

kvartalni monitor

ekonomskih trendova i politika u Srbiji



FREN

jul-septembar 2005.

02

kvartalni monitor

EKONOMSKIH TRENDOVA I POLITIKA U SRBIJI

BROJ 2 • JUL–SEPTEMBAR 2005

IZDAVAČ

Fond za razvoj ekonomske nauke
Kamenička 6, Beograd,
Srbija i Crna Gora
tel/fax: 011/30-21-101
e-mail: fren@ceves.org.yu
<http://www.fren.org.yu>

BILTEN IZLAZI KVARTALNO**REDAKCIJSKI SAVET**

Jurij Bajec
Pavle Petrović
Stojan Stamenković
Branko Urošević
Boško Živković

GLAVNI I ODGOVORNI UREDNIK

Kori Udovički

UREDNICI

Boško Živković (finansije)
Duško Vasiljević (trendovi)

IZVRŠNI UREDNIK

Duška Anastasijević

REDAKCIJA

Dragana Cvijanović
Jasna Dimitrijević
Vuk Đoković
Goran Radosavljević
Vladimir Vučković
Jelena Ždrale

SARADNICI U OVOM BROJU

Tijana Ječmenica
Marina Vojvodičan
Milica Zvjer

LEKTOR

Anka Jakšić

GRAFIČKO OBLIKOVANJE

Stefan Ignjatović

SLOG

Ivan Hrašovec

OBLIKOVANJE KORICA

Nikola Drinčić

ŠTAMPARIJA

Alta Nova

TIRAŽ

700 primeraka

ISSN 1452-2624

COBISS.SR-ID 126547212

© 2005 Fond za razvoj ekonomske nauke

Podaci objavljeni u ovoj publikaciji mogu se slobodno koristiti i reprodukovati bez prethodne pismene dozvole Fonda za razvoj ekonomske nauke, ali je prilikom njihovog korišćenja obavezno navođenje izvora.

Najtoplije se zahvaljujemo USAID-u, Fondu za otvoreno društvo Srbije i Vladi Kraljevine Holandije što su omogućili istraživanja i objavljivanje ove publikacije.

REČ UREDNIKA 5**TRENDOVI**

1. Pregled	7
2. Međunarodno okruženje	10
3. Cene i devizni kurs	14
4. Privredni rast	17
5. Platni bilans i spoljna trgovina	22
6. Fiskalni tokovi i politika	30
7. Monetarni tokovi i politika	34
8. Finansijska tržišta	43

POD LUPOM**POTROŠNJA ELEKTRIČNE ENERGIJE KAO
INDIKATOR PRIVREDNOG RASTA***Goran Radosavljević*

Uvod.	50
1. Postoji li direktna veza između privrednog rasta i potrošnje električne energije?	50
2. Rezultati analize potrošnje električne energije	51
3. Zaključak	56

RIZICI RASTA KREDITA*Boško Živković, Sanja Motika*

Uvod.	58
1. Dinamika i osobine kreditne ekspanzije u Srbiji	58
2. Rizici ekspanzije kredita	60
3. Uticaj kreditne ekspanzije na stanje bankarskog sektora.	61
4. Umesto zaključka: da li je poželjno zaustaviti kreditnu ekspanziju?	63

PRIKAZ ZAKONA O BANKAMA*Emil Džurdžević, Vladimir Jelačić*

Uvod.	65
1. Upravljanje rizikom: zakonski okvir za primenu Bazel II standarda.	65
2. Licenciranje i delicenciranje banaka	66
3. Novi koncept upravljačke strukture u banakrstvu.	66
4. Rezime i zaključak	68

KAMATNE STOPE U SRBIJI U 2005. GODINI*Jasna Dimitrijević*

1. Delovanje konkurencije smanjuje kamatne stope	70
2. Tržište je i dalje nehomogeno i nedovoljno integrisano o čemu svedoči velika disperzija kamatnih stopa	71
3. Zaključak	77

ANALITIČKI PRILOG 79

Analitičke i notacijske konvencije

Vrednosti

Podatke dajemo u valuti u kojoj smatramo da se bitni ekonomski procesi najbolje odražavaju, bez obzira na valutu u kom je podatak objavljen ili koja 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.

Skraćenice

BDP – bruto domaći proizvod

EPS – Elektroprivreda Srbije

EU – Evropska Unija

FREN – Fond za razvoj ekonomske nauke

MAT – *Makroekonomske analize i trendovi*, izdanje Ekonomskog Instituta u Beogradu

MMF – Međunarodni monetarni fond

MSP – mala i srednja preduzeća

NBS – Narodna banka Srbije

BDV – bruto dodata vrednost

OECD – *Organisation for Economic Co-operation and Development*

PDV – porez na dodatu vrednost

QM – *Kvartalni monitor*

RZS – Republički zavod za statistiku Srbije

SDI – strane direktne investicije

SDŠ – stara devizna štednja

SMTK – Standardna međunarodna trgovinska klasifikacija

WTI – *West Texas International* – kotacije nafte i derivata

Q1, Q2, Q3, Q4 – Kvartali 1, 2, 3. i 4.

Definicije agregata i indeksa

Ukoliko se domaća upotreba i međunarodne konvencije razlikuju, nastojimo gde god je moguće da koristimo međunarodne definicije, radi međunarodne uporedivosti.

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

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

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

Nova privreda – Privredni subjekti nastali pod privatnom inicijativom

Notacija

12-m – indeks ili rast u odnosu na 12 meseci ranije ili u odnosu na isti period prethodne godine. Po pravopisu pravilno je reći *12-mesečni*, ali tamo gde je to nepraktično ili tromo upotrebićemo *12-m*.

kumulativ – misli se na kretanje neke veličine u više perioda u okviru jedne godine, pri čemu se u svakom narednom periodu dodaje i tok iz prethodnog perioda.

H – primarni novac

M1 – gotov novac u opticaju i depoziti po viđenju.

M2 dinarski – u skladu sa definicijom MMF-a: gotov novac u opticaju, depoziti po viđenju i oročeni dinarski depoziti. Isto što i M2 u prihvaćenoj ekonomskoj metodologiji u Srbiji.

M2 – u skladu sa definicijom MMF-a: gotov novac u opticaju, depoziti po viđenju, oročeni dinarski depoziti i devizni depoziti. Isto što i M3 u prihvaćenoj ekonomskoj metodologiji u Srbiji.

NDA – neto domaća aktiva

NSA – neto strana aktiva (aktiva koja je obaveza nerezidentnog lica)

Reč urednika



“**K**reće se, i ubrzava”, bila bi ocena napretka privrede Srbije u trećem kvartalu ove godine. Na to se prirodno nadovezuje pitanje — preti li izletanje iz šina? Na to pitanje odgovaramo: nije vreme za iskakanje iz voza, ali se pretnja svakako nazire. Brine nas - ima li mašinovođe?

QM još ne nudi projekcije, ali u ovom predgovoru novogodišnjeg broja želimo da se pozabavimo pitanjima budućnosti: da li su najavljene ekonomske politike pravi odgovor na kretanja u srpskoj privredi? Inflacija raste cele godine, prateći oscilatorno ali uzlazno kretanje privrede. U prvom delu godine krivica se i mogla donekle prebaciti na spoljne udare, ali je u poslednje vreme sasvim jasno da inflaciju generiše domaća makroekonomska neravnoteža. Treba li snažno nagaziti kočnice na vest da je na godišnjem nivou inflacija dostigla 18 %? I kako upravljati ovom vožnjom?

Inflaciju uvek generiše nesklad između domaće tražnje i domaće ponude dobara i usluga. Nesklad između ponude i tražnje nastaje zato što ne postoji automatski mehanizam koji obezbeđuje da svaki privredni subjekt traži da kupi baš onoliko koliko je sam proizveo u datom periodu, već - neki štede, a neki se zadužuju ili troše uštedevinu. Ali, neke privrede, kao što je i srpska, lakše i brže ulaze u inflatorne spirale od drugih. Za takve privrede se obično kaže da im je inflacija «strukturne prirode» (mada se ne zna šta to tačno znači).

Ovoga puta inflaciju u Srbiji, na sreću, prate dobre vesti. Kao što konstatujemo u ovom broju *QM*, ona je rezultat ubrzavanja privrednog rasta, potpomognutog rastom izvoza i prilivom kapitala. To konstatujemo s manje nedoumica nego u prošlom broju, shodno našem sve potpunijem poznavanju podataka. Međutim, zaoštavanje monetarne politike i postepeno zauzdavanje fiskalne politike—još ne daju rezultate. Šta je činiti?

Izbor upravljačkih instrumenata nije osobito širok, a efikasnost im je smanjena u privredi sa «strukturnom inflacijom». Ekonomskom politikom interveniše se najlakše i najbrže na strani tražnje, podstičući je kad je ispod proizvodnih mogućnosti i obuzdavajući je kad je previsoka. U principu, država može da deluje na svoju sopstvenu tražnju ili da porezima, kamata i transferima utiče na trošenje drugih privrednih subjekata. Što je privreda opterećenija «strukturnim problemima» to je sposobnost države da utiče na tražnju drugih subjekata slabija, a rezultati su neizvesniji.

Fiskalna politika Srbije za 2006 ne predviđa smanjenje sopstvene tražnje (ona realno raste skoro četiri odsto), već samo povećanje fiskalnog suficita za oko pola procenta BDP. Podizanje suficita u razvijenijim privredama ima snažno dejstvo, jer taj višak sredstava koje prikupi država predstavlja manjak u sredstvima kojima privreda inače uredno i tesno raspolaže, pa to odmah deluje i na njenu tražnju. Ali u zemlji u kojoj preduzeća

i domaćinstva drže novac u slamaricama, u kojoj «narod kad potroši platu promeni 100 evra», smanjenje raspoloživog dohotka za pola procenta BDP neće imati nikakvog efekta.

Prema rečima potpredsednika Vlade RS zatezanje fiskalne politike dalje od onog što je upravo usvojeno prosto - «ne dolazi u obzir»: svaki dalji posao obuzdavanja inflacije je u domenu NBS. Slažemo se da je stabilan rast cena zadatak NBS, ali je zadatak fiskalne politike da tu stabilnost ne dobijemo po previsokoj ceni. Uostalom, NBS je već imala prilike da pokaže ograničenost svoje kontrole nad monetarnim tokovima.

Pogledajmo izbor između monetarne i fiskalne politike malo bliže. S jedne strane, kreditna ekspanzija je u 2005. godini do septembra, povećala tražnju na tržištu za osam odsto BDP. Takva ekspanzija nije neobična u našem okruženju i može se očekivati ponovo u 2006, ako NBS ne interveniše krajnje administrativnim merama. S druge strane, predviđeni porast državne potrošnje u 2006 u odnosu na ovu godinu iznosi oko pet odsto BDP. Polovina tražnje koju generiše kreditna aktivnost banaka direktno služi razvoju privrednog potencijala; druga polovina direktno deluje na blagostanje građana. Nema li u državnoj potrošnji nekoliko procentnih poena BDP čije trošenje donosi manje koristi?

Naravno da ima, i naravno da dalje zatezanje fiskalne politike mora da dolazi u obzir. Ali ono zahteva preokret u načinu na koji institucije u Srbiji rade već više decenija. Posle više godina «štrpkanja» na marginama javne potrošnje, linearnih i kompromisnih ušteda — smanjivanje državne potrošnje moguće je samo uz jasne prioritete i usaglašenu akciju političkog vođstva zemlje. Štaviše, dalje nediskriminisano—makar i marginalno obuzdavanje potrošnje, može ozbiljno da ošteti perspektive razvoja države i njenih institucija, jer njoj su potrebni novi, dobro plaćeni ljudi i savremene tehnologije. Sadašnja politička elita očigledno nije spremna da preuzme takvu odgovornost.

Vraćamo se na pitanje: preti li nam izletanje iz šina? Odgovor je, ipak, verovatno ne. Šteta je što nemoć politike baca loptu u teren NBS koja će morati inflaciju da obuzdava sečenjem zdravog tkiva, dok država hrani ono koje je već propalo. Ali Srbija je zemlja sa «strukturnom inflacijom» koja upravo prolazi kroz promenu svoje strukture. Privatizacija se nastavlja, regulacija velikih i malih državnih monopola tek počinje. I druge zemlje su u ovom stadijumu tranzicije imale dvocifrene stope inflacije. Postojeća makroekonomska politika ipak je na zdravim osnovama: država generiše suficit, a NBS štampa novac samo u zamenu za stranu valutu. Samo zato što je sečenje zdravog tkiva za zemlju u kojoj su proizvodni kapaciteti bitno ispod dostignutih istorijskih nivoa, popriličan luksuz. Monetarne kočnice, kad već fiskalne ne rade, treba gaziti umereno.

1 Prema izlaganju na Savetovanju o ekonomskoj politici u 2006, Ekonomski fakultet, 17. decembar 2005.

Kori Udovčić

TRENDOVI

1. Pregled

U trećem kvartalu nastavljaju se pozitivni trendovi iz prethodnog perioda — industrijska proizvodnja se oporavila od zastoja s početka godine, ubrzava se rast širokog spektra izvoznih proizvoda, a ekspanzija bankarske aktivnosti ne jenjava. Međutim, uz porast privredne aktivnosti zahuktava se i inflacija. Takođe, u trećem kvartalu naglo se pogoršava trgovinski deficit. Iako je rast deficita mahom posledica specifičnih faktora, potvrđuje se da u prvoj polovini godine uvoz nije trajno smanjen. Slika srpske privrede koja izvire iz naših dubinskih istraživanja izoštava se i pokazuje onu složenost i heterogenost koju smo nazreli u prošlom broju *QM*.

Nakon blagog usporavanja u septembru, međugodišnja inflacija je u oktobru i novembru dostigla nivo od 18%. Ovog puta cene poljoprivrednih i prehrambenih proizvoda predvode kolo. Možda zaista monopolizacija nekih delova prehrambene industrije doprinosi rastu cena kako se tvrdi u javnosti, ali je jasno da inflaciju potpiruju tzv. «fundamentalni faktori» tj. neravnoteža u osnovnom makroekonomskom okviru. Mali zastoj u privrednom zaletu s početka godine i stalna blaga apresijacija kursa od kraja 2004. nisu bili dovoljni da ispumpaju inflatorni naboj koji se kumulira još od sredine 2004. godine.

Dobra vest je da je industrijska proizvodnja, koja se od drugog kvartala oporavlja od dubokog pada s početka godine, u trećem kvartalu prevazišla nivo iz istog perioda 2004. Gledano u celini, rast nepoljoprivrednog BDP je ubrzan, ali po našim procenama, zasnovanim na zvaničnoj metodologiji i pokazateljima, duboki pad u poljoprivrednoj proizvodnji malčice će usporiti rast ukupnog BDP u odnosu na prethodni kvartal, na šest odsto u odnosu na isti period 2004. Analiza potrošnje električne energije kao indikatora privredne aktivnosti od 2001. do danas, prikazana u tekstu Pod Lupom 1, potvrđuje opštu sliku o privrednom rastu koju daje zvanična statistika – srpska privreda se u dobrom delu brzo kreće napred, ali «materijalna proizvodnja» zaostaje. Indikator nam, međutim, daje finiju sliku od zvanične jer ukazuje da sektorske dinamike ipak nisu tako ekstremne – industrijska proizvodnja ne pada već samo usporava rast, dok usluge snažno rastu, ali ipak ne dvocifrenim ritmom.

Spoljnotrgovinski deficit u trećem kvartalu naglo se pogoršao prestigavši već visoki nivo iz istog kvartala 2004, ali verujemo da je ovo pogoršanje privremeno. Glavni razlozi su povećanje cena nafte (uvoz energenata objašnjava dve trećine porasta uvoza u odnosu na isti period lane); i zastoj u izvozu krupnih izvoznika (izvoz šećera je sasvim stao jer su iscrpljene zalihe, a opao je i izvoz gvožđa i čelika). Međutim, rast vrednosti izvoza bez krupnih izvoznika i dalje se ubrzava i viši je za 29% nego u istom periodu prethodne godine.

Akumulacija deviznih rezervi (937 miliona evra neto, bez sredstava MMF, od početka godine) i dalje obara rekorde zahvaljujući brzom rastu priliva svih vrsta kapitala. Strane direktne investicije (SDI) i srednjeročno zaduživanje privrede u inostranstvu su u porastu, kao i devizni depoziti stanovništva i nerezidenata. Ipak, posle dubljeg upoznavanja sa promenama u

Rast privrede ubrzava, ali uz zahuktalu inflaciju.

Rast ukupnog BDP sad koči samo poljoprivreda.

Pogoršanje spoljnotrgovinskog deficita još nije zabrinjavajuće.

metodologiji platnog bilansa, verujemo da su ukupni prilivi od početka godine u zvaničnim podacima preceñjeni za oko 300 miliona evra.¹

PDV i dalje kolo vodi.

Država opet ostvaruje suficit u trećem kvartalu, posle naglog pada u minus u prethodnom kvartalu zbog isplate stare devizne štednje (SDŠ). U celini, fiskalni prihodi su realno blago porasli, a rashodi su se blago smanjili u odnosu na isti period 2004. PDV je u potpunosti zaslužen za porast prihoda, dok su se prihodi od ostalih poreza smanjili jer su smanjene akcize na naftne derivate i ukinuti su porezi na finansijske transakcije i na fond zarada. Zanimljivo je i da prihodi od doprinosa od početka godine stabilno rastu samo u nivou inflacije tj. realno stagniraju, ali još nemamo objašnjenje zašto. Rashodi padaju uglavnom zbog pada u subvencijama i ušteda na lokalnom nivou vlasti, osim kod zarada koje i dalje najbrže rastu na lokalnom nivou. Usvojeni budžet i plan javnih bilansa ne predviđa prekopotreban preokret u javnoj potrošnji, već se predviđeni porast suficita oslanja na jake performanse PDV-a i snažni oporavak carina uz pozitivan realan rast potrošnje.

NBS koči kreditnu ekspanziju, ali se ona ne da...

Bum u bankarstvu se nastavlja, a porast monetarnih agregata i kredita stanovništvu i privredi drže se stabilno na visokom nivou (42%, odnosno 50% na međugodišnjem nivou). Napori NBS da zauzda ekspanziju nisu dali vidljive rezultate do septembra ove godine. Kreditiranje stanovništva jeste naglo usporilo posle mera iz novembra 2004, ali se ono ipak ubrzava tokom cele 2005, naročito u trećem kvartalu (o tome opširnije u tekstu «Monetarni tokovi i politika», Okvir 1).² To ubrzanje pripisujemo ukidanju čeka na početak koji po kalendaru restrikcija usvojenih od strane NBS, treba da nestane sa tržišta do kraja godine. Čekovi na početak do nedavno su bili jedini oblik potrošačkog kreditiranja, pa je razumljivo da se sa njihovim ukidanjem tražnja za odloženim plaćanjem koju su oni zadovoljavali, pretvara u potrošačke kredite (o tome opširnije u tekstu «Monetarni tokovi i politika», Okvir 2). Napori NBS da smanji i napokon eliminiše diskriminaciju u regulatornom tretmanu bankarskih izvora daje rezultate, pa je u trećem kvartalu porast devizne štednje pretekao zaduživanje u inostranstvu kao izvor bankarskog finansiranja.

...i ne smatramo da su joj rizici visoki.

Rizičnost ove nagle ekspanzije kredita uz uporednu analizu stavljamo pod lupu Boška Živkovića u tekstu «Rizici rasta kredita». Njegov zaključak je da tekući bum u bankarstvu zapravo nije ništa drugo nego ubrzano «produbljanje» (tj. jačanje kapaciteta) finansijskog posredovanja banaka. Drugim rečima, nije reč o tome da banke bahato plasiraju novac vođene pogrešnim motivima, kao što je to bio slučaj kod nas u prošlosti ili u Indoneziji krajem 90-ih, već o tome da postoji prazan prostor koji jednostavno usisava kapital. Rizici, naravno, postoje i oni se pre svega nalaze u deviznoj izloženosti korisnika kredita. Zaključak analize je da restriktivne mere koje NBS usvaja imaju smisla s aspekta makroekonomske politike i potrebe da se zauzda inflacija, ali ne bi bile opravdane s aspekta sistemskog rizika.

Finansijsko tržište ipak ne zamire.

Trendovi na finansijskim tržištima manje su eksplozivni od drugih delova privrede. U trećem kvartalu aktivnost na berzi pada na najniži nivo od drugog kvartala 2004, ali se u četvrtom kvartalu oporavlja. Oporavku trgovanja presudno je doprinelo stavljanje novih akcija na listing Beogradske berze, uglavnom banaka. Krajem oktobra indeksi BELEXFM i QMI10 dostižu istorijske maksimume, dok kamate na tržištu novca i hartija sa fiksnim prinosom padaju.

Novi zakon o bankama nosi dobre vesti.

Pod Lupom je i novi Zakon o bankama. Po oceni autora, njegov veliki doprinos je taj što uvodi prudencijalne principe Bazela II i menja upravljačku strukturu u bankama. Direktori

¹ Verujemo da su preceñjeni kako kratkoročni prilivi kapitala (njih u *Tabeli T-8* pokazujemo korigovane u odnosu na zvanične podatke), tako i depoziti nerezidenata (za čiju ispravku nemamo sve neophodne informacije te dajemo samo ovu opštu procenu u tekstu). Objašnjenje ovih problema može da se nađe na sajtu FREN, kod platnobilansnih podataka: www.fren.org.yu

² Najava novih mera je po svemu sudeći isprva dovela do anticipativnog ubrzanja aktivnosti, a ukupni rezultati biće vidljivi do narednog broja QM.

više nisu svemoćni, već za svoje postupke odgovaraju vlasniku. Novi zakon takođe sužava diskreciju guvernera u odlučivanju o oduzimanju licenci banaka. Ipak, sam po sebi, novi zakon ne rešava, niti može da reši, problem dvostepenog odlučivanja u pitanjima koja su isključivo u domenu NBS kao stručne i nezavisne institucije. Zakon sad jasno određuje da sudovi nisu nadležni za žalbe na materiju odluka vezanih za licenciranje banaka, ali mora se obezbediti drugostepeni nadzor nad odlukama guvernera i drugih nezavisnih agencija. Zato bismo se nadovezali na njihovu analizu tvrdnjom da Zakon ostavlja preveliku diskreционu moć regulatoru u ovom, a i u drugim pitanjima.

U poslednjem tekstu u broju prikazujemo neke od ključnih nalaza ankete banaka o uslovima kreditiranja koju je FREN sproveo najvećim delom u septembru 2005. Rezultati ankete daju poprečni presek u procesu produbljanja i integrisanja heterogenog i još nerazvijenog bankarskog tržišta u Srbiji. Nalazi ukazuju da je konkurencija među bankama pooštrena, ali da još uvek postoje monopolski elementi u visini kamata.

Konkurencija među bankama je pooštrena, ali neki elementi monopola ostaju.

2. Međunarodno okruženje

Pozitivna makroekonomska kretanja u 2005. godini, zabeležena u celom svetu u drugom kvartalu, nastavljaju se i u trećem. Očekuje se da promena guvernera FED početkom 2006. neće bitno menjati ciljeve FED-ove monetarne politike. Najveći problem u EU je obuzdavanje budžetskog deficita zemalja članica. U Istočnoj Evropi i dalje je izražena ekspanzija bankarskog sektora.

Najveći dobitnici ove godine su zemlje izvoznice nafte

Najveći dobitnici ove godine su zemlje izvoznice nafte, koje će ujedno ostvariti i najveći suficit platnog bilansa. Zarada OPEC, Rusije i Norveške (druge i treće izvoznice nafte) od porasta cena nafte procenjuje se na 700 milijardi USD u 2005. U ovoj godini naftaši bi mogli imati suficit u tekućem platnom bilansu preko 400 milijardi dolara, što je dvostruko više nego u 1974 i 1980. Očekuje se da će Kina i Istočna Azija zajedno imati 188 milijardi dolara suficita tekućeg platnog bilansa¹.

Tabela T-1. Svet: Privredni rast i inflacija, 2004-2005

	Realni BDP					Troškovi života	
	u odnosu na prethodnu godinu		u odnosu na prosek prethodne godine, desezonirano			u odnosu na prethodnu godinu	
	2004	2005	Q1 2005	Q2 2005	Q3 2005	Q2 2005	Q3 2005
Svet ukupno	3,8	3,2	3,5	3,7	3,7	2,5	2,8
od čega:							
SAD	4,2	3,6	3,8	3,3	4,3	2,9	3,8
Kanada	2,9	3,0	2,1	3,4	3,6	1,9	2,6
Japan	2,3	2,5	5,8	5,0	1,0	-0,1	-0,3
Kina	9,5	9,3	9,5	7,6	11,3	1,7	1,3
Indija	6,9	8,0	6,9	10,4	7,7	4,0	3,7
Evro zona	1,8	1,5	1,5	1,6	2,6	2,0	2,3
Nemačka	1,1	1,1	3,0	0,9	2,5	1,6	2,1
Velika Britanija	3,2	1,6	1,0	2,0	1,6	1,9	2,4
Italija	1,0	0,2	-2,1	3,0	1,1	2,2	2,2
Rusija	7,2	5,9	3,2	9,9	7,0	13,4	12,5
Bugarska	5,6	6,0	...	...	...	...	...
Rumunija	8,3	3,9	...	...	...	9,9	8,9
Mađarska	4,6	4,2	3,6	4,7	4,4	3,8	3,2
Hrvatska ¹	3,8	3,0	2,0	5,1	...	3,1	...
Makedonija ²	2,9	...	...	3,7	...	0,5	...
BIH ³	6,0	5,0	...	2,5	...	0,5	...

Izvor: JPMorgan.

1) Državni zavod za statistiku Republike Hrvatske, www.dzs.hr

2) Narodna banka na Republika Makedonija, www.nbrm.gov.mk

3) Centralna banka Bosne i Hercegovine, www.cbbh.gov.ba

Američka privreda nastavlja sa brzim rastom i povećava se spoljnotrgovinski deficit

Uprkos nemilosti uragana koji su gotovo uništili distributivnu mrežu energenata, i visokim cenama nafte, američka privreda je rasla u trećem kvartalu po stopi od 3,8% na godišnjem nivou. Rastu je najviše doprinela lična potrošnja, naročito porast prodaje automobila. Uprkos tome, "General Motors" je objavio nameru da zatvori svoju fabriku

¹ "Recycling the Petrodollars", *Economist*, 10. novembar 2005,

http://www.economist.com/finance/displaystory.cfm?story_id=5136281&CFID=6720

automobila u Džordžiji zbog visokih gubitaka i potrebe za resstrukturiranjem. Inflacija je u septembru iznosila 4,7% na godišnjem nivou što je niže za 1,3% nego u prethodnom mesecu. Bazična inflacija je porasla na 0,2% godišnje uslovljavajući procenu godišnje inflacije na 2,1%. Spoljnotrgovinski deficit je dostigao maksimum od 753 milijardi dolara na godišnjem nivou, što je rezultat smanjenja izvoza usled štrajka u Boeingu i zatvaranja luka u Meksičkom zalivu. I pored toga postoji veliko interesovanje stranaca za ulaganje u SAD: neto priliv kapitala u septembru je iznosio 102 milijarde dolara. Krajem septembra dugogodišnji guverner FED Alen Grinspen (Alan Greenspan) najavio je odlazak u penziju. Novi guverner, dosadašnji šef Ekonomskog saveta predsednika Buša, Ben Bernanke najavio je da se glavni ciljevi monetarne politike neće menjati i da će i u narednom periodu akcenat biti na suzbijanju inflacije.

Formiranje vlade „velike koalicije“ CDU i SPD na čelu s Angelom Merkel u Nemačkoj, ulični nemiri u Francuskoj i sve prisutnija očekivanja porasta kamatne stope obeležili su zbivanja u EU u trećem kvartalu. Nakon objavljivanja ekonomskih rezultata za treći kvartal 2005, Evropska komisija je revidirala procenu godišnjeg rasta proizvodnje EU na 1,5%, a u evro zoni na 1,2%. Stopa inflacije u trećem kvartalu je iznosila 2,3% na godišnjem nivou, a bazna inflacija je ostala nepromenjena – 1,5%. Veliki problem predstavlja činjenica da čak 12 zemalja prekoračuje limit budžetskog deficita od tri odsto BDP. Rast BDP u trećem kvartalu – u odnosu na drugi u EU, iznosio je 0,6% (2,6% na godišnjem nivou), što je maksimum za poslednjih godinu dana. Rast BDP u Nemačkoj je u celini zasnovan na neto izvozu i investicijama. Međutim, prema saopštenju Ifo – Minhenskog istraživačkog instituta, postoje indikacije oporavka domaće tražnje – porast potrošnje na malo i porast plasmana banaka nakon kontinuiranog pada u poslednje tri godine. Realno je pretpostaviti da će odluka o povećanju PDV sa 16% na 19% od 2007. godine i poreza na dohodak preko 250000 evra sa 42% na 45% pozitivno uticati, doduše kratkoročno, na potrošnju u sledećih godinu dana. Decembarški porast kamatne stope ECB za 0,25% ne bi trebalo da ugrozi krhak oporavak evropske privrede jer su realne kamatne stope i dalje negativne².

Region Istočne Evrope i dalje beleži dobre rezultate kao i u drugom kvartalu. Najaktuelnija je prodaja banaka i to po mnogo većim cenama nego što se očekivalo. Očekuje se rekord, s prodajom 61,9% kapitala najveće rumunske banke Banca Comerciala Romana za 3,75 milijarde evra. Kupac je Erste Bank. Ovo je poslednja velika banka u Centralnoj i Istočnoj Evropi koja se nudi na prodaju, pa ovakva astronomska cifra ne čudi. Ova banka – s devet milijardi dolara aktive i 201 milion dolara neto profita u 2004 - je lider na lokalnom tržištu i po visini depozita i po visini plasmana sa 50% tržišnog udela. Erste Bank je poznat kupac banaka u ovom regionu.³ Mađarska kuburi s visokim budžetskim deficitom koji je u trećem kvartalu narastao na 6,1% BDP, usled reforme penzionog sistema i izgradnje infrastrukture. Zbog visokog deficita u budžetu Mađarska je suočena s mogućnošću da izgubi donacije EU za finansiranje razvoja infrastukture.⁴ Rusija će ove godine imati suficit platnog bilansa od preko 13% BDP i jedino se od ovog «naftaša» očekuju značajniji porasti potrošnje na osnovu ostvarene dobiti. Neki ekonomisti se brinu o tome da će višak gotovine odvratiti Kremlj od ozbiljnijih strukturnih reformi koje se moraju sprovesti⁵.

Čak 12 zemalja EU prekoračuje limit budžetskog deficita

Istočna Evropa nastavlja sa dobrim rezultatima

2 "Eurozone Growth Ups Chances of Rate Increase", The Financial Times, 15. novembar 2005, <http://www.news.ft.com/cms/s/afaf452f-55d2-11da-b04f-0000025118c.html>

"Seeing Europe the Right Way Up", The Economist, 17. novembar 2005, http://www.economist.com/finance/displaystory.cfm?story_id=5175800

3 "Buy While Stocks Last", The Economist, 3. novembar 2005, http://www.economist.com/finance/displayStory.cfm?story_id=5117825

4 www.ceemarkets.com
CEE Insights, Erste Bank, 18. novembar 2005, http://www.treasury.erstebank.com/display_date1/0,7047,13458_20051118_0%23FX%23CEE%23en,00.pdf

5 "Recycling the Petrodollars", The Economist, 10. novembar 2005, http://www.economist.com/finance/displaystory.cfm?story_id=5136281&CFID=6720

Dolar jača u odnosu na evro tokom 2005.

Na kurs deluje tražnja centralnih banaka...

...i kupaca nafte

Okvir 1: Kretanje kursa EUR/USD u 2005.

Optimistični rezultati EU u trećem kvartalu nisu pomogli kursu evra u odnosu na dolar. Tako je 15. novembra kurs evra pao na najniži nivo u poslednje dve godine – 1.167 dolara. Od početka godine evro je pao za 16% u odnosu na dolar. Glavni uzrok najnovijeg rasta dolara su dobri rezultati američke privrede u trećem kvartalu i veliki jaz u visini kamatnih stopa između SAD i EU. Međutim, mnogi ekonomisti smatraju da je slabljenje evra kratkotrajnijeg daha.

Grafikon T-1. Kretanje kursa EUR/CSD u 2005



Izvor: www.ecb.int

Na kurs evro/dolar u kratkom roku u velikoj meri utiču promene strukture rezervi centralnih banaka istočne Azije i izvoznika nafte tj. kako ovi igrači razmatraju podatke o kretanju američke privrede. Centralne banke istočne Azije poseduju preko 2.000 milijardi dolara u deviznim rezervama, a među njima su najveći vlasnici centralne banke Japana i Kine. Po jednoj proceni, svaka promena za 1% u strukturi deviznih rezervi inicirala bi 10 milijardi prometa evro/dolar.¹ Veliki igrači na tržištu deviza su i izvoznici nafte. Za razliku od centralnih banaka koje devizne rezerve koriste kako bi održale vrednost kapitala, vlasnici petrodolara posmatraju dolar kao dugoročnu investiciju, pa oni ulažu u zavisnosti od toga kako vide vrednost dolara na duži rok. U prvom kvartalu pad dolara bio je posledica najave centralne banke Južne Koreje – koja prema procenama poseduje oko 200 milijardi dolara u rezervama – da će smanjiti rezerve dolara nakon objavljivanja visine američkog deficita i velikog debalansa tekućeg računa plaćanja². U drugom kvartalu dolar je porastao za 4% u odnosu na evro zahvaljujući padu deficita tekućeg platnog bilansa SAD i porastu stope federalnih fondova. Porast dolara je bio i rezultat porasta tražnje za dolarima usled rasta cena nafte. Nakon objavljivanja rezultata za treći kvartal koji su potvrdili jak rast američke privrede, dolar je dobio novo ubrzanje od 4%.³

Jačanje dolara je ipak pomoglo usporavanju rasta cena na američkom tržištu. Relativno su izgladene visoke uvozne cene. Na primer, cene potrošnih dobara izuzev automobila su porasle 1,2% u oktobru, u odnosu na rast od 1,4% ranije – tokom 2005. Uvozne cene evropske su generalno usporile sa rastom sa 6% početkom godine na 3,4% u oktobru. Zajedno s usporavanjem rasta troškova rada u trećem kvartalu i povećanjem kamatnih stopa, kontrolisanje kursa dolara će biti svakako jedan od glavnih

1 S.L. Jen and K.Kimbrough, «Currencies: How Far Could, and Should, EUR/USD Go?», *Global Economic Forum*, The latest views of Morgan Stanley Economists, 30. januar 2003.

2 T. Abate, "South Korean Report Sparks Currency Sale", *San Francisco Chronicle*, 23. februar 2005, <http://www.sfgate.com/cgi-bin/article.cgi?f=/c/a/2005/02/23/BUGBHFERTR1.dtl>.

3 Federal Reserve Bank of San Francisco: What if Foreign Government Diversified Their Reserves, 29. jul 2005, dostupno na: <http://www.frbsf.org/publications/economics/letter/2005/el2005-17.html>

instrumenata kontrole inflacije od strane FED u uslovima kada svi pokazatelji upućuju na to da je realni rast američke privrede bolji nego očekivani.⁴

Dalji kratkoročni odnosi zavisice od kretanja FED i EU kamatnih stopa. Očekuje se da će FED, u cilju obuzdavanja inflacije, nastaviti da diže kamatne stope na federalne fondove i da će one do januara 2006. godine porasti na 4,5%. S druge strane, ECB je veoma zainteresovana za odnos dolara i evra, pre svega kao inflatornog faktora. Jak evro bi mogao da smanji pritisak na rast bazične inflacije (npr. rast cena nafte), ili smanjenje suficita tekućeg bilansa. Međutim, treba imati u vidu da se deviznim kursom ne mogu zameniti strukturne reforme neophodne u pogledu kontrole inflacije koje EU još nije obavila. Kako je najavio guverner ECB – Triše – ukoliko bude preko potrebno ECB će primeniti restriktivne mere monetarne politike, pre svega povećanje kamatnih stopa. Za dalje kretanje kursa u kratkom roku treba napomenuti i da mnogi investitori, pre svega centralne banke i izvoznici nafte, vide nivo od 1,15 dolara za evro kao donju granicu, tako da će svi početi da akumuliraju evro na ovom nivou kursa⁵. Zanimljivo je spomenuti i otvaranje nove berze naftom i naftnim derivatima u Iranu (IOB), koje bi, po nekim mišljenjima, moglo da utiče na moć dolara kao svetske valute. Planirano je da IOB počne s radom u martu. Ova berza bi funkcionisala više po principu trampe – cene nafte ne bi bile denominirane u dolarima, već i u evrima ili u zamenu za neku drugu robu.⁶

Dugoročniji status dolara će, ipak, prvenstveno zavisiti od mogućnosti servisiranja deficita tekućeg platnog bilansa. Jak dolar bi mogao da znači porast realne vrednosti američkog spoljnotrgovinskog deficita, koji je ionako na svom maksimumu.

Deluju i kamatne stope...

*...a na dugi rok
tekući bilansi*

4 R. Berner, «United States: Has Inflation Peaked?», *Global Economic Forum*, The latest views of Morgan Stanley Economists, 18. novembar 2005.

5 S.L. Jen, «Currencies: G10: The Dollar has not peaked», *Global Economic Forum*, The latest views of Morgan Stanley Economists, 25. novembar 2005.

6 T. Straka, «Killing the dollar in Iran», *Asia Times*, 26. avgust 2005, http://www.atimes.com/atimes/Global_Economy/GH26Dj01.html.

3. Cene i devizni kurs¹

Blago usporavanje inflacije u septembru nije se održalo. U odnosu na isti mesec prethodne godine, cene na malo u oktobru i novembru su porasle 18%, čime je dostignut najviši nivo inflacije u 2005 (videti *Tabelu T-2*).

Rastu inflacije su doprinele kako bazne cene, koje se slobodno formiraju, tako i cene koje su pod administrativnom kontrolom. Prema podacima NBS, bazna inflacija se ubrzavala od septembra, kada je godišnji rast iznosio 14,3%, na 15,3% u oktobru i 15,6% u novembru. Cene koje se administrativno kontrolišu takođe su ubrzano rasle od septembra: sa 19% na 21% u oktobru i 21% u novembru.

Tabela T-2. Srbija: Cene na malo, 2001-2005

Cene u oktobru i novembru ponovo ispoljavaju visok rast.

	Ukupan indeks cena na malo			Komponente indeksa cena na malo				
	dec. 2002=100	12-m	kumulativ ¹⁾	ROBA	Poljo-privredni proizvodi	Industrijski prehramb. proizvodi	Industrijski neprehramb. proizvodi	USLUGE
				kumulativ ¹⁾				
				godišnji indeksi				
2001	76,8	194,3	140,6	132,3	127,4	133,1	135,0	175,3
2002	93,2	121,4	114,8	109,4	113,8	98,8	114,1	133,0
2003	104,1	111,7	107,8	106,6	93,6	106,0	107,8	111,1
2004	114,3	109,8	113,7	112,8	108,1	113,9	113,2	116,1
				kvartalni indeksi				
2003								
Mart	101,8	114,1	101,8	100,4	104,6	99,1	100,5	105,8
Jun	103,7	114,2	103,7	101,9	118,0	99,0	101,2	108,8
Septembar	105,6	110,2	105,6	104,4	90,1	101,1	106,9	109,0
Decembar	107,8	107,8	107,8	106,6	93,6	106,0	107,8	111,1
2004								
Mart	109,7	107,8	101,8	101,0	105,1	101,6	100,4	103,9
Jun	113,3	109,3	105,1	105,1	125,6	104,6	103,8	105,3
Septembar	117,6	111,4	109,2	109,4	105,7	110,7	109,3	108,5
Decembar	122,6	113,7	113,7	112,8	108,1	113,9	113,2	116,1
2005								
Mart	128,8	117,4	105,1	103,8	115,0	104,7	109,6	106,6
Jun	132,4	116,8	108,0	107,0	147,8	107,1	104,6	110,7
Septembar	137,1	116,5	111,8	110,7	119,2	110,1	111,2	115,3
Oktobar	139,4	117,9	113,7	112,8	122,7	113,1	112,6	116,3
Novembar	141,1	118,0	115,1	114,1	128,5	114,7	113,5	118,1

Izvor: *Tabela P-1 u Analitičkom prilogu.*

1) Kumulativ predstavlja odnos posmatranog perioda i decembra prethodne godine.

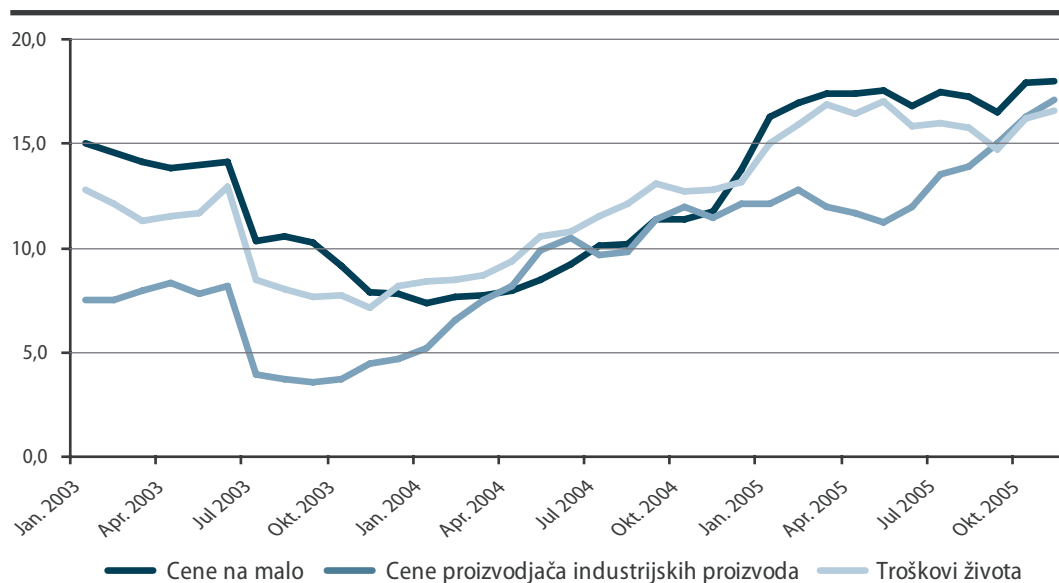
Na *Grafikonu T-3* se vidi da rast indeksa troškova života pokazuje, takođe, tendenciju ubrzavanja tokom oktobra (16,2%) i novembra (16,6%) u odnosu na septembar (14,7%). Rast cena industrijskih proizvođača nastavlja da se približava rastu cena na malo (detaljnije u *Tabeli P-2 u Analitičkom Prilogu*).

Poljoprivredni proizvodi predvode.

U okviru indeksa cena na malo, brže su rasle cene usluga nego cene robe. U prvih jedanest meseci, cene usluga su porasle za 18,1% a cene robe za 14,1% (videti *Tabelu T-2*). Ubrzanje cena robe od septembra predvode poljoprivredni proizvodi čiji rast bitno prevazilazi uobičajeni za sezonu (8,3%). Poljoprivredni proizvodi nemaju veliku težinu u indeksu cena na malo, ali je očigledno da njihovo ubrzanje prate i cene prehrambenih proizvoda koje su od septembra do kraja novembra porasle za 4,6% –u poređenju s cenama industrijskih neprehrambenih proizvoda koje su porasle za 2,3% (videti *Grafikon T-2b*). U javnosti je pokrenuta diskusija o

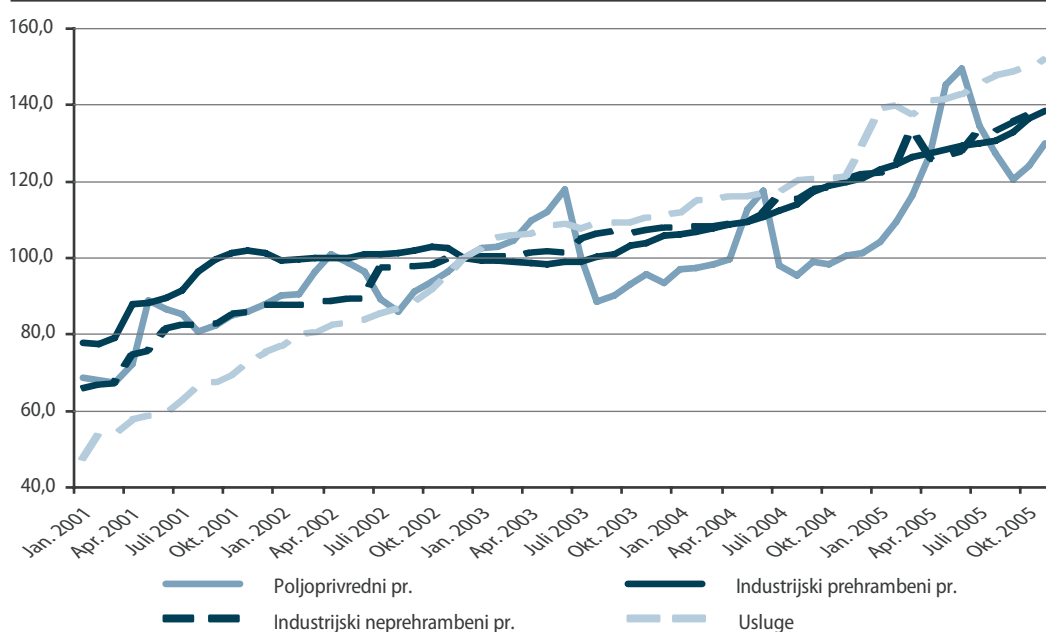
¹ Detaljni mesečni indeksi dati su u tabelama u Analitičkom prilogu.

Grafikon T-2a. Srbija: Izabrani indeksi cena, 2003-2005, 12-m rast (u %)



Očekivana konvergencija indeksa se nastavlja.

Izvor: Tabela P-2 u Analitičkom prilogu.

Grafikon T-2b. Srbija: Izabrani indeksi cena - komponente indeksa cena na malo, 2001-2005¹⁾

Cene poljoprivrednih proizvoda predvode cene prehrambenih i ostalih proizvoda.

Izvor: Republički zavod za statistiku Srbije.

1) Bazni indeksi, dec. 2002=100.

uticaju monopola u industriji mleka i ulja na rast cena. Ovo je pitanje koje može i treba da se istraži. Nadamo se da ćemo biti u mogućnosti da pružimo potrebne odgovore u nekom od narednih brojeva.

Kurs dinara prema evru depresirao je nominalno od početka godine do kraja novembra za 9,5%, a apresirao realno za 3%. Nominalna depresijacija dinara prema evru u 2005. godini kreće se istim tempom i nije dovoljna da spreči realnu apresijaciju, koja od početka godine stalno raste (Tabela T-3). Realni kurs dinar/evro od početka godine apresira, iako usporava u poslednja tri meseca. (Tabela T-3 i Grafikon T-3).

Depresijacija dinara se nastavlja.

Nominalno dinar pada,
ali realno jača.

Tabela T-3. Srbija: Kretanje kursa evra, 2001-2005

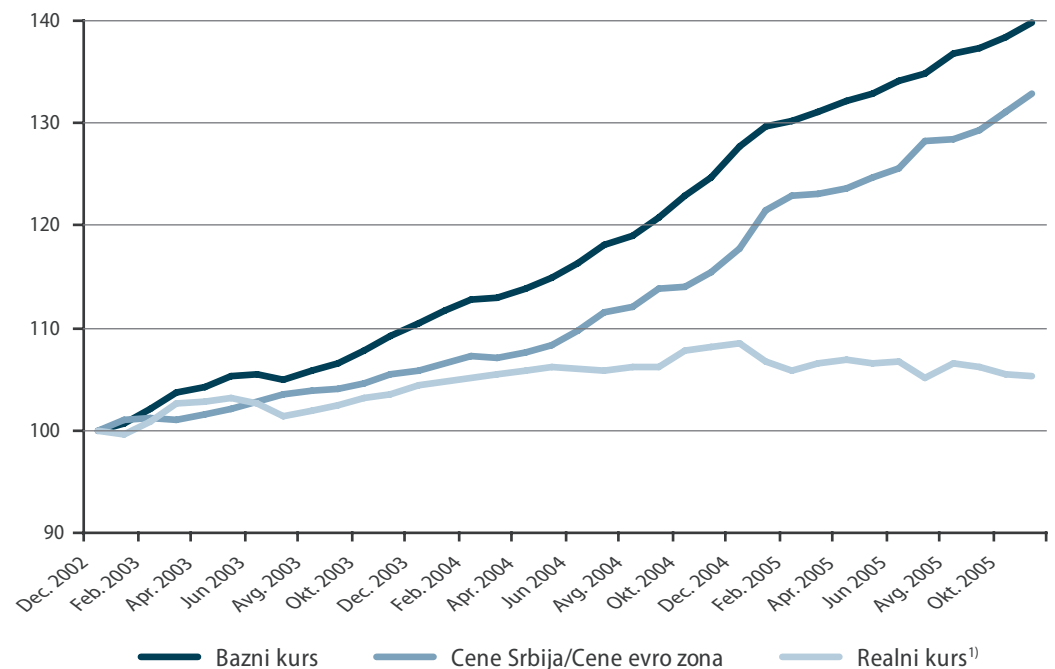
	Nominalni				Realni			USD/EUR
	Kurs ¹⁾	Bazni indeks (dec. 2002=100)	12-m indeks	Kumulativ indeks ²⁾	Realni kurs ³⁾ (dec. 2002=100)	12-m indeks	Kumulativ indeks ²⁾	
godišnji kurs								
2001	59,4929	96,6	116,5	100,4	122,2	61,2	72,7	0,8920
2002	60,6763	98,6	102,0	102,8	104,7	85,7	91,5	0,9397
2003	64,9743	105,6	107,1	110,5	102,4	97,8	104,3	1,1241
2004	72,6215	118,0	111,8	115,6	106,3	103,8	104,0	1,2392
mesečni kurs								
2003								
Mart	63,8374	103,7	106,1	103,7	102,7	95,1	102,7	1,0743
Jun	64,9799	105,6	107,3	105,6	102,7	95,6	102,7	1,1663
Septembar	65,6234	106,6	107,7	106,6	102,4	99,7	102,4	1,1175
Decembar	68,0011	110,5	110,5	110,5	104,3	104,3	104,3	1,2180
2004								
Mart	69,5546	113,0	109,0	102,3	105,5	102,7	101,1	1,2274
Jun	71,5949	116,3	110,2	105,3	105,9	103,2	101,5	1,2200
Septembar	74,3674	120,8	113,3	109,4	106,2	103,7	101,8	1,2186
Decembar	78,6200	127,7	115,6	115,6	108,5	104,0	104,0	1,3442
2005								
Mart	80,7498	131,2	116,1	102,7	106,5	101,0	98,2	1,3074
Jun	82,5172	134,1	115,3	105,0	106,7	100,7	98,4	1,2180
Jul	82,9982	134,8	114,2	105,6	105,1	99,4	96,9	1,2040
Avgust	84,2574	136,9	115,0	107,2	106,5	100,3	98,2	1,2332
Septembar	84,4958	137,3	113,6	107,5	106,1	100,0	97,8	1,2265
Oktobar	85,1413	138,3	112,6	108,3	105,4	97,8	97,2	1,2026
Novembar	86,0770	139,8	112,1	109,5	105,3	97,3	97,0	1,1809

Izvor: Tabela P-3 u Analitičkom prilogu.

- 1) Prosek meseca, zvanični dnevni srednji kurs NBS.
- 2) Kumulativ predstavlja odnos posmatranog perioda i decembra prethodne godine.
- 3) Kod obračuna realnog kursa, uzeta je u obzir i inflacija u evro zoni. Indeks je izračunat po formuli: $RE = (NE/p) \times p^*$, gde je:
 - RE - indeks realnog kursa;
 - NE - indeks nominalnog kursa;
 - p - indeks cena na malo u Srbiji;
 - p* - indeks rasta troškova života u Evro zoni.

Grafikon T-3. Nominalni i realni kurs dinar/evro, 2003-2005¹⁾

Promene realnog kursa
su vrlo blage.



Izvor: Tabela P-3 u Analitičkom prilogu.

- 1) Videti definiciju realnog kursa u Tabeli T-3.

4. Privredni rast

Bruto domaći proizvod (BDP) u trećem kvartalu 2005. godine nastavlja da raste, uz veliki rast usluga na jednoj strani i veliki pad poljoprivredne proizvodnje, na drugoj. Indeks industrijske proizvodnje, po prvi put ove godine, beleži pozitivnu stopu rasta u odnosu na isti period 2004, zahvaljujući rastu prerađivačke industrije. To je posledica nastavka pozitivnih trendova kod sektora koji su beležili dobre rezultate u prvoj polovini godine, kao i oporavka nekih sektora koji su imali veliki pad. Najveći rast ostvaren je u proizvodnji potrošnih proizvoda, nešto manji intermedijarnih, dok je proizvodnja investicionih proizvoda na nivou istog kvartala prethodne godine. Prehrambena industrija, koja ima najveće učešće u industrijskoj proizvodnji, nastavlja stabilan rast. U građevinarstvu se, nakon oštrog pada početkom godine, nastavlja oporavak započet u drugom kvartalu.

Prema proceni QM, na bazi metodologije Republičkog zavoda za statistiku (RZS), privreda Srbije u trećem kvartalu nastavlja da raste po stopi od 6,1%, posmatrano u odnosu na isti period prethodne godine. Pored usluga, koje nastavljaju trend visokog rasta s početka godine, došlo je i do oporavka industrijske proizvodnje, pre svega prerađivačke industrije. Negativan ton rastu dala je poljoprivreda koja je usled slabog roda pšenice imala veliki pad u obimu proizvodnje u odnosu na isti period 2004. godine.

Analiza potrošnje električne energije kojoj je posvećen tekst u rubrici *Pod lupom 1*, ukazuje na to da je ovakav rast privrede u trećem kvartalu prilično realan, ali da su u prethodna dva kvartala ekstremi bili manji (Tabela L1-2). Rezultati pokazuju da je rast industrije u prva dva kvartala bio nešto veći, dok je rast usluga bio manji nego što pokazuju zvanični podaci. Deo industrije koji možemo da identifikujemo s velikim preduzećima, imao je značajne stope rasta proizvodnje u trećem kvartalu. Takođe, potrošači koje možemo da identifikujemo s malim preduzećima, čiji se rast i dinamika često potcenjuju, povećao je u trećem kvartalu svoje učešće u rastu BDP.

Tabela T-4. Srbija: Bruto domaći proizvod u Republici Srbiji ¹⁾

	12-m indeksi					Bazni indeksi (jan-sep) ₀₅ ²⁾ / (jan-sep) ₀₁	Učešće 2004	
	2005							
	2003	2004	Q1	Q2	Q3 ²⁾ jan-sep ²⁾			
Ukupno	102,4	109,3	105,3	106,8	106,1	106,1	121,9	100,0
Porezi minus subvencije	109,5	109,3	115,3	112,6	115,2	113,8	177,3	17,2
Bruto dodata vrednost	101,1	109,4	103,1	105,6	104,3	104,4	113,8	82,8
Poljoprivreda	93,0	119,0	97,1	101,6	81,7	99,5	94,0	17,0
Prerađivačka industrija	94,0	108,8	93,0	96,5	103,9	94,9	97,3	19,9
Građevinarstvo	110,8	103,5	80,8	92,7	95,8	87,5	93,3	4,0
Saobraćaj	109,5	115,6	119,7	122,4	120,0	121,1	151,6	10,6
Trgovina na veliko i malo	111,5	117,0	118,9	121,3	124,7	120,2	166,3	10,9
Finansijsko posredovanje	109,0	109,8	115,4	116,3	126,5	119,4	156,8	7,5
Ostalo	101,7	101,3	101,3	101,7	102,3	101,8	101,1	30,1

Izvor: Republički zavod za statistiku Srbije

1) U stalnim cenama 2002. godine

2) Procena QM na osnovu zvanične metodologije RZS.

Stopa rasta BDP nastavlja brzi rast iz prethodnog perioda...

... što potvrđuje i indikator potrošnje električne energije.

Nastavlja se registrovanje ekstremno visokog rasta usluga i pada u materijalnoj proizvodnji.

Nepoljoprivredni BDP ubrzano raste zbog rasta industrije.

Nepoljoprivredni BDP¹ nastavlja trend rasta iz prethodnog perioda, pri čemu je rast veći od rasta BDP. Zbog oživljavanja industrijske proizvodnje u trećem kvartalu, stopa rasta nepoljoprivrednog BDP je najveća od početka godine. Pošto je poljoprivredna proizvodnja izrazito pod uticajem godišnjih doba, kretanje nepoljoprivrednog bruto domaćeg proizvoda se često koristi kao pokazatelj razvoja privrede. U poslednjih nekoliko godina, nepoljoprivredni BDP u Srbiji rastao je brže od BDP u baznim cenama (osim u drugoj polovini 2004, zbog visokih prinosa u poljoprivredi). To ukazuje na tendenciju smanjivanja učešća poljoprivrede, odnosno rasta učešća industrije i usluga u ukupnom bruto domaćem proizvodu Srbije.

INDUSTRIJSKA PROIZVODNJA

Industrijska proizvodnja konačno prestiže nivo dostignut pre 12 meseci...

Industrija je u trećem kvartalu 2005. godine imala rast proizvodnje od 3,4% u odnosu na isti kvartal prethodne godine. Posle pada od 2,6% u prvih šest meseci, proizvodnja je u trećem kvartalu konačno počela da beleži pozitivne stope rasta na godišnjem nivou i takav trend se nastavlja i u oktobru. Rastu u ovom periodu najviše je doprinela prerađivačka industrija čija je proizvodnja u prvih deset meseci dostigla nivo istog perioda prethodne godine. Rastu prerađivačke industrije doprineo je prilično stabilni trend rasta sektora koji su rasli i u prethodnom periodu (prehrambena industrija, proizvodnja osnovnih metala, industrija gume i plastike, hemijska industrija) s jedne strane, i oživljavanje proizvodnje u sektorima koji su u prvoj polovini godine beležili veliki pad (proizvodnja građevinskog materijala, metalnih proizvoda, električnih mašina i aparata, industrija kože i obuće), s druge.

Tabela T-5. Srbija: Indeksi industrijske proizvodnje po podsektorima

...jer je prerađivačka industrija znatno ubrzala rast

	12-m indeksi						Bazni indeksi	Učešće
	2003	2004	2005			jan-sep			(jan-sep)_{05}/ (jan-sep)_{01}	2004
			Q1	Q2	Q3			
Ukupno	97,0	109,3	96,9	98,4	103,4	99,6	101,1	100,0
Vađenje ruda i kamena	100,8	117,6	96,8	100,9	104,6	100,8	100,2	6,8
Prerađivačka industrija	95,4	111,0	94,5	95,9	103,9	98,1	101,0	74,3
Proizvodnja osnovnih metala	102,8	143,6	137,9	114,1	110,6	120,8	176,0	6,2
Proizvodnja i distribucija el. energije, vode i gasa	102,1	100,7	105,8	112,3	101,0	106,4	101,8	18,9

Izvor: Republički zavod za statistiku Srbije.

...uprkos tome što dominantne grane (metali i energija) blago usporavaju.

Indeks industrijske proizvodnje ubrzava rast iako dve dominantne grane – električna energija, gas i voda i osnovni metali, koji su nosili rast u prethodnom periodu usporavaju. Električna energija, gas i voda, koji imaju visoko učešće u ukupnoj industrijskoj proizvodnji (18,9%) porasli su samo jedan odsto u odnosu na isti kvartal prethodne godine. Proizvodnja osnovnih metala, čije su stope rasta izuzetno velike, u toku proteklih godinu i po dana zbog privatizacije željezare u Smederevu – imala je veliki pad u julu mesecu, posle koga je rast proizvodnje ponovo bio dvocifren (Tabela T-5). Pad u julu prouzrokovao je to da stopa rasta u trećem kvartalu bude najniža od privatizacije «Sartida».

Ostatak industrije smo za potrebe analize podelili prema nameni proizvoda na: *energente, investicione, intermedijarne i potrošne*.² Iz grupe intermedijarnih proizvoda izostavljeni su osnovni metali zbog već pomenute specifične dinamike u prethodnom periodu. Zatim smo

¹ Usled nedostatka kvartalnih podataka o porezima i subvencijama u poljoprivredi, stopa rasta nepoljoprivrednog BDP je računata korišćenjem bruto domaćeg proizvoda u baznim cenama (=bruto dodata vrednost proizvodnje).

² Podela se razlikuje od one date u QM 1 i nije uporediva sa njom.

poredili grupu intermedijarnih proizvoda sa i bez osnovnih metala, kako bismo pokazali da visok rast proizvodnje osnovnih metala zamagljuje sliku o kretanju proizvodnje cele grupe intermedijarnih proizvoda. Data podela se slaže sa zvaničnom klasifikacijom proizvoda po nameni do nivoa podsektora, a većim delom i do nivoa oblasti.

Tabela T-6. Srbija: Industrijski proizvodi po nameni

	12-m indeksi						Bazni indeksi	Učešće ⁴⁾
	2005					(jan-sep) ₀₅ / (jan-sep) ₀₁		
	2003	2004	Q1	Q2	Q3		jan-sep	2004
Investiciona dobra ¹⁾	82,6	118,4	78,5	77,2	100,5	85,4	87,7	9,9
od toga:								
Mašine i uređaji, osim električnih	90,0	168,4	63,9	47,4	79,4	63,6	85,4	3,8
Motorna vozila i prikolice	91,4	102,2	100,0	125,1	137,2	120,8	102,3	2,1
Intermedijarna dobra ²⁾	92,8	105,6	96,1	99,8	104,5	100,1	78,7	19,4
od toga:								
Proizvodni od gume i plastike	99,6	103,5	115,6	110,8	111,4	112,6	111,1	3,2
Proizvodi od ostalih nemetalnih minerala	87,0	96,5	81,9	97,4	101,6	93,6	84,1	4,3
Potrošna dobra ³⁾	97,3	105,9	94,2	102,3	109,1	101,8	107,6	37,9
od toga:								
Prehrambeni proizvodi i pića	97,9	105,8	99,2	107,0	106,3	104,1	106,5	22,5
Duvanski proizvodi	96,5	118,5	58,2	112,2	208,6	126,3	99,9	1,9

Izvor: Republički zavod za statistiku Srbije

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

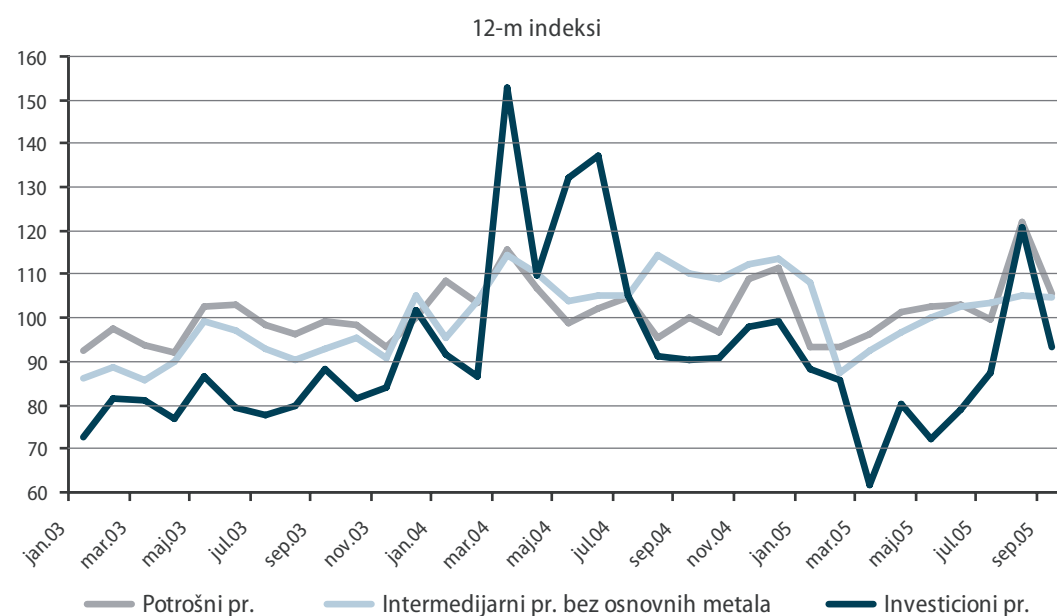
2 Rude metala, nemetala i kamen, tekstilna prediva i tkanine, proizvodi od drveta i plute (osim nameštaja), celuloza, papir i prerađevine od papira, proizvodi od gume i plastike, proizvodi hemijske industrije (osim farmaceutske i proizvoda kućne hemije), građevinski materijal, podsektor proizvodnja metalnih proizvoda, osim mašina (oblasti 284, 285, 286 i 287 Klasifikacije delatnosti), električne mašine i aparati i podsektor reciklaže.

3 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.

4 Učešće u ukupnoj industrijskoj proizvodnji

Ubrzan je porast proizvodnje na celom spektru proizvoda...

Grafikon T-4. Kretanje industrijske proizvodnje po nameni



...uz velike oscilacije proizvodnje investicionih proizvoda.

Izvor: Republički zavod za statistiku Srbije

Napomena: Grafikon T-4 je ilustracija Tabele T-6

Proizvodnja investicionih proizvoda ipak ne dostiže nivo iz trećeg kvartala prošle godine.

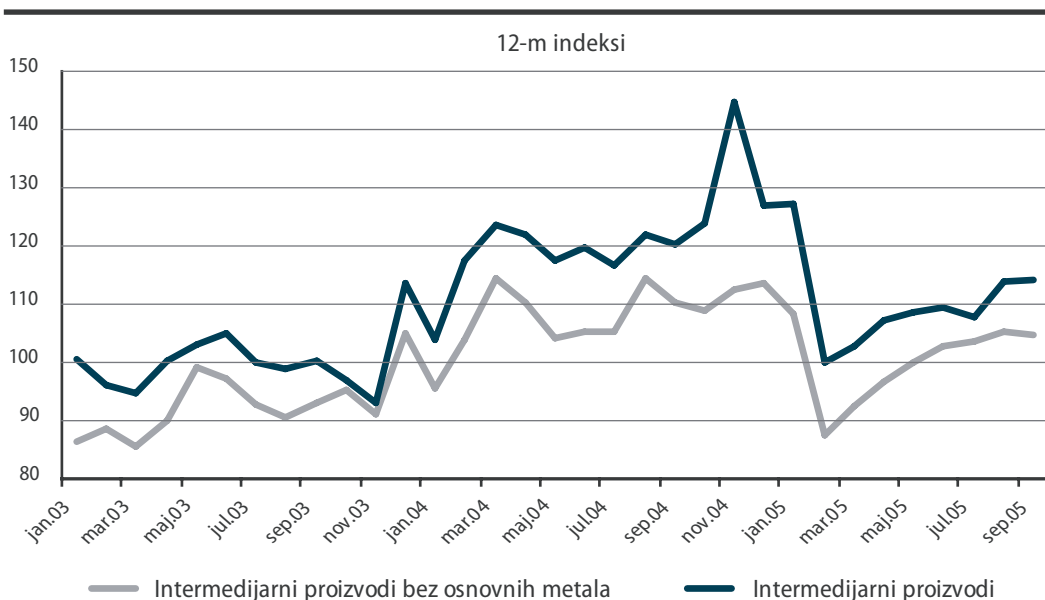
Zbog velikog pada u prvoj polovini 2005, blagi rast proizvodnje investicionih proizvoda u trećem kvartalu nije bio dovoljan da se dostigne nivo proizvodnje iz prethodne godine. Međugodišnja stopa rasta za prvih devet meseci i dalje je na veoma niskom nivou. Velike oscilacije u indeksu proizvodnje pokazuju visok stepen osetljivosti ovog sektora na nestabilnu investicionu tražnju (*Grafikon T-5*). Sektori koji proizvode investicione proizvode uglavnom se sastoje od malog broja velikih javnih, državnih ili društvenih firmi, čija je proizvodnja na veoma niskom nivou. Svaki rast tražnje za investicionim proizvodima povlači rast njihove proizvodnje koji se značajno odražava na stope rasta. Ove firme deo su tzv. tradicionalne privrede³ i nekada su imale veliko učešće u ukupnoj proizvodnji. Ovi podsektori po svemu sudeći imaju neproporcionalno visoko učešće u indeksu industrijske proizvodnje – što zbog pada njihove proizvodnje umanjuje nivo proizvodnje čitave grupe proizvoda, a samim tim i čitave industrije. Na primer, podsektor za proizvodnju mašina i uređaja (osim električnih) je u 2004 imao učešće od 3,8% u ukupnoj industrijskoj proizvodnji, ali je usled rasta investicione tražnje u 2004 i visokih stopa rasta ovog sektora – to učešće u 2005 poraslo na nešto više od 5%. Kako je investiciona tražnja utihnula u 2005, ovaj sektor beleži konstantno visok pad proizvodnje, i s obzirom na to da ima visok ponder vuče za sobom i pad indeksa proizvodnje čitave grupe investicionih proizvoda.

Proizvodnja intermedijarnih proizvoda raste...

Proizvodnja intermedijarnih proizvoda, posle pada na početku godine, u trećem kvartalu nastavlja trend rasta započet u prethodnom kvartalu. Ovom rastu u trećem kvartalu, najviše je doprineo nastavak rasta proizvodnje proizvoda od gume i plastike i dela hemijske industrije koji proizvodi intermedijarne proizvode (videti *Tabelu T-6*, fusnota 2). U trećem kvartalu rastu su se pridružile proizvodnja građevinskog materijala i električnih mašina i aparata. Proizvodnja intermedijarnih proizvoda ima pozitivan trend rasta od maja ove godine – tako da je stopa rasta u prvih devet meseci u odnosu na isti period 2004, i pored velikog pada u prva četiri meseca 2005, praktično na nuli. Kada se u grupu intermedijarnih proizvoda uključe osnovni metali, menja se ne samo slika o nivou proizvodnje pomenute grupe proizvoda, već i o njenoj dinamici (*Grafikon T-5*). To ukazuje na veliko učešće osnovnih metala u proizvodnji intermedijarnih proizvoda.

...i pod velikim je uticajem proizvodnje osnovnih metala.

Grafikon T-5. Grupa intermedijarnih proizvoda sa i bez osnovnih metala



Izvor: Republički zavod za statistiku Srbije

³ Firme koje su postojale i pre procesa tranzicije nazvaćemo „tradicionalnim“ firmama, a one koje su nastale tokom 90-ih, veoma često na ostacima tradicionalnih firmi, nazvaćemo „nove“ firme. O kretanju proizvodnje tradicionalnih i novih firmi pogledati tekst Pod Lupom 1.

Proizvodnja potrošnih dobara u trećem kvartalu nastavlja relativno stabilnu dinamiku rasta uspostavljenu još u prethodnoj godini. Proizvodnja ove grupe proizvoda je porasla u trećem kvartalu tekuće godine, zahvaljujući rastu prehrambene i hemijske industrije. Ovi podsektori nastavljaju trend rasta iz prethodnog perioda. Rastu se u ovom periodu pridružuje duvanska industrija i pored velikog pada u prvoj polovini godine. Podsektor koji proizvodi predmete od kože i obuću u trećem kvartalu takođe beleži značajnu stopu rasta, ali su, gledano na mesečnom nivou, indeksi proizvodnje ovog sektora prilično nestabilni. Stabilni rast prehrambene industrije, međutim, od velikog je značaja za srpsku privredu jer ova grupa proizvoda ima najveće učešće u ukupnoj industrijskoj proizvodnji.

Rastu prehrambene i hemijske industrije pridružuje se i duvanska industrija...

Proizvodnja odevnih predmeta i krzna beleži konstantno negativne stope u 2005, posle rasta proizvodnje u poslednjem kvartalu 2004, uprkos tome što izvoz odeće u ovoj godini postojano i snažno raste. Međugodišnja stopa rasta proizvodnje je u prva tri kvartala bila 20,1%. S druge strane, u periodu januar–septembar 2005, a naročito u trećem kvartalu, izvoz odeće je beležio veoma visoke stope rasta (preko 70%). Ako se u obzir uzme visoko učešće ovog izvoza u ukupnoj proizvodnji⁴, nameće se pitanje šta se to onda izvozilo u proteklom periodu ako proizvodnja konstantno pada? Jedan od mogućih odgovora je da statistika i dalje obuhvata proizvodnju tradicionalne tekstilne industrije koja beleži konstantni pad, dok se proizvodnja u periodu tranzicije preselila u veliki broj malih firmi (i nekoliko krupnih). Ove firme beleže rast proizvodnje, ali su one verovatno slabije obuhvaćene statistikom, zbog čega je ukupni rast ovog podsektora potcenjen. Druga mogućnost je da tekstilna industrija ima visoko učešće u sektoru prerade i dorade gotovih proizvoda, jer dobar deo tradicionalne tekstilne industrije radi doradu proizvoda za strane firme. Proizvodi sa dorade koji izlaze iz zemlje evidentiraju se na carini, ali ih statistika ne registruje kao proizvodnju, i otuda velika disproporcija između proizvodnje i izvoza.

... dok pad u tekstilnoj industriji nije u skladu s velikim rastom izvoza.

Na kraju treba napomenuti da će veliki i netipični rast proizvodnje u poslednjem kvartalu 2004. godine, izazvan anticipacijom uvođenja PDV početkom 2005, verovatno da dovede do pada međugodišnjih indeksa proizvodnje u novembru i decembru tekuće godine. To je bitno naglasiti kada je reč o proizvodnji potrošnih i intermedijarnih proizvoda – kod kojih je nivo proizvodnje bio visok u 2004, naročito u poslednjem kvartalu. Ipak, sudeći po visokoj stopi rasta industrijske proizvodnje u oktobru mesecu 2005 (5,1% u odnosu na oktobar 2004) postoji mogućnost da će proizvodnja nadmašiti nivo iz prethodne godine.

Rast industrije očekuje se i u narednom periodu.

GRAĐEVINARSTVO

Nakon oštrog pada u prvom kvartalu, oporavak koji je započeo u drugom kvartalu se nastavlja i u trećem. U prvom broju *Kvartalnog monitora* izneli smo pretpostavku da je pad iz prvog kvartala najverovatnije posledica prolaznih faktora – oštrije zime i uvođenja PDV (koje je dovelo do snažnog ubrzanja građevinske aktivnosti u poslednjem kvartalu 2004) – a ne suštinskih promena pozitivnog trenda. Čini se da kretanja u trećem kvartalu potvrđuju ovu tezu.

Pad građevinarstva sa početka godine ipak je bio prolaznog karaktera.

Ukupna vrednost izvedenih građevinskih radova od januara do septembra je za 10,6% veća nego u istom periodu prethodne godine, a porast u trećem kvartalu u odnosu na isti period prethodne godine je čak 23%. Međutim, indeksi broja radnika na gradilištima i indeksi časova rada beleže pad u istom periodu. Ovakvo kretanje indeksa ukazuje da dolazi do povećanja produktivnosti u sektoru građevinske industrije. Da zaista dolazi do oporavka potvrđuje i proizvodnja cementa. Nakon zastoja u prvom kvartalu, i u drugom i u trećem kvartalu su zabeležene međugodišnje stope raste od oko 5,5%, tako da je u periodu od januara do septembra dostignuta vrednost proizvodnje iz 2004. godine.

Međutim, zvanični podaci pokazuju divergentno kretanje ovog sektora.

4 Oko 50% prema proceni QM.

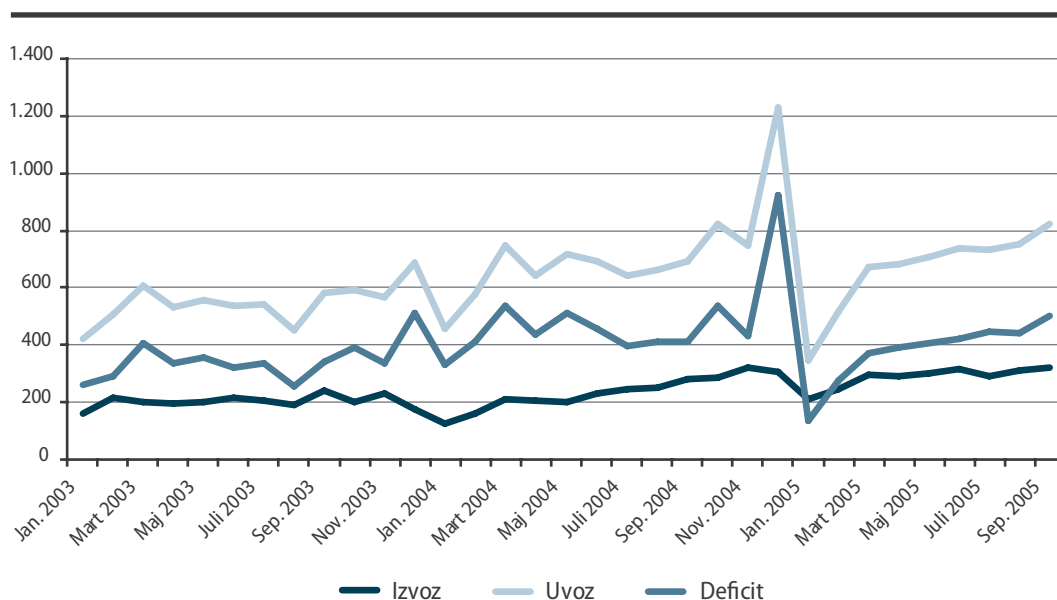
5. Platni bilans i spoljna trgovina

Porast deviznih rezervi u trećem kvartalu dostiže nove rekorde uprkos naglom, ali verujemo privremenom, pogoršanju spoljnotrgovinskog deficita. Deficit raste zbog zastoja izvoza krupnih proizvođača i porasta svih kategorija uvoza. Uvoz raste pre svega zbog skoka cene energenata, ali i zbog uvoza trajne potrošne robe (porast potrošačkih kredita) i uvoza repromaterijala (ekspanzije industrijske proizvodnje). S druge strane, dinamika izvoza najvećeg dela privrede ne jenjava. Evidentirani priliv kapitala je visok, a u trećem kvartalu se još povećao, zahvaljujući pre svega ubrzanom rastu stranih direktnih investicija i rastu zaduživanja nedržavnog sektora u inostranstvu. Međutim, moguće je da postoji dvostruko obračunavanje nekih priliva.

PLATNI BILANS U CELINI

Grafikon T-6. Izvoz, uvoz i robni deficit, 2003–2005 (u milionima evra)

Ubrzava se dinamika rasta uvoza



Izvor: Republički zavod za statistiku Srbije

Nakon pada u prvoj polovini godine, deficit robne trgovine ponovo raste.

Nakon pada u prvoj polovini 2005, deficit robne trgovine u trećem kvartalu veći je za 14,2% nego u istom periodu 2004. godine (173 miliona evra).¹ Pošto su se stope rasta izvoza i uvoza u trećem kvartalu gotovo izjednačile, a uvoz bio 2,5 puta veći od izvoza, takvi relativni porasti uvećavaju deficit. Pokazalo se, takođe, da je pad uvoza bio prolaznog karaktera. Uticaji uvođenja PDV vremenom su oslabili, ali je uočljivo da su se strukturne promene i bitna poboljšanja u spoljnotrgovinskim tokovima uglavnom odrazili na izvoz. Iako je dinamika porasta izvoza usporena (u trećem kvartalu beleži rast od 18 % prema 46 % u prvoj polovini godine), tekuća kretanja ne nagoveštavaju njegovo dalje jenjavanje. Uvoz dinamično raste (veći je za 16 % u odnosu na treći kvartal 2004) – njegov pad u prvoj polovini godine je bio, gotovo u potpunosti, posledica privremenih efekata PDV, a mnogo manje posledica kontrakcije domaće tražnje i strukturnih privrednih promena. Na rast uvoza u najvećoj meri su uticali spoljni faktori – visoka cena energenata, pre svega, a visoka uvozna tražnja dala je svoj podsticaj – naročito tražnja za repromaterijalom i trajnim potrošnim dobrima.

¹ Diskusija robne spoljne trgovine bazira se na podacima RZS. Podaci u Platnom bilansu razlikuju se u skladu sa korekcijama koje vrši NBS.

U prethodnih dvanaest meseci 2005, uvoz je u proseku bio dva i po puta veći od izvoza i ova relativna razlika je potvrđena i u trećem kvartalu iste godine. Da bi se spoljnotrgovinski robni deficit smanjivao potrebno je da izvoz raste bar dva i po puta brže od uvoza, što je u prvoj polovini godine i bio slučaj. Da bi deficit prestao da raste neophodno je da rast izvoza premaši 15 % (što je ostvarivo), ali da i uvoz ne raste brže od šest odsto. Uvoz, izuzimajući naftu, je bio veći za samo dva odsto u odnosu na drugi kvartal ove godine, iz čega zaključujemo da srž privrede još ne generiše uvoz – toliko veliki – da može da uveća deficit. Stabilizacija cene nafte pomoći će da uvoz raste umerenije, a ostaje da se vidi da li će istom cilju doprineti i redukcija tražnje.

Tabela T-7. Srbija: Spoljnotrgovinska robna razmena, kvartalne vrednosti, 2003-2005

	I 2003	II 2003	III 2003	IV 2003	I 2004	II 2004	III 2004	IV 2004	I 2005	II 2005	III 2005
u milionima evra											
Izvoz	580,6	615,3	638,2	608,2	498,5	640,4	780,6	912,0	752,3	910,5	920,0
Uvoz	1.540,1	1.627,3	1.572,2	1.849,8	1.777,6	2.047,6	1.996,9	2.801,2	1.534,0	2.128,5	2.308,9
Deficit	959,4	1.011,9	933,9	1.241,6	1.279,1	1.407,1	1.216,3	1.889,2	781,6	1.218,0	1.388,9
12-m rast u %											
Izvoz	7,1	4,7	-14,1	4,1	-14,1	4,1	22,3	50,0	50,9	42,2	17,9
Uvoz	5,1	12,8	15,4	25,8	15,4	25,8	27,0	51,4	-13,7	3,9	15,6
Deficit	3,8	17,2	33,3	39,1	33,3	39,1	30,2	52,2	-38,9	-13,4	14,2

Izvor: Republički zavod za statistiku Srbije

Nerobni tokovi u bilansu plaćanja u neto iznosu ne beleže veće promene. Novi obrazac tokova plaćanja usluga, uspostavljen u prvom delu godine posle uvođenja PDV, se ustalio. Prema njemu, suficit bilansa usluga beleži pad za oko 100 miliona evra i njegov prirast je u toku trećeg kvartala bio blizu nule, ali je obim spoljnotrgovinske razmene usluga povećan. Verujemo da je reč o prilagođavanju usluga novom fiskalnom režimu nakon uvođenja PDV-a. Neto kamatna plaćanja su za 114% veća nego u prvih devet meseci prethodne godine, što je razumljivo ako u vidu imamo rast inostranog zaduživanja.

U trećem kvartalu, kao i u predhodna dva, prilivi neto transferskih plaćanja skoro u stopu prate tok evidentiran u 2004. Usisavanje likvidnosti posle uvođenja PDV-a podstaklo je monetizaciju i ubrzalo kruženje finansijskih sredstava između neformalnog i formalnog finansijskog sistema. S jedne strane, NBS je povećala obim otkupa deviza od menjača (1.329 miliona evra u prvih devet meseci 2005. u poređenju sa otkupom od 1.140 miliona u istom periodu predhodne godine), dok je priliv doznaka manji za 104 miliona evra u odnosu na prvih devet meseci 2004, kao i saldo deviznih računa nerezidenata (niži za 107 miliona). Time je bilans transfera ostaje nepromenjen.

U toku trećeg kvartala kapitalni račun beleži prilive od blizu milijarde evra, što je dvostruko više od istog perioda prethodne godine. Ukupan priliv od početka 2005. iznosi 2.145 milijarde evra. Povećanju su u približno jednakim razmerama doprinele tri vrste priliva: strane direktne investicije (415 miliona evra), finansiranje domaćih rezidenata kroz srednjoročno i dugoročno zaduživanje u inostranstvu (326 miliona evra) i razna kratkoročnija kretanja kapitala (211 miliona evra). Porast stranih direktnih investicija verovatno odražava rastuće poverenje stranih investitora, ali je moguće i da je samo bolje evidentirano, pošto je NBS nedavno promenila metodologiju evidencije.

Akumulacija rezervi od 937 miliona evra (bez tranši MMF-a) jeste visoka, ali velike greške i propusti (uprkos korekcijama koje smo izvršili u kapitalnom bilansu, videti fusnotu 3 u tabeli T-8) pokazuju da prilivi možda nisu toliko veliki kao što ih evidentira NBS. Na to ukazuju poređenja sa stavkama deviznih depozita i zaduživanja banaka u monetarnim računima koje je napravio FREN.

Da bi se deficit smanjivao, izvoz treba da raste bar dva i po puta brže od uvoza

Izvoz je 2,5 puta veći od izvoza...

...a stope rasta izvoza i uvoza su se gotovo izjednačile

Nastavlja se novi obrazac tokova plaćanja usluga uspostavljen po uvođenju PDV.

Ubrzava rast SDI i zaduživanja u inostranstvu.

Tabela T-8. Srbija: Platni Bilans, 2003-2005 ¹⁾

	2003		2004			2005			
	Dec.	Mart	JUN	Sep.	Dec.	Mart	JUN	Sep.	
	kumulativi, u milionima evra								
Deficit računa tekućih transakcija se produbljuje...	TEKUĆE TRANSAKCIJE	-1355	-507	-976	-1138	-2197	-306	-520	-887
	Bilans robe i usluga	-3621	-1122	-2408	-3471	-5156	-721	-1796	-3007
	Izvoz robe i usluga	3513	801	1723	2867	4162	1023	2298	3604
	Porast (12-m, u %)	12,3	-2,6	1,5	10,0	18,5	27,7	33,4	25,7
	Uvoz robe i usluga	-7134	-1923	-4131	-6338	-9319	-1744	-4094	-6611
	Porast (12-m, u %)	11,3	16,7	21,5	23,9	30,6	-9,3	-0,9	4,3
	Kamate, neto	-180	-34	-67	-86	-172	-57	-130	-184
	Tekući transferi	2020	572	1325	2161	2728	439	1329	2156
	Otkup deviza, neto	1106	269	691	1140	1592	320	884	1329
	Zvanične donacije	425	77	174	258	403	33	77	148
	GREŠKE I PROPUSTI	-29	33	-2	-99	83	-197	-190	-321
...dok suficit kapitalnog računa nerealno raste	KAPITALNE TRANSAKCIJE	1972	366	843	1300	2463	706	1193	2145
	Strane direktne investicije (SDI)	1198	173	262	470	773	257	513	928
	Ostale investicije	774	193	581	830	1689	449	680	1217
	Srednjeročni i dugoročni krediti	628	144	345	643	1221	155	602	928
	Ostalo ²⁾³⁾	146	48	236	187	469	293	78	289
	DEVIZNE REZERVE NBS⁴⁾, neto, (korišćenje (+))	-587	108	135	-63	-349	-202	-483	-937
	PRO MEMORIA	u % BDP							
	Izvoz robe i usluga	20,9	4,6	10,0	16,6	24,1	5,4	12,2	19,2
	Uvoz robe i usluga	-42,5	-11,1	-23,9	-36,6	-53,8	-9,3	-21,8	-35,2
	Bilans robne razmene	-22,7	-6,9	-14,5	-20,9	-30,7	-3,7	-9,7	-16,2
	Bilans tekućih transakcija	-8,1	-2,9	-5,6	-6,6	-12,7	-1,6	-2,8	-4,7
	BDP u evrima ⁵⁾	16.786	17.306	17.306	17.306	17.306	18.795	18.795	18.795

Izvor: Tabela P-4. u Analitičkom prilogu.

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

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

3) Kratkoročni krediti su prilagođeni korekcijama u monetarnim računima, videti Napomene u Tabelama P-5 i P-6.

4) Bez tranši MMF-a

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

SPOLJNA TRGOVINA

Na rast deficita utiču zastoj izvoza dosadašnjih lidera i povećanje cena nafte.

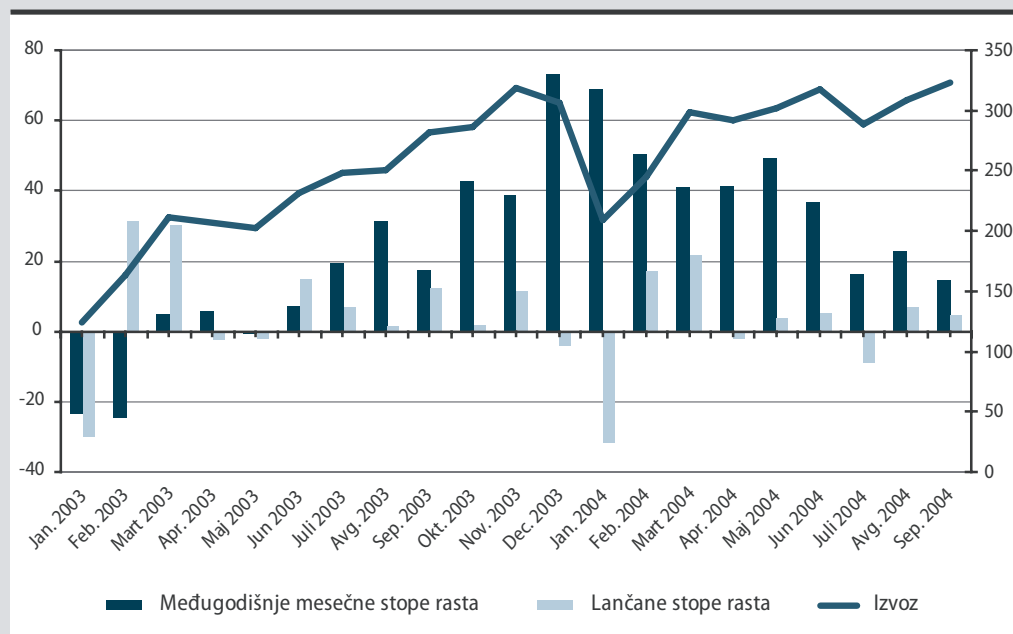
Dva ključna faktora uticala su na rast spoljnotrgovinskog deficita. Opao je izvoz industrija sa krupnim kapacitetima koji dominiraju bruto vrednošću izvoza -- gvožđa, čelika, metala i šećera² -- dok je vrednost uvoza nafte i gasa porasla. Deficit ne bi porastao u trećem kvartalu da nije opao izvoz krupnih kapaciteta (za 28,5 miliona evra u odnosu na treći kvartal prethodne godine) i da istovremeno nafta i gas nisu poskupeli u odnosu na 2004. godinu (uštedelo bi se 155 miliona evra pri uvozu). Međugodišnji kvartalni pad deficita bio bi oko 13 %, i slika spoljnotrgovinske razmene bila bi znatno povoljnija.

2 U prošlom broju QM zvali smo ove tri grupe proizvoda »liderima«, ali iz sad očiglednih razloga taj termin više ne odgovara.

Okvir 1: Visok prošlogodišnji izvoz utiče na niže stope rasta

Visok izvoz u drugoj polovini 2004. godine dao je visoku bazu za obračun rezultata, zbog čega se prikazuju niže stope rasta. Iz prikazanih međugodišnjih mesečnih stopa rasta vidi se da je trend porasta izvoza dugoročan, iako donekle usporen u drugoj polovini godine (Grafikon T-7). Čak je i u januarskoj "rupi" na početku 2005, izvoz bio veći nego u januaru 2004, što potvrđuje trend rasta izvoza.

Grafikon T-7. Srbija: Izvoz, vrednost (desna skala u milionima evra) i stope rasta (leva skala u procentima), 2004–2005.



Izvor: Republički zavod za statistiku Srbije

Izvoz privatizovanih krupnih kapaciteta znatno je opao u trećem kvartalu, ali je izvoz ostalog dela privrede u ekspanziji. Grafikon T-8 pokazuje da su *krupni izvoznici* (gvožđe, čelik i šećer) u trećem kvartalu izvezili za oko 14 % manje nego 2004. godine, ali se nastavlja dugoročni oporavak izvoza širokog spektra proizvoda. Ako isključimo *krupni izvoz*, međugodišnji rast izvoza ubrzan je u trećem kvartalu i dostigao je 29 % (20 % u drugom kvartalu). Nosioći izvoza u trećem kvartalu postaju odseci iz grupa *jezgro* i *ostalo* (Tabela T-9).³ Iz grupe *jezgro* dinamičan porast izvoza u trećem kvartalu beleže: žitarice, obuća, odeća, proizvodi od kaučuka, povrće i voće, organski hemijski proizvodi, razni proizvodi od metala, ali i dva nova odseka – specijalne mašine za neke industrijske grane i hartija i proizvodi od celuloze.⁴ Šećer je bio među vodećim izvoznim proizvodima u prvom polugodištu, dok nisu presahle zalihe. Nova proizvodnja šećera za izvoz, očekuje se krajem ove i početkom sledeće godine. Izvoz gvožđa i čelika je podbacio, a pozitivne stope održao je samo izvoz obojenih metala. U poslednjem kvartalu 2005, može se očekivati novi impuls od *krupnog izvoza* (izuzimajući šećer) izvozu, pošto od trećeg kvartala raste proizvodnja gvožđa, čelika i metala.

Širi se izvozna baza – u trećem kvartalu nosioci izvoza su odseci iz grupa jezgro i ostalo.

3 *Krupni izvoz* čine samo tri industrije s velikim uticajem na izvoz, pa zato oscilacije izvoza jednog tržišnog agenta imaju značajne reperkusije na ukupan izvoz i zamagljuje sliku ostalog dela privrede. Stoga je bitno sagledati i dinamiku bez *krupnog izvoza*. *Jezgro* čini više raznorodnih odseka koji su sveobuhvatniji reprezent privredne aktivnosti; oni pojedinačno imaju manji doprinos od *krupnog izvoza*, ali beleže značajan rast, što znači da je porastom izvoza zahvaćena i srž privrede. Grupa *ostalo* predstavlja preostale odseke, koji takođe pokazuju značajan rast.

4 Iz razmatranja su izuzeti manje bitni odseci koji na godišnjem nivou imaju učešća u izvozu i doprinose rastu ukupnog izvoza manje od dva odsto.

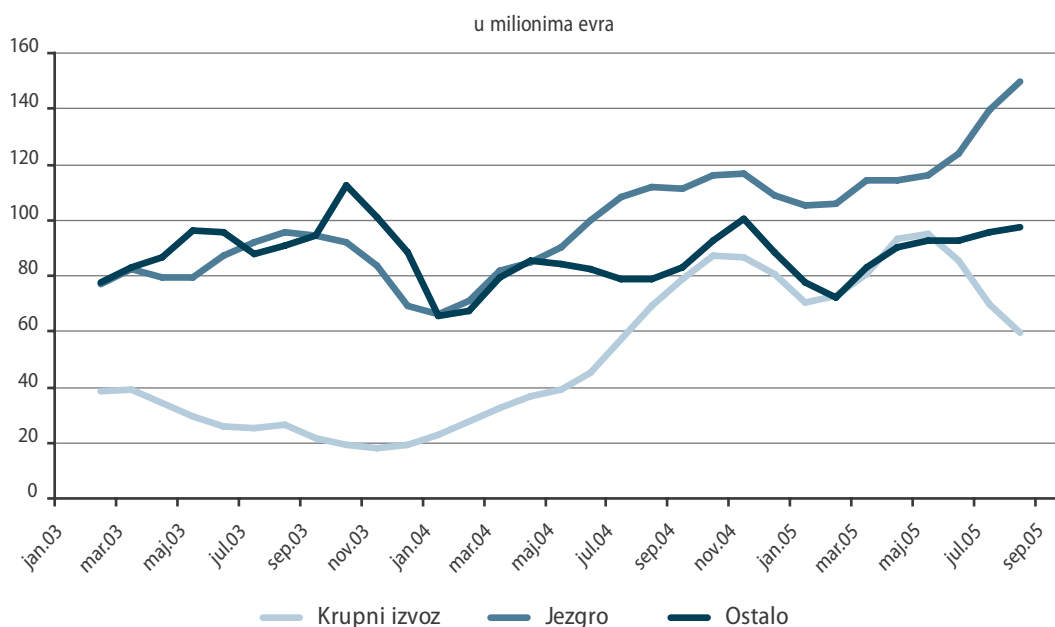
Tabela T-9. Srbija: Analiza rasta izvoza, 2004-2005

U %	2004		2005						
	Porast, 12-m jul-dec	Učešće u izvozu	Porast, 12-m				Doprinos rastu		
			Q1	Q2	Q3	apr-sep	jan-sep	Q3	jan-sep
Ukupno roba	35,8	100,0	50,9	42,2	17,9	28,8	34,6	100,0	100,0
Krupni izvoz zaostaje...									
Krupni izvoz	254,0	26,4	161,8	143,3	-13,7	42,8	67,1	-20,5	41,3
Gvozde i čelik	231,1	14,2	146,4	83,4	-14,8	22,5	48,4	-12,8	18,0
Obojeni metali	73,2	8,0	111,4	69,3	76,0	72,7	83,1	22,7	14,1
Šećer i srodni pr.	3.412,0	4,3	1.509,7	3.561,1	-93,0	74,3	124,2	-30,3	9,2
...ali ostali proizvodi brzo rastu									
Jezgro	27,4	43,1	49,5	28,6	33,6	31,4	36,1	80,9	44,5
Odeća	-9,8	5,5	78,0	69,9	65,6	67,5	70,6	15,5	8,9
Žitarice i proizvodi	86,2	3,7	65,7	120,0	100,0	107,8	94,7	14,7	7,0
Obuća	-12,4	3,0	95,5	88,0	75,6	80,3	84,0	10,7	5,3
Proizvodi od kaučuka	20,4	4,7	20,1	20,2	34,3	27,0	24,8	7,8	3,6
Razni gotovi proizvodi, nigde pomenuti	44,4	4,8	21,6	16,9	22,5	19,8	20,3	6,3	3,2
Specijalne mašine za neke industr. grane	1,1	2,0	67,4	42,7	75,2	58,3	60,7	6,1	2,9
Nafta i naftni derivati	73,3	2,6	231,2	22,0	10,1	15,6	38,0	1,7	2,8
Povrće i voće	0,7	6,0	9,5	8,2	14,0	11,8	11,2	6,4	2,3
Plastične materije u primarnim oblicima	111,3	3,0	83,9	14,7	-5,4	3,4	24,8	-1,0	2,3
Organski hemijski proizvodi	102,7	2,6	152,2	-30,6	19,5	-2,2	27,1	3,4	2,2
Proizvodi od metala, nigde pomenuti	36,5	3,2	3,5	20,1	31,9	26,5	20,1	6,1	2,1
Hartija, karton i proizvodi od celuloze	59,9	2,2	44,6	31,7	26,1	28,8	32,3	3,2	2,1
Ostalo	-6,5	30,4	6,7	9,8	23,3	16,3	13,5	39,6	14,1

Izvor: Republički zavod za statistiku Srbije

Grafikon T-8. Srbija: Izvoz prema dinamici rasta, 2003-2005, tromesečni proseki (u milionima evra)

Dinamika izvoza se
ubrzava, izuzimajući
Krupni izvoz



Izvor: Republički zavod za statistiku Srbije

Širi se izvozna baza: *novi izvozni* odseci (Tabela T-10) na godišnjem nivou imaju manje vrednosti izvoza,⁵ ali se njihov rast ubrzava i u trećem kvartalu nije zanemarljiv – kao grupa dostigli su 70% vrednosti *krupnog izvoza* – pa su ovi proizvodi zaslužni za više od 20% porasta izvoza u trećem kvartalu (Grafikon T-9). U ovoj grupi se nalaze delovi metalske industrije (rude, otpaci metala), tradicionalne radno-intenzivne delatnosti (proizvodnja nameštaja i tekstila), nemetalni minerali (proizvodnja cementa i izvoz privatizovanih cementara konačno rastu), medicinski i farmaceutski proizvodi, ali i odseci koji izvoze proizvode višeg nivoa prerade: opremu i trajna potrošna dobra (mašine za opštu upotrebu, električne mašine). U odnosu na prošlu godinu izvoz kapitalnih proizvoda u trećem kvartalu veći je za polovinu, a izvoz trajnih dobara za trećinu.

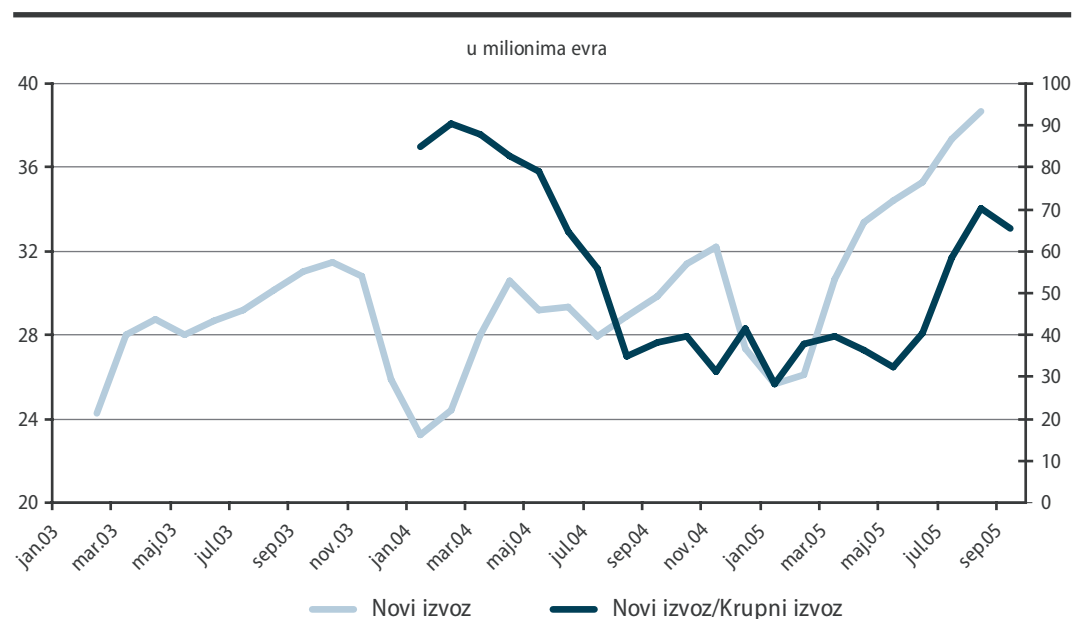
Tabela T-10. Srbija: Novi izvoz u trećem kvartalu 2005. (u procentima)

U %	2004		2005				
	Porast, 12-m jul-dec	Učešće u izvozu	Porast, 12-m			Doprinos rastu	
			Q1	Q2	Q3	Q3	jan-sep
Ukupno roba	35,8	100,0	50,9	42,2	17,9	100,0	100,0
Novi izvoz	0,2	11,5	6,8	17,7	33,7	21,0	7,5
Industrijske mašine za opštu upotrebu	-8,8	2,1	8,2	13,7	79,0	6,8	1,9
Električne mašine,aparati i uređaji	2,6	1,9	7,2	18,8	31,4	3,3	1,2
Mineralne rude i otpaci metala	28,0	0,9	-15,5	18,0	46,8	2,4	0,5
Predivo,tkanine i tekstilni proizvodi	2,5	1,2	17,9	18,7	30,5	2,2	0,9
Nameštaj i delovi	8,2	1,8	49,5	14,0	22,5	2,1	1,5
Medicinski i farmaceutski proizvodi	-3,3	1,8	7,1	24,1	21,7	2,1	1,1
Proizvodi od nemetalnih minerala	-10,0	1,7	-35,3	17,8	18,0	2,1	0,3

Izvor: Republički zavod za statistiku Srbije

**Ohrabruje pojava novih
proizvoda u izvozu**

Grafikon T-9. Srbija: Novi izvoz, 2003–2005, tromesečni proseci (leva skala, u milionima evra) i odnos novi izvoz/krupni izvoz, 2004–2005 (desna skala, u procentima)



Raste značaj Novog izvoza

Izvor: Republički zavod za statistiku Srbije

⁵ Izuzeli smo odseke koji u trećem kvartalu imaju doprinos rastu izvoza manji od dva odsto.

Uvoz raste u celoj privredi, ali dve trećine porasta je zbog povećanja cena nafte.

Uvoz raste u celoj privredi, ali se uspon ne odvija jednakim intenzitetom u svim segmentima (Tabela T-11). Dve trećine porasta uvoza u trećem kvartalu u odnosu na isti period lane potiče od povećanja vrednosti uvoza nafte, derivata i gasa, pa je rast uvoza neenergetskih proizvoda umereniji (iznosi oko 6%). Eksplozija međugodišnje vrednosti uvoza energenata u trećem kvartalu u najvećoj meri je posledica skoka cene nafte i gasa na svetskom tržištu – fizički obim uvoza energenata povećan je u mnogo manjoj meri nego njegova vrednost (uvoz nafte veći za oko 100% u evrima, a za 25% mereno tonama). Na *Grafikonu T-10* se može videti da su promene vrednosti uvoza energenata izrazito veće od promena uvezenih količina (u prva dva kvartala, na primer, uvoz nafte i derivata u tonama je bio čak manji nego prošle godine, ali je usled više cene nafte registrovan visok rast vrednosti uvoza ove robe).

Tabela T-11. Srbija: Analiza rasta uvoza, 2004-2005

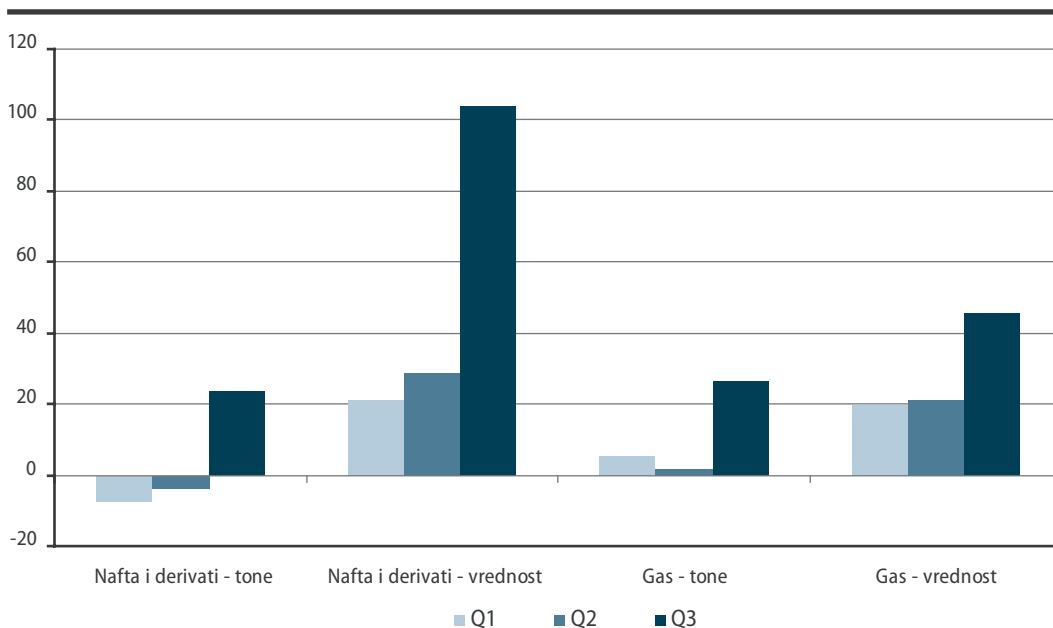
U %	2004		2005				Doprinos rastu jan-sep
	Porast, 12-m jul-dec	Učešće u izvozu	Porast, 12-m			jan-sep	
			Q1	Q2	Q3		
Ukupno	40,2	100,0	-13,7	3,9	15,6	2,6	100,0
Energija	66,3	20,1	16,4	22,7	65,2	34,1	204,1
Intermedijarni proizvodi	35,5	35,9	-5,9	19,7	12,3	9,6	126,1
Kapitalni proizvodi	51,2	23,1	-35,6	-12,8	2,8	-14,0	-149,8
Trajni proizvodi za široku potrošnju	25,5	4,0	-26,2	-12,2	13,8	-7,6	-13,1
Netrajni proizvodi za široku potrošnju	24,3	14,4	-18,0	-11,5	2,7	-8,5	-53,8
Ostalo	-3,9	2,5	-33,6	9,0	5,2	-11,9	-13,5

Izvor: Republički zavod za statistiku Srbije

Raste uvoz energenata, ali i sirovina, kapitalnih i trajnih proizvoda za široku potrošnju

Grafikon T-10. Međugodišnje kvartalne stope rasta uvoza nafte, derivata i gasa¹⁾

Cena nafte ima presudan uticaj na porast uvoza



Izvor: Republički zavod za statistiku Srbije

1) Stope rasta se odnose na količine uvoza u tonama, odnosno vrednosti uvoza u hiljadama evra.

Industrijska proizvodnja oživljava – raste tražnja za uvoznim sirovinama i repromaterijalom.

Oko trećine porasta ukupnog uvoza u trećem kvartalu potiče od rasta uvoza intermedijarnih proizvoda, što je posledica oživljavanja industrijske proizvodnje i rastuće tražnje za sirovinama ili repromaterijalom. Konjunktura je visoka širom privrede: bez uvoza repromaterijala propulzivnih metalurških oblasti, uvoz intermedijarnih proizvoda raste još brže. Mali porast uvoza (manji od tri odsto) dva važna odseka – mineralnih ruda i otpadaka i gvožđa i čelika – ukazuje na mogućnost da i domaći proizvođači snabdeavaju ovu propulzivnu industriju. I

trajni proizvodi za široku potrošnju imaju izražen porast uvoza u trećem kvartalu (oko 14%), što je povezano sa bumom potrošačkih kredita u ovom periodu. Uvozi kapitalnih i netrajnih proizvoda za široku potrošnju oživljavaju i za sada sporo rastu (po stopi manjoj od tri odsto), ali je očigledno da slabe efekti PDV u ovim segmentima. Odlaganje uvoza skupljih kapitalnih proizvoda bilo je primetno u prvoj polovini godine zbog obaveze plaćanja PDV – sada se uvoz tih proizvoda efektuira. Osim toga, porast uvoza opreme označava oživljavanje konjunktura i novi investicioni zamah. S druge strane, oporavak uvoza netrajne potrošne robe pokazuje da uvoznici prevazilaze posledice uvođenja PDV: manju cenovnu konkurentnost robe – koja se ranije premetala sivim kanalima i za koju se nije plaćao porez – i pojačanu nelikvidnost. Ipak, rast uvoza netrajnih potrošnih proizvoda ne bi trebalo da bude izražen do kraja 2005. pošto će posledica uvođenja PDV – uklanjanje cenovnih dispariteta – imati trajan efekat na nivo uvoza tih dobara.

Okvir 3: S kojim zemljama Srbija trguje?

Dominantan partner Srbije u izvozu i uvozu jeste Evropska unija, sa oko 55% na strani izvoza (oko 1,4 milijarde evra) i 50% na strani uvoza (2,9 milijardi evra). Kada se uzmu u obzir i ostale evropske zemlje, proizilazi da Srbija gotovo u potpunosti izvozi u Evropu (95 % izvoza) i pretežno uvozi iz Evrope (84 % uvoza).

Tabela T-12. Srbija: Izvoz, uvoz i robni deficit po državama, januar–septembar 2005 (u milionima evra)

Izvoz		Uvoz		Suficit		Deficit	
u milionima evra							
BiH	416	Rusija	954	BiH	250		
Italija	386	Nemačka	626	Makedonija	65		
Nemačka	266	Italija	505			Rusija	830
Makedonija	153	Kina	271			Nemačka	360
Rusija	126	SAD	204			Kina	270
Hrvatska	109	Ukrajina	176			Italija	167
Slovenija	109	Francuska	166			SAD	150

Ako pogledamo trgovinu s pojedinačnim državama, u poslednje tri godine se najviše izvozi u Bosnu i Hercegovinu, a zatim u Italiju, Nemačku, Makedoniju, Rusiju, Hrvatsku i Sloveniju. Najviše se uvozi iz Rusije, Nemačke, Italije, Kine, SAD, Slovenije, i Hrvatske.

Porast izvoza u 2005, najizraženiji je u trgovini sa EU, dok je uvoz iz EU manji. Najveći deo ovogodišnje ekspanzije izvoza potiče iz porasta izvoza u Italiju (veći izvoz za 168 miliona evra), Nemačku i Bosnu i Hercegovinu (po 62 miliona), Sloveniju (33 miliona), Kipar (28 miliona) i Hrvatsku (26 miliona), dok se porast uvoza najviše duguje većem uvozu iz Rusije zbog uvoza gasa (212 miliona evra), Hrvatske (40 miliona), Rumunije (33 miliona), Ukrajine (28 miliona) i Kipra (13 miliona). Zanimljivo je da je uvoz iz Nemačke, Italije, Slovenije, Francuske, Austrije, Holandije i Velike Britanije manji nego 2004. godine.

U trgovini sa zemljama u okruženju izražene su pozitivne tendencije u 2005: suficiti se povećavaju, a deficiti uglavnom smanjuju. Rastući suficiti pojavljuju se u razmeni sa BiH i sa Makedonijom, a deficit opada sa Slovenijom, Mađarskom i Bugarskom (jedino rastu deficiti u razmeni sa Rumunijom i Hrvatskom). Izvoz u sedam zemalja okruženja za prvih devet meseci ima ispodprosečnu stopu rasta (20%), a uvoz nadprosečnu stopu rasta (4%), ali kako deficit nije bio veliki, i ovakva kretanja su ipak omogućila da se deficit iz 2004 (90 miliona evra) preokrene u suficit u 2005. godini (40 miliona).

6. Fiskalni tokovi i politika

Posle junskog skoka u potrošnji, izazvanog isplatom stare devizne štednje (SDŠ), javne finansije u trećem kvartalu opet ulaze u suficit, ali usporavaju kako rast prihoda, tako i pad rashoda (bez otplate SDŠ). Prihodi u potpunosti duguju rast prilivima od PDV dok je doprinos drugih dažbina zanemarljiv ili negativan. Javna potrošnja blago pada uglavnom zahvaljujući oštrom smanjenju subvencija i kapitalnih izdataka. Prekopotreban preokret u javnoj potrošnji nije predviđen ni u usvojenom budžetu niti u planu javnih bilansa, već se fiskalne vlasti u predviđenju porasta suficita oslanjaju prevashodno na nastavak rasta priliva od PDV i od carina.

Nakon inicijalnog skoka, rast priliva od PDV-a blago opada.

U trećem kvartalu rast konsolidovanih javnih prihoda uspeva tek da drži korak sa inflacijom, ali ne i da ostvari realan rast u odnosu na prihode u istom periodu 2004. U prethodnim kvartalima ima blagog porasta tako da su do septembra 2005. prihodi ukupno realno porasli za 1,9 odsto u poređenju sa istim periodom 2004. Porezi rastu zahvaljujući brzom rastu priliva od PDV, pa se i njihovo usporavanje u trećem kvartalu duguje PDV. Njihov realni porast u prva tri kvartala iznosi 18,2 % u odnosu na isti period prošle godine, dok je samo u trećem kvartalu porast iznosio 16,2%. Nakon inicijalnog skoka zbog znatnog obuhvatanja sivih tokova, rast priliva od PDV je u blagom padu, što se i očekivalo. Stope realnog rasta glavnih stavki prihoda i rashoda za prva tri kvartala 2005. u poređenju s prethodnom mogu se videti u Tabeli T-13b. (FREN još uvek nije spreman da iznosi detaljnije ocene fiskalnog izvršenja.)

Tabela T-13a. Konsolidovani bilans državnih institucija, 2003-2006

	2003	2004	2005			2006
			Q1-Q3 ¹⁾	Hipotetičko izvršenje ²⁾	Zvanična projekcija	Plan
	u milijardama dinara					
UKUPNI JAVNI PRIHODI	473.2	590.0	493.5	712.8	704.5	812.7
Poreski prihodi	438.2	540.5	463.0	661.5	653.3	760.5
Porez na dohodak i dobit	82.2	83.4	74.6	106.5	105.7	124.9
Porez na promet/PDV	126.0	158.9	153.8	219.7	216.2	251.6
Akcize	58.1	69.0	51.2	73.2	76.9	87.6
Carine i druge uvozne dažbine	29.6	33.9	26.7	38.1	40.0	48.5
Ostali poreski prihodi	25.2	35.2	24.1	34.4	25.6	28.0
Doprinosi	116.1	158.9	132.7	189.6	187.3	219.9
Neporeski prihodi	30.7	43.0	30.4	43.4	43.2	44.7
Kapitalni prihodi	4.4	6.5	5.5	7.8	8.0	7.5
UKUPNI JAVNI RASHODI	504.2	594.6	497.7	702.9	691.3	792.9
Rashodi za zaposlene	116.1	138.1	122.7	175.4	166.5	184.5
Kupovina robe i usluga	72.3	78.1	63.1	90.1	92.9	100.7
Socijalna pomoć i transferi	215.0	240.3	224.0	311.9	292.6	341.8
od čega: penzije	130.4	157.6	123.5	176.4	186.5	218.1
od čega: otplata SDŠ i drugog	18.9	18.9	21.1	22.0	22.0	32.4
Subvencije	58.1	63.8	38.5	55.0	68.9	72.7
Kapitalne investicije	21.9	36.5	22.4	32.0	33.6	46.6
Otplata kamata	11.0	24.7	16.6	23.8	24.0	29.8
Ostali rashodi	9.9	13.0	10.4	14.8	12.8	16.8
KONSOLIDOVANI SUFICIT(DEFICIT)	-31.0	-4.6	-4.2	9.9	13.2	19.8
FINANSIRANJE						
Prihodi od privatizacije ³⁾	32.9	14.2	24.0	31.2	29.7	33.0
Domaće finansiranje ⁴⁾	2.0	5.9	3.9	5.1	...	0.0
Inostrano finansiranje ⁵⁾	9.4	7.4	3.4	4.0	...	8.6
REZULTAT	13.3	22.0	27.0	50.6	...	61.3
PRO MEMORIA						
Konsolidovani suficit/deficit (zvanična metoda)	-12.0	14.3	16.9	...	35.2	52.2
Neto pozicija države u bankama	7.9	-7.0	26.7	...	...	...

Izvor: Memorandum o budžetu i ekonomskoj politici za 2006 sa projekcijama do 2009. godine.

1) Izvor: Ministarstvo finansija Republike Srbije Bilten javnih finansija; 2) Izvršenje za Q1-Q3 2005 podeljeno je sa 0,70, osim isplate stare devizne štednje. Bez ambicija da zalazimo u projekcije izvršenja 2005, u Tabeli 13a prikazujemo kolonu „Hipotetičko izvršenje“ za 2005. kao malu logičku proveru projekcije 2005. podnete na usvajanje Skupštini. U toj koloni je svaka stavka prihoda i rashoda, osim isplate SDŠ, dobijena pretpostavkom da je izvršenje u prva tri kvartala tačno 70% od ukupnog. To generalno pravilo je do sad potvrđeno u našoj skorajšnjoj praksi; poređenje sa zvaničnom projekcijom pokazuje da se Ministarstvo finansija na njega u dobroj meri oslanjalo; 3) Pretpostavka da su ukupni prihodi privatizacije 10% veći od republičkih; 4) samo Republika; 5) Pretpostavka da je ukupno inostrano finansiranje 30% veće od republičkog

Drugi prihodi uglavnom stagniraju, a bitno smanjenje prihoda rezultat je i mera fiskalne politike. Zabrinjavajuće je da doprinosi za obavezno socijalno osiguranje, koji u u ukupnim javnim prihodima imaju najveće učešće posle PDV (oko 30%), cele godine jedino uspevaju da drže korak sa inflacijom. Nedostaci u statističkim podacima nam ne dozvoljavaju da odredimo da li to znači da nema rasta u zapošljavanju i platama, ili da su, zbog porasta troškova državnih dažbina nastalih sa uspešnim uvođenjem PDV, privrednici uložili dodatni napor da uštede na ostalim dažbinama kroz pojačanu fiskalnu evaziju. U svakom slučaju, ovakvo kretanje doprinosa uvećava deficit fondova socijalnog osiguranja, čije obaveze rastu brže od inflacije.

Doprinosi za socijalno osiguranje kreću se ukorak sa inflacijom

Tabela T-13b. Konsolidovani bilans državnih institucija, realni rast, 2003-2006¹⁾

	2003	2004	2005		2006
			Q1-Q3	Zvanična projekcija	Plan
			Indeksi realnog rasta ²⁾		
UKUPNI JAVNI PRIHODI	4.0	13.5	1.9	2.1	4.5
Poreski prihodi	-1.0	12.3	2.2	3.3	5.4
Porez na dohodak i dobit	6.7	-7.6	-3.4	8.4	7.0
Porez na promet/PDV	2.2	14.9	18.2	16.3	5.4
Akcize	10.9	8.3	-11.0	-4.8	3.2
Carine i druge uvozne dažbine	6.7	4.3	1.1	1.0	9.7
Ostali poreski prihodi	-50.9	27.1	-20.3	-37.7	-1.1
Doprinosi	4.7	24.6	0.2	0.8	6.3
Neporeski prihodi	171.6	27.6	-4.3	-14.0	-6.3
Kapitalni prihodi	-	35.4	10.3	5.1	-15.6
UKUPNI JAVNI RASHODI	2.9	7.4	-2.9	-0.6	3.9
Rashodi za zaposlene	9.8	8.3	5.2	3.1	0.4
Kupovina robe i usluga	-7.4	-1.6	0.5	1.6	-1.8
Socijalna pomoć i transferi	15.7	1.8	...	4.1	5.8
od čega: prava iz socijalnog osiguranja	6.7	5.2	8.1	9.0	3.9
Subvencije	-25.6	0.1	-29.7	-7.8	-4.4
Kapitalne investicije	1.6	51.6	-24.4	-21.2	25.5
Otplata kamata	-17.9	105.7	-12.9	-17.0	12.5
Ostali rashodi	20.0	20.3	-8.8	-15.9	18.6

Izvor: Ministarstvo finansija Republike Srbije Bilten javnih finansija.

1) Ukoliko nije drugačije navedeno, izvor: Memorandum o budžetu i ekonomskoj politici za 2006 sa projekcijama do 2009. godine.

2) Deflacionirano prosečnim indeksom rasta cena na malo.

Oštar pad prihoda od akciza posledica je amortizovanja skoka cene nafte. Najoštrije realno padaju prihodi od akciza (14,7% u trećem kvartalu u poređenju sa istim periodom 2004.) ali padaju i drugi porezi usled promena u fiskalnoj politici. Nominalni iznos akciza na derivate nafte smanjen je za po tri dinara u dva navrata u maju i avgustu. Time je sprečen veći porast maloprodajnih cena naftnih derivata uprkos njihovom rastu na svetskom tržištu. Ostali poreski i neporeski prihodi takođe realno padaju, za 13,1% u trećem kvartalu u odnosu na isti period 2004, ili čak za 20,3% u prvih devet devet meseci 2005, u odnosu na isti period prošle godine. Ovako drastičan pad rezultat je ukidanja poreza na fond zarada (sredinom 2004.) i na finansijske transakcije (početkom 2005. godine).

Konsolidovani javni rashodi realno su opali za 1,5 odsto u trećem kvartalu ili 2,9 odsto tokom prvih devet meseci u odnosu na isti period prošle godine. Realnom padu rashoda doprineli su republičke vlasti i lokalna samouprava, dok su rashodi socijalnog osiguranja uglavnom realno rasli. Rashod budžeta republike smanjen je u prvih devet meseci 2005. za oko 1 dostu u u poređenju sa istim periodom prethodne godine, što je bitno uticalo na kretanje ukupnih javnih rashoda, pošto oni čine oko 60% ukupnih javnih rashoda posle konsolidacije. Međutim, prema metodu procenjivanja potrošnje lokalne samouprave u prošloj godini koje koristi Ministarstvo finansija, ovogodišnje smanjenje rashoda još je bitnije kod lokalnih samouprava, i to verovatno najviše kod grada Beograda (za 5,7 odsto).

Konsolidovani javni rashodi beleže realni pad.

Suficit stvara i lokalna samouprava.

Međugodišnja analiza fiskalne potrošnje otežana je zbog nedostatka podataka o mesečnoj potrošnji lokalnog nivoa vlasti do 2005. godine. Do ove godine Ministarstvo finansija procenjivalo je unutargodišnju potrošnju lokalnih samouprava polazeći od pretpostavke da su njihovi troškovi bili jednaki prihodima iz meseca u mesec. Svi zaključci o kretanju potrošnje zasnivaju se na ovoj pretpostavci. Ritam kretanja depozita lokalnih samouprava u bankarskom sistemu – bez promene neto pozicije do kraja 2004. godine posle skoka u periodu od početka godine do marta (prikazano u Tabeli T-13c.) – pokazuje da je ova pretpostavka valjana za sve periode, osim za prvi kvartal 2004. godine.

Međutim, iz podataka o mesečnoj potrošnji lokalne samouprave i iz monetarnih računa vidi se da ovaj nivo vlasti u 2005. u izvesnoj meri stvara rastući suficit. Ranije je takav suficit bio potrošen u poslednjem kvartalu godine, jer bi ga, u suprotnom, lokalna samouprava u većoj meri izgubila.¹ Ostaje da se vidi da li je i kojim mehanizmima Ministarstvo finansija sprečilo lokalnu samoupravu da i ove godine ostvareni suficit potroši.

Značajno su opali rashodi za subvencije, ali i kapitalni rashodi.

U prvih devet meseci 2005. realno najoštrije padaju subvencije (za 29,7%) i kapitalni rashodi (za 24,4%) u odnosu na isti period 2004. Subvencije čine oko 8 odsto ukupnih javnih rashoda, a kapitalne investicije 4,7 odsto. Rashodi za kupovinu roba i usluga rastu samo do nivoa inflacije u posmatranom periodu. Podaci o kretanju rashoda za zaposlene za devet meseci tekuće godine pokazuju realni rast od 5,2% u odnosu na isti period 2004. Kako kod ostalih nivoa vlasti nema značajnijeg realnog rasta zarada, proizilazi da lokalni nivo vlasti najviše doprinosi rastu zarada. Da bi ostvarila neophodne uštede na rashodima za zaposlene, država pokušava da kontroliše rast zarada na lokalnom nivou. Zakonom o budžetu za 2006. godinu ograničen je rast zarada zaposlenih na lokalnom nivou vlasti do nivoa inflacije Opštinama koje ga prekorače će biti uskraćeni transferi koji im pripadaju.

Suficit državnog sistema raste.**Tabela T-13c. Pozicija države kod bankarskog sektora¹⁾**

	2003		2004			2005		
	Dec.	Mar.	Jun	Sep.	Dec.	Mar.	Jun	Sep.
	kumulativni od početka godine, u milijardama dinara							
Ukupno	-7.9	-0.3	10.5	6.5	7.0	-20.2	-16.0	-26.7
Republike i državna zajednica								
Ukupno	-6.4	5.9	16.0	12.5	13.5	-14.4	-8.8	-17.3
Dinarska pozicija	-3.5	2.1	3.4	1.6	0.7	-7.3	-10.0	-16.7
Devizna pozicija	-2.9	3.9	12.6	10.9	12.9	-7.1	1.2	-0.6
Lokalna samouprava								
Ukupno	-1.5	-6.2	-5.5	-6.1	-6.6	-5.8	-7.3	-9.5
NBS	-1.2	-2.5	-1.9	-2.2	-3.8	-5.3	-3.2	-5.0
Poslovne banke	-0.3	-3.7	-3.6	-3.8	-2.8	-0.6	-4.0	-4.5

Izvor: NBS

1) Negativna stavka označava depozit države, a kredit je pozitivan

Neto efekti dobijeni evidencijom tokova prihoda i rashoda prilično se razlikuju od onih zabeleženih u monetarnim računima.

Merenje ostvarenog fiskalnog suficita zasluži posebnu pažnju. Neto efekti dobijeni evidencijom tokova prihoda i rashoda prilično se razlikuju od neto efekata zabeleženih u monetarnim računima. Tome treba dodati zbrku koju su nedavno unele promene u zvaničnom prikazu fiskalnih računa. U Tabeli T-13a. prikazujemo konsolidovane račune države na bazi podataka objavljenih u *Memorandumu o budžetu*², samo što je za potrebe analize otplata SDŠ

1) Ukoliko se ne potroši do kraja godine suficit se prebacuje u narednu godinu i njime se finansiraju obaveze iz prethodne godine.

2) Memorandum o budžetu i ekonomskoj politici za 2006. sa projekcijama do 2009. godine.

vraćena u troškove.³ Rezultat tako posmatranih konsolidovanih fiskalnih tokova vidi se u trećem delu tabele. Za prva tri kvartala 2005. deficit iznosi 4,2 milijarde dinara, a po zvaničnoj metodologiji (kad se tom iznosu dodaju isplate za SDŠ), suficit iznosi 16,9 milijardi dinara (vidi *Pro Memoria* u Tabeli T-13a). Kad se tako dobijenom deficitu/suficitu dodaju stavke iz finansiranja budžeta – uglavnom prihodi od privatizacije, neto prilivi od izdavanja trezorskih zapisa, i inostrano finansiranje — trebalo bi da se dobije tačna promena u poziciji države u bankarskom sistemu. Postojeća fiskalna statistika ne omogućava takvu preciznu evidenciju. U Zakonu o budžetu Ministarstvo Finansija daje komponente finansiranja samo za Republiku, a ne i za ostale nivoe vlasti, pa odatle procenjujemo ukupno finansiranje. Stavka „Rezultat“ u Tabeli T-13a. prikazuje tako dobijenu ocenu kretanja neto pozicije države u bankarskom sistemu, kao proveru evidentiranih tokova priliva i odliva. Za prva tri kvartala 2005. dobija se 24,1 milijarda dinara neto akumulacije državnih depozita u bankama, što je iznenađujuće blizu promeni evidentiranoj na računima države u bankarskom sistemu (26,7 milijardi dinara, takođe vidi *Pro Memoria*). U prethodnoj godini, međutim, postoji velika nepodudarnost između ovako dobijenih podataka (suficit od 19,9 milijardi dinara prema evidentiranim tokovima, a deficit od 7 milijardi dinara prema promeni pozicije u bankarskom sistemu).

Fiskalni okvir usvojen Zakonom o budžetu, i pored najavljenog povećanja u predviđenom suficitu, može se okarakterisati kao „nastavak dosadašnje prakse“. U sklopu istorijske perspektive koju nam daje Tabela T-13a posle očekivanog izvršenja za 2005. koje je uprkos povećanom suficitu zaista bilo tešnje nego prethodnih godina, za 2006. se predviđa relaksacija.⁴ Realni rashodi, posle stagnacije u 2005, realno rastu za 3,9 odsto u 2006. Zakonodavac je očigledno zaključio da ni u 2006. godini subvencije neće moći nominalno da se smanje. Izdaci na zaposlene će se zadržati realno nepromenjenim, zahvaljujući linearnom smanjivanju zaposlenih u toku ove godine. Rashodi rastu zbog daljeg porasta prava iz socijalnog osiguranja, i zbog predviđenog porasta investicija.

Predviđeni porast suficita nastaje zahvaljujući bržem rastu prihoda (4,5 odsto realno) od rashoda. Predviđa se da PDV i dalje realno raste brže od privrede, a da se carinske dažbine optimistično oporave čitavih 10 odsto (realno) posle stagnacije u ovoj godini. S obzirom na performansu PDV u drugim zemljama, na to da je uvoz u ovoj godini pretrpeo atipičnu dolju i da se očekuje podizanje carina u sklopu pregovora sa STO, ovakva performansa prihoda je moguća, ali stoji na krhkim nogama.

Realizaciju planiranog fiskalnog okvira najviše ugrožava pretpostavka o inflaciji od 10,4 % na kojoj je građen. Ne sumnjamo da će inflacija biti brža, što znači da će od samog početka prihodi rasti brže ali će i rashodi biti pod neizdrživim pritiskom da se povećaju. Do rebalansa u junu, računica predviđena u usvojenom budžetu biće neprepoznatljiva, što umanjuje kontrolu nad predviđenim tokovima.

Ipak, najveći problem sa predviđenim fiskalnim okvirom je taj što njegova struktura ne odražava preokret u politici javnih rashoda, odnosno ozbiljniju nameru države da promeni način na koji radi. Smanjenje troškova svodi se na realni pad od 4,4 odsto u subvencijama i od 1,8 odsto u kupovini robe i usluga, bez jasnih prioriteta koji bi bili neophodni da je reč o dubljim rezovima koji prate istinsku reorganizaciju i racionalizaciju rada.

Fiskalni okvir usvojen Zakonom o budžetu može se okarakterisati kao „nastavak dosadašnje prakse“.

Nema nagoveštaja neophodnog preokreta u politici javnih rashoda.

3 Naš stav da troškovi otplate starog deviznog i sličnih dugova treba da se tretiraju kao javni troškovi a ne kao finansiranje je objašnjen u QM1.

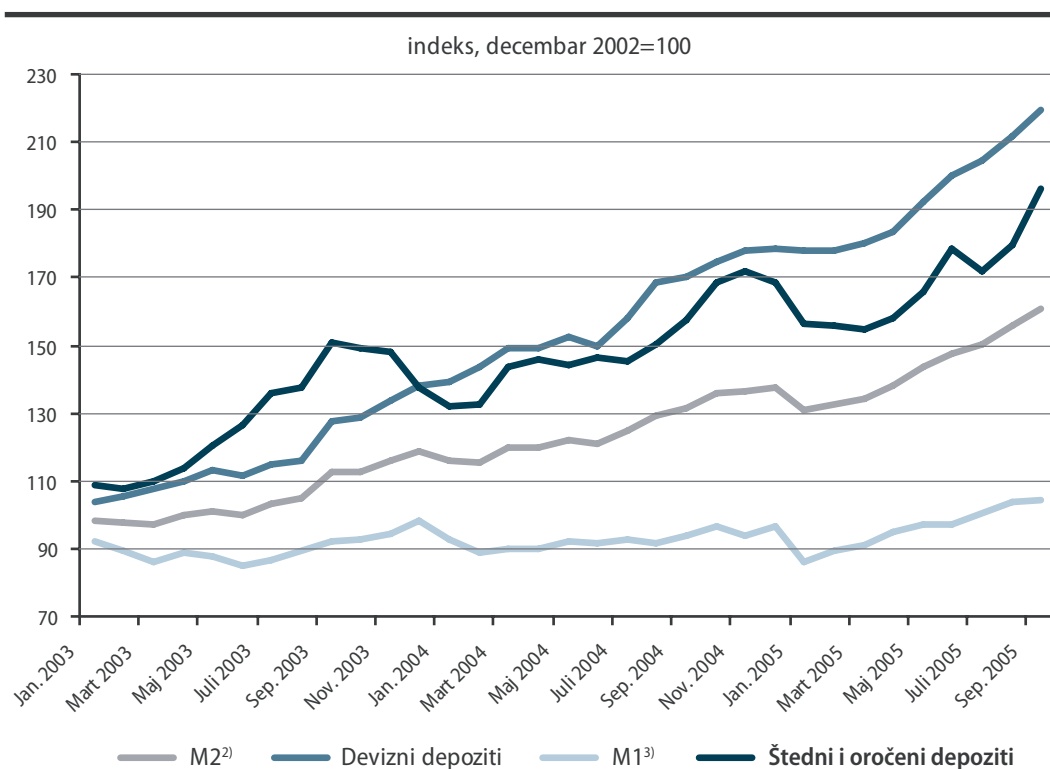
4 Tabela prenosi podatke o konsolidovanim prihodima i rashodima onako kako su prikazani u Memorandumu o budžetu i ekonomskoj politici za 2006. sa projekcijama do 2009. godine podnetom na usvajanje Skupštini u oktobru.

7. Monetarni tokovi i politika

Rast likvidnosti sistema, trend koji je izražen u celoj 2005. godini, nastavlja se i u trećem kvartalu. Rast monetarnih agregata je stabilan, uz blago sezonsko ubrzanje. Naglašen je porast depozita kao osnovnog izvora finansiranja ukupne privredne aktivnosti, koji je vođen porastom devizne štednje stanovništva. Na dominaciju domaćih izvora finansiranja uticale su i diferencirane mere monetarne politike (detaljnije u Okviru 1). Rast kredita stanovništvu je ubrao, verujemo, u najvećoj meri zbog ukidanja čeka na početak. Devizne rezerve dostižu novi rekord, a naponi NBS da obuzda monetarnu ekspanziju ostaju bez većih efekata i pored znatne državne sterilizacije. U avgustu je NBS kao instrument sterilizacije ponovo uvela blagajničke zapise, ali su repo plasmani znatno usporili rast u poređenju s prethodnim kvartalom.

Grafikon T-11. Srbija: Novac i njegove komponente, realno stanje u periodu 2003-2005¹⁾

Monetarni rast vođen je rastom deviznih depozita.



Izvor: Tabela P-5 u Analitičkom prilogu.

1) Indeksi agregata su prevedeni u realne izraze primenom indeksa cena na malo.

2) M2 se odnosi na M3 u prihvaćenoj metodologiji u Srbiji, i obuhvata gotov novac u opticaju, depozite po viđenju privrede i domaćinstava, oročene dinarske depozite privrede i domaćinstava i devizne depozite privrede i domaćinstava.

3) M1 obuhvata gotov novac u opticaju i depozite po viđenju privrede i stanovništva.

Kreditu privredi rastu sporije od novčane mase.

Porast M2¹⁾ u trećem kvartalu u odnosu na isti period 2004 godine i dalje je na visokom ali stabilnijem nivou nego u prethodna dva kvartala, i iznosi 42,6 % (Tabela T-14). I pored jasnog sezonskog uticaja (Grafikon T-11), monetarni rast je ubrao u odnosu na decembar 2004 čak i u realnim merilima. U septembru 2005 godišnja stopa rasta realnog M2 iznosila

1) Definicija M2 po metodologiji MMF-a - odnosi se na M3 u prihvaćenoj metodologiji u Srbiji i obuhvata gotov novac u opticaju, depozite po viđenju, oročene dinarske depozite i devizne depozite.

je 22,3 % prema 18,6 % krajem prošle godine. Krediti banaka nedržavnom sektoru su i dalje znatno iznad M2, i rastu po godišnjoj stopi od 50,0 %, ali se primećuje blaga tendencija opadanja tog ritma (*Tabela T-14*). Realna kreditna ekspanzija, međutim, usporava, pa je godišnja stopa na kraju trećeg kvartala vidno niža u poređenju sa istim periodom prethodne godine (28,8 % prema 33,3 %). Zbog toga je prirast kredita nedržavnom sektoru u 2005. godini zaključno sa trećim kvartalom (28,8 % početnog M2) konačno sveden na nivo ispod prirasta monetarne mase (30,9 % početnog M2).

Veliki devizni priliv kroz povećanje deviznih depozita nedržavnog sektora i zaduživanje banaka kod nerezidenata više je konvertovan u dinare nego što je potrošen na uvoz, zbog čega devizne rezerve rastu. U prvih devet meseci 2005. ostvarena je rekordna akumulacija neto strane aktive (NSA) u iznosu od 548 miliona evra (13,5% od početnog M2), što je više nego dvostruko iznad nivoa prethodnog kvartala (*Tabela T-14*). To se uočava i u platnom bilansu, gde je rast deviznih rezervi radikalno viši u odnosu na isti period prošle godine.

Sterilizacija pomoću državnih depozita smanjila je prirast novca za 5,3 odsto početnog M2 (*Tabela T-14*). Akumulacija dinarskih depozita države, kojom je ostvarena gotovo celokupna sterilizacija, nastavlja rast. Devizni depoziti se, međutim, ne akumuliraju u tolikoj meri. Njihov doprinos ukupnoj sterilizaciji u 2005. godini je zaključno sa septembrom iznosio svega 0,2 % početnog M2, jer su gotovo sva sredstva od privatizacije banaka iz prve polovine godine potrošena na isplatu stare devizne štednje. S druge strane, neto zaduženje države u inostranstvu je znatno smanjeno usled povećanja iznosa rata otplata kredita (videti diskusiju u odeljku o platnom bilansu).

Tabela T-14. Srbija: Rast novca i agregata koji mu doprinose, 2003-2005

	2003		2004				2005		
	Dec.	Mar.	Jun	Sep.	Dec.	Mar.	Jun	Sep.	
	12-m, u %								
M2 ¹⁾	27,9	32,3	32,3	30,5	31,9	31,8	42,5	42,6	
Devizni depoziti	48,9	49,2	46,6	48,4	47,1	41,8	55,9	50,1	
Kreditni nedržavnom sektoru ²⁾	33,8	32,2	36,7	43,8	51,6	54,8	51,5	50,0	
Privreda	27,4	25,0	29,0	32,0	37,1	42,1	38,6	36,8	
Domaćinstva	78,8	82,5	82,6	110,5	125,0	115,7	105,2	97,3	
	kumulativi, u % od početnog M2 ³⁾								
M2 ¹⁾	27,9	2,6	7,3	21,1	31,9	2,5	15,9	30,9	
M2 dinarski ⁴⁾	7,3	-2,3	0,3	4,2	8,9	-0,8	4,4	10,5	
Devizni depoziti (privreda i domaćinstva)	14,3	3,7	3,9	11,0	12,6	2,5	9,2	16,1	
Neto strana aktiva (NSA)	12,5	-8,4	-16,5	-12,9	-11,7	0,7	5,4	13,5	
od čega: obaveze posl. banaka prema inostranstvu	-2,4	-3,1	-7,0	-13,9	-18,7	-3,9	-8,2	-11,6	
Neto domaća aktiva (NDA)									
Kreditni nedržavnom sektoru ²⁾	22,9	5,7	14,3	26,0	36,6	8,4	16,3	28,8	
Kreditni državi, neto ⁵⁾	-2,7	2,5	6,5	5,1	5,5	-4,4	-2,7	-5,3	
	kumulativi, u % od godišnjeg MDP ⁶⁾								
Kreditni državi, neto ⁵⁾	-0,6	0,5	1,4	1,0	1,1	-1,1	-0,6	-1,2	
od čega: dinarski	-0,3	0,2	0,3	0,1	0,1	-0,5	-0,7	-1,1	
Kreditni nedržavnom sektoru ²⁾	4,0	1,2	3,0	5,3	7,1	2,0	3,8	6,3	

Izvor: *Tabela P-5 u Analitičkom prilogu.*

1) Videti funotu 2 u Grafikonu T-11.

2) Krediti nedržavnom sektoru - krediti privredi i domaćinstvima.

3) "Početnim M2" označava se stanje M2 na početku odnosno godine, tj. kraju prethodne.

4) Novčana masa: dinarski M2 - odnosi se na M2 u prihvaćenju metodologiji u Srbiji, i obuhvata gotov novac u opticaju, depozite po viđenju privrede i domaćinstava i oročene dinarske depozite privrede i domaćinstava.

5) Krediti državi, neto - razlika između kredita (dinarskih i deviznih) i depozita (dinarskih i deviznih) države.

6) BDP (Bruto društveni proizvod) korišćen u proračunima centriran je na godišnjem nivou.

Napomena: Podaci (naročito zaduživanje banaka u inostranstvu i devizni krediti banaka državi) istorijski su revidirani u skladu sa izmenama u avgustovskom broju *Statističkog biltena NBS*, i zato se razlikuju od podataka iz *QM 1*.

Devizne rezerve rekordno rastu...

...a njihova sterilizacija državnim fondovima dobija na značaju.

Rast kredita nastavlja tendenciju usporavanja...

...i u apsolutnom izrazu sveden je ispod rasta M2...

...ali je i dalje iznad prošlogodišnjeg rasta u procentima BDP.

Tabela T-15. Srbija: Monetarni pregled, 2003-2005

	2003		2004			2005		
	Dec.	Mart	Jun	Sep.	Dec.	Mart	Jun	Sep.
Bilans monetarnog sistema pokazuje brz rast.								
STANJE								
u milionima dinara, na kraju perioda								
Neto strana aktiva (NSA)	150.952	133.174	116.740	131.048	143.045	147.520	166.237	198.041
od čega: rezerve NBS	193.700	187.951	199.126	217.108	244.837	272.654	302.596	358.226
od čega: obaveze poslovnih banaka	-23.613	-31.770	-43.167	-63.298	-81.300	-95.127	-111.774	-126.076
Neto domaća aktiva (NDA)	93.914	118.135	145.905	165.486	180.037	183.792	208.058	224.717
Kreditni državi, neto ¹⁾	-8.415	-2.498	7.554	4.130	5.115	-9.236	-3.669	-12.169
od čega: dinarski krediti, neto	3.896	5.948	7.250	5.521	4.557	-2.704	-5.459	-12.134
od čega: devizni krediti, neto	-12.311	-8.446	304	-1.391	558	-6.532	1.790	-35
Kreditni nedržavnom sektoru ²⁾	173.687	187.695	208.657	237.461	263.292	290.513	316.028	356.294
Ostale stavke	-71.358	-67.062	-70.306	-76.105	-88.370	-97.485	-104.301	-119.408
Novčana masa M2 ³⁾	244.866	251.309	262.645	296.534	323.082	331.312	374.295	422.758
Novčana masa: dinarski M2 ³⁾	124.886	119.341	125.700	135.146	146.584	144.128	160.766	180.449
Gotov novac u opticaju	42.979	38.004	40.347	42.463	45.165	39.368	42.316	47.283
Devizni depoziti (privreda i domaćinstva)	119.980	131.968	136.945	161.388	176.498	187.184	213.529	242.309
STRUKTURNI POKAZATELJI								
Gotov novac u opticaju / Dinarski depoziti (privreda i domaćinstva), u %	52,5	46,7	47,3	45,8	44,5	37,6	35,7	35,5
Devizni depoziti (privreda i domaćinstva)/M2 (%)	49,0	52,5	52,1	54,4	54,6	56,5	57,0	57,3
Koeficijent obrta (BDP ⁵⁾ /M2)	4,5	4,5	4,5	4,1	3,9	4,0	3,8	3,5
TOK								
u milionima evra, kumulativni od početka god. ⁶⁾								
Bruto rezerve NBS	598,8	-142,8	-76,6	59,3	229,2	299,3	591,0	1.164,7
Obaveze poslovnih banaka	-75,6	-109,5	-252,4	-498,3	-672,0	-156,0	-332,7	-470,9
Devizni depoziti (privreda i domaćinstva)	446,2	134,3	141,0	395,5	452,9	100,2	370,4	651,5
Država: devizni depoziti	-64,1	43,6	179,5	147,2	154,2	-99,4	9,5	-55,0

Izvor: Tabela P-5. u Analičkom prilogu.

1) Videti fusnotu 5 u Tabeli T-14.

2) Videti fusnotu 2 u Tabeli T-14.

3) Videti fusnotu 2 u Grafikonu T-11.

4) Videti fusnotu 4 u Tabeli T-14.

5) Videti fusnotu 6 u Tabeli T-14.

6) Npr. cifra u koloni za decembar 2003. god. predstavlja promenu stanja (u evrima) za period decembar 2002. - decembar 2003. god.

Napomena: Podaci (naročito zaduživanje banaka u inostranstvu i devizni krediti banaka državi) istorijski su revidirani u skladu sa izmenama u avgustovskom broju *Statističkog biltena NBS*, i zato se razlikuju od podataka iz *QM 1*.**Domaći izvori, pre svega devizna štednja, pretekli su inostrane.**

U strukturi kreditnog potencijala banaka u trećem kvartalu je prirast domaćih izvora finansiranja (depozita privrede i stanovništva u ukupnom iznosu od 897 miliona evra) bio znatno veći od prirasta inostranih (zaduženja u inostranstvu i kapitala u ukupnom iznosu od 659 miliona evra). Samo u trećem kvartalu, kreditni potencijal² banaka porastao je za dodatnih 600 miliona evra, i trenutno je za čak 1556 miliona evra viši u odnosu na stanje krajem prethodne godine (Tabela T-16). Učešće domaćih izvora u prirastu ukupnog kreditnog potencijala je prošle godine bilo ispod učešća stranih, ali je od sredine 2005. godine ovaj odnos promenjen. Učešće stranih izvora finansiranja u kreditnom potencijalu banaka smanjeno je, zahvaljujući merama kojima NBS nastoji da smanji likvidnost sistema u celini, ali NBS, nije uspela da obuzda priliv stranog kapitala (Okvir 1). To se ogleda u bilansima banka, odnosno u izraženom porastu

2 Pod kreditnim potencijalom ovde se podrazumevaju svi raspoloživi izvori za kreditiranje klijenata – devizni i dinarski depoziti (domaći izvori), zatim devizne obaveze banaka prema inostranstvu (uključujući i račune nerezidenata) i kapital i rezerve.

Tabela T-16. Srbija: Poslovanje banaka - Izvori i struktura plasmana, tokovi, 2003-2005

	2003			2004			2005		
	Dec.	Mart	Jun	Sep.	Dec.	Mart	Jun	Sep.	
u milionima evra, kumulativi od početka god.									
Izvori sredstava (-,povlačenje)	261	-127	-371	-948	-1.085	-306	-956	-1.556	
Depoziti stanovništva	-284	-89	-136	-219	-328	-142	-345	-564	
od čega: devizna štednja	-274	-82	-151	-239	-365	-145	-323	-535	
Depoziti privrede	-241	23	35	-185	-149	82	-149	-332	
od čega: dinarski depoziti	-78	76	27	-29	-63	37	-103	-216	
Zaduživanje u inostranstvu	-76	-109	-252	-498	-672	-156	-333	-471	
Kapital i rezerve	862	49	-17	-47	64	-91	-130	-188	
Devizne rezerve (-,povlačenje)	16	-63	-195	-45	-47	-96	-20	-47	
Plasmani	705	204	463	747	896	321	681	1.140	
Privreda	299	102	210	349	366	234	331	504	
Stanovništvo	156	45	139	275	388	54	190	405	
Repo plasmani ¹⁾	9	-1	46	30	-14	21	194	215	
Neto kreditiranje države ²⁾	241	58	69	93	155	12	-33	16	
PRO MEMORIA									
Obavezne rezerve i depoziti	122	-8	30	134	193	51	267	472	
Ostala potraživanja od NBS (neto) ³⁾	-33	-67	-51	-86	12	-67	-33	-26	
Ostale stavke ⁴⁾	-1.071	61	130	199	31	97	61	17	
Stope obavezne rezerve ⁵⁾ (%)									
Dinarska osnovica	20	18	18	21	21	21	20	20	
Devizna osnovica	20	18	18	21	21	21	26	29	

Prednjače domaći izvori.

Zaduženje u inostranstvu usporava, ali ino-sredstva ulaze putem uvećanja kapitala.

NBS kroz stopu obavezne rezerve pokušava da uspori zaduženje u inostranstvu.

Izvor: Tabela P-6. u Analitičkom Prilogu.

1) U repo plasmane su uključene državne hartije i blagajnički zapisi NBS, koji su prvobitno zamenjeni državnim hartijama u januaru 2005. god. da bi ponovo bili uvedeni u devet meseci kasnije.

2) Neto kreditiranje države: krediti odobreni državi umanjeni za depozite države u poslovnim bankama; negativni predznak označava veći porast depozita nego kredita.

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, međubanarski odnosi, neto i ostala pasiva isključujući kapital i rezerve.

5) Odnosi se na stopu koja je važila na kraju odnosnog perioda. Za tačan mesec promene videti Okvir 1.

Napomena: Podaci (naročito zaduživanje banaka u inostranstvu i devizni krediti banaka državi) istorijski su revidirani u skladu sa izmenama u avgustovskom broju *Statističkog biltena NBS*, i zato se razlikuju od podataka iz QM 1.

kapitala banaka. Samo u trećem kvartalu, banke su iz inostranstva unele dodatnih 58 miliona evra kapitala, tako da je u 2005. godini ukupan prirast njihovog kapitala bio 188 miliona evra, gotovo četvorostruko više nego u istom periodu prethodne godine (Tabela T-16).

Samo u trećem kvartalu, devizna štednja stanovništva porasla je za 211 miliona evra (Tabela T-16), dok prirast u 2005. godini iznosi rekordnih 535 miliona evra. Ovaj iznos, međutim, nije u potpunosti nova devizna štednja stanovništva, jer su u njega uključeni i depoziti koje fizička lica imaju obavezu da polože da bi im kredit bio odobren (potrošački krediti odobravaju se uz prosečni depozit/učešće od 20%). Takođe, od kraja maja 2005, na isplatu je dospela još jedna rata stare devizne štednje, od čega je sigurno deo ostao u bankama. Ipak, u prilog porastu štednje stanovništva govori to da opada učešće isplata stare devizne štednje u ukupnoj novoj deviznoj štednji građana. U drugom i trećem kvartalu 2005 je ovaj odnos vidno smanjen u odnosu na 2004. godinu. Odnos isplate stare štednje i ukupne nove štednje u 2005 bio je 8,8% u drugom i 1,4% u trećem kvartalu, dok je 2004. godine taj isti odnos bio 12,1%, odnosno 15,8%.

Devizna štednja stanovništva sigurno raste.

Rezerve na deviznu osnovicu se udvostručuju...

Okvir 1: Mere centralnih monetarnih vlasti i njihov uticaj na smanjenje likvidnosti privrede i na štednju stanovništva

1. Zaduženje banaka u inostranstvu

Naglo ubrzanje zaduženja banaka u inostranstvu počinje polovinom 2004. godine, kada godišnje stope rasta dostižu 200% a do kraja godine čak 250%. Velike količine sredstava stvaraju inflatorne pritiske, pa NBS u decembru 2004. proširuje deviznu osnovicu za obračun obavezne rezerve za kredite iz inostranstva (videti *Tabelu T-17*).

Tabela T-17. Stope obavezne rezerve banaka kod NBS¹⁾

	Važi počev od:							
	07/2003	07/2004	12/2004	05/2005	08/2005	10/2005	11/2005	12/2005
Stopa na: (u %)								
dinarsku osnovicu	18	21	21	20	20	18	18	18
deviznu osnovicu	18	21	21	26	29	35	35	38
Najvažnije izmene i dopune:			uvođenje obavezne rezerve na kredite iz inostranstva	razdvajanje dinarske i devizne osnovice			stopa 35% važi i za indeksirane dinarske depozite	

Izvor: NBS.

Napomene:

1) Obavezne rezerve na deviznu štednju su, zbog posebne dinamike, prikazane u Tabeli T-18.

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), 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; iznos obaveza po deviznoj štednji položenoj kod banaka posle 30.06.2001; iznosi nastali u vezi sa regulisanjem duga po staroj deviznoj štednji; i iznosi u vezi sa reprogramiranim dugom prema poveriocima Pariskog i Londonskog kluba. Osnovica se umanjuje za iznose dugoročnih stambenih kredita osiguranih kod Nacionalne korporacije za osiguranje stambenih kredita.

Iako je zaduživanje u inostranstvu usporeno, ova mera nije dala željene efekte. U prvoj polovini 2005. godine godišnja stopa rasta jeste smanjena ali je i dalje visoka. Zato, od početka trećeg kvartala, NBS uvodi nove mere (*Tabela T-17*). Iako su dodatne restrikcije NBS svele godišnju stopu rasta ino-zaduženja banaka na nivo s kraja prve polovine 2004, odnosno na nivo koji je postojao pre početka naglog skoka zaduženja, bilansni podaci banaka ukazuju na značajan priliv sredstava iz inostranstva putem uvećanja kapitala banaka, o čemu je već bilo reči (*Tabela T-16*). Zato NBS dodatno podiže stopu obavezne rezerve na devizna sredstva i u četvrtom kvartalu.

2. Devizna štednja stanovništva

Osim što teže da smanje zaduživanje u inostranstvu, monetarne vlasti pokušavaju da podstaknu finansiranje privredne aktivnosti iz domaćih izvora pa su mere usmerene i na podsticaj štednje stanovništva. Sve do polovine 2004. godine banke su bile obavezne da blokiraju 50% prikupljenih deviznih depozita stanovništva kod NBS. U maju 2004. ova stopa je prvi put smanjena na 47% gde se zadržala do avgusta 2005. godine. NBS od tada postupno umanjuje procenat izdvajanja sredstava banaka po osnovu nove devizne štednje (*Tabela T-18*).

Tabela T-18. Stope izdvajanja sredstava banaka po osnovu nove devizne štednje kod NBS

	Važi počev od:						
	2001	05/2004	08/2005	09/2005	10/2005	11/2005	12/2005
Stopa u %	50	47	45	43	42	41	40

Izvor: NBS.

...a na deviznu štednju padaju.

Smanjenje izdvajanja po osnovu prikupljene devizne štednje stanovništva direktno utiče na smanjenje troškova banaka, što bi trebalo da se odrazi i na kamatne stope. Pasivne kamate na štednju jesu porasle u trećem kvartalu, u proseku za oko jedan odsto. Efekti pomenutih mera NBS mogli bi biti vidljivi najranije krajem 2005, jer je liberalizacija počela tek u trećem kvartalu.

Efekti mera NBS

Likvidnost sistema je i dalje visoka i raste nesmanjenim tempom. U strukturi bankarskih izvora finansiranja bilansna slika ipak pokazuje značajne promene.¹ Monetarna politika uspela je da utiče na to da se bankarski izvori sa inostranih preusmere na domaće, što se jasno vidi u *Tabeli T-16*. Još sa drugim kvartalom, prirast domaćih izvora sredstava banaka (depoziti stanovništva i privrede u ukupnom iznosu od 493 miliona evra od početka godine) se izjednačio, čak blago prestigao prirast stranih izvora (zaduživanje u inostranstvu i kapital banaka u ukupnom iznosu od 462 miliona evra u istom periodu). Napominjemo da ovakva promena strukture bankarskih izvora nije registrovana u QM 1, jer je postala vidljiva tek sa avgustovskim brojem Statističkog biltena NBS, odnosno posle izvršenih istorijskih korekcija podataka o zaduženju banaka u inostranstvu (videti *Napomenu u Tabelama T-14, T-15 i T-16*).

¹ Pod izvorima finansiranja privrede podrazumevaju se domaći izvori - depoziti (dinarski i devizni) privrede i stanovništva s jedne, i strani izvori - zaduženje banaka u inostranstvu, uključujući i kapital banaka, s druge strane. Ovde se kapital banaka svrstava u strane izvore zbog izraženog procesa dokapitalizacije banaka koje su u stranom vlasništvu.

Pribavljena sredstva su plasirana u kredite privredi i stanovništvu, ali i u rekordnu količinu državnih hartija kroz repo transakcije (*Tabela T-16*). Krediti nedržavnom sektoru (privredi i stanovništvu) su u trećem kvartalu 2005 porasli za 389 miliona evra, a od početka godine za 909 miliona evra. Analiza kretanja kredita privredi i stanovništvu predstavljena je na *Grafikonu T-12* koji poredi kumulativni prirast kredita privredi i stanovništvu u 2005 i 2004. godini. Kad je reč o kreditima privredi, ako se izuzme prvi kvartal 2005 kada je skoku kreditiranja verovatno doprinela tražnja usled uvođenja PDV, kvartalni porast u 2005 sličnog je intenziteta kao i u prethodnoj godini.

Kretanje kredita stanovništvu se ubrzava. Samo u trećem kvartalu ovi krediti su porasli za 215 miliona evra (sa 190 miliona prirasta od početka godine do juna, na 405 miliona u septembru), dok je 2004. godine ovaj prirast bio upola manji (sa 139 miliona evra na 275 miliona evra). Tendencija ubrzanja ovih kredita je još uočljivija na *Grafikonu T-12*. Naime, posle mera koje je NBS sprovela u cilju ograničenja ekspanzije kreditiranja stanovništva – čiji efekat je jasno vidljiv u drugoj polovini i krajem 2004. godine - prirast ovih kredita u prvoj polovini 2005 je relativno nizak. Ipak, u drugoj polovini godine, prirast se očigledno uvećava. Ponovno ubrzanje kreditiranja stanovništva verovatno je posledica ukidanja čeka kao instrumenta kreditiranja. Onaj deo kredita koji do sada nije bio registrovan jer je cirkulisao zabeležen samo u ispisanim čekovima, prelazi u formalne tokove i tako utiče na uvećanje ukupnih plasmana.³ Dakle, reč je o posledicama registrovanja kreditiranja preko čeka s odloženim plaćanjem, a ne o dodatnom ubrzanju kredita stanovništvu. Prema našoj proceni, pretakanje odloženog plaćanja putem čeka u potrošačke kredite moglo bi da dovede do porasta istih do kraja godine za bar 150 miliona evra (videti *Okvir 2*). Pošto je reč o značajnim iznosima, proces «uterivanja» neevidentiranog kreditiranja čekom u formalne tokove će do kraja godine sigurno uticati na dalji porast ovakvih kredita.⁴

Prosečan prirast kredita privredi je već duže vreme stabilan.

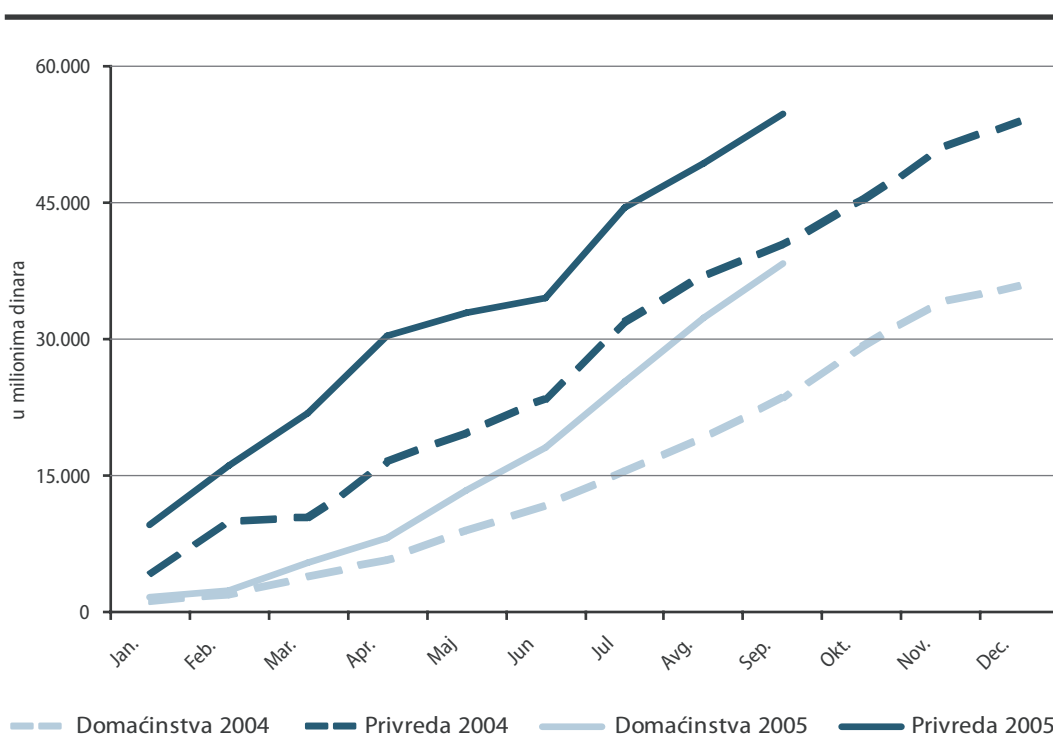
Potrošački krediti zamenjuju ček na poček.

³ Za razliku od prometa po platnim karticama, odložena plaćanja čekovima građana nisu evidentirana, odnosno ne ulaze u iznos ukupnih kredita stanovništvu.

⁴ Procenama o tome koliki deo od ukupnih kredita stanovništvu je zaista bio u sivoj zoni, bavićemo se u narednom broju QM, – kada odloženo plaćanje čekom bude u potpunosti obustavljeno.

Rast kredita privredi stabilan, krediti stanovništvu ubrzavaju - najverovatnije posledica ukidanja čeka na odloženo.

Grafikon T-12. Srbija: Krediti privredi i stanovništvu, 2004 vs. 2005 (kumulativi od početka godine u dinarima)



Izvor: Tabela P-5 u Analitičkom prilogu.

NBS ponovo uvodi blagajničke zapise kao instrument usisavanja likvidnosti sistema.

Da u likvidnosti sistema ima problema jasno ukazuje rekordna količina državnih hartija, a od septembra i blagajničkih zapisa NBS. Repo operacije u 2005. godini naglo rastu od kada su uvedene januara ove godine i zaključno sa septembrom, dostižu visinu od 212 miliona evra (18.052 miliona dinara). Njihov rast vidno usporava u trećem kvartalu u odnosu na prvu polovinu godine, kada su ti iznosi vrtoglavo porasli (videti *Tabelu T-19*). Novina je i to da je NBS u ovom kvartalu ponovo uvela blagajničke zapise.⁵ Fond državnih obveznica kojima je NBS raspolagala potpuno je iscrpljen u septembru zbog jakih pritisaka na likvidnost, te su monetarne vlasti počele ponovo da prodaju blagajničke zapise, ovog puta preko repo aukcija.

Rast primarnog novca znatno ubrzava, pad tražnje za gotovinom usporava.

Godišnja stopa rasta primarnog novca u trećem kvartalu je 25,0%, što je preko 10 procentnih poena iznad nivoa drugog kvartala, ili dva i po puta više nego u decembru 2004 (*Tabela T-19*). Takav rast primarnog novca naročito je veliki ako se uzme u obzir da je u toku ekspanzija platnih kartica (videti *Okvir 2*). Odnos gotovine u opticaju prema dinarskim depozitima je na kraju trećeg kvartala bio isti kao i u drugom (35,5%), ali znatno niži nego u septembru 2004. godine, kada je iznosio 45,8% (*Tabela T-15*).

Zaključno s trećim kvartalom, u 2005. godini država i NBS sterilisale su 45 milijardi dinara (*Tabela T-19*), dok je kumulativno od početka godine iznos primarnog novca bio 3,2 milijarde dinara. Samo u trećem kvartalu, i pored toga što su NBS i država otkupom deviza (neto akumulacijom deviznih rezervi) sterilisale čak 10,3 milijarde dinara, primarni novac porastao je za čak 8,7 milijardi dinara. U trećem kvartalu 2004, kada je emitovano 6,3 milijarde dinara, primarni novac je znatno manje porastao – za 1,9 milijardi dinara.

⁵ Plasmani u blagajničke zapise NBS su ukinuti početkom 2005, odnosno zamenjeni državnim hartijama.

Tabela T-19. Srbija: NBS - Otkup deviza i sterilizacija, 2003-2005

	2003		2004			2005		
	Dec.	Mar.	Jun	Sep.	Dec.	Mar.	Jun	Sep.
TOK								
u milionima dinara, kumulativi od početka god.								
Devizne rezerve, neto ¹⁾	11.427	-9.341	-1.987	6.174	18.286	10.454	29.092	48.044
Devizne rezerve, neto (u evrima)	175	-135	-28	86	250	130	358	584
Neto Domaća aktiva (NDA)	-10.754	-3.154	-5.741	-12.035	-11.313	-21.723	-34.570	-44.819
Dinarski krediti države	-1.669	-147	-211	-405	2.376	-192	-4.791	-5.414
Dinarski depoziti države	-7.983	-777	-84	-2.811	-9.974	-7.268	-5.253	-9.817
Repo operacije ²⁾	-674	-155	-3.497	-3.001	471	-1.454	-15.855	-18.052
Ostala (domaća) aktiva, neto ³⁾	-428	-2.075	-1.949	-5.818	-4.186	-12.809	-8.671	-11.536
Primarni novac	673	-12.495	-7.728	-5.861	6.973	-11.269	-5.478	3.225
od čega: gotovina u opticaju	-740	-4.975	-2.632	-516	2.186	-5.797	-2.849	2.118
PORAST								
kumulativi, u % od stanja početnog H ⁴⁾								
Devizne rezerve, neto ¹⁾	24,7	-11,4	2,2	18,2	44,0	15,4	42,9	71,6
Neto Domaća aktiva (NDA)	-23,7	-6,4	-13,3	-26,5	-34,0	-30,1	-50,0	-67,4
Dinarski depoziti države	-11,5	-1,1	-0,1	-4,0	-14,2	-9,4	-6,8	-12,8
Repo operacije ²⁾	-1,0	-0,2	-5,0	-4,3	0,7	-1,9	-20,6	-23,5
Ostala (domaća) aktiva, neto ³⁾	-11,2	-5,1	-8,2	-18,2	-20,4	-18,8	-22,6	-31,2
Primarni novac	1,0	-17,9	-11,0	-8,4	10,0	-14,6	-7,1	4,2
od čega: gotovina u opticaju	-1,1	-7,1	-3,8	-0,7	3,1	-7,5	-3,7	2,8
PRO MEMORIA								
Bruto devizne rezerve (tok, kumul. od početka god., u evrima)	598,8	-142,8	-76,6	59,3	229,2	299,3	591,0	1.164,7
Bruto devizne rezerve (u % od primarnog novca sa poč. god., u evrima)	80,9	-8,2	7,8	33,4	73,1	36,1	75,0	147,3
Primarni novac (stopa rasta, 12-m u %)	1,0	-8,7	5,3	1,6	10,0	14,3	14,8	25,0
Gotov novac u opticaju (stopa rasta, 12-m u %)	-1,7	2,9	7,5	8,3	5,1	3,6	4,9	11,4

Izvor: Tabela P-7. u Analitičkom Prilogu.

1) Iz neto deviznih rezervi isključeni su devizni depoziti države.

2) Videti fusnotu 1 u Tabeli T-16.

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

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

Sterilizacija NBS i države bez većih efekata na rast primarnog novca.

Okvir 2: Kartice, ček i gotovina u Srbiji

Struktura plaćanja u Srbiji se značajno menja u poslednje dve godine. Učešće gotovine u opticaju u dinarskim depozitima konstantno opada. Pad je počeo krajem 2002. (preko 10 procentnih poena u 2002. na 52,5% u decembru 2003. godine) nastavlja se i u celoj 2004. godini, ali se u 2005. zaustavio i stabilizovao (videti Tabelu T-15). Među faktorima koji bitno utiču na strukturu plaćanja, važno mesto zauzimaju platne kartice, a vidan je i uticaj ukidanja čeka na početak.

Intenzivnije izdavanje platnih kartica u Srbiji počinje krajem 2002, a u 2003 započet je i projekat Nacionalne platne kartice – DinaCard. Ritam izdavanja platnih kartica još uvek ne jenjava, a u poslednje vreme na njega je sigurno delovalo ukidanje čeka na početak. Na kraju trećeg kvartala 2005. u Srbiji je bilo 3,4 miliona platnih kartica, od čega najviše (preko

Učešće gotovine u novcu pada.

**Platne kartice u 26 000
POS terminala.**

90%) debitnih.¹ Od ovog broja je tokom 2005. zaključno sa septembrom, izdato 1,3 miliona, dok je u trećem kvartalu izdato pola miliona novih kartica. Broj transakcija preko kartica je do kraja septembra 2005 dosegao 6,6 miliona, a ukupan promet 21,3 milijarde dinara. Od toga je u trećem kvartalu realizovano 1,1 miliona transakcija, odnosno 4,6 milijardi dinara prometa. U Srbiji ima 704 bankomata i oko 26 hiljada prodajnih mesta sa POS terminalima (zaključno s trećim kvartalom 2005).

Za razliku od uobičajene prakse u svetu, kod nas je ček doskora imao dve funkcije: sredstvo plaćanja ali i sredstvo kreditiranja. Čekovi u Srbiji nisu bili registrovani, a samim tim ni kontrolisani. Izdavanjem čekova na odloženo, omogućena su dva procesa – kupovina na kredit s jedne strane (koja nigde nije registrovana kao kredit), i de facto emisija novca potpuno van kontrole centralnih monetarnih vlasti, s druge. Upravo iz ovih razloga izdavanje čekova na poček u svetu nije dozvoljeno.² Merama Narodne banke s kraja 2004. godine postepeno se ukida kreditna uloga čeka (videti Tabelu T-20), i do kraja godine će ček na poček u potpunosti prestati da postoji. Naša procena da čekovi sa odloženim plaćanjem iznose najmanje 150 miliona evra zasniva se podatku da je u decembru 2004. godine u sistemu postojalo 16 miliona nerealizovanih čekova i na pretpostavkama da je polovina ovih čekova izdata na odloženo, a prosečan ispisan iznos oko 1500 dinara. To nas upućuje na sliku o opterećenosti građana kreditima u periodu pre tranzicije bankarskog sektora, – sasvim različitu od one koja vlada u stručnoj javnosti. Naime, građani Srbije jesu bili opterećeni kreditima, ali nije postojao način da se ta opterećenost izmeri. Tek sada, po prestanku važenja kreditne funkcije čeka, bićemo u mogućnosti da analiziramo koliko je zaista iznosilo kreditno opterećenje stanovništva u prošlosti.

Tabela T-20. Faze ukidanja čeka na poček

Faze	Period	Rok dozvoljenog odloženog plaćanja
I	01/12/2004 - 31/05/2005	6 meseci
	01/01/2005 - 31/05/2005	5 meseci
	01/02/2005 - 31/05/2005	4 meseca
II	01/03/2005 - 31/08/2005	3 meseca
III	01/09/2005 - 30/11/2005	2 meseca
IV	01/12/2005 - 31/12/2005	1 mesec

Izvor: NBS.

Čeku na poček se bliži kraj.

Već je rečeno da je pad učešća gotovine u opticaju u dinarskim depozitima u sistemu zastavljen u 2005. Gotovina u opticaju jeste smanjena u odnosu na 2004. godinu (videti Tabelu T-15), ali i pored brzog širenja kartica u Srbiji, ovaj nivo je i dalje visok. Razlozi su delimično psihološke prirode – stanovništvo ima naviku da plaća kešom (ili čekom pri odloženom plaćanju), ali verovatno i dalje postoji dobar deo novčanih tokova u sivoj zoni, uprkos PDV i obimnijih transakcija preko kartica. Iako su istraživanja ovog problema još u toku, preliminarni rezultati ukazuju da građani i dalje podižu znatne sume keša iz bankomata. Osim toga, vrlo je verovatno da u kratkom roku sam proces ukidanja odloženog plaćanja čekovima, a imajući u vidu pomenute psihološke faktore, utiče na usporavanje procesa pada gotovine u opticaju u sistemu.

1 Podaci NBS.

2 U svetu je datum izdavanja čeka i datum njegovog dopeća uvek isti, odnosno ne postoji mogućnost odloženog plaćanja. Primera radi, u SAD se "post-datiranje" čeka tretira kao krivično delo.

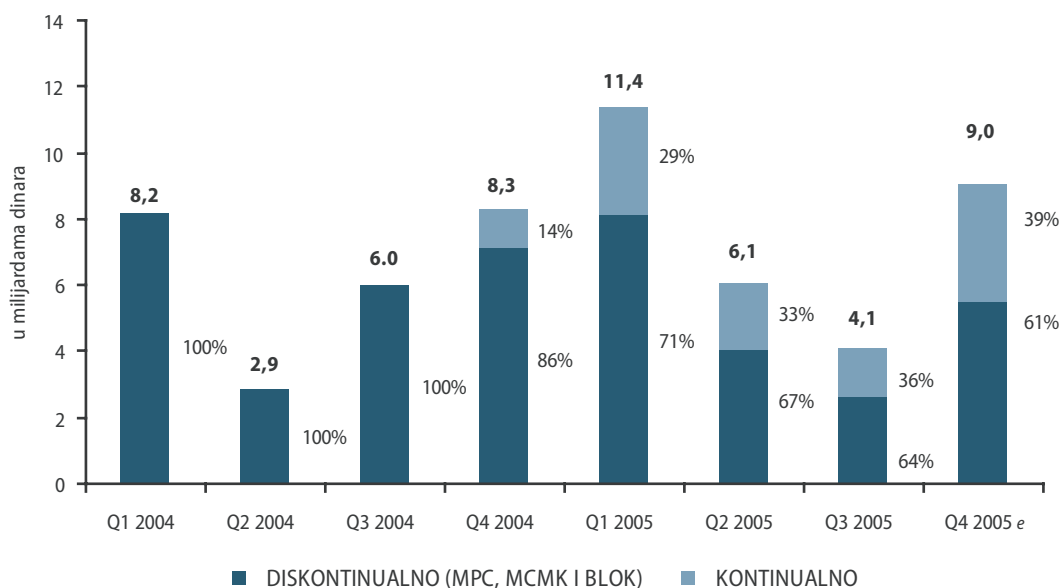
8. Finansijska tržišta

Posle pada u trećem kvartalu, promet akcijama oživljava u četvrtom kvartalu. Oživljavanju je doprinelo uvođenje novih akcija u promet, posebno akcija banaka i osiguravajućih društava. Sva tri indeksa (BELEXfm, BELEX15 i QMI10) beleže ovaj pozitivan razvoj. Promenu vrednosti prometa prati i promena same njegove strukture: trend opadanje diskontinualnog i rasta kontinualnog tržišta se nastavlja. Tržište hartija sa fiksnim prinosom nastavlja trend stabilizacije. Tržište obveznica beleži smirivanje i ujednačavanje stopa prinosa. Stope na Trezorske zapise ročnosti tri i šest meseci u trećem kvartalu beleže pad od gotovo 5 procentnih poena u odnosu na početak 2005. godine, pozicionirajući se na nivou od 15%.

Opadajući trend prometa na tržištu akcija od početka 2005. godine se nastavlja i u trećem kvartalu. Međutim, već sredinom četvrtog kvartala svedoci smo značajnog oživljavanja prometa –kako vrednosno (*Grafikon T-13*)– tako i po broju prodatih akcija (*Grafikon T-14*). Ukoliko se trend izražen u novembru nastavi, procenjujemo da će u četvrtom kvartalu 2005– ukupna vrednost trgovanja dostići 10 milijardi dinara (5 miliona akcija), posle ostvarenih 4,1 milijardi dinara (2,8 miliona akcija) u trećem kvartalu. Na osnovu rezultata u prvoj polovini četvrtog kvartala, opravdano je očekivati da obim trgovanja (u dinarima) dostigne, te i nadmaši nivo s kraja 2004. godine.

U prošlom broju *QM* pisali smo da rast kontinualnog trgovanja delimično kompenzuje pražnjenje diskontinualnog tržišta. Analiza dostupnih podataka za prvu polovinu četvrtog kvartala sugerise da se može očekivati značajno usporavanje pražnjenja, njegovo zaustavljanje, i – ukoliko se uzlazni trend na kontinualnom segmentu trgovanja nastavi sadašnjim tempom do kraja 2005. i početkom 2006. godine – postepen rast tržišta akcija.

Grafikon T-13. Vrsta prometa akcija, 2004-2005



Posle opadajućeg trenda prometa, u narednom kvartalu očekujemo porast na nivo s kraja 2004. godine.

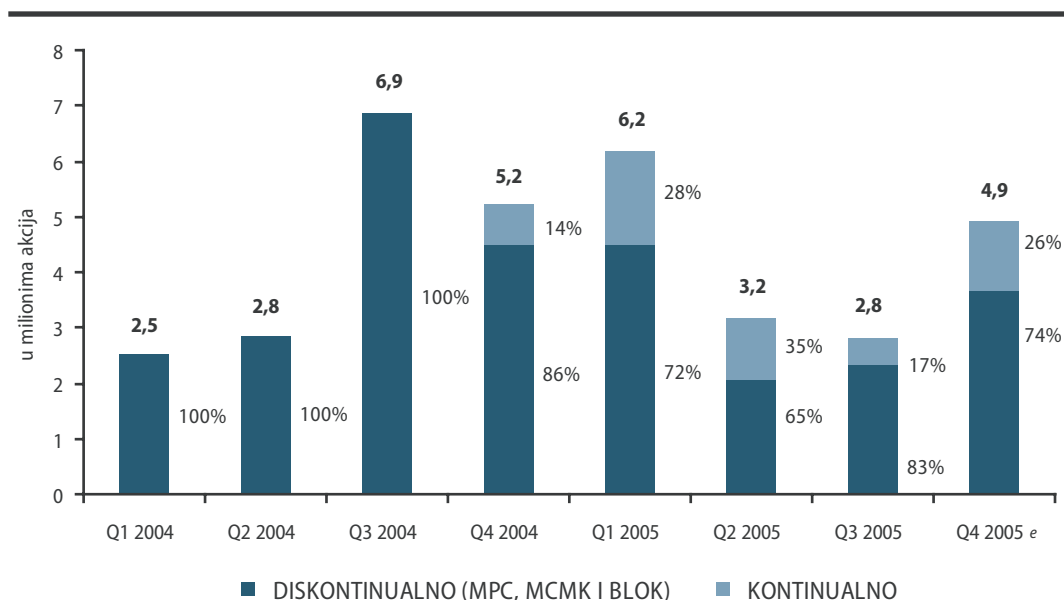
Izvor: Beogradska berza, www.belex.co.yu

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

e – procenjene vrednosti za ceo Q4 2005 dobijene su na osnovu podataka za period 1.10-11.11.2005.

Oscilatorni trend i kontinualnog i diskontinualnog tržišta se nastavlja.

Grafikon T-14. Obim prometa meren brojem prodatih akcija, 2004-2005



Izvor: Beogradska berza, www.belex.co.yu

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

e - Ocenjene vrednosti za Q4 2005 na osnovu podataka za period 01.10-11.11.2005.

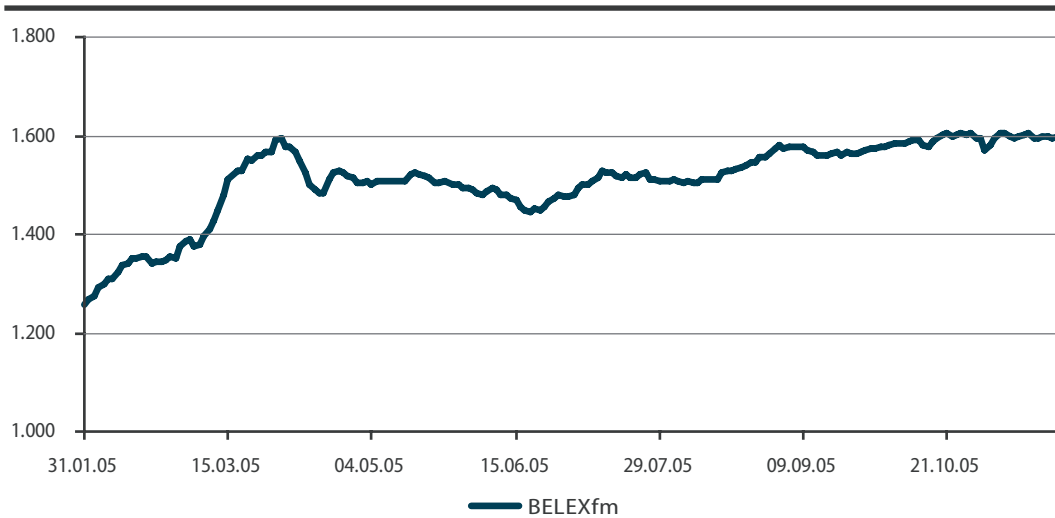
Intenzivira se promet akcijama banaka.

Listing Beogradske berze osvežen je ulaskom akcija nekoliko banaka. U strukturi ukupnog prometa po pojedinačnim akcijama, učešće "starosedelaca" i dalje opada, mada se Hemofarm među njima ističe vrednošću prometa. Najveću novčanu vrednost prometa na kontinualnom tržištu u trećem kvartalu ostvarile su akcije vršačkog »Hemofarma« i pirotskog »Tigra«. Od kada je izašao na tržište juna 2005, promet akcijama kompanije »Tigar« raste. Po prvi put se registruje značajnija aktivnost u trgovini akcijama banaka. Iako su u zvanični listing Beogradske berze uvrštene tek 31. oktobra 2005, akcije AIK Banke ostvarile su udeo od 12,06% u ukupnoj vrednosti trgovanja u prvoj polovini četvrtog kvartala. Akcije ove banke zajedno sa akcijama Centrobanke ostvarile su najveći obim trgovanja po broju prodatih akcija u ovom periodu: 13% odnosno 17%.

Uvođenja novih akcija na listing Beogradske berze (Čačanske banke, Centro banke, AIK banke, »Srboleka«, Panonske banke, »ZorkaPharma«, »Radijatora«, »Fada« i »Mlekare Pančevo«) u trećem i četvrtom kvartalu očigledno je imalo znatan uticaj na promenu strukture trgovanja na kontinualnom tržištu. Dok su u septembru najaktivnije bile akcije Čačanske banke, Centrobanke, »Tigra« i »Hemofarma«, u oktobru je najveća vrednost prometa ostvarena u trgovanju akcijama AIK banke, Centrobanke, »Fabrike kože Ruma« i »Hemofarma«.

Cene akcija na tržištu beleže blagi porast.

Zajedno sa zvaničnim indeksima Beogradske berze (BELEXfm i indeks BELEXI5), i eksperimentalni indeks *Kvartalnog monitora* (QMI10) sugerise oživljavanje tržišta. Indeks Beogradske berze BELEXfm beleži blagi porast uz slabo oscilatorno kretanje u trećem kvartalu. Naime, ovaj indeks svoj istorijski maksimum dostiže 25. oktobra (1606,60 poena), dok je početkom novembra vrednost ovog indeksa bila u blagom padu, i 11. novembra iznosio je 1599,04.

Grafikon T-15. Kretanje BELEXfm indeksa

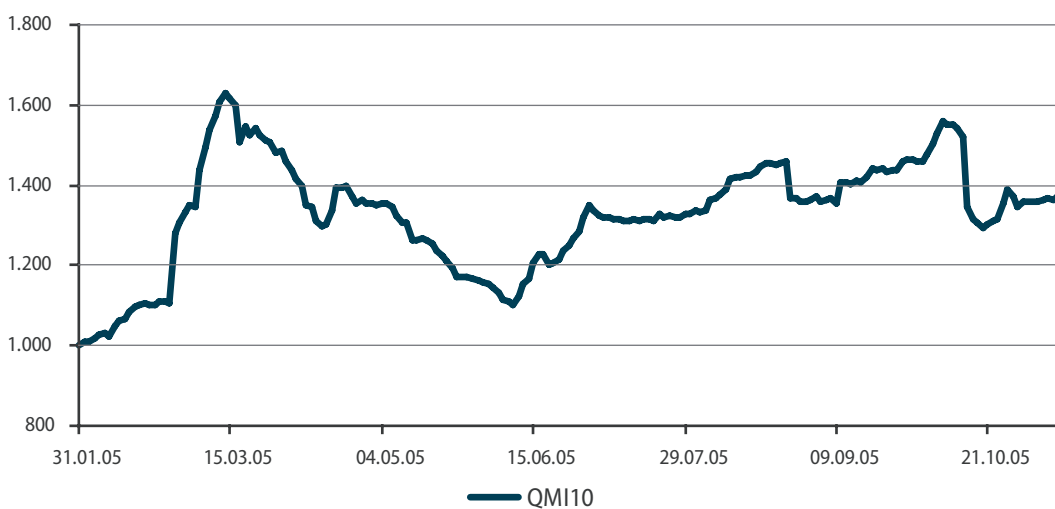
Uz blagi porast u trećem kvartalu, BELEXfm beleži svoj istorijski maksimum 25. oktobra (1606,6 poena).

Izvor: Beogradska berza, www.belex.co.yu

U oktobru je zaživeo još jedan zvanični indeks Beogradske berze – BELEX15.¹ Prema službenom obrazloženju Berze, “namena indeksa je da meri promene cena (price index) akcija na berzanskom i slobodnom berzanskom tržištu kojima se trguje metodom kontinuiranog trgovanja, a koje su prethodno zadovoljile kriterijum za uključivanje u indeksnu korpu. Indeks BELEX15 je prevashodno namenjen unapređenju investicionog procesa, kroz merenje performansi najlikvidnijeg segmenta srpskog tržišta kapitala, kao i kroz mogućnost upoređivanja potencijalnih investicionih strategija prema indeksu“. U indeksnoj korpi se, nakon najnovije revizije, nalaze akcije 15 kompanija.

Od oktobra još jedan zvanični indeks Beogradske berze - BELEX15.

Pored ova dva, QM nastavlja da prati i eksperimentalni indeks QMI10 u čijem je sastavu 10 najlikvidnijih kompanija na Beogradskoj berzi² (Grafikon T-16). Veoma je bitno napomenuti da je način na koji ova tri indeksa opisuju kretanja na tržištu akcija, posledica same

Grafikon T-16. Kretanje eksperimentalnog QMI10 indeksa

Izvor: www.belex.co.yu

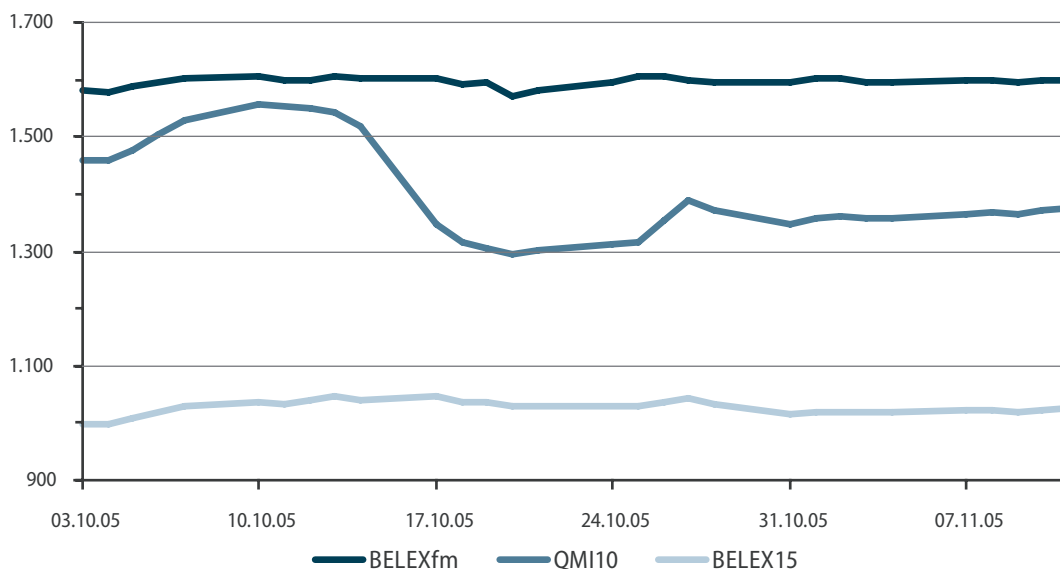
1 Informacija o metodologiji za izračunavanje ovog indeksa može se naći na sajtu Beogradske berze, www.belex.co.yu.

2 Metodologija izrade QMI10 indeksa data je u prvom broju Kvartalnog monitora.

metodologije njihovog kreiranja. Sva tri indeksa su ponderisana tržišnom kapitalizacijom, a manja volatilnost BELEXfm indeksa je posledica činjenice da u sastav indeksne korpe ovog indeksa ulaze akcije svih izdavaoca na slobodnom berzanskom tržištu (i kontinualnom i diskontinualnom). S druge strane, indeksi BELEX15 i QMI10 u svojim indeksnim korpama sadrže samo akcije sa kontinualnog segmenta. Dok BELEX15 za ulazak u indeksnu korpu koristi *Pravilo 80* (u indeks ulaze akcije kojima se tokom prethodna dva sukcesivna kvartala trgovalo minimum 80% dana trgovanja tokom svakog pojedinačnog kvartala³), u sastav QMI10 ulaze akcije 10 domaćih kompanija sa najvećim godišnjim prinosom koje se nalaze na kontinualnom tržištu.

Grafikon T-17. Kretanje kompozitnog indeksa Beogradske berze BELEXfm, indeksa BELEX15 i eksperimentalnog QMI10 indeksa

Sva tri indeksa prikazuju blagi rast, ali samo QMI10 prikazuje oscilatorno ponašanje najlikvidnijih akcija u trećem kvartalu.



Izvor: www.belex.co.yu

Grafikon T-17 sadrži uporedno kretanje BELEXfm, BELEX15 i QMI10 indeksa u periodu od 3. oktobra do 11. novembra 2005. godine⁴. Na grafikonu se uočava da, dok se vrednost indeksa BELEX15 ponaša prilično stabilno, sa veoma malim odstupanjima od srednje vrednosti, BELEXfm indicira veoma blagi uzlazni trend tržišta. Indeks QMI10 beleži nagli pad sredinom oktobra, a potom i nagli skok 28. oktobra, a od 31. oktobra do kraja posmatranog perioda počinje blago da se uzdiže. Ovakvo kretanje QMI10 precizno odražava značajne oscilacije segmenta trgovanja koje ovaj indeks prati. Naime, pažljivijom analizom dnevnih izveštaja Beogradske berze uočavamo da sredinom oktobra dolazi do značajnijeg pada cena nekoliko najlikvidnijih akcija: kompanija »Hemofarm«, »Srbolek« i Čačanske banke. Takođe, ovaj period koincidira s padom učešća inostranih investitora sa 62% na 44% (Grafikon T-21). Već krajem oktobra meseca, usled pojavljivanja i rasta cena akcija Centrobanke, zatim kompanije »Srbolek« i »Toza Marković«, dolazi do postepenog povećavanja vrednosti QMI10. Ovaj period takođe koincidira s povećanjem učešća inostranih investitora na 54%.

Tržište obveznica stare devizne štednje se stabilizuje.

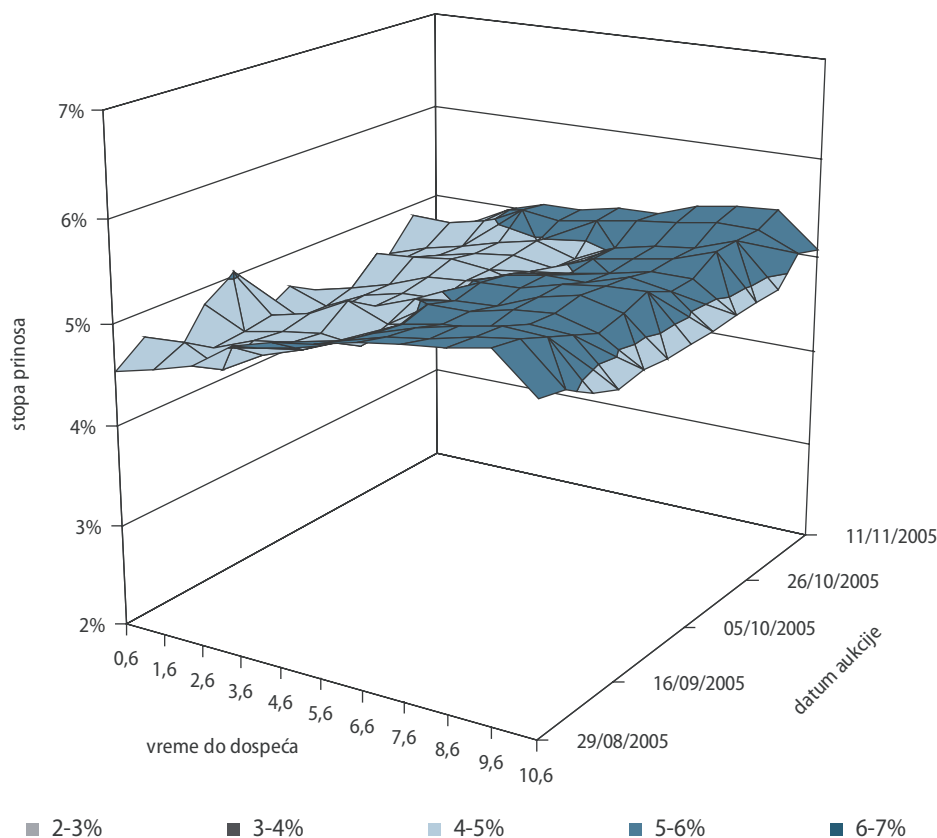
U trećem kvartalu na tržištu hartija sa fiksnim prinosom dolazi do konvergencije kratkoročnih kamatnih stopa i raslojavanja njihove vremenske strukture. Na tržištu obveznica stare devizne štednje nastavlja se trend smirivanja krive prinosa na oko pet odsto na godišnjem nivou. Grafikon T-18 prikazuje smirivanje tržišta, odnosno ujednačavanje stopa prinosa. Od kraja

³ www.belex.co.yu

⁴ U komparativnoj analizi za početni datum uzet je 3. oktobar, od kada se računa indeks BELEX15.

avgusta stope prinosa se kreću, grubo, u opsegu 4.5%-5.5%. Zaključujemo da na godišnjem nivou za stope prinosa, uzimajući u obzir sve ročnosti koje su u ponudi, razlike iznose ispod 1%, a često čak manje i od 0.6 % (razlika između najveće i najmanje vrednosti stope prinosa u jednom danu trgovanja). U septembru je primećeno da je obveznica A2006 kao obveznica s najbližim datumom dospeća davala veće prinose od A2007, a neretko i od obveznice A2008. Ako se izuzme ova uočena anomalija, krive prinosa su uobičajeno konkavne. Ovaj trend postepene normalizacije strukture prinosa se održao sve do sredine oktobra, odražavajući stabilizaciju tržišta.

Grafikon T-18. Kriva prinosa u periodu od 29. avgust-11. novembar 2005.



Stope prinosa na tržištu obveznica se ujednačavaju.

Izvor: Beogradska berza, www.belex.co.yu

Trend postepene normalizacije strukture prinosa registrujemo i na tržištu kratkoročnih instrumenata. Na *Grafikonu T-19* možemo videti da prinosi na tromesečne i šestomesečne trezorske zapise konvergiraju, čak se »zamrzavaju« na nivou od 15% u trećem kvartalu, što predstavlja pad od gotovo pet procentnih poena u odnosu na drugi kvartal i najniži nivo od početka organizovanja repo aukcija.. Zanimljivo je napomenuti da, nastavljajući trend s početka 2005. godine, aukcije za tromesečne zapise su i u trećem kvartalu i dalje daleko učestalije od onih za šestomesečne.

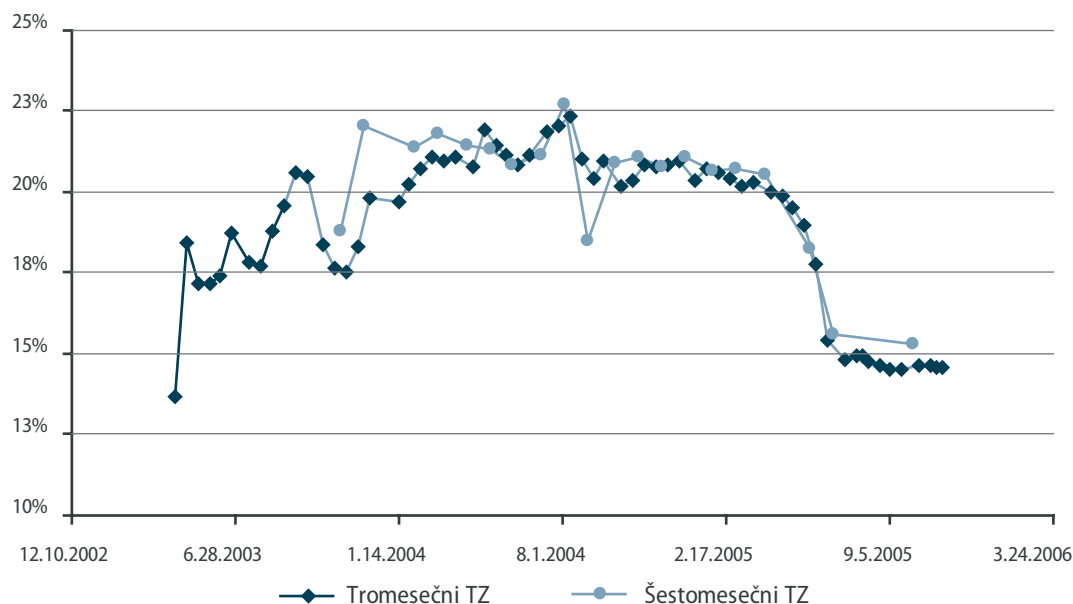
Već registrovana konvergencija prinosa na kratkoročne zapise trezora i blagajničke zapise NBS- može se dopuniti promenama vremenske strukture prinosa na repo tržištu. Od prve repo aukcije 31. januara 2005. godine pa sve do 15. aprila u ponudi su bili samo ugovori ročnosti od 14 dana. Na *Grafikonu T-20* predstavljene su stope prinosa postignute na repo transakcijama podeljene po ročnostima u periodu od 1. aprila do 18. novembra 2005. godine. Može se zaključiti da su transakcije od 14 dana ročnosti najčešće i u kontinuitetu prisutne na

Prinosi na trezorske zapise svih ročnosti konvergiraju.

Dvomesečni repoi debitovali su 23. septembra i svojim stopama prinosa brzo se izdvojili na vrhu.

Stope prinosa na trezorske zapise beleže pad od pet procentnih poena u odnosu na prethodni kvartal.

Grafikon T-19. Stope prinosa na tržištu trezorskih zapisa

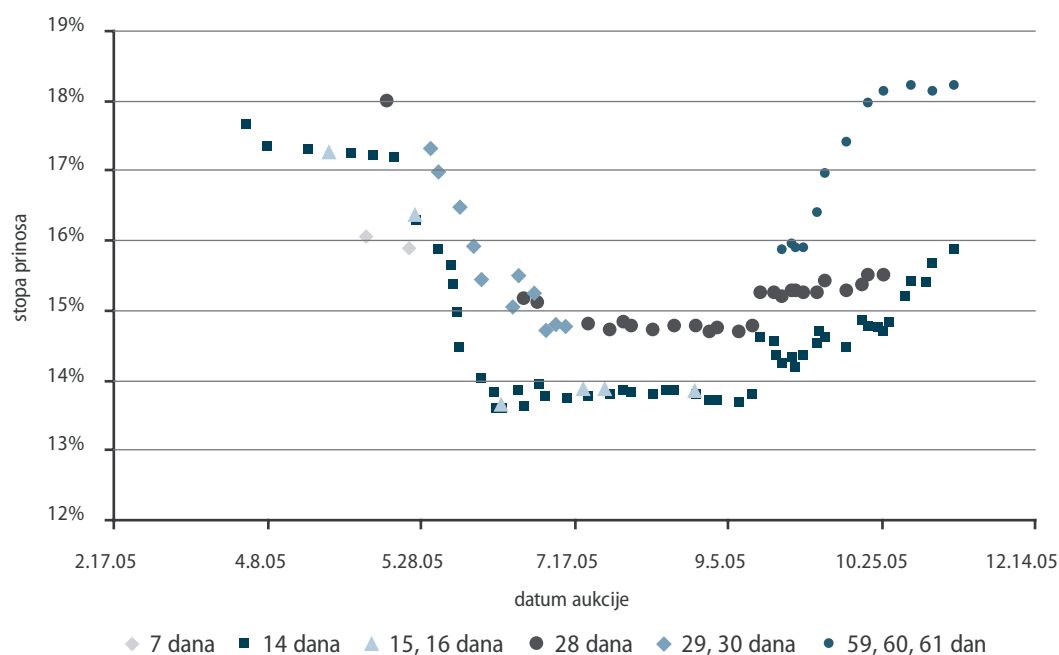


Izvor: Narodna banka Srbije i Ministarstvo finansija Republike Srbije.

aukcijama od samog početka. Međutim, kada su krajem maja prinosi na ove finansijske instrumente počeli da padaju, transakcije beleže najizraženiji negativan trend. S druge strane, pred kraj septembra zabeležen je postepen oporavak i rast stopa prinosa na ove vrste instrumenata, osim kada je reč o četrnaestoodnevnom repo transakcijama – koje kao da kasne za pomenutim trendom rasta, oscilirajući u isto vreme. 23. septembar je obeležilo debitovanje dvomesečnih repoa koji su se svojim stopama prinosa vrlo brzo izdvojili na vrhu, praveći razliku u pojedinim danima od skoro tri procentna poena, a nikada ispod dva procentna

Grafikon T-20. Repo prinosi novembar 2004 - novembar 2005 (po ročnosti).

Repo stope se u trećem kvartalu spuštaju na svoj istorijski minimum.



Izvor: Narodna banka Srbije, www.nbs.yu

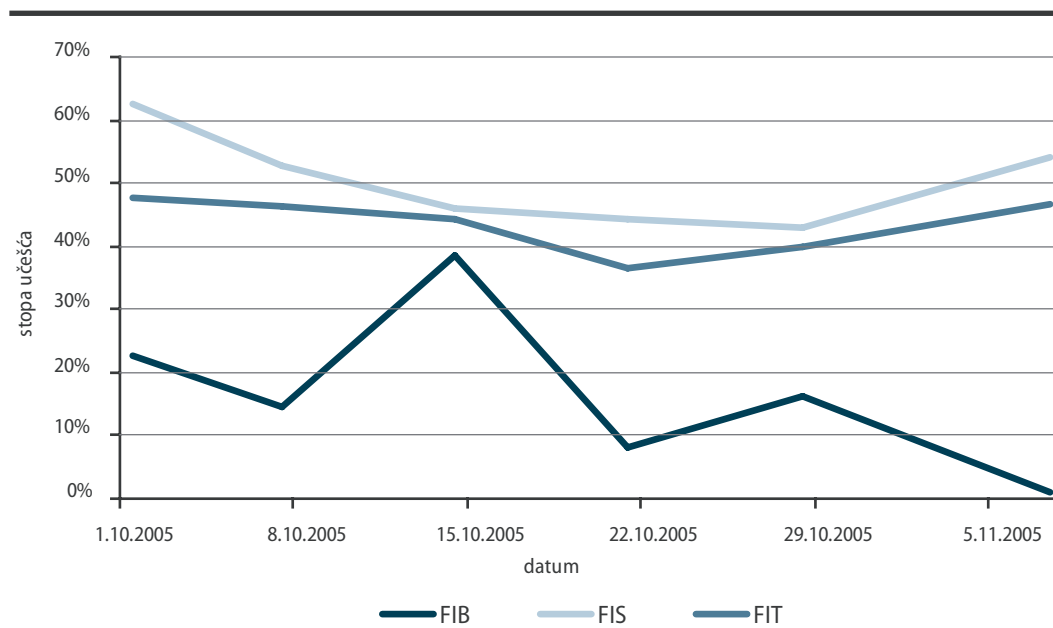
poena u odnosu na dvonedeljne repoe. Primećujemo da je ovo tržište jasno izdiferencirano po ročnostima – u smislu da postoji jasan rastući poredak u prinosima na repo transakcije ročnosti od jedne, dve, četiri odnosno osam nedelja i da, čak, nema ni preklapanja. *Grafikon T-20* jasno navodi na zaključak da, dok zainteresovani (ili NBS kao ponuđač) ne prave nikakvu razliku između, recimo, 14 i 15 dana ročnosti ili 59, 60 odnosno 61 dan ročnosti, u isto vreme postoje jasne razlike u prinosima među ovim grupama. Na kraju, napomenimo da su u novembru u ponudi bili samo četrnaestodnevni i dvomesečni repoi i da su stope prinosa porasle sa 15,19% na 15,87% za četrnaestodnevne, dok se stopa prinosa ustalila na oko 18% za dvomesečne repoe.

(Napomena: *Grafikon T-20* zbog preglednosti ne prikazuje nekoliko aukcija sa ročnostima od 9, 12 odnosno 13 dana koje se, inače, po karakteristikama ni počemu ne razlikuju od ostalih, a pojavile su se samo jedan put.)

Posle rekordne vrednosti od 67% u prve dve nedelje maja meseca, učešće inostranih investitora generalno prati blagi pad u trećem kvartalu, uz stalno prisutnu oscilatornu putanju. Najveće učešće ostvareno je krajem jula meseca. U septembru je prosečna vrednost učešća inostranih investitora u ukupnom prometu iznosila 57,5%, a u oktobru 48,5%. S obzirom na to da su nam podaci o učešću inostranih investitora bili dostupni samo za mesec oktobar i novembar, na *Grafikonu T-21* dat je prikaz stope učešća u ovom periodu. Udeo stranih investitora u trgovanju akcijama (pretežno kupovini) u oktobru opada (kriva FIS) i zaustavlja se na oko 46% (*Grafikon T-21*). Od početka novembra, međutim, njihovo učešće ponovo raste, i dostiže nivo od 54,2% u prvoj polovini novembra. Povećanje učešća inostranih investitora u prometu akcija koincidira s periodom oživljavanja ovog tržišta. Pored uvođenja novih akcija u promet, ovo je drugi ključni uzročnik oživljavanja tržišta. Stabilizacijom krive prinosa na tržištu obveznica na nivou od oko šest odsto godišnje, može se naslutiti da ovaj segment gubi na atraktivnosti za strane investitore. To se i odlikava ponašanjem krive FIB.

Aktivnost inostranih investitora na tržištu akcija nastavlja oscilatornu putanju u opsegu od 42% do 68% i u trećem kvartalu.

Grafikon T-21. Stope učešća stranih investitora u periodu 01.10 - 07.11.2005.



Izvor: Beogradska berza, www.belex.co.yu

Legenda: FIB - strani investitori na tržištu obveznica, FIS - strani investitori na tržištu akcija, FIT - strani investitori na tržištu blagajničkih zapisa.

Potrošnja električne energije kao pokazatelj privrednog rasta

Goran Radosavljević*

Potrošnja električne energije, očišćena od sezonskih i temperaturnih uticaja, iskorišćena je kao indikator kretanja rasta privrede. Indikator potvrđuje dinamiku opisanu zvaničnim indikatorima privrednog rasta, ali samo kada je reč o krupnoj tradicionalnoj privredi.¹ Bačeno je svetlo na novu privredu i skup malih preduzeća i preduzetnika. Analiza pokazuje da je rast proizvodnje malih preduzeća i preduzetnika vrlo dinamičan, i da se njihov doprinos privrednom rastu ne sme zanemariti. Primećeno je i zabrinjavajuće ubrzanje u potrošnji električne energije od kraja 2004. godine, koje se pre mora pripisati padu cena nego privrednom rastu.

Uvod

Za praćenje dinamike privrede Srbije u proteklom periodu, izveli smo nezavisni indikator iz analize potrošnje električne energije za koju se može očekivati da stoji u relativno stabilnoj razmeri prema ekonomskoj aktivnosti. Ovaj indikator, očišćen od sezonskih i temperaturnih uticaja na potrošnju, daje nam meru rasta Bruto domaćeg proizvoda (BDP). Analizom je obuhvaćena potrošnja električne energije u privredi, tj. obuhvaćeni su svi tipovi potrošača² osim domaćinstava i javne rasvete, koja čini polovinu ukupne potrošnje električne energije u Srbiji. U obzir smo uzeli samo fakturisanu potrošnju zbog čega će biti obuhvaćen i jedan deo ne prijavljene privredne aktivnosti. Gubici u distribuciji i onaj deo sivog sektora koji proizvodi sa kradenom strujom isključeni su iz analize.

Rezultati pokazuju da je privreda rasla u čitavom periodu od 2001-2005, ali da je taj rast bio neravnomeran. Kategorizacija prema tarifnoj grupi omogućava nam podelu privrednih potrošača na veća (koja su sva tradicionalna) i mala preduzeća među kojima ima i novih i tradicionalnih. Prva grupa³ ima značajniji rast tek sa privatizacijom velikih preduzeća (cementare, US Steel, „Seval“). Druga grupa, koja se sastoji od velikog broja malih preduzeća i preduzetnika, ima stabilan trend rasta u celom ovom periodu.

* Zahvaljujem se Kori Udovički na pomoći i komentarima, Borisu Najmanu na korisnim sugestijama i rukovodstvu EPS-a i Kseniji Todorović na podacima o potrošnji električne energije. Odgovornost za bilo kakve greške i nedostatke u analizi ostaje samo moja.

1 Preduzeća koja su postojala i pre 1990. zvaćemo „tradicionalna privreda“. Radi se najčešće o velikim državnim i društvenim preduzećima. Sve one firme koje su nastale u zadnjih petnaest godina, smatraćemo „novom privredom“. Uglavnom je reč o malim ili mikro firmama.

2 Broj potrošača ne odgovara broju firmi u privredi jer jedan broj firmi ima više priključaka i evidentiran je kao više potrošača. Sa druge strane, postoje situacije da više firmi bude priključeno na samo jedan priključak.

3 Uvidom u spisak preduzeća po različitim grupama potrošnje uvideli smo da se direktni potrošači, potrošači na visokom naponu, veliki deo potrošača na srednjem naponu (35kV) i jedan deo potrošača na srednjem naponu 10(20)kV mogu identifikovati sa krupnom tradicionalnom privredom. Ostale grupe potrošača se sastoje od malih, uglavnom novih firmi, tzv. „nove privrede“.

U statističkim istraživanjima proizvodnje, činioći nove privrede najčešće su zanemareni i potcenjeni, pod izgovorom da je reč o firmama sa malim učešćem u proizvodnji. Naša analiza pokazuje drugačije. Rast proizvodnje ovih firmi ne samo što je dinamičan, već je i njihov doprinos privrednom rastu značajan, s obzirom na to da im je učešće u potrošnji električne energije veliko.

Posle osvrta na moguće probleme i ograničenja ove analize, i obuhvatnosti podataka, biće uporedo analizirane originalne i korigovane serije potrošnje električne energije svake grupe potrošača pojedinačno. Opis modela korišćenog u analizi vremenskih serija dat je u Aneksu na kraju teksta.

Postoji li direktna veza između privrednog rasta i potrošnje električne energije?

Pretpostavka o stabilnoj vezi potrošnje električne energije i obima proizvodnje uslovna je, tj. oslanja se na nekoliko pretpostavki:

1. Da potrošnja električne energije stoji u istoj proporciji prema novododatoj vrednosti za svaku granu proizvodnje.⁴ Indikator će potcenjivati ekonomsku aktivnost ako grane u kojima je ta proporcija niža rastu brže od grana koje su veći potrošači, i obrnuto. Statistika, a i industrijska proizvodnja u tranziciji, ukazuju na to da su od 2001. do danas tradicionalne industrije, koje su ujedno i veći potrošači, uglavnom rasle sporije od usluga, kod kojih je odnos novododate vrednosti i potrošnje mnogo niži. Izuzetak je verovatno 2004. zbog pokretanja proizvodnje privatizovanih preduzeća.

4 Videti, na primer, Dobozi, I. and Pohl, G, 1995; Kaufmann, D. i Kaliberda, A, 1996; Maria, L, 1999; Hanousek, J. i Palda, F. 2004;

2. Pojedine grupe potrošača koriste električnu energiju za grejanje tokom zimskog perioda. Efekat temperature na potrošnju može se proceniti regresijom, a zatim očistiti iz serije. Na taj način ćemo dobiti rast/pad potrošnje električne energije koji je nastao samo pod uticajem rasta/pada proizvodnje.
3. Sa povećanjem cene električne energije u proteklih nekoliko godina (sve do prošle godine cena je rasla),⁵ može se očekivati da privreda prilagođava svoju tehnologiju u cilju smanjenja potrošnje električne energije po jedinici proizvoda. Taj efekat ne može da se izoluje i u toj meri indikator potrošnje nesumnjivo potcenjuje privredni rast. Međutim, isto se ne može reći od sredine 2004, a naročito od kraja 2004. kada cena električne energije ubrzano pada u odnosu na cene ostalih energenata. Razumljivo je da se deo povećanja potrošnje koju zapažamo u ovom periodu može objasniti supstitucijom potrošnje drugih energenata električnom energijom. Dakle, naš indikator će potcenjivati rast do 2003, a potcenjivati ga od sredine 2004. nadalje.
4. Pošto EPS ne može da evidentira potrošnju električne energije svih potrošača odjednom, fakturisana i stvarna potrošnje u toku jednog meseca se razlikuju. To je naročito bitno kod grupe potrošača na srednjem naponu, jer su oni mnogobrojni a dnevna potrošnja im je velika. Naše serije izvedene su iz fakturisane potrošnje i u toj meri su neprecizne. Zato posmatramo potrošnju u nešto dužem vremenskom periodu ili tromesečne proseke potrošnje.

U celini uzev, indikator potrošnje električne energije dinamikom proizvodnje pre potcenjuje nego što je precenjuje. Drugim rečima, rast potrošnje električne energije u određenom periodu, očišćen od svih ostalih uticaja, posledica je privrednog rasta. Poređenjem ovog indikatora i zvaničnih indeksa možemo da damo nezavisnu ocenu o kvalitetu procene BDP-a.

Svi posmatrani potrošači dele se na direktne i distributivne, pri čemu se ovi drugi dele na još 4 grupe:

- 1) Direktni potrošači (110kV) su veliki potrošači (10 potrošača) koji su direktno povezani na Javno preduzeće Elektroprivreda Srbije (JP EPS).⁶

- 2) Distributivni potrošači – svi ostali potrošači koji električnu energiju dobijaju preko regionalnih distribucija (ukupno 10 distribucija u Srbiji bez Kosova). Oni se dalje dele u nekoliko grupa:

- Potrošači na visokom naponu (VN) 110kV (11 potrošača u 2005).⁷
- Potrošači na srednjem naponu (SN), i to:
 - Potrošači na 35kV (63 potrošača)
 - Potrošači na 10(20)kV⁸ (3,505 potrošača)
- Potrošači na niskom naponu - 0,4kV I stepen potrošača (32,542 potrošača)
- Široka potrošnja - 0,4kV II stepen potrošača (280,346 potrošača)

Rezultati analize potrošnje električne energije

Promena temperature utiče na potrošnju električne energije na način koji nije povezan sa nivoom proizvodne aktivnosti potrošača. Ukoliko želimo da nam indikator potrošnje posluži za procenu rasta privrede, podatke o potrošnji električne energije najpre moramo da očistimo od uticaja temperaturnih promena, kako proizvodnja ne bi bila potcenjena ili precenjena.⁹ Međutim, nisu sve grupe potrošača pod jednakim uticajem temperature na potrošnju.

Direktni potrošači su velika industrijska preduzeća čija je proizvodnja pod zanemarljivim uticajem temperaturnih razlika i godišnjih doba. Izuzetak bi moglo biti preduzeće Toplane Novi Beograd. S obzirom na to da je potrošnja električne energije u ovom preduzeću vezana za proizvodnju, a ne za grejanje, bilo bi pogrešno eliminisati je. U prvih devet meseci 2005. direktni potrošači sučestvovali sa 12,6 odsto u ukupnoj potrošnji privrede. Njihovo učešće je od 2001. poraslo za 1 procentni poen, najviše zahvaljujući rastu proizvodnje US Steel Srbija, RTB Bor i „Zorke“. Distributivni potrošači na *visokom naponu* su takođe krupna industrijska preduzeća. U 2005. godini oni su učestvovali sa 9,8 odsto u ukupnoj potrošnji privrede. Može se pretpostaviti da

5 U periodu 2000-2004 cena električne energije porasla je pet puta. Videti Begović, B. et al, 2005, str. 56. O vezi između cene i potrošnje električne energije videti, na primer, Bell, A.R, 1973;

6 US Steel, ŽTO Beograd, RBN Bor, TIR Bor, „Zorka“ Šabac, RB Bor, TO Novi Beograd, „Makiš“ Beograd, „Blagodat“ Vranje i Vojno-tehnički institut, Beograd.

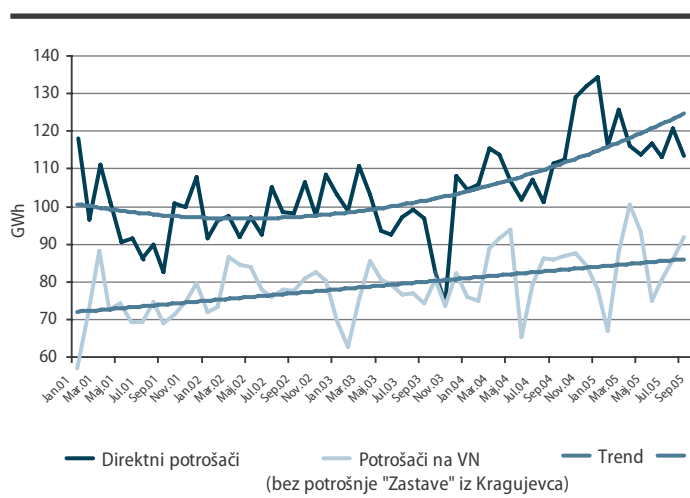
7 JP Kolubara Lazarevac, Petrohemija Pančevo, Beočinska fabrika cementa, Azotara, Pančevo, Zastava Kragujevac, Cementara Novi Popovac, Valjaonica bakra Sevojno, TITAN-fabrika cementa Kosjerić, IMPOL SEVAL-valjaonica aluminijuma Sevojno, IHP Prahovo i Valjaonica „Standard“ Sevojno.

8 Napon u ovoj grupi potrošača se razlikuje - 10kV u Srbiji, a 20kV u Vojvodini. Ipak, radi se o istoj grupi potrošača.

9 Detaljnije o čišćenju serija potrošnje električne energije od uticaja temperature videti u Aneksu.

je potrošnja električne energije ove grupe potrošača takođe pod zanemarljivim uticajem temperature. Izuzetak predstavlja potrošnja struje „Zastave“ iz Kragujevca čija se potrošnja bezmalo udvostručuje u zimskim mesecima u odnosu na letnje. Nije nam poznato da li je to zbog upotrebe električne energije za grejanje fabričkih hala ili „Zastava Energetika“ troši više energije za zagrevanje fabrike u zimskim mesecima nego preduzeće „Toplane“ Novi Beograd za zagrevanje Novog Beograda. U nedostatku podataka koji bi objasnili ovakvo ponašanje, ovo preduzeće smo isključili iz dalje analize.

Grafikon L1-1. Potrošnja električne energije: Direktni potrošači i visoki napon (bez "Zastave" Kragujevac), 2001-2005



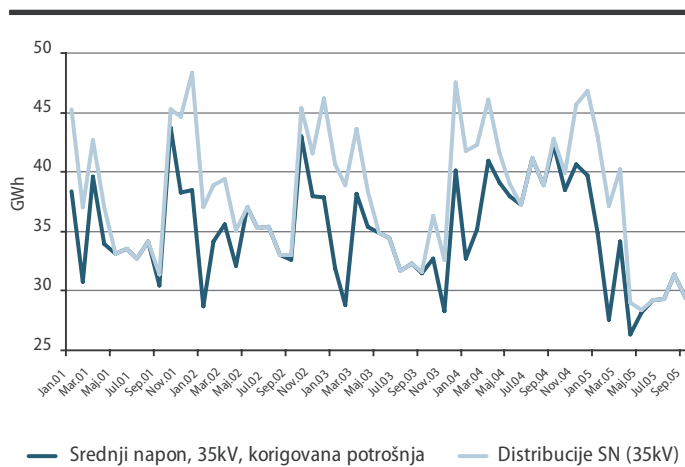
Izvor: EPS.

Analiza takođe pokazuje da postoji trend rasta potrošnje u ove dve grupe potrošača, koji je direktno prouzrokovan rastom proizvodnje. Veliki pad u potrošnji direktnih potrošača u oktobru i novembru 2003. prouzrokovan je padom proizvodnje US Steel-a u prva dva meseca posle prodaje u septembru iste godine. Periodični padovi u potrošnji potrošača na visokom naponu prouzrokovani su sezonskim karakterom proizvodnje pojedinih preduzeća iz ove grupe.¹⁰

Distributivni potrošači na srednjem naponu (35kV) čine grupu čija je potrošnja pod blagim uticajem temperaturnih razlika (Grafikon L1-2). U ovoj grupi se nalaze velika industrijska preduzeća (uglavnom društvena i javna preduzeća) čija proizvodnja nije pod uticajem temperature, i neke institucije (Vojno-medicinski centar u Beogradu, Institut za nuklearne nauke u Vinči) za koje je

realno pretpostaviti da električnu energiju koriste za do-grevanje prostora. Ipak, njihova potrošnja je u ovoj grupi zanemarljiva. U prvih devet meseci 2005. ova grupa potrošača učestvovala je sa 3,5 odsto u ukupnoj potrošnji pri-revede (u odnosu na 2004. pad od 1,1 procentnog poena).

Grafikon L1-2. Potrošnja električne energije: Srednji napon 35kV, 2002-2005



Izvor: EPS.

Analiza potrošnje ove grupe potrošača ukazuje na velike oscilacije u proizvodnji tokom 2001. i 2002. Manji pad na međugodišnjem nivou vidljiv je krajem 2003, ali je tokom 2004. zabeležen visok rast proizvodnje ove grupe potrošača. Početkom 2005, dolazi do velikog pada potrošnje koji je prouzrokovan padom proizvodnje jednog broja društvenih preduzeća iz ove grupe.

Zanimljivo je da ovakvo kretanje potrošnje dobrim delom podseća na kretanje indeksa industrijske proizvodnje (Grafikon L1-2). Treba, međutim, imati u vidu činjenicu da zvanična statistika u svojim istraživanjima industrije naročito dobro pokriva preduzeća iz ove grupe potrošača, jer ih ima malo i lako ih je pratiti.¹¹ Takođe, postoji sezonalnost u seriji koja prema testovima nije vezana za promenu temperature već za samu proizvodnju.

Distributivni potrošači na srednjem naponu (10/20kV) čine grupu čija je potrošnja električne energije pod nešto većim sezonskim uticajem u odnosu na prethodne grupe potrošača (Grafikon L1-3). U ovu grupu pored velikih industrijskih preduzeća spadaju i velike uslužne firme. Njihovo učešće u ukupnoj potrošnji je u prvih devet meseci 2005. bilo 35,3 odsto, pri čemu je učešće u ukupnoj godišnjoj potrošnji od 2001. opalo za 4 procentna poena.

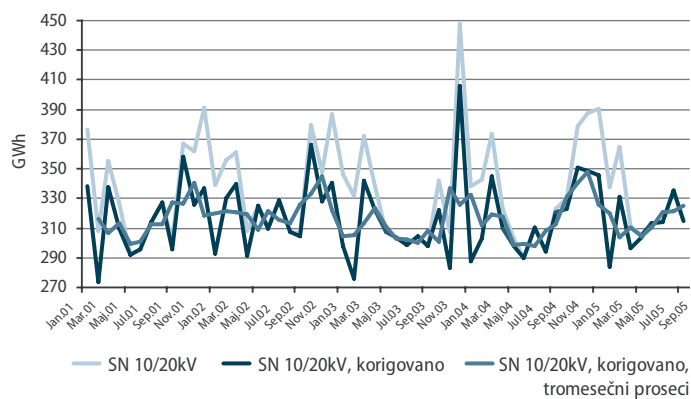
¹⁰ Primećeno je da se u februaru 2001, 2003. i 2005. bitno smanjuje potrošnja električne energije sve tri cementare, a u junu 2004-2005. i potrošnja JP „Kolubara“ Lazarevac i „Azotare“ Pančevo.

¹¹ Ovim problemom ćemo se više baviti u široj studiji potrošnje električne energije koja je u pripremi.

Indikator pokazuje stabilnu dinamiku proizvodnje firmi iz ove grupe. Korigovana potrošnja kreće se između 290 i 330 GWh, bez trenda rasta ili pada potrošnje (Grafikon L1-3). I u originalnoj i u korigovanoj seriji primećeni su ekstremi u potrošnji (kako pozitivni tako i negativni). Oni su verovatno posledica već pomenutog nepodudaranja između fakturisanje i stvarne mesečne potrošnje. Stoga je bilje posmatrati tromesečne proseke korigovane serije potrošnje. Takođe je primećen sezonski uticaj u četvrtom kvartalu koji ne pokazuje korelaciju sa temperaturom.

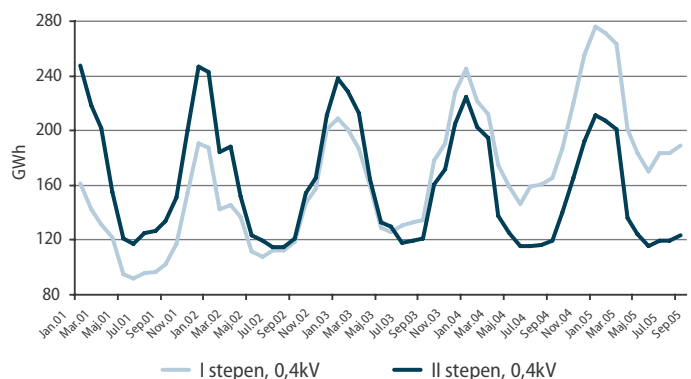
Distributivni potrošači I i II stepena (0,4kV) su manja preduzeća i preduzetnici koji su pod značajnim uticajem temperature na potrošnju. Ove grupe potrošača potrebno je posmatrati zajedno. Naime, zbog strukture tarifnog sistema i drastičnog rasta cene električne energije u periodu 2002-2004. neki potrošači su se prebacivali sa II na I stepen potrošnje. To je uzrokovalo povećanje učešća I stepena u ukupnoj potrošnji sa 14,8% u 2001. na 22,7% u

Grafikon L1-3. Potrošnja električne energije: Srednji napon 10 (20)kV, korigovana serija i tromesečni proseci, 2001-2005



Izvor: EPS.

Grafikon L1-4. Potrošnja električne energije: I i II stepen, originalne serije, 2001-2005

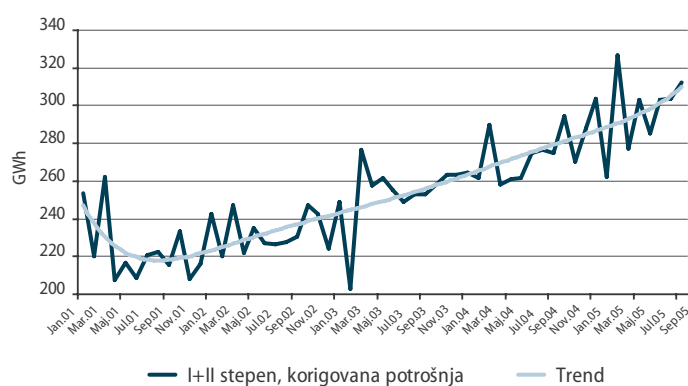


Izvor: EPS.

2005. U isto vreme, učešće potrošača II stepena u ukupnoj potrošnji privrede opalo je sa 20,1% u 2001. na 16,1% u 2005. godine. (Grafikon L1-4).

Analiza korigovane serije potrošnje potrošača I i II stepena pokazuje jasan trend rasta potrošnje i za njega se može smatrati da je prouzrokovan rastom proizvodnje. Zaključak je da se radi o veoma dinamičnim potrošačima, sa visokim stopama rasta proizvodnje (Tabela L1-1).¹²

Grafikon L1-5. Potrošnja električne energije: Potrošači I i II stepena, korigovana serija potrošnje, 2001-2005



Izvor: EPS.

Kao što je već rečeno, u ove dve grupe potrošača se između ostalih nalazi dobar deo malih preduzeća i preduzetnika. Oni su u statističkim istraživanjima proizvodnje često zanemareni, možda zbog uvrežene sklonosti ka materijalnoj i krupnoj proizvodnji ili zbog takođe uvreženog verovanja da je reč o nedinamičnim firmama sa malim učešćem u proizvodnji. Naša analiza pokazuje drugačije. Rast proizvodnje ovih firmi jeste dinamičan, a pošto im je učešće u potrošnji električne energije veliko, ni njihov doprinos privrednom rastu ne sme se zanemariti.

Trend rasta potrošnje električne energije u ovoj grupi potrošača, prouzrokovan rastom proizvodnje, dobija ubrzanje krajem 2004. Treba imati u vidu da je ovaj skok mogao biti prouzrokovan već pomenutim padom cene električne energije u odnosu na cene ostalih energenata. Kako je ova grupa potrošača veoma fleksibilna pri promeni energenata koje će koristiti bilo za proizvodnju bilo za grejanje, a u isto vreme i vrlo osetljiva na cenu, moguće je da je jedan broj potrošača supstituisao druge energente električnom energijom.

¹² Sličan rezultat se dobija i kada se, korišćenjem jednačina (3) i (4) iz Aneksa, ove dve grupe potrošača prvo očiste od temperaturnog uticaja pa tek onda agregiraju. To samo potvrđuje naš zaključak o povezanosti ove dve grupe i potrebu da se ne razdvajaju u analizi.

U Tabeli L1-1 vidi se da temperatura u godinama koje su bile izuzetno hladne (2003. na primer) može da iskrivi sliku o privrednoj potrošnji električne energije jer je porast po-

trošnje veći (12,2%) nego u korigovanoj seriji (9,0%). To je posebno izraženo kod grupe potrošača I i II stepena. Zbirni rezultati prethodne analize prikazani su u Tabeli L1-2:

Tabela L1-1. Poređenje korigovanih i nekorigovanih serija potrošnje električne energije, 2002-2005

	12-m indeksi			
	2002	2003	2004	2005 jan-sep
Ukupno	101,5	102,9	104,4	105,3
Ukupno ¹⁾	102,8	100,7	106,1	105,3
Srednji napon, 10(20)kV	101,0	98,6	99,9	103,0
Srednji napon, 10(20)kV ¹⁾	101,6	97,3	100,5	102,9
I i II stepen	100,8	112,2	103,7	109,5
I i II stepen ¹⁾	104,0	109,0	107,7	110,5

Izvor: Republički zavod za statistiku i NBS.

1) Korigovana potrošnja.

Tabela L1-2. Korigovana privredna potrošnja električne energije, po potrošačima, 2002-2005 ¹⁾

	2002	2003	2004	2005 jan-sep
Potrošnja električne energije				
Ukupno ²⁾	9.334,7	9.403,3	9.977,4	7.704,0
Direktni potrošači	1.181,3	1.160,4	1.341,3	1.070,5
Visoki napon, 110kV	1.037,6	995,6	1.076,0	820,1
Srednji napon, 35kV	457,2	442,9	503,1	297,0
Srednji napon, 10(20)kV ²⁾	3.865,2	3.760,8	3.779,9	2.838,5
I i II stepen ²⁾	2.793,4	3.043,6	3.277,1	2.677,9
Međugodišnji rast ³⁾				
Ukupno ²⁾	102,8	100,7	106,1	105,3
Direktni potrošači	100,3	98,2	115,6	110,6
Visoki napon, 110kV	109,9	96,0	108,1	103,0
Srednji napon, 35kV	98,3	96,9	113,6	80,1
Srednji napon, 10(20)kV ²⁾	101,6	97,3	100,5	102,9
I i II stepen ²⁾	104,0	109,0	107,7	110,5
Učešće u ukupnoj potrošnji				
Direktni potrošači	12,7	12,3	13,4	13,9
Visoki napon, 110kV	11,1	10,6	10,8	10,6
Srednji napon, 35kV	4,9	4,7	5,0	3,9
Srednji napon, 10(20)kV ²⁾	41,4	40,0	37,9	36,8
I i II stepen ²⁾	29,9	32,4	32,8	34,8

Izvor: EPS.

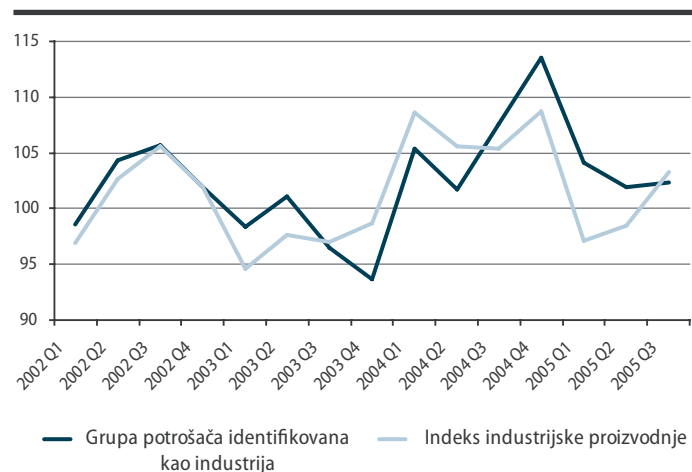
1) Uključene su sve grupe potrošača osim domaćinstava i javne rasvete.

2) Korigovana potrošnja.

3) Januar-septembar 2005. u odnosu na isti period 2004.

Radi malo slobodnije interpretacije podataka pokušaćemo da identifikujemo industrijske potrošače i potrošače iz sektora usluga. Kao industrijske potrošače identifikovali smo direktne potrošače, potrošače na visokom naponu, srednjem naponu od 35kV i jedan deo potrošača na srednjem

Grafikon L1-6. Poređenje indeksa potrošnje električne energije sa indeksom industrijske proizvodnje, 2001-2005



Izvor: EPS.

naponu od 10/20kV (nekih 70 odsto od ukupnog broja potrošača na 10/20kV). Treba napomenuti da sektor usluga relativno malo koristi električnu energiju u odnosu na industriju, što objašnjava našu pretpostavku da su skoro sva preduzeća na višim tarifnim grupama industrijska. Rast potrošnje je evidentan kod obe grupe potrošača. Indeks potrošnje električne energije grupe industrijskih potrošača prati, u grubim crtama, međugodišnji indeks industrijske proizvodnje (Grafikon L1-6). Takođe, od kraja 2004, kada električna energija postaje relativno jeftina u odnosu na ostale izvore energije, indeks potrošnja raste iznad indeksa industrijske proizvodnje. To može da znači da jedan broj potrošača u tom periodu počinje da druge izvore energije zamenjuje električnom energijom.

Oba indeksa pokazuju usporavanje u 2005. godini, ali indeks potrošnje električne energije nastavlja da raste dok indeks industrijske proizvodnje beleži pad u prvom kvartalu 2005. Naša analiza navodi na zaključak da industrijska proizvodnja verovatno nije imala međugodišnji pad ni u prvih devet meseci ni u prvoj polovini 2005. godine. Sa druge strane, proizvodnja usluga je u prva tri kvartala konstantno u porastu, što je u skladu sa zvaničnim indikatorima, ali taj je rast verovatno nešto manji nego što to oni pokazuju (Tabela L1-3).

Tabela L1-3. Kvartalni međugodišnji indeks potrošnje električne energije, 2002-2005

	Direktni potrošači	VN, bez potrošnje "Zastave"	SN, 35kV	SN, korigovana potrošnja, 10/20kV	Grupa potrošača identifikovana kao industrija	Grupa potrošača identifikovana kao usluge
2002						
I kvartal	88,0	108,4	93,0	102,7	98,6	98,3
II kvartal	99,4	115,5	104,0	103,4	104,3	106,7
III kvartal	117,0	110,5	103,3	100,6	105,7	102,9
IV kvartal	101,4	107,5	96,2	101,3	101,9	106,4
2003						
I kvartal	109,9	89,6	106,8	95,2	98,4	100,1
II kvartal	102,8	98,9	100,4	101,1	101,1	109,7
III kvartal	97,2	98,1	94,4	95,9	96,5	106,0
IV kvartal	84,4	97,2	87,2	97,8	93,7	106,6
2004						
I kvartal	104,1	113,7	105,8	102,5	105,4	110,4
II kvartal	111,5	101,7	109,3	96,1	101,7	99,6
III kvartal	109,1	109,2	128,5	102,7	107,6	107,7
IV kvartal	144,0	108,7	116,1	103,3	113,5	106,6
2005						
I kvartal	115,8	98,2	92,6	103,2	104,1	107,6
II kvartal	107,7	108,1	73,7	102,0	102,0	108,5
III kvartal	109,0	103,0	73,6	104,4	102,3	109,5

Izvor: EPS.

Zaključak

Prethodna analiza pokazuje da je privredna potrošnja električne energije rasla u čitavom periodu 2002-2005. S obzirom na to da je cena električne energije u većem delu ovog perioda bila u porastu, rast potrošnje ukazuje da je u pomenutom periodu privredna aktivnost u Srbiji bila u porastu. Izuzetak predstavlja kraj 2004. i 2005. godine, kada dolazi do pada cene električne energije u odnosu na cene drugih energenata. Zbog toga veza između potrošnje električne energije i privrednog rasta slabi u ovom periodu.

Privatizacija velikog broja društvenih i državnih preduzeća tokom 2003. godine oživljava aktivnosti tih preduzeća tokom 2004. To je naročito izraženo u grupi direktnih potrošača (rast potrošnje US Steel-a) i potrošača na visokom i srednjem naponu od 35kV (jedan deo preduzeća koja su servisirala US Steel nalazi se u ovoj grupi potrošača). Rast proizvodnje usled privatizacije bio je najveći u krupnoj, tradicionalnoj industriji, čija je proizvodnja zbog veoma niskog nivoa bila najosetljivija na promene, što smo mogli i da očekujemo.

Rast potrošnje električne energije krupne tradicionalne industrije nastavljen je i u 2005. godini uz pad potrošnje potrošača na 35kV. Ova konstatacija je u suprotnosti sa zvaničnim pokazateljima koji su zabeležili veliki pad cele industrije na početku 2005. Pitanje je da li proizvodnja grupe potrošača na 35kV dominira nad celom industrijom ili joj indeks industrijske proizvodnje daje preveliku težinu.

Trend rasta potrošnje malih preduzeća, započet u prethodnom periodu, nastavljen je i u 2005. Njihovo učešće u ukupnoj potrošnji električne energije u privredi povećavalo se u periodu 2001-2005. i dostiglo je skoro 40 odsto u septembru 2005. Ako se ima u vidu da je sektor usluga najzastupljeniji u ovoj grupi, to je u skladu sa činjenicom da sektor usluga povećava svoje učešće u rastu BDP-a.

Na kraju, evidentno je da jedan dobar deo privrede Srbije i dalje koristi struju za zagrevanje prostorija u zimskim mesecima. Navika iz perioda kada je cena struje bila toliko niskada se nije isplatilo da koriste neki drugi energent, na kratko je prekinuta u periodu 2002-2004. kada je cena višestruko porasla. Jedan broj potrošača je prešao na neke druge vidove energije dok su drugi, zbog povoljnijih uslova i niže cene, promenili tarifnu grupu. Ipak, krajem 2004. usled pada cene, električna energija ponovo postaje najjeftiniji energent.

Aneks¹³

Podaci o potrošnji električne energije korišćeni u analizi dobijeni su od JP Elektroprivreda Srbije i sadrže vremenske serije potrošnje od januara 2001. do septembra 2005. Podaci o potrošnji direktnih potrošača i potrošača na

visokom naponu dati su pojedinačno tako da je moguće izvršiti analizu uticaja temperature na svaku pojedinačnu firmu iz ove dve grupe. Podaci o potrošnji potrošača na srednjem i niskom naponu i potrošača II stepena dati su zbirno. Za ove tri grupe potrošača uradili smo korekciju potrošnje. Podaci o dnevnim i mesečnim temperaturama u Srbiji u periodu januar 2001-septembar 2005. dobijeni su od Republičkog hidrometeorološkog zavoda.

Prilikom analize uticaja temperature na potrošnju električne energije pošli smo od toga koliko je potrebno električne energije da se prostorije zagreju do 18 stepeni (što smo uzeli kao prosečnu temperaturu u prostorijama). Da li će jedan mesec (najčešće septembar ili april) ući u grupu zimskih meseci u toku jedne sezone zavisi od toga da li je prosečna temperatura u tom mesecu bila ispod 18°C. Meseci u kojima je prosečna temperatura bila iznad 18°C nisu uzeti u obzir, a pokazuje se da je povećanje potrošnje u letnjim mesecima, usled korišćenja klimatizacije, još uvek zanemarljivo (0,2-0,3 odsto ukupne potrošnje prema proceni EPS-a).

Kod nekih grupa potrošača (I i II stepena) primećen je trend povećanja/smanjenja potrošnje tako da je i ta komponenta uključena u model. Da ne bi sa efektom temperature na potrošnju izbacili i stvarne efekte koje zimska sezona može da ima na proizvodnju (na primer relativno veći obim trgovine u vreme Božićnih i Novogodišnjih praznika), u model je ubačena i varijabla koja uzima vrednost 1 u zimskoj sezoni i 0 u drugim mesecima. Ova varijabla nije bila statistički značajna u jednoj grupi potrošača pa smo dodali još jednu varijalu koja uzima vrednost 1 u četvrtom kvartalu i 0 u ostalim kvartalima. Model korišćen za korigovanje potrošnje električne energije ima opšti oblik

$$C_t^i = \beta_0 + \beta_1 S_t + \beta_2 D_1 + \beta_3 D_2 + \beta_4 D_3 \quad (1)$$

gde je:

C_t^i Potrošnja električne energije u različitim vremenskim periodima (t) za različite grupe potrošača (i);

S_t Razlika između temperature u datom mesecu i 18°C;

D_1 Sezonska promenljiva koja ispituje da li se i kako potrošnja iz zime u zimu menja;

D_2 Trend promenljiva;

D_3 Sezonska varijabla koja označava četvrti kvartal;

$\beta_0, \beta_1, \beta_2, \beta_3$ Koeficijenti uz nezavisne promenljive

13 Detaljni izveštaj o korekciji vremenskih serija potrošnje električne energije

Za ocenjivanje parametara modela koristili smo jednostruku linearnu regresiju i metodom najmanjih kvadrata (MNK) ocenili smo sledeće modele¹⁴:

Srednji napon (10/20kV):

$$C_t^3 = 310,11 - 2,75 S_t + 30,57 D_3; \quad R^2 = 0,57$$

(2)

(4,62) (0,49)

I stepen (0,4kV):

$$C_t^4 = 76,57 - 4,92 S_t + 1,47 D_1 + 1,85 D_2; \quad R^2 = 0,97$$

(3)

(2,55) (0,21) (0,84) (0,08)

II stepen (0,4kV):

$$C_t^5 = 133,80 - 6,14 S_t - 0,76 D_1 - 0,39 D_2; \quad R^2 = 0,93$$

(4)

(3,41) (0,28) (1,12) (0,11)

I i II stepen zajedno:

$$C_t^{4+5} = 210,16 - 11,18 S_t + 1,50 D_2; \quad R^2 = 0,96$$

(5)

(4,92) (0,32) (0,13)

Kod grupe potrošača na srednjem naponu nije uključen ni trend ni sezonska komponenta jer je analizom ustanovljeno da ove promenljive nisu statistički značajne. Kao što je već pomenuto, analizom je utvrđen trend u potrošnji I i II stepena potrošača. U prvom slučaju, jednačina (3), koeficijent uz trend je pozitivan dok je u drugom, jednačina (4), koeficijent negativan. To potvrđuje našu konstataciju da postoji trend smanjenja/povećanja potrošnje u grupi potrošača II/I stepena koji je prouzrokovan prelaskom jednog broja potrošača iz grupe široke potrošnje u grupu na niskom naponu. Zato smo prilikom analize proizvodnje posmatrali obe grupe zajedno (jednačina 5).

Reference

1. Begović, B. *at al*, „Četiri godine tranzicije u Srbiji“, Centar za liberalno-demokratske studije (CLDS), Beograd, 2005.
2. Bell, A.R. „Industrial Electricity Consumption – An Example of an Intermediate Good“, *The Journal of Industrial Economics*, Vol. 21, No. 2, April 1973, pp. 95-109.
3. Dobozi, I. and Pohl, G, “Real Output Decline in Transition Economies - Forget GDP, Try Power Consumption Data” *Transition Newsletter*, vol. 6, January-February 1995.
4. Hanousek, J. & Palda, F, “Measuring the Informal Sector in a Transition Economy using Macro Methods“, Working Paper 683, William Davidson Institute, 2004.
5. Kaufmann, D. and Kaliberda, A, “Integrating the Unofficial Economy into the Dynamics of Post-Socialist Economies: A Framework of Analysis and Evidence”, In B. Kaminski (ed.) *Economic Transition in Russia and the New States of Eurasia*. Armonk, NY: M. E. Sharpe, Inc. 1996.
6. Maria, L. „Do Power Consumption Data Tell a Story? – Electricity Intensity and Hidden Economy in Post-Socialist Countries“, Institute of Economics, Hungarian Academy of Sciences, Budapest, 1999.
7. Udovički, K. *at al*, *Serbia's Economy: The Stylized Facts*, Fond za razvoj ekonomske nauke (FREN), Beograd, 2005.
8. www.eps.co.yu, Zvanični sajt Javnog preduzeća Elektroprivreda Srbije

14 Broj u zagradi označava standardnu grešku ocene parametra.

Rizici rasta kredita

Boško Živković
Sanja Motika*

Stručna i politička javnost različito ocenjuju rizike od kreditne ekspanzije u poslednjih nekoliko meseci. Mere Narodne banke Srbije u cilju obuzdavanja kreditne ekspanzije su odlučne, ali ne u dovoljnoj meri delotvorne. Poželjna je selektivnija politika kočenja kreditne ekspanzije i snažniji oslonac na domaće izvore finansiranja

Uvod

Rast kredita tokom poslednjih nekoliko meseci, posebno kredita stanovništvu, predmet je oštih polemika u profesionalnoj i političkoj javnosti. Narodna banka Srbije (NBS) preduzima odlučne mere u cilju usporavanja rasta, ali one nisu uvek i u dovoljnoj meri delotvorne.

U tekstu koji sledi prvo će biti opisana kreditna ekspanzija u Srbiji. Zatim sledi komparativna analiza uporedivih slučajeva. Ključno pitanje za nas glasi: koliko je i zbog čega ova pojava rizična?

Kreditna ekspanzija u Srbiji jeste, u tipološkom smislu, obnova ili produbljanje bankarskog sektora. Osnovni mehanizam obnove jeste povratak finansijske aktive (najčešće gotovine) u bankarske kanale posredovanja. Ova imovina je, pod pretnjom rizika ekspropijacije, povučena iz posredničkog sistema i pohranjena u sefovima ili u inostranstvu. Takav oblik kreditne ekspanzije, sam po sebi ne mora biti toliko rizičan kao što je rizična kreditna akceleracija ili «spekulativni balon».

Obnova ili produbljanje u Srbiji sadrži neke elemente visokog rizika. Najveći je ubrzani rast kredita stanovništvu, posebno dugoročnih hipotekarnih kredita. Ovi krediti uvećavaju tražnju za uvoznim trajnim potrošnim dobrima, čime se uvećava deficit spoljnotrgovinske razmene. Indeksirani hipotekarni stambeni krediti imaju i visok rizik naplativosti. Konačno, ovi rizici uvećavaju tražnju stanovništva i mogu biti izvor inflacionog pritiska. Drugi rastući rizik od kreditne ekspanzije ima svoj izvor u činjenici da se on danas velikim delom finansira zaduživanjem banaka u inostranstvu, čime se povećava spoljna zaduženost zemlje. Ukoliko je spoljni dug kratkoročan (spekulativni izvori), on može izazvati i tzv. spekulativni udar na monetarnu stabilnost. U slučaju Srbije ovaj rizik se relativizuje činjenicom da je kreditna ekspanzija u snažnoj korelaciji s rastom izvoza. Iako u ovom slučaju nije meren intenzitet te korelacije, postoji osnova za pretpostavku da je visoka tražnja za kreditom iz sektora preduzeća povezana s rastom izvoza. Ukoliko bi se ova veza održala na duži rok, rizik zaduženosti bi se minimizovao ili sasvim neutralisao – jer se valutni rizik ne bi u tolikoj meri pretvorio u kreditni rizik.

Kreditna ekspanzija u Srbiji opterećena je i posebnom vrstom rizika okruženja, posebno rizika čiji je izvor dvovalutni karakter monetarnog sistema. Veliki priliv deviza kojim se finansira ekspanzija kredita povećava ponudu dinarskog novca. NBS je suočena s teškim problemom sterilizacije brzo rastuće dinarske novčane mase, koja uvećava rizik inflacije. Zbog toga se obavezne rezerve znatnije uvećavaju. Rastuće obavezne rezerve i uvećano korišćenje repo operacija ne uspevaju da efikasno zaustave kreditnu ekspanziju, posebno onu finansiranu iz inostranih izvora. Ova pojava generiše novi rizik koji se uslovno može nazvati «regulatornim rizikom». Taj rizik pogađa banke, koje su prinudene da trpe šokove čestih i značajnih promena osnovnih uslova poslovanja. Jedna od mogućih posledica rasta ovog rizika jeste defavorizovanje dugoročnih izvora kreditne ekspanzije u korist kratkoročnih, što izaziva opasnost od monetarne destabilizacije.

1. Dinamika i osobine kreditne ekspanzije u Srbiji

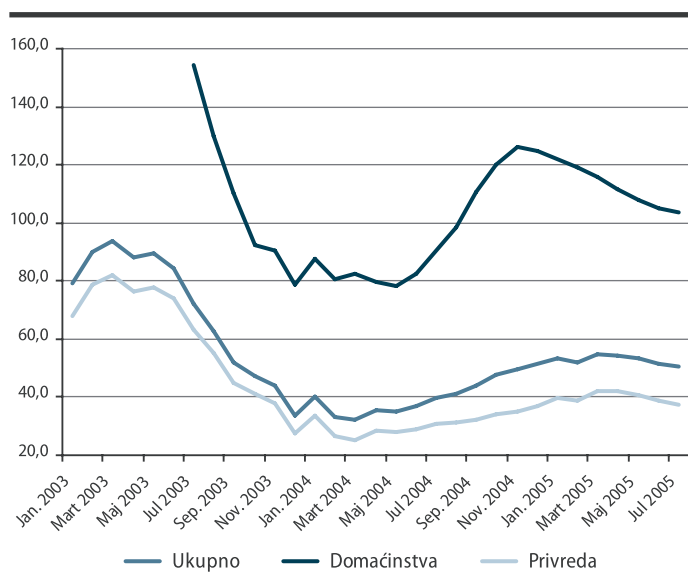
Prvo značajno ubrzanje rasta registrovano je u 2003. godini¹. Dinamika rasta kredita je u 2004 i u periodu koji sledi bila ciklična: posle ubrzanja usledila su nagla kočenja (*Grafikon L2-1*). NBS se borila s ovim problemom, nastojeći da obuzda rast kredita. Prvo usporavanje dinamike rasta kredita registrovano je tokom 2003. godine, ali je u 2004 registrovan prirast nominalne vrednosti kredita od 98,24 milijarde dinara ili približno 53 %. U prva tri kvartala 2005 apsolutni prirast nominalne vrednosti nešto je niži (95,4 milijarde dinara).

U trećem kvartalu ove godine banke su povećale ponudu kredita za 42,7 milijardi dinara ili, u proseku, za 14,2 milijarde mesečno. Samo u oktobru prirast kredita iznosi 22 milijarde dinara, što je dvostruko više od mesečnog proseka u razdoblju januar – septembar 2005. NBS je u prvim

* Boško Živković je profesor Ekonomskog fakulteta u Beogradu
Sanja Motika je saradnik Ekonomskog instituta u Beogradu

¹ Boško Živković, «Kreditna aktivnost banaka – Brza obnova», u: *Banke i osiguravajuća društva, Ekonomist*, posebna publikacija, Beograd, novembar 2005.

Grafikon L2-1. Krediti privatnom (nedržavnom) sektoru (u dinarima, 12-m stope rasta, u dinarima)



Izvor: QM 1

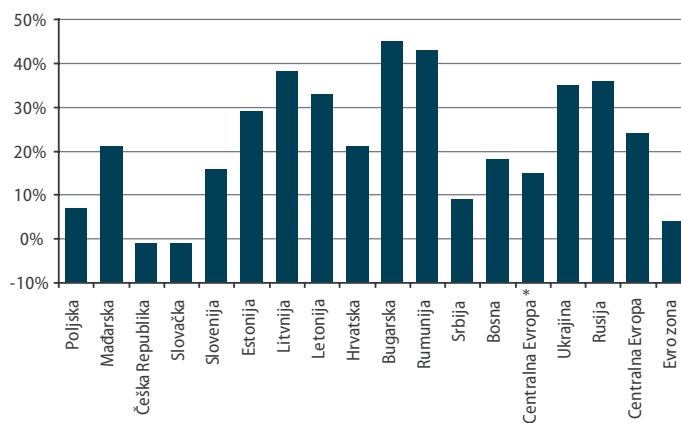
danima novembra podigla stopu obavezne rezerve na devizne depozite pravnih lica i za zaduživanje u inostranstvu sa 29% na 35%. Namera je bila da se posebno utiče na dinamiku rasta kredita, a time, posredno, i na inflaciju. Banke su, međutim, motivisane visokom razlikom kamatnih stopa - između evro zone i dinarske zone (tzv. kamatni diferencijal) - i na taj način u velikoj meri uspevaju da zaobiđu ograničenja koja im nameće odluka NBS.

Ekspanzija je najbrža kod kredita stanovništvu, dok se privreda sporije zadužuje. Njihov odnos je u 2005. godini bio 59% prema 25%, dok je u 2004. godini razlika u brzini promene bila veća i iznosila je 126% prema 40% godišnje. Različite dinamike rasta dovode i do radikalne promene strukture kredita. Učešće kredita stanovništvu bilo je krajem 2000. godine minimalno, ako ne i zanemarljivo, da bi se u 2003 uvećavalo na 15,3%, a ove godine na 27% ukupnih kredita.

Ako se dinamika kreditne ekspanzije meri u dužem periodu (od 2000 do 2004. godine) dobija se nalaz da ekspanzija kredita nije tako brza kao u uporedivim slučajevima. Zemlje Centralne i Istočne Evrope (CIE) su u periodu 2000–2004. godine ostvarile prosečnu stopu rasta kredita od oko 17% godišnje u realnim vrednostima. Najbrži rast kredita imale su Rumunija i Bugarska, s prosečnom stopom rasta od 40%. Slede Rusija, Ukrajina i Baltičke zemlje s prosečnim godišnjim rasta od 30%, a iza njih su Mađarska, Slovenija, Hrvatska i Bosna i Hercegovina, sa oko 20%. Dinamika rasta kredita u regionu iznosi 24%. Srbija i Poljska imaju u tom poređenju umerene stope rasta, od oko 10%. U evrozoni je u istom periodu prosečna stopa rasta kredita iznosila 4%.

Kreditu privatnom sektoru realno su rasli između 30% i 45% u šest zemalja regiona tokom 2004. godine. U većem broju zemalja rast je nastavio nesmanjenom brzinom (Belorusija, Bugarska, Estonija, Litvanija i Rusija), dok je u drugim zemljama (Mađarska, Moldavija i Ukrajina) brzina počela da se smanjuje negde početkom 2004, ali je ostala na visokom nivou. Koficijent kredita privatnom sektoru prema bruto domaćem proizvodu (BDP) takođe je znatno rastao, po stopi od 22% godišnje.

Grafikon L2-2. Prosečne godišnje stope rasta kredita nedržavnom sektoru u periodu 2000–2004. godine (u %)



Izvor za komparativnu statistiku: BA-CA, *International Banks in the New Europe 2004/2005*, jul 2005.

* Bez Rusije i Ukrajine

Rast kredita, očekivana je posledica dugogodišnje bankarske krize i radikalnih mera u regulaciji bankarske delatnosti. Hiperinflacija 1993. godine prepolovila je bilansnu sumu. Duboka kriza dovela je do drastičnoga pada ponude kredita, koja je krajem 90-tih godina svedena na oko 11% vrednosti iz 1990. godine. Bankarski sektor je posle krize radikalno restrukturisan čime je bilansna suma faktički smanjena za oko 60% vrednosti krajem 2000. godine. Kreditna ekspanzija u Srbiji pripada prvom² od

2 Druga forma kreditne ekspanzije je poznata pod nazivom kreditni akcelerator. Preterana kreditna ekspanzija u ovom slučaju jeste rezultat neadekvatnog odgovora tržišta na promene visine kreditnog rizika. U modelu „finansijskog akceleratora“, preterani optimizam u vezi s budućim prihodima zajmoprimaca povećava cene imovine. Ovaj fenomen se registruje kao neočekivani i nekontrolisani rast cena nekih vrsta imovine: nekretnina, akcija i sl. U radikalnim oblicima razvija se i tzv. spekulativni balon, koji nekontrolisano raste i nekontrolisano puca sa teškim posledicama. Posledica je povećanje vrednosti kolateralne kredita, što omogućava sampodržavajući rast. Ova forma ekspanzije donosi masovnu iluziju blagostanja jer omogućava i kompanijama i stanovništvu da pozajmljuju i troše. Ako se i kada se ispostavi da je stvarno stanje stvari ispod očekivanja, cene imovine i kolateralne opadaju nepredvidivom dinamikom. Model finansijske akceleracije dovodi do povećanja opšteg nivoa zaduženosti poverioca i do radikalnog smanjenja njihove sposobnosti da servisiraju svoje kredite kao i sposobnost pristupa novim kreditima. Ovi faktori igraju važnu ulogu u produženju perioda trajanja kreditnog buma i povećavajući rizičnost i dužinu opadajuće faze ciklusa. Karakteristični slučajevi ove vrste su Meksiko i Južna Koreja. Detaljnije videti u: P. Hilbers, I. Otter-Robe, C. Pazarbasioglu, G. Johnsen »Assessing and Managing Rapid Credit Growth and the Role of Supervisory and Prudential Policies«, *IMF Working paper*, WP/05/151.

dva osnovna oblika ekspanzije kredita. Možemo reći da je zapravo reč o prirodnoj pojavi koja prati obnovu realnog sektora. Kredit u ovim uslovima raste brže nego BDP. Ovaj fenomen je poznat kao „finansijsko produbljivanje“ i, –pojednostavljeno rečeno– označava povećanje kapaciteta bankarskog sektora. U ovoj formi kreditna ekspanzija nije visokorizična. Empirijski nalazi pokazuju da ovakav razvoj finansijskog sektora podstiče privredni rast. Kredit raste brže nego domaći proizvod na početku ciklusa uspona, upravo zahvaljujući potrebama kompanija za investicijama i obrtnim kapitalom.

Rast kredita neosporno je uslovljen promenama u realnom sektoru, ali je snažno povezan i s promenama u institucionalnom sektoru. Važan faktor koji je uticao na rast kreditne aktivnosti u Srbiji – jeste makroekonomska stabilizacija. Vraćanje poverenja u bankarski sektor i značajni prilivi deviza iz inostranstva dovode u svim posmatranim slučajevima do brze obnove bankarskog sektora.

Posebna grupa institucionalnih faktora vezana je za ulazak velikih međunarodnih banaka u nacionalni finansijski sistem. Smanjivanje nivoa rizika i poboljšani uslovi poslovanja dali su podsticaj rastu kapitalnih priliva, i oni najvećim delom potiču od bankarskog sektora u stranom vlasništvu. Ove banke imaju pristup jeftinijim izvorima finansiranja kreditne ekspanzije. Razlike u nivoima kamatnih stopa zemalja porekla matičnih banaka i posmatranih zemalja su

- u prvim fazama ciklusa obnove - vrlo visoke. Inostrane banke ponašaju se kao arbitri između ovih tržišta.

2. Rizici ekspanzije kredita

Dinamika kreditne ekspanzije, merena mesečnim stopama rasta, preračunatim na godišnji nivo (*Grafikon L2-1*) između ostalog pokazuje nastojanje NBS da obuzda ovaj proces. To posredno pokazuje da se ovaj proces tretira kao visokorizičan. Sa stanovišta centralne banke to i jeste tačno, jer uvoz inostrane štednje radi finansiranja kreditne ekspanzije smanjuje njen regulatorni kapacitet.

Nedavna studija MMF, čiji su rezultati pojednostavljeno sumirani u *Tabeli L2-1*, dokazuje da rizici postoje, ali da je visina ovih rizika u Srbiji verovatno precenjena. Ovo se posebno odnosi na srednjoročnu dinamiku, nivo kredita meren odnosom prema BDP i po glavi stanovnika. Precenjivanje rizika objašnjava radikalnu politiku u cilju usporavanja rasta kredita. Efekti politike «kočenja» ekspanzije mogu se videti na *Grafikonu L2-3*. Ukupni kredit i kredit privredi rastu relativno visokom i stabilnom stopom sve do početka trećeg kvartala 2005, kada je ubrzavanje rasta ponovo registrovano. (Prirast kredita iznosio je za prvih devet meseci približno 92,4 milijarde dinara, dok je samo u trećem kvartalu rast iznosio 42,7 milijardi. Stopa rasta ukupnog kredita uvećala se sa 19 na 34 %.)

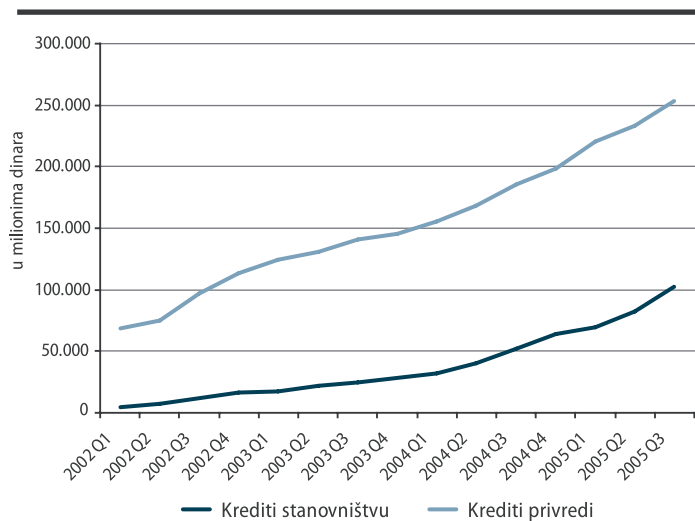
Tabela L2-1. Pregled osnovnih rizika povezanih s rastom kredita¹⁾

Ako	Onda
Brzina rasta kredita je velika	- Raste opšti nivo kreditnog rizika - Uvećava se tražnja i raste rizik makroekonomske destabilizacije
Glavni nosilac rasta kredita su strane banke	- Uvećava se kreditni rizik zemlje kao posledica agresivne strategije zaduživanja u inostranstvu
Glavni dužnik je sektor preduzeća	- Kreditni rizik raste ukoliko je kreditne sposobnosti preduzeća veoma osetljiva na promene kursa nacionalne valute kod indeksiranih kredita - Kapacitet zaduživanja preduzeća zavisi od ekonomske situacije (faze konjunktornog ciklusa)
Glavni dužnik je sektor domaćinstva	- Potrošački kredit je izložen riziku smanjivanja vrednosti kolaterala - Makroekonomski rizik raste jer kredit uvećava tražnju za uvoznim dobrima i uslugama i kreira neravnotežu u bilansu plaćanja
Izvor ekspanzije kredita je dominantno inostrani	- Finansiranje ekspanzije uvozom inostrane štednje povećava zaduženost zemlje - Uvećava se valutni rizik
Ročnost izvora ekspanzije je dominantno kratka	- Uvećava se rizik likvidnosti banaka jer se dugoročni krediti finansiraju iz kratkoročnih međubankarskih pozajmica

1) Dokazi za ovu tvrdnju se mogu naći u: B.Živković, S. Stamenković, «Neka pitanja monetarne politike u dvovalutnim sistemima», MAT, br.7-8, 2005, str 38 – 47.

Očigledno je da NBS još ne uspeva da kontroliše ekspanziju. Osnovni uzrok tome što mere NBS nisu bile delotvorne jeste dvovalutni karakter monetarnog sistema³ i prisustvo visokog kamatnog diferencijala.

Grafikon L2-3. Rast sume kredita u Srbiji, januar 2002 – septembar 2005.



Izvor: FREN.

Kreditna ekspanzija mahom je locirana u delu bankarstva koji je u vlasništvu velikih međunarodnih bankarskih kompanija. Ova grupacija banaka ponaša se po već opisanom obrascu tako što koristi jeftine izvore u matičnim zemljama i iz njih generiše relativno skupe kredite na domaćem tržištu. Ovo je klasični i racionalni obrazac kamatne arbitraže. Veliki deo prirasta kredita u 2005. godini, posebno u četvrtom kvartalu finansiran je zaduživanjem ovih banaka u inostranstvu. Reakcija NBS na ove procese bila je da poveća obavezne rezerve na ove izvore – ali ona nije urodila plodom iz više razloga. Povećanje troškova koje izaziva rast obaveznih rezervi se prenosi na kreditnu kamatnu stopu, jer je tražnja za kreditom nisko elastična na kamatnu stopu. Dakle, kamatne stope će se uvećati za prirast regulatornih troškova (obavezne rezerve itd). Na ovaj način razlozi za uvoz štednje ostaju, kao i rentabilnost takvih operacija.

Drugi razlog relativne neefikasnosti mera NBS jeste činjenica – da je početak procesa ubrzanja kreditne aktivnosti NBS zatekao u nepovoljnoj situaciji. Naime, pre nego što je počela ekspanzija finansirana iz inostranih izvora bile su uspostavljene ekstremno visoke stope obavezne rezerve na deviznu štednju stanovništva od 50%. Ova, u svetu retko viđena mera je, kombinovana sa nepovoljnom ročnom strukturom devizne štednje (dominantno kratkoročni

i depoziti po viđenju) – domaću štednju učinila skupim i rizičnim izvorom ekspanzije kredita. Visoka tražnja za kreditom koja prati obrazac finansijskog produbljenja sistema je zadovoljena uvozom inostrane štednje. Banke su, pojednostavljeno rečeno, bile gurnute u rizik zaduživanja u inostranstvu. Smanjivanje stopa obaveznih rezervi na domaću štednju moralo je početi znatno ranije i biti izvedeno brže. U međuvremenu je unet veliki deo pozajmljenog kapitala. Ukratko, domaća štednja kao izvor rasta kredita bila je defavorizovana implicitnim porezom. Banke su se okrenule inostranstvu dok su domaći resursi ostali neiskorišćeni. Zaduženost banaka, koja se u ekstremnom slučaju može pretvoriti i u zaduženost zemlje, se povećavala.

Istovremeni rast kredita i rast obaveznih rezervi uz održavanje kamatnog diferencijala – za posledicu imaju uvećani rizik od ubrzanog inostranog zaduživanja. Dalje uvećavanje obaveznih rezervi – izaziva povećanje troškova finansijskog posredovanja.

3. Uticaj kreditne ekspanzije na stanje bankarskog sektora

Banke koje finansiraju kreditnu ekspanziju uvozom inostrane štednje, trenutno uspevaju da kontrolišu valutni rizik mehanizmom valutne klauzule odnosno indeksacije kredita kursom. Ali, osnovni rizik – kreditni rizik ili rizik naplativosti kredita se na taj način ne uklanja. Naprotiv, visoka evrizacija kredita rizik samo pomera u budućnost. To je pre svega zato što se valutni rizik, koji je sada uspešno neutralizovan, u slučaju značajnije depresijacije dinara pretvara u kreditni rizik. Visina ukupnog rizika u bankarskom sektoru postaje visokozavisna od stepena sadašnje apresiranosti i buduće depresijacije kursa dinara. Svako značajnije smanjivanje njegove vrednosti može ugroziti sposobnost sadašnjih zajmoprimaca da servisiraju obaveze po ovim kreditima. Na ovaj način kredit koji je sada efikasno neutralizovan na valutni rizik – u budućnosti može postati visokorizičan. Ova procena nije tačna ukoliko je devizni prihod zajmoprimca usklađen s obavezama po kreditu.

U opštem slučaju kreditna ekspanzija može prouzrokovati neravnotežu bankarskog sektora kroz dva kanala: makroekonomskom neravnotežom i smanjivanjem kvaliteta bankarskih kredita. Visok nivo deficita tekućeg bilansa i fiskalnog deficita, praćen inflatornim pritiskom, utiče na povećan nivo osetljivosti privrede na makroekonomske šokove. U slučaju većih šokova: kamatne stope rastu, privredni rast usporava, a pritisak na devizni kurs jača. Poremećaj u bankarskom sektoru u ovom slučaju zavisice od izloženosti sektora ovim rizicima i od visine njegovih kapitalnih rezervi.

3 Dokazi za ovu tvrdnju se mogu naći u: B.Živković, S. Stamenković, «Neka pitanja monetarne politike u dvovalutnim sistemima», MAT, br.7–8, 2005, str 38 – 47.

Kvalitet bankarskih kredita nije povezan samo s makroekonomskim šokovima nego i s tim što banke nekontrolisano kumuliraju kreditni rizik. S obzirom na agresivnu politiku finansiranja kreditne ekspanzije, procena rizika svakog pojedinačnog kredita može biti neadekvatna. S druge strane, banke mogu da zanemare diversifikaciju sopstvenog kreditnog portfolia u uslovima visoke kamatne marže. Izloženost riziku može biti potcenjena tokom kreditnog buma zato što je procena rizika bazirana na tekućoj ekspanziji realnog sektora i rastućoj vrednosti kolaterala. Brza kreditna ekspanzija se, zbog ovih posledica, smatra jednim od najpouzdanijih indikatora za buduće poremećaje u bankarskom sektoru. Istina, većina kreditnih bumova nije rezultirala masivnom bankarskom krizom. Ovo je posebno važno za zemlje u tranziciji. Gotovo sve ove zemlje su imale neku formu kreditnog buma. U većini slučajeva to su bili, u tipološkom smislu, procesi obnove (ili produbljanja) finansijskog sektora.

Trenutno je ovaj proces u toku u Bugarskoj, Rumuniji i Ukrajini. Za bankarski sektor Srbije, relevantno je poređenje s ova tri slučaja. Indikatori sigurnosti ili prudencioni pokazatelji u ove tri zemlje, uprkos kreditnoj ekspanziji, pokazuju relativno dobro stanje bankarstva. Osim toga, nivo kredita u odnosu na BDP u ovim zemljama je i dalje znatno niži u poređenju sa zemljama centralne Evrope koje su prošle kroz bankarsku krizu. Dokazi za ovu tvrdnju se mogu naći u *Tabeli L2-2*. Relativno visoke vrednosti prudencioni pokazatelja ukazuju da je bankarski sistem u ovim zemljama relativno dobro zaštićen od mogućih šokova u budućnosti. Potencijalni kreditni rizik je visok u sve četiri zemlje jer se u svim slučajevima registruje visok nivo kredita indeksiranih u stranoj valuti. Visoka profitabilnost i nisko učešće nenaplativih kredita u ukupnim kreditima ukazuju na visoku verovatnoću da će se kreditna ekspanzija nastaviti i u budućem periodu bez vidljivih poremećaja u bankarskom sektoru.

Tabela L2-2. Indikatori sigurnosti (prudencioni indikatori) bankarskih sektora Bugarske, Rumunije, Ukrajine i Srbije (u procentima)

	2000	2001	2002	2003	2004
Bugarska					
Koeficijent kapitalne adekvatnosti CAR	35,6	31,3	25,2	22,0	16,1
Rizični ¹⁾ (C, D i E) krediti / ukupni krediti	17,3	13,1	8,6	7,3	6,9
Prinos na aktivu (ROA)	3,1	2,9	2,1	2,4	2,1
Prinos na kapital (ROE)	22,5	22,0	16,4	22,8	20,6
Rumunija					
Koeficijent kapitalne adekvatnosti CAR	23,8	28,8	24,6	20,0	18,8
Rizični (C, D i E) krediti / ukupni krediti	6,4	3,9	2,8	8,3	8,1
Prinos na aktivu (ROA)	1,5	3,1	2,7	2,4	2,5
Prinos na kapital (ROE)	12,5	21,8	18,8	18,2	19,3
Ukrajina					
Koeficijent kapitalne adekvatnosti (CAR)	15,5	20,7	18,0	15,2	16,8
Rizični (C, D i E) krediti / ukupni krediti	29,6	25,1	21,9	28,3	30,0
Prinos na aktivu (ROA)	-0,1	1,2	1,2	1,0	1,1
Prinos na kapital (ROE)	-0,5	7,5	8,0	7,6	8,4
Srbija					
Koeficijent kapitalne adekvatnosti CAR	0,6	27,0	30,6	22,5	23,5
Rizični (C, D i E) krediti / ukupni krediti	30,9	8,9	24,3	22,5	23,5
Prinos na aktivu (ROA)	-7,5	-27,9	-8,3	-0,3	-1,0
Prinos na kapital (ROE)	-37,5	-75,2	-20,0	-0,8	-4,9

1) Na engleskom: classified loans

Srbija ima nešto drugačiju kombinaciju parametara rentabilnosti i relativno visoko učešće nenaplativih u ukupnim kreditima. Niska rentabilnost (i ROA i ROE) bankarstva u Srbiji jeste posledica procesa čišćenja odnosno visokih rezervacija za potencijalne gubitke po kreditima iz ranijeg perioda. Taj proces je pri kraju i visoka vrednost CAR u 2004 indicira relativno visok nivo sigurnosti sistema. I visoko učešće C, D i E kredita dominantno je locirano u tzv. starom bankarstvu, koje nije nosilac kreditne ekspanzije. Na osnovu ovih indikatora sledi osnovana pretpostavka da ekspanzija kredita ne ugrožava sigurnost bankarskog sistema.

4. Umesto zaključka: da li je poželjno zaustaviti kreditnu ekspanziju?

Brza ekspanzija kredita može da utiče na makroekonomsku stabilnost stimulišući agregatnu tražnju u poređenju s mogućim BDP. Na taj način se stvara inflacioni pritisak, ali je intenzitet pritiska različit kod potrošačkih

u odnosu na kredite privredi. Ukratko, nekontrolisana kreditna ekspanzija može, u ekstremnom ishodu, izazvati krizu.

U ambijentu dvovalutnog sistema kreditna ekspanzija oslonjena na inostrane izvore dovodi do nekontrolisanog kreiranja domaćeg novca. Otuda, na kratak rok, prisutno je intenzivno nastojanje centralnih banaka da zaustave ekspanziju. U korist ovog izbora ide ubedljiv argument da je nužno očuvati monetarnu stabilnost.

Troškovi ovog izbora su, međutim, visoki. Prvi vidljivi trošak jeste zaustavljanje obnove bankarskog sektora. Ovaj ishod bi nadalje imao za posledicu zaustavljanje obnove aktivnosti u realnom sektoru, smanjivanje izvoza i dinamike strukturnih promena u privredi.

U slučaju Srbije troškovi zaustavljanja rasta kredita bili bi veći nego u uporedivim zemljama. To je zato što je bankarski sektor Srbije, komparativno gledano, još uvek patuljast. Dokazi se mogu naći u *Tabeli L2-3*.

Tabela L2-3. Rezultati ekspanzije: komparativna statistika bankarstva Srbije i zemalja Centralne i Istočne Evrope (stanja na kraju 2004. godine) ¹⁾

	Ukupni kredit kao udeo u BDP	Rast sume kredita u periodu od 2000 do kraja 2004	Kreditni stanovništva, evra per capita	Ukupni depozit		Depoziti stanovništva, evra per capita
				U % BDP	Rast u periodu 2000-2004	
Poljska	30	7	688	39	6	1.272
Mađarska	41	21	1.185	40	13	2.073
Češka Republika	33	-1	966	64	6	3.262
Slovačka	29	-1	625	53	4	1.961
Slovenija	46	16	1.586	51	13	4.908
Estonija	47	29	1.545	44	17	1.292
Litvanija	51	38	860	31	28	832
Letonija	29	33	373	27	21	811
Hrvatska	62	21	1.979	60	18	2.687
Bugarska	35	45	287	39	24	591
Rumunija	18	43	135	24	38	415
Srbija	20	9	111	20	49	221
Bosna i Hercegovina	45	18	352	41	31	352
Centralna Evropa, bez Rusije i Ukrajine	34	15	640	43	12	1.331
Ukrajina	29	35	53	23	44	142
Rusija	27	36	120	16	39	387
Centralna Evropa ukupno	31	24	308	31	19	710
Evro zona	102	4	12.398	73	6	13.556

1) Nacionalne centralne banke, BA-CA. «BA-CA Comparison of Banks: International Banks in the New Europe 2004/2005», jul 2005.

Napomene: 1) Štedionice i ŠKZ se tretiraju kao jedna banka; 2) Rast kredita i depozita izračunat kao godišnja stopa rasta. Suma depozita i kredita je denominovana u nacionalnim valutama.

NBS je preduzimala radikalne mere kočenja kreditne ekspanzije. Osnovni razlog bio je visok rizik inflacije, posebno u 2005. godini. Ostalo je otvoreno pitanje: da li je i koliko je kreditna ekspanzija doprinela inflaciji? Da li je ubrzanom rastu cena u 2005 – u odnosu na prethodnu godinu – više doprinela kombinacija eksternih šokova (cene nafte), visokih fiskalnih izdataka (nužnih ali i tipično populističkih) i monopola (prirodnih i tržišnih)? NBS je u odsustvu drugih stabilizacionih politika morala brzo, efikasno i neselektivno da sterilizuje rastuću dinarsku novčanu masu.

Uprkos snažnom kočenju, proces ekspanzije se otima kontroli, jer je tražnja za kreditom visoka, a kamatni diferencijal koji podstiče uvoz štednje i dalje je visok. Banke imaju, zbog svoje dominacije u finansijskom sistemu, sposobnost da regulatorne troškove, pre svega troškove visokih obaveznih rezervi, prevale na zajmoprimce i da na taj način održe visoke kamatne marže i razlike domaćih kamatnih stopa i kamatnih stopa iz kojih se uvozi kapital.

U datim okolnostima se otvara pitanje: kako pomiriti kratkoročnu korist od zaustavljanja kreditne ekspanzije s dugoročnim štetama koje taj izbor donosi? Ili, da li je moguće održati visoku dinamiku rasta kredita uz istovremeno neutralizovanje njenih negativnih efekata?

Prethodni nalazi pokazuju da je to, u načelu, moguće. Umesto frontalnog napada na proces neselektivnim sistemom obaveznih rezervi, moguća je finija regulacija koja bi neutralizovala njene negativne efekte. A neutralizacija se, u osnovi, svodi na sledeće.

Prvo, neophodna je selektivnija politika kočenja kreditne ekspanzije i tome prilagođen sistem obaveznih rezervi. Iskustva drugih zemalja pokazuju da je to moguće. Kriterijum izbora vrste kredita čiju ekspanziju treba kočiti jeste verovatnoća pretvaranja valutnog u kreditni rizik. U ovom trenutku to su krediti stanovništvu s dugim rokovima dospeća. Druga grupa poželjnih mera odnosi se na podsticajne mere za hipotekarne kredite. Ove mere su popularne u javnosti, ali snažno ubrzavaju rast baš ove vrste visokorizičnih kredita. Drugi bitan faktor koji utiče na ekspanziju hipotekarnog kreditiranja jeste rast cena nekretnina koje služe kao kolateral tih kredita. Zbog toga je neophodno da vlada i NBS usklađenim merama deluju na kontrolu ovog procesa, koji može biti veoma rizičan.

Dalje, umesto na inostrane, ekspanziju kredita trebalo bi prvenstveno osloniti na domaće resurse. Da bi se to desilo, neophodno je smanjiti visoke obavezne rezerve na domaću štednju i svesti ih na nivo niži od obaveznih rezervi na inostranu štednju.

Nadalje, potrebno je uspostaviti kontrolu nad dotokom kratkoročnog, spekulativnog kapitala u sektoru preduzeća. Ovo rešenje efikasno je primenjivano u Čileu i Sloveniji. Umesto neselektivnih obaveznih rezervi moguće je upotrebiti sistem obaveznih depozita na kratkoročne pozajmice banaka. Na taj način bi se destimulisao ulazak opasnog kratkoročnog (spekulativnog) kapitala i smanjio rizik nekontrolisanog rasta zaduženosti na kratak rok.⁴

Konačno, treba nastaviti proces čišćenja aktive banaka od nenaplativih kredita. Ova mera bi smanjila verovatnoću destabilizacije bankarskog sektora u slučaju pojave krize naplativosti dela kredita. U ovom kontekstu treba ubrzati proces primene *Bazel II standarda*, što bi opet radikalno smanjilo verovatnoću generisanja novih rizičnih kredita.

4 Procenat obaveznog depozita i period njegovog vezivanja može se prilagoditi ročnosti pozajmljenog izvora. Osnovni princip je da kraći rok ima veće opterećenje, odnosno relativno veće učešće obaveznog depozita i duži period njegovog vezivanja na računu centralne banke. Očekivani efekti bi bili: smanjivanje regulatornog rizika i transparentnija regulacija, smanjivanje regulatornih troškova, kreditnih kamatnih stopa i naravno, promena ročne strukture zaduženja u korist dugoročnih izvora.

Prikaz Zakona o bankama

Emil Džudžević
Vladimir Jelačić*

Novi Zakon o bankama bitno približava bankarski sistem međunarodnim standardima, posebno u upravljačkoj strukturi i u pogledu upravljanja rizicima. Narodna banka Srbije novim Zakonom dobija posebno velika ovlašćenja

Uvod

Reforma bankarskog sektora dobila je svoj zakonski epilog nedavnim usvajanjem Zakona o bankama (Sl. glasnik 107/05). Regulatorna reforma je do sada vođena serijom podzakonskih akata i izmenama i dopunama Zakona o bankama i drugim finansijskim organizacijama (ZBDFO) iz 1993. godine. Novim zakonom uveden je niz, za nas sasvim novih rešenja koja se mogu podeliti u dve osnovne grupe: rešenja vezana za merenje i upravljanje rizicima koja bitno približavaju bankarski sistem međunarodnim standardima i nova rešenja, koja se pretežno odnose na korporativno upravljanje.

1. Upravljanje rizikom: zakonski okvir za primenu Bazel II standarda

Novi koncept upravljanje rizikom prepoznatljiv je u svim delovima Zakona. Bazel II standardi¹ prepoznaju se kod definicija kontrole kapitala i uloge supervizora.

Zakonom se precizno određuju pravila pristupa bankarskoj delatnosti. Najznačajnija novina, u skladu s međunarodnim standardima², omogućava NBS da utvrdi nivo *adekvatnosti kapitala* pojedinačne banke u odnosu na opštepropisani, zavisno od vrste i stepena rizika i njenim poslovnim aktivnostima.³ To znači da će neke banke morati da raspoložu većim kapitalom ukoliko preuzimaju veće rizike od standardnih, što je inače praksa kontrole rizika u mnogim zemljama. Na prvi pogled, ovo rešenje deluje diskriminatorno. Međutim, ono regulatoru ne omogućava samo da reaguje na povećanje opšteg nivoa rizika, već i na povećanje rizika na nivou pojedinačne banke ili bankarske grupe. Kada je reč o kontroli nivoa kapitala, osim pojma *adekvatnosti ka-*

pitala, iz ZBDFO je zadržan još i pojam *minimuma osnovnog kapitala* ili kapitalnog cenzusa od 10 miliona evra. Takođe, uslovljavanjem raspodele dobiti, sticanja sopstvenih akcija, poslovanja s povezanim licima i ostalim pravilima⁴, Zakon još čvršće reguliše odgovornost vlasnika za obaveze banke.

Zakonom je otvorena pravna mogućnost merenja i tretiranja rizika na različite načine: po standardnim ili internim modelima upravljanja rizicima, uvođenjem metode praćenja rizika (*value at risk*), itd. Obaveza upravljanja rizicima određena je načelno, tj. bez konkretno definisanih kvantitativnih zahteva (oni će biti regulisani podzakonskim aktima). Pojedine vrste rizika su definisane, ali je lista ostala otvorena. Ovim rešenjem otvara se mogućnost podzakonskoj regulativi da prati proces upravljanja rizikom i reaguje kako na rast rizika, tako i na postupno uvećanje kapaciteta banaka da samostalno upravljaju rizicima kroz interne modele.

Od inače malog broja kvantitativnih definicija rizika, najznačajnija novina je definisanje zbira svih velikih izloženosti banke koji se mora kretati između 400 i 800%⁵, umesto dosadašnjeg limita od 400%. Ovakvo tumačenje daje osnova za postepen prelaz sa sadašnjeg limita na limit od 800%, koji je propisan u zemljama EU.⁶ Pravi domet ovog pravila videće se po tome kako će NBS definisati zbir, odnosno koje će elemente aktive uključiti u taj zbir (a koji u prethodnom periodu nisu računati na ovaj način).

Revizorska delatnost u Srbiji pretrpela je havariju istih razmera kao i banakrstvo. Da bi povećao objektivnost i značaj revizorskog izveštaja, zakonodavac uvodi pravila koja uslovljavaju izbor spoljnog revizora. Odnos banke i spoljnog revizora uređen je tako da onemogući preveliku zavisnost revizora od pojedinačnog klijenta. Takođe, uveden je princip koji sprečava sukob interesa koji se javlja usled mešanja konsultantskog i revizorskog posla u istoj

1 „International Convergence of Capital Measurement“, Basel Committee on Banking Supervision, Basel, novembar 2005.

2 6. osnovni princip, „Core Principles of Effective Banking Supervision“, Basel Committee on Banking Supervision, Basel, april 1997.

3 Član 23. Zakona.

* Autori se zahvaljuju profesoru Bošku Živkoviću na pomoći i korisnim sugestijama.

4 Odeljak 1. i 2. III glave Zakona.

5 Član 33. Zakona.

6 Član 49. EU Directive 2000/12/EC, *Official Journal L 126*, 26/05/2000 P. 0001 – 0059 (*Directive on Banking*).

instituciji. Zakon obavezuje banku: da ispravi sve nepravilnosti koje revizor uoči, omogućava supervizoru da imenuje revizora radi posebne revizije, i sl. Na posletku, NBS daje konačan sud o objektivnosti rada spoljnih revizora u skladu s definisanim kriterijumima i utvrđivanjem liste onih koji mogu vršiti godišnju reviziju banaka.⁷

Pravilima unutrašnje kontrole i unutrašnje revizije se na zakonskom nivou propisuju novim ili prevođenjem podzakonskih u zakonske norme.⁸ Uvodi se obaveza organizovanja funkcije kontrole usklađenosti poslovanja banke, kao i izuzetno važna novina uvođenja procedura upravljanja rizicima na nivou bankarske grupe i utvrđivanje posebnih kvantitativnih pokazatelja rizika.

2. Licenciranje i delicenciranje banaka

Zakonom je uređena i procedura oduzimanja dozvola za rad bankama, što je do sada bio veliki problem. Oduzimanje dozvole na osnovu prevelike izloženosti riziku (nivo likvidnosti, kritična potkapitalizovanost, znatna potkapitalizