiskalna pozicija, prema različitim metodologijama. Ravnotežni budžet ili čak deficit po jednoj metodologiji lako postaje deficit od 2-3% BDP po drugoj – što mnogo otežava i komplikuje vođenje monetarne politike. Eksperimentisanje sa budžetskom klasifikacijom često se „zloupotrebljava“ i od strane kreatora ekonomskog politika, ali i njihovih oponenata da bi se pozicija države ili fiskalna politika pokazala više (manje) odgovornom. Na analitičarima je, međutim, da manipulacije sa podacima ne ostanu neprimećene.

Ministarstvo finansija se oslanja na GFS metodologiju iz 1986., ali je koristi kreativno, kad je u pitanju klasifikacija prihoda i rashoda. Postoji mnogo nestandardnih pozicija, posebno u formi prihoda od prodaje licenci i otplate starih dugova i obaveza prema sektoru stanovništvo. Mnoge od ovih pozicija su tretirane na način da zamagljuju opštu fiskalnu poziciju. Narodna banka Srbije striktno poštuje logiku GFS metodologije, pri oceni iskalne pozicije. Metodologija MMF je sličnija metodologiji NBS (razlike postoje samo u tretmanu otplate stare devizne štednje, koje MMF tretira kao klasičnu otplatu duga, a NBS kao tekući rashod). Konačno, sa aspekta monetarne politike, možda najvažniji indikator predstavlja uticaj države na kreiranje likvidnosti, pošto ekstra likvidnost ili utiče na rast inflacije, ili se preliva u deficit platnog bilansa.

**Grafikon L1-18.**



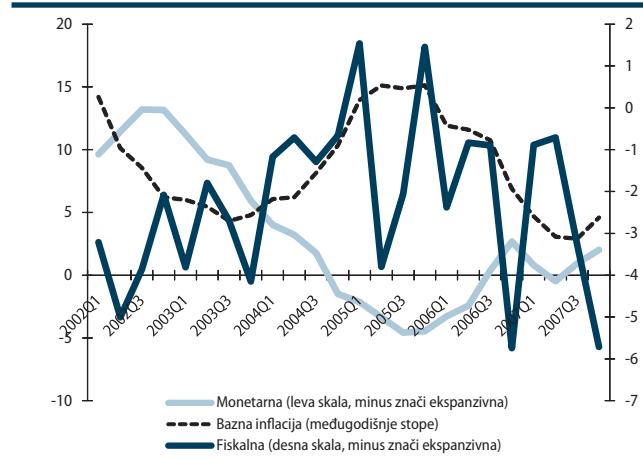
Prema metodologiji Ministarstva finansija, fiskalni rezultat je do nedavno bio uravnotežen. Pogoršavanje počinje od trećeg kvartala 2006. godine. Striktnije metodologije, koju primenjuje Narodna banka i MMF pokazuju ipak različit rezultat. Prema obe metodologije, država je ostvarila značajan deficit u 2006. i 2007. godini (deficit je veći prema metodologiji NBS). Čak šta

više, prema metodologiji NBS, deficit je postojao i ranije, samo je bio relativno mali. Konačno, fiskalna pozicija merena uticajem operacija države na likvidnost pokazuje da je fiskalna politika manje ili više ekspanzivna od 2002. godine. No, bez obzira o kojoj metodologiji je reč, fiskalna pozicija se značajno pogoršava od trećeg kvartala 2006. godine, što dezinflacioni zadatak monetarne politike čini mnogo težim.

Pogoršavanje fiskalne pozicije desilo se nekako u isto vreme kad je režim ciljanja inflacije uveden, upravo onda kada je bila potrebna aktivna podrška Vlade.

Centralna dilema za kreatore monetarne politike u ovim uslovima je da li da insistiraju na striktnom ciljanju inflacije, uprkos nedostatku podrške Vlade i fiskalne politike. Monetarna politika je odgovorna za inflaciju i nedavno iskustvo je pokazalo da ona zaista i može da isporuči nisku stopu inflacije, bez obzira na poziciju fiskalne politike (Grafikon L1-18). U kojoj meri će fiskalna politika uticati na inflaciju zavisi od reakcije monetarne politike. Dakle, moguće je da se vodi restriktivna fiskalna politika, ali da zbog monetarne politike (pada kamatne stope i depresijacije valute) dolazi do inflacije. Isto tako, ekspanzivna fiskalna politika u uslovima dovoljno restriktivne monetarne politike može da isporuči nisku inflaciju. Ovo pokazuje iskustvo Srbije u periodu 2004-2006. godine. Tako je u periodu 2004-2005, prema Programu MMF, fiskalna politika uticala na pad agregatne tražnje, ali je monetarna politika (pre svega zbog depresijacije domaće valute) bila ekspanzivna. Suprotno ovom, u 2006. godini, fiskalna politika je uticala na rast aggregatne tražnje, ali je restriktivnošću monetarne politike obezbeđena dezinflacija.

**Grafikon L1-18. Pozicija monetarne i fiskalne politike**



Uprkos uspeha u obaranju stope inflacije, opcije raspoložive za Narodnu banku Srbije su ograničene bez dobre koordinacije sa vladom. Fleksibilni devizni kurs bio je ključna poluga novog režima, ali je ranjivu privredu izložio fluktuacijama kursa, pogoršavajući i onako veliki deficit platnog bilansa. U uslovima relativno visokog transmisionog efekta deviznog kursa, apresijacija dinara bila je glavni kanal dezinflacije. Međutim, alarmantno visoki deficit tekućeg platnog bilansa otvorio je pitanje osjetljivosti i održivosti takve dezinflacione strategije. Sa slabim transmisionim kanalom kamatnih stopa u visoko evroiziranoj privredi, administrativne i direktnе mere koristile su se da bi podržale monetarnu transmisiju, ali i da utiču na smanjenje platno-bilansnog deficita, međutim, bez vidljivijih rezultata.

## 6. Zaključak

Devizni kurs je tradicionalno bio i ostao važno sidro za srpsku privredu, malu, otvorenu, visoko evroiziranu. Preliminarna, empirijska istraživanja pokazala su da je kanal deviznog kursa najznačajniji kanal monetarne transmisije. Pri tome, uticaj kursa na inflaciju za sada je samo direkstan i asimetričan, značajno veći u periodu depresijacije u odnosu na period apresijacije. Ostali kanali monetarne transmisije, osim kanala očekivanja, nisu identifikovani.

## Moć i nemoć monetarne politike u uspostavljanju ravnoteže između platnobilansnih ciljeva i ciljeva inflacije

Fiskalna politika bila je ekspanzivna poslednjih godina, suprotno zvaničnim izjavama. Takođe, fiskalna i monetarna politika bile su potpuno nekoordinisane: restriktivna monetarna politika bila je praćena ekspanzivnom fiskalnom i obrnuto. Uprkos slaboj koordinaciji i, generalno, ekspanzivnoj fiskalnoj politici, monetarna politika je bila uspešna u obaranju stope inflacije. Strategija ciljanja inflacije, uvedena u avgustu 2006. – donela je vidljive rezultate, uprkos mnogim nepovoljnostima (kao što je visok transmisioni efekat deviznog kursa, visok nivo finansijske evroizracije, slabe transmisije kamatnih stopa).

Iako je veliki uspeh, obaranje stope inflacije može biti kratkog daha ukoliko ne postoji dugoročno fiskalno prilagođavanje. Nedavno iskustvo je pokazalo da monetarna politika zaista i može da “isporuči” nisku stopu inflacije. Pitanje je da li su dobici ostvareni snižavanjem stope inflacije održivi bez eksplisitne ili implicitne podrške republičke Vlade i njene politike. Na primer, fiskalno prilagođavanje može pomoći u smanjenju visokog deficitra tekućeg računa platnog bilansa koje nameće veliko ograničenje u vođenju/kreiranju monetarne politike. Oprezna, čvrsta fiskalna politika jeste način da se stimuliše domaća štednja i rast. Konačno, fiskalno prilagođavanje može napraviti prostor za mnogo relaksiraniju monetarnu politiku, i tako smanjiti brzinu nominalne i realne apresijacije.

Neizbežna su, međutim, neka pitanja. Šta je najbolja reakcija monetarne politike u odsustvu fiskalnog prilagođavanja? Da li treba da bude više restriktivna *vis-à-vis* fiskalne neizvesnosti, nepovoljnih šokova, domaćih i spoljnih i preuzme na sebe više od fer učešća stabilizacionog tereta i striktno “isporuči” obećano? Da li inflacioni ciljevi treba da budu manje ambiciozni za konvergirajuće privrede, u uslovima visokog priliva kapitala, deficitra platnog bilansa i domaćih i spoljnih šokova? Da li strategija ciljanja inflacije Narodne banke Srbije treba da bude modifikovana zbog nekih lokalnih specifičnosti, na primer, korišćenjem manje ortodoksnih instrumenata (kao što su administrativne mere i dogovor s bankama) da bi se prevazišli problemi u monetarnoj transmisiji? Mada još uvek nemam konačne, nedvosmislene odgovore na postavljena pitanja – nadam se da će ih kreatori monetarne politike u Srbiji uskoro pronaći.

## Evroizacija u Crnoj Gori – prednosti, nedostaci i ograničenja

Nikola Fabris\*

Puna evroizacija (dolarizacija) jeste relativno redak fenomen, ali poslednjih godina ona privlači veliku pažnju o čemu svedoči rastući broj radova posvećenih ovoj problematici, kao i rastući broj zemalja koje se odlučuju na taj korak. Predmet analize je crnogorsko iskustvo evroizacije, odnosno razlozi zbog kojih se Crna Gora opredelila na taj korak, prednosti i nedostaci ovog režima, kao i raspoloživi instrumenti ekonomske politike. U radu se zaključuje da evroizacija stvara preuslove za ubrzani ekonomski razvoj, ali da se ona nikako ne može tretirati kao supstitut za ekonomske reforme.

### 1. Uvodne napomene o evrizaciji

a) *U 19. i početkom 20.veka najveći broj zemalja je koristio tuđu valutu. Tada je preovladavao stav da nacionalna valuta i monetarna politika nisu neophodne i da nemaju veći uticaj na privredni razvoj.*

b) Schuler, K., 2000., "Basics of Dollarization", Joint Economic Committee Staff Report, USA.

c) *Interesantan je podatak da su SAD do 1857. godine spadale u kategoriju "dolarizovanih ekonomija", s obzirom na to da se kao platežno sredstvo koristio strani novac.*

Pojam evroizacije (dolarizacije) nije nov, ali od fenomena koji je "izašao iz mode"<sup>a)</sup>, dolarizacija u poslednjoj deceniji sve više postaje instrument ekonomske politike koji preporučuje sve veći broj ekonomista. Posle Drugog svetskog rasta s porastom broja nezavisnih država, drastično je rastao i broj valuta. Veliki broj valuta zbog pogrešne ekonomske politike pokazao se lošim. U posljednjoj deceniji prisutan je obrnut trend – broj svetskih valuta se smanjuje.

Pod pojmom evroizacije, odnosno dolarizacije, podrazumeva se nekoliko različitih monetarnih sistema koji su međusobno vrlo različiti, ali imaju zajedničku karakteristiku da je u formalnim ili neformalnim transakcijama strana valuta široko rasprostranjena, kao platežno sredstvo. Nesumnjivo, dve najrasprostranjenije rezervne valute su dolar i evro. O rasprostranjenosti dolarizacije najbolje svedoči podatak da se oko dve trećine ukupne emisije dolara nalazi izvan SAD.<sup>1</sup> Sredinom devedesetih Bundesbanka je procenila da stranci drže oko 40% emitovane vrednosti DEM.<sup>b)</sup>

Pod *zvaničnom dolarizacijom* podrazumeva se situacija da je strana valuta jedino legitimno platežno sredstvo<sup>2</sup> i da ne postoji domaća valuta. Moguća je i opcija da se više stranih valuta koriste kao platežno sredstvo, ali je ovo relativno retka situacija.<sup>c)</sup> U grupu zvanično dolarizovanih zemalja danas spada samo 16 nezavisnih država. Pod pojmom zvanična delimična dolarizacija podrazumeva se situacija u kojoj se kao legalno platežno sredstvo koriste i strana valuta i domaća valuta. Nezvanična dolarizacija se odnosi na situaciju kada se usled odsustva poverenja u domaću valutu koristi strana valuta kao sredstvo plaćanja, sredstvo obračuna ili sredstvo čuvanja vrednosti u uslovima kada strana valuta nije zvanično platežno sredstvo. Precizno utvrđivanje u kojim je sve zemljama prisutna nezvanična dolarizacija nije moguće, s obzirom na to da je statistiku ove vrste teško uspostaviti, ali je ovaj oblik dolarizacije mnogo rasprostranjeniji u odnosu na zvaničnu dolarizaciju. Kao četvrta varijanta dolarizacije mogla bi se tretirati monetarna unija, odnosno situacija kada više zemalja koristi zajedničku valutu. Trenutno je Evropska monetarna unija jedini primer ove vrste, iako postoje neke najave da bi u budućnosti monetarna unija mogla nastati i na američkom kontinentu.

\* Glavni ekonomista Centralne banke Crne Gore i docent na Ekonomskom fakultetu u Beogradu.

<sup>1</sup> Aguado, S., 2000., "Transatlantic Perspectives on the Euro and the Dollar: Dollarization and other Issues", University of Alcalá, Spain.

<sup>2</sup> U nekim zvanično dolarizovanim ekonominama paralelno cirkuliše i domaća valuta, ali gotovo isključivo u obliku metalnih novčića male vrednosti. To je uglavnom posledica relativno visokih transportnih troškova metalnih novčića.

## Okvir. 1. Dolarizovane ekonomije

**Puna dolarizacija – USD platežno sredstvo:** (a) nezavisne države: Istočni Timor, Maršalska ostrva, Mikronezija, Palau, Panama, Ekvador, El Salvador; (b) zavisne države: Pitcairns Ostrva (Novi Zeland), Ostrva Kokoa (Velika Britanija), Britanska Devičanska ostrva (Velika Britanija); (c) teritorije SAD: Guam, Američka devičanska ostrva, Portoriko, Američka Samoa, Severna marijanska ostrva.

**Puna dolarizacija – ostale valute:** (a) nezavisne države: Crna Gora (evro) Andora (evro), Kirbati (australijski dolar), Lihtenštajn (švajcarski franak), Monako (evro), Nauru (australijski dolar), San Marino (evro), Tuvalu (australijski dolar), Vatikan (evro); (b) zavisne države: Ostrva Kokoa (australijski dolar), Kukova ostrva (novozelandski dolar), Grenland (danska kruna), Niue (novozelandski dolar), Norfolška ostrva (australijski dolar), Sveta Helena (britanska funta), Tokelau (novozelandski dolar); (c) ostale teritorije: Severni Kipar (turska lira), Kosovo (evro).

**Zvanična delimična dolarizacija – dolar platežno sredstvo:** Bahami, Kambodža, Laos, Haiti i Liberija.

**Zvanična delimična dolarizacija – druge valute:** Butan (indijski rupi), Bruneji (singapski dolar), Kanarska ostrva (britanska funta), Isle of Man (britanska funta), Lesoto (južnoafrički rand), Namibija (južnoafrički rand), Tadžikistan (dozvoljena upotreba stranih valuta).

Izvor: Meyer, S., 2000. "Dollarization: an Introduction", Presentation for the Friends of Global Interdependence Center i Winkler, A., Mazzafaro, F., Nerkich, H. i Thimann C., 2004., "Official Dollarisation/Eurisation: Motives, Features and Policy Implications of Current Cases", *Occasional Paper Series*, No 11, European Central Bank.

Iako u ekonomskoj teoriji postoji visok nivo saglasnosti o prednostima i nedostacima dolarizacije, ipak ne postoji konsenzus o tome da li, i u kojim uslovima, treba preporučiti prihvatanje režima dolarizacije. Ranije ekonomske analize su sugerisale da su troškovi zvanične dolarizacije visoki. Međutim, u poslednjoj deceniji široko rasprostranjena neformalna dolarizacija, finansijske inovacije koje su smanjile količnik gotovina – BDP i sniženje inflacije u većini zemalja, smanjile su potencijalne troškove dolarizacije.<sup>d)</sup> Evidentno je da puna evroizacija (dolarizacija) nosi niz prednosti, ali i niz nedostataka. U sledećoj Tabeli sistematizovane su prednosti i nedostaci s aspekta ekonomske politike zvanične dolarizacije.

**Tabela L2-1. Prednosti i nedostaci zvanične dolarizacije**

Prednosti dolarizacije	Nedostaci dolarizacije
Obezbeđuje se niska stopa inflacije (bliska stopi inflacije u zemlji "rezervne valute")	Gubitak deviznih rezervi
Ograničava se mogućnost zloupotrebe monetarne politike	Ne postoji mogućnost prilagođavanja nivoa deviznog kursa
Niže kamatne stope kao rezultat niske inflacije i odsustva rizika devalvacije	Ograničena je mogućnost vođenja nezavisne monetarne politike
Ubrzava razvoj domaćeg tržišta kapitala	Ne ostvaruje se emisiona dobit
Snižavaju se transakcioni troškovi u međunarodnim ekonomskim odnosima	Gubi se mogućnost korišćenja inflatornog poreza u vanrednim situacijama
Olašava integraciju domaćih firmi u međunarodnu privredu i utiče na porast priliva SDI	Ograničene mogućnosti centralne banke da koristi politiku zajmodavca u poslednjoj instanci
Utiče na porast spoljne trgovine	Jednokratni troškovi: konverzija valute, novi softveri, promene u računovodstvu i sl.
Povećanje budžetske discipline	Povećan odliv valute u slučaju platnobilansnih problema
Eliminiše se valutni rizik <sup>1)</sup>	

Izvor: Fabris, N., 2006. "Evrizacija kao režim monetarne politike u Srbiji?" *Ekonomski anali*, br. 168, mart–jun, Beograd.

1) Evrizacija eliminiše rizik deviznog kursa nacionalne valute prema evru, ali ostaje rizik prema drugim valutama, koje su povezane sa kretanjem kursa evra i dolara.

## 2. Uvođenje evroizacije u Crnoj Gori

Još od kraja devedestih, kao rezultat, s jedne strane prisutne težnje za osamostaljenjem, a s druge strane kao posledice nemogućnosti uticanja na monetarnu politiku, koja je zloupotrebljavana u političke svrhe – Vlada Crne Gore je tražila načine za monetarno osamostaljenje. Polazeći od višegodišnje opredeljenosti, kako stanovništva tako i privrede, za obavljanje transakcija i štednju u nemачkoj marki (DEM), crnogorska Vlada se odlučila za model dolarizacije s korišćenjem nemačke marke.<sup>e)</sup> Crna Gora je umesto dinara, uvela dvovalutni sistem s nemačkom markom i dinarom uz slobodno fluktuiranje dinara prema marki, krajem 1999. godine. Ceo proces je sproveden brzo i bez podrške i sugestija Međunarodnog monetarnog fonda. Od januara 2001. godine jedino platežno sredstvo postaje DEM, a od marta 2002. godine zvanično platežno sredstvo postaje evro.

*e) Odluka o upotrebi njemačke  
marke kao sredstva plaćanja  
radi zaštite ekonomskih interesa  
Crne Gore ("Sl.list RCG", br. 41/99  
i 22/00).*

*f) Odluka o imenovanju članova  
Monetarnog savjeta ("Sl.list  
RCG", br. 41/99, 45/99 i 39/00).*

Od prelaska na nemačku marku, pa do osnivanja Centralne banke Crne Gore, tadašnjom Narodnom bankom Crne Gore upravljao je Monetarni savjet<sup>f)</sup>. Ovo telo donelo je tokom 2000. i tokom 2001. godine, do osnivanja Centralne banke Crne Gore, niz odluka i drugih akata kojima je omogućeno da nemačka marka u Crnoj Gori u potpunosti zaživi kao sredstvo plaćanja, obračuna i tezaurisanja. Imajući u vidu da je u evroizovanim ekonomijama priliv i odliv novca dominantno vezan za platnobilansne transakcije, bila je prisutna bojazan da bi se zbog nedovoljnog nivoa konkurentnosti crnogorske privrede značajan deo novčane mase mogao odliti u inostranstvo. Uprkos očekivanjima protivnika evroizacije, novčana masa je konstantno rasla – kako u nominalnom iznosu, tako i njenom učešću u BDP-u.

Crna Gora je zadovoljavala i sve teorijske preduslove za uspešno sprovođenje dolarizacije. U pitanju je mala zemlja, u velikoj meri otvorena, sa hiperinflatornim iskustvima u prošlosti; prihodi od emisione dobiti gotovo da nisu postojali; učešće spoljnotrgovinske razmene sa EU je veliko i prisutna je značajna fleksibilnost radne snage (veliki broj stanovnika je zaposlen izvan Crne Gore).

## 3. Rezultati i izazovi evroizacije u Crnoj Gori

Crnogorsko iskustvo je jasno pokazalo da evroizacija ima čitav niz pozitivnih efekata, poput: olakšanog procesa remonetizacije, uspostavljanja cenovne stabilnosti, "pritska" na uravnoteženje budžeta, podsticanja priliva SDI, lakšeg restrukturiranja bankarskog sistema i dr. Međutim, evroizacija nije režim bez mana i ona otvara brojne izazove za kreatore ekonomske politike: odsustvo politike deviznog kursa kao instrumenta uravnoteženja platnog bilansa, ograničeni instrumenti ekonomske politike u uslovima rastućih inflacionih očekivanja, otežano sprovođenje funkcije zajmodavca u krajnjoj instanci i dr.

### 3.1. Pozitivni efekti evroizacije

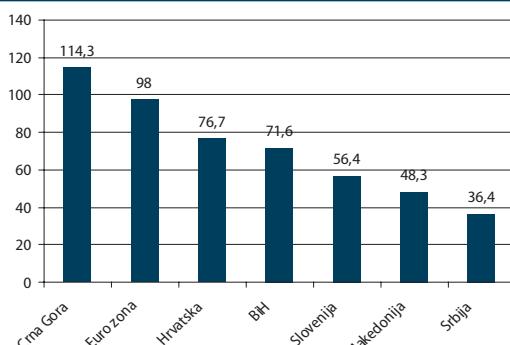
Samo uvođenje evroizacije u Crnoj Gori pratile su brojne kontroverze i jedan broj ekonomista se protivio uvođenju strane valute i zalagao se za uvođenje domaće valute. Najčešće isticani argumenti protiv uvođenja strane valute su se odnosili na to da će u uslovima niske domaće konkurentnosti i visokog budžetskog deficit-a Crna Gora u relativno kratkom vremenskom periodu ostati bez evra (odносно DEM), jer će se odliti u inostranstvo i na taj način bi se mogli kreirati recessionalni efekti. Međutim, kretanje novčane mase je imalo sasvim suprotnu tendenciju (Tabela L2-2) i vrlo brzo je došlo do procesa remonetizacije.

**Tabela L2-2. Kretanje novčane mase i BDP-a, 2003–2007**

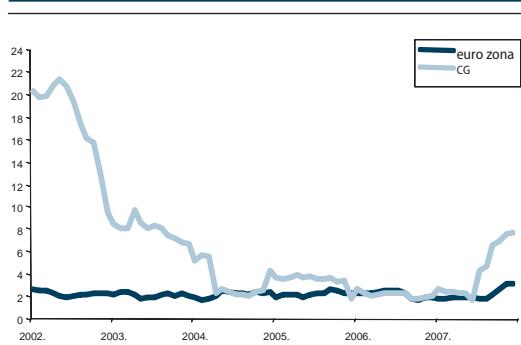
Opis/Period	2003	2004	2005	2006	2007
BDP (u mil. eura)	1.510,10	1.669,80	1.815,00	2.003,60	2.278,10
M2 (u mil. eura)	460,8	535,5	802,3	1.507,10	2.604,60
Učešće M2 u BDP-u (u%)	30,5	32,1	44,2	75,3	114,3

Izvor: CBCG

Postoji više razloga koji su uticali na rast novčane mase. Prvi razlog jeste to da je sistem relativno brzo zadobio poverenje i da je postepeno novac iz "slamarica" počeo da ulazi u opticaj. Zatim, s dinamičnim razvojem turizma ušao je značajan iznos novca, kako kroz potrošnju stranih turista, tako i kroz privliv SDI, koje su dominantno bile skoncentrisane u oblasti turizma. Značajan izvor novca su bile i portfolio investicije, s obzirom na to da je u jednom periodu bio prisutan izuzetno visok rast svih berzanskih indeksa. Ne treba zanemariti ni transfere stanovništva, a u prvim godinama ovog veka postojao je i značajan priliv sredstava po osnovu donacija. Odnos novčane mase i BDP-a u Crnoj Gori danas spada među najviše u regionu, a ideje o ukidanju evroizacije koje su bile prisutne na početku samog procesa više niko ne zastupa.

**Grafikon L2-3. Odnos novčane mase M2 i BDP-a, kraj 2007. godine, u %**

Izvor: "Godišnji izvještaj glavnog ekonomiste za 2007. godinu", CBCG

**Grafikon L2-4. Kretanje inflacije u evrozoni i Crnoj Gori, 2002–2007**

Izvor: "Izvještaj o kretanju cijena za IV kvartal 2007. godine", CBCG

Sve empirijske studije su nedvosmisleno ukazale da s prelaskom na sistem pune evroizacije (dolarizacije) opada stopa inflacije. Pitanje kredibiliteta monetarne politike se više ne postavlja, jer ponuda novca i politika deviznog kursa nisu više pod kontrolom monetarnih i političkih vlasti. Iskustvo Crne Gore je jasno pokazalo da se tek u srednjem roku izjednačava njena inflacija sa inflacijom zemlje čija se valuta koristi (Grafikon L2-4). U godini uvođenja DEM – inflacija je u Crnoj Gori iznosila 128%, a bilo je potrebno šest godina da dostigne nivo inflacije koji postoji u evrozoni.

Evroizacija je pozitivno uticala i na razvoj bankarskog sistema, koji je krajem devedesetih postojao samo na papiru. Naravno, evroizacija je bila samo jedan od činilaca koji su olakšali reformu bankarskog sistema, jer je sproveden i čitav niz drugih mera. Rezultat je bio rast i oživljavanje bankarskih aktivnosti, a u sledećoj Tabeli je prikazano kretanje učešća aktive banaka u BDP-u.

Režim evroizacije utiče i na poboljšanje budžetske discipline, ali je ona istovremeno i važan uslov održivosti sistema, jer su tim režimom potencijalni izvori za pokriće deficit-a ograničeni (više ne postoji mogućnost primarne emisije iz koje bi se pokrio budžetski deficit).

**Tabela L2-5. Odnos aktive i BDP-a, kraj godine, u %**

Opis/Period	2003	2004	2005	2006	2007
Aktiva/BDP	23,2	26,6	38,3	71,4	130,6

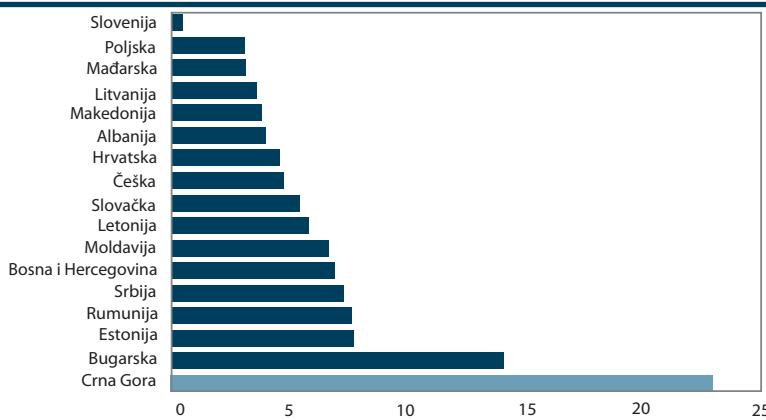
Takođe, evroizacija je olakšala uvođenje "tvrdog" budžetskog ograničenja, jer je ograničila mogućnosti subvencionisanja "propalih" državnih preduzeća i nelikvidnih banaka. U godini uvođenja DEM – budžetski deficit je iznosio čak 20% BDP-a. Međutim, evroizacija je uvela jednu vrstu samodiscipline, tako da je u poslednje dve godine ostvaren značajan deficit. Takođe, treba imati u vidu da su u prethodnoj godini prihodi od privatizacije bili zanemarljivi.

**Tabela L2-6. Kretanje deficit/suficita primarnog budžeta**

Opis/Period	2002	2003	2004	2005	2006	2007	Plan 2008
Deficit/suficit primarnog budžeta RCG (u mil. eura)	-25,2	-45,9	-32,8	-30,1	85,1	168,4	6,5
% učešća u BDP	-1,85	-3,04	-1,96	-1,66	4,5	7,39	0,26

Izvor: "Godišnji izvještaj glavnog ekonomiste za 2007. godinu", CBCG

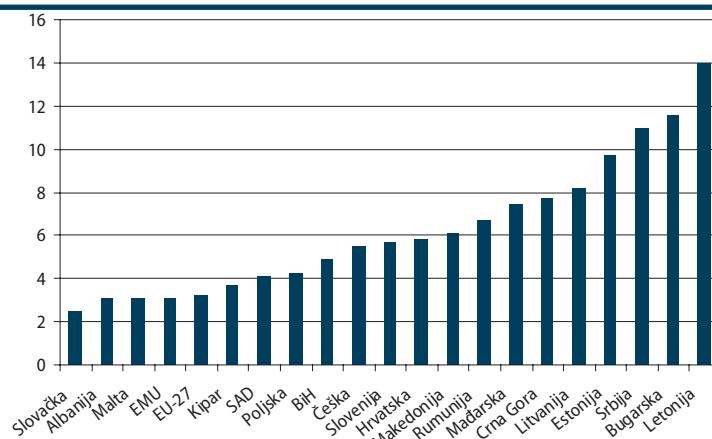
Uvođenje stabilne valute predstavlja dobar signal za strane investitore, jer su im na određen način unapred garantovani stabilni uslovi poslovanja. Strani investitori preferiraju poslovanje s "čvrstom" valutom, koja im smanjuje devizni rizik. Evroizacija u kombinaciji s vrlo liberalnim sistemom i izuzetnim pogodnostima za privredni razvoj, jeste rezultirala u izuzetno visokom prilivu stranih direktnih investicija. Već nekoliko godina prema učešću priliva SDI u BDP-u Crna Gora se nalazi u vrhu evropskih privreda u tranziciji (Grafikon L2-7). Neto priliv stranih direktnih investicija je iznosio 529 miliona evra u 2007. godini i predstavljao je oko 25% BDP-a.

**Grafikon L2-7. Učešće priliva SDI u BDP-u u izabranim evropskim privredama u tranziciji, 2005–2007 (u %)**

Izvor: MMF, "Montenegro: Selected Issues", 2008.

### 3.2. Izazovi evroizacije

I pored činjenice da je evroizacija bila važan faktor uspostavljanja cenovne stabilnosti, tokom 2007. godine je došlo do rasta inflacije, koja je, merena indeksom troškova života, iznosila 7,7% (prosečna godišnja stopa inflacije je iznosila 4,2%). Razlozi porasta inflacije mogu se grupisati na *interne* i *eksterne*. Najvažniji eksterni razlozi su povezani s rastom cena nafte i hrane na svetskim tržištima. Interni razlozi su s jedne strane rezultat otklanjanja cenovnih dispariteta (povećanje cena električne energije i rast cena fiksne telefonije), a s druge strane su direktna posledica značajno povećane agregatne tražnje.

**Grafikon L2-8. Godišnja stopa inflacije u izabranim zemljama, dec. 2007**

Izvor podataka: Nacionalni zavodi za statistiku i Eurostat.

## Evroizacija u Crnoj Gori – prednosti, nedostaci i ograničenja

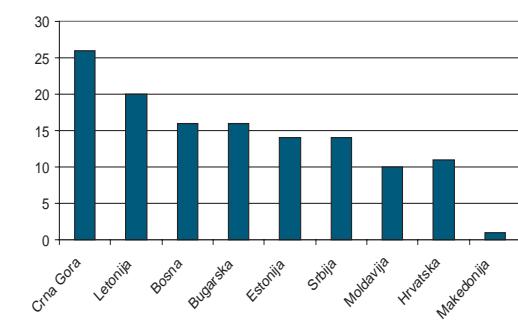
Istovremeno bazična stopa inflacije je ostala relativno niska i iznosila je 3,2%. Ovakva situacija je pokazala da ograničeni instrumenti monetarne politike mogu teško uticati na obaranje inflacije. Centralna banka Crne Gore nema referentnu kamatnu stopu, ne vodi politiku emisije novca, a operacije na otvorenom tržištu je moguće teoretski sprovesti, ali do sada nisu primenjivane. Faktički najvažniji instrument monetarne politike CBCG jeste politika obaveznih rezervi. Jedan set mera iz svog domena Centralna banka Crne Gore je već preduzela – administrativnim merama je ograničena kreditna ekspanzija i promenjena je politika obavezne rezerve. Ukoliko u 2008. godini budu prisutni inflatorni pritisci, dalji prostor za eventualni uticaj na stopu inflacije treba pre svega tražiti u domenu fiskalne politike. To znači da treba ograničiti povećanje javnih rashoda i plata. Takođe, postoji prostor da se, ukoliko budu postojali inflatorni pritisci – privremeno snize određene kategorije poreza i akciza, kako bi se amortizovao efekat eksternih šokova.

Usled evroizacije CBCG ima ograničene mogućnosti za obavljanje funkcije zajmodavca u krajnjoj instanci. To znači da su u slučaju eventualne bankarske krize ograničeni raspoloživi instrumenti za njeno rešavanje. Empirijska iskustva drugih zemalja pokazuju da se bankarske krize u evrizovanim (dolarizovanim) zemljama javljaju ređe, ali da, ako se pojave, traju duže. U takvim uslovima jedina politika kojom raspolaže CBCG jeste preventivno delovanje, preko "jake" supervizije bankarskog sistema bazirane na međunarodnim standardima.<sup>3</sup>

Veliki priliv stranog kapitala je nesumnjivo činilac koji je od izuzetnog značaja za brz privredni razvoj Crne Gore. Međutim, treba imati u vidu da preveliki priliv stranog kapitala, preko apsorpcionih moći zemlje, može kreirati i određene probleme. Posledica može biti rast inflacije, pojava cenovnih "mehurića" na tržištima, pogoršanje eksterne neravnoteže i dr. Neki od tih problema su već sada vidljivi u Crnoj Gori.

Visoko otvoren i liberalan sistem u kombinaciji s velikim prilivom kapitala, rastom agregatne tražnje i nedovoljnim nivoom konkurentnosti – rezultirao je izuzetno visokim deficitom tekućeg računa platnog bilansa, koji je, prema preliminarnim podacima, iznosio preko jedne milijade evra, odnosno oko 45% procjenjenog BDP-a za 2007. godinu. U poslednje dve godine, učešće deficita tekućeg računa platnog bilansa u BDP-u je najveće u Evropi.

**Grafikon L2-9. Deficit tekućeg računa platnog bilansa u % od BDP, 2005–2007**



Izvor: MMF, "Montenegro: Selected Issues", 2008.

platnog bilansa u 2007. godini, dok je u prethodnoj godini pokrivenost iznosila 88%.

Razloga za deficit tekućeg računa imaju dosta: veliki uvoz energetika, značajan priliv SDI, niska konkurenčnost domaćih proizvođača, visoka stopa rasta kredita, veliki priliv kapitala usmeren ka sektoru stanovništva i dr. Prema oceni MMF-a deficit tekućeg računa se može smatrati i ravnotežnim odgovorom sistema na veliki priliv stranog kapitala i visoku stopu rasta kredita.<sup>4</sup> Prestankom priliva SDI izvesno je da će se jedan značajan deo deficita smanjiti. I u drugim zemljama je prisutna izrazita korelacija između priliva SDI i deficita tekućeg računa platnog bilansa, tako da u tom smislu Crna Gora nije izuzetak (Grafikon L2-9). Ipak, verovatno je da će

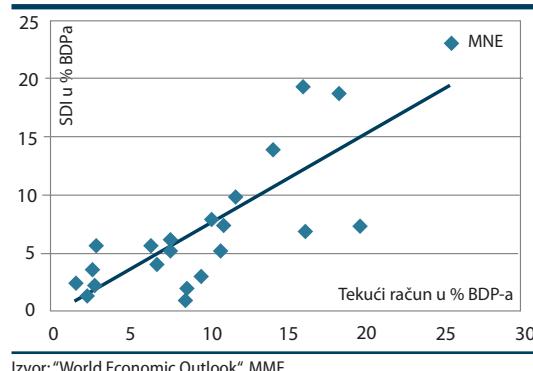
U uslovima evroizacije deficit tekućeg računa platnog bilansa nosi manje rizike, nego u slučajevima zemalja koje imaju svoju valutu, ali to nikako ne znači da se sme ignorisati. Na drugoj strani, kao rezultat eurizacije sužene su mogućnosti za njegovo eliminisanje, odnosno izgubljena je mogućnost za vođenje politike deviznog kursa kao instrumenta prilagođavanja eksternim šokovima. Iako je deficit u velikoj meri posledica ubrzanog razvoja, zabrinjava činjenica da je on sve manje pokriven stranim direktnim investicijama, a da raste učešće privatnog spoljnog duga. Neto prilivom SDI pokriveno je svega 52% deficita tekućeg računa

<sup>3</sup> Trenutno bazirana na standardima "Bazel I", a u toku je proces postepenog uvođenja „Bazela II“.

<sup>4</sup> Međunarodni monetarni fond, "Montenegro: Selected Issues", 2008.

i tada ostati visok deficit tekućeg računa platnog bilansa. Na ovakav zaključak ukazuje i struktura uvoza u kojem dominiraju potrošna dobra. Tako, na primer, u 2007. godini samo za uvoz automobila je potrošeno 242 miliona evra, što predstavlja gotovo četvrtinu deficitu tekućeg računa platnog bilansa. U uslovima nepostojanja politike deviznog kursa, kao instrumenta uravnoveženja, u narednom periodu je moguće voditi politike koje će uticati na poboljšanje konkurentnosti privrede, poput: podrške preduzećima za primenu međunarodnih standarda kvaliteta, formiranje agencije za kreditiranje izvoza i osiguranje izvoznih transakcija, pojačanja napora usmerenih ka promociji crnogorske privrede, ubrzanja pristupa u STO, subvencionisanja poljoprivredne proizvodnje u skladu s pravilima STO i dr. Drugi set mera koji je moguće primeniti odnosi se na smanjivanje nivoa agregatne tražnje. Jednu takvu mjeru je CBCG donela krajem 2007. godine, kada je uvedeno administrativno ograničenje za kreditni rast u 2008. godini, ali ona bi morala biti komplementarna i s ograničavanjem javnih rashoda, a naročito s ograničavanjem rasta plata u javnom sektoru preko nivoa rasta produktivnosti.

**Grafikon L2-10. Međuzavisnost između SDI i deficitu tekućeg računa, 2005–2007**



Izvor: "World Economic Outlook", MMF.

Izazov za Crnu Goru u procesu pristupanja Evropskoj uniji predstavljaće i činjenica da je Crna Gora unilateralno uvela evrizaciju. Pravilima Evropske centralne banke (ECB) unilateralna evrizacija je zabranjena. Za Crnu Goru je olakšavajuća okolnost to da je unilateralna evrizacija sprovedena u specifičnim uslovima, pre nego što je ECB donela odluku o zabrani iste. Stoga u procesu pristupanja Evropskoj monetarnoj uniji – Crna Gora treba da nastoji da ispunи sve Maastrichtske kriterijume uz zadržavanje evra, jer bi uvođenje nacionalne valute moglo dovesti do brojnih poremećaja u funkcionisanju privrede. U teoriji je gotovo u

potpunosti prihvaćen stav da evrizacija (dolarizacija) ne pruža "izlaznu strategiju". Empirijskih primera ukidanja dolarizacije, u novijoj istoriji nema, tako da ne postoje primeri drugih zemalja iz čijeg iskustva bi se mogli izvući zaključci.<sup>5</sup> Postoji mnogo argumenata u prilog hipoteze zašto bi ukidanje evroizacije u Crnoj Gori bilo kontraproduktivno:

- proces makroekonomskе stabilnosti je tek uspostavljen i verovatno je da bi prelazak na drugi monetarni režim uticao na urušavanje makroekonomskog kredibiliteta;
- teorije ponašanja pojedinaca pokazuju da u uslovima neizvesnosti pojedinci pružaju otpor promenama i nastoje da zadrže stare pozicije;
- iskustvo hiperinflacije je još uvek prisutno, a inflacija je u blagom porastu, i verovatno je da bi ekonomski subjekti u uslovima neizvesnosti nastojali da povećanjem cena zaštite svoju imovinu;
- iskustvo nezvanično dolarizovanih zemalja je pokazalo da je i nakon uspostavljanja makroekonomskе stabilnosti prisutan snažan "histerezis efekat", što bi se verovatno desilo i u crnogorskom slučaju. To znači da bio deo transakcija nastavio da se obavlja u evrima i doprineo bi porastu sive ekonomije i sniženju fiskalnih prihoda;
- uvođenje domaće valute bi predstavljalo loš signal stranim investitorima, koji uvek preferiraju poslovanje s "čvustom valutom";
- osim države koja bi povratila svoje devizne rezerve, konverzija valute bi stvorila troškove i za privredu i stanovništvo po osnovu: provizija za zamenu valute, troškova konverzija softvera, promena u računovodstvu i dr;
- u uslovima makroekonomskе stabilnosti gotovo da ne postoje primeri radikalnih monetarnih reformi, a ukidanje evroizacije bi svakako bila radikalna monetarna reforma.

<sup>5</sup> Jedini primer je Liberija, ali je ona ukinula dolarizaciju u vrtlogu građanskog rata i izuzetno teškoj ekonomskoj situaciji.

#### 4. Zaključna razmatranja

I pored brojnih kontroverzi koje su pratile uvođenje evroizacije, danas se niko više ne protivi tom režimu u Crnoj Gori. Činjenica da se nijedna zemlja nije opredelila na ukidanje dolarizacije, iako neke imaju istoriju dolarizacije dužu od jednog veka, sugerise da je preovlađujući stav da bi ukidanje dolarizacije bilo štetno. Uvođenjem evroizacije Crna Gora je dobila stabilnost, ali je zbog toga izgubljen značajan broj instrumenata ekonomske politike. Proces evroizacije stvara stabilne i predvidljive uslove za poslovanje, ali on ne može predstavljati supstitut ekonomskim reformama. Odnosno, i danas je sasvim validna izjava Karla Šilera, nemačkog ministra za ekonomiju, od pre tri decenije: "Stabilnost nije sve, ali sve je bez stabilnosti ništa".<sup>6</sup> Kvalitetna valuta je neophodan ali ne i dovoljan uslov za brz ekonomski razvoj. To znači da evrizacija sama po sebi ne može pokrenuti privredni rast. Reforme u Crnoj Gori nisu završene i one su se poslednjih godina odvijale nešto sporije. Stoga nastavak i ubrzanje ekonomskih reformi predstavljaju opciju koja nema alternativu.

#### 5. Literatura

- Aguado, S., "Transatlantic Perspectives on the Euro and the Dollar: Dollarization and other Issues", *University of Alcala*, Spain, 2000.
- Balino, T. i dr., "Monetary Policy in Dollarized Economies", *Occasional Paper*, br. 171, Međunarodni monetarni fond, 1999.
- Bogetić, Ž., "Official Dollarization: Current Experiences and Issues", *Cato Journal*, vol. 20, br. 2, 2000.
- Cordeiro, J.L., *Different Monetary Systems: Costs and Benefits to Whom?*, Centro de Divulgacion del Conocimiento Economico, Caracas, Venezuela, 2002.
- Fabris, N., 2006. "Evrizacija kao režim monetarne politike u Srbiji?" *Ekonomski anali*, br. 168, mart–jun, Beograd
- Fabris, N., i drugi, „Godišnji izvještaj glavnog ekonomiste za 2007. godinu“, Centralna banka Crne Gore, 2008.
- Fabris, N., i drugi, „Izvještaj o kretanju cijena za IV kvartal 2007. godine“, Centralna banka Crne Gore, 2008
- Međunarodni monetarni fond, „Montenegro: Selected Issues“, 2008.
- Međunarodni monetarni fond, „World Economic Outlook“, septembar, 2007.
- Meyer, S., "Dollarization: an Introduction", Presentation for the Friends of Global Interdependence Center, 2000.
- Monstat, *Saopštenja o kretanju stope inflacije*, različiti brojevi.
- Schuler, K., *Basics of Dollarization*, Joint Economic Committee Staff Report, Office of the Chairman, Connie Mack, USA, 2000.
- Schuler, K., "Dollarization at the Intersection of Economics and Politics", *Luncheon speech at the conference Euro and Dollarization*, Fordham University Graduate School of Business, New York, 2002.
- Službeni list RCG, različiti brojevi
- Winkler, A., Mazzafero, F., Nerkich, H. i Thimann C., "Official Dollarisation/Eurisation: Motives, Features and Policy Implications of Current Cases", *Occasional Paper Series*, No 11, European Central Bank, 2004.

<sup>6</sup> Cordeiro, J.L., 2002., "Different Monetary Systems: Costs and Benefits to Whom?", Centro de Divulgacion del Conocimiento Economico, Caracas, Venezuela.

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 ekonomske nauke, 2005 -  
(Beograd : Alta Nova). - 30 cm

Tromesečno. - Ima izdanje na drugom jeziku: Quarterly monitor of  
economic trends and policies in Serbia = ISSN 1452-2810

ISSN 1452-2624 = Kvartalni monitor ekonomskih trendova i politika u  
Srbiji COBISS.SR-ID 126547212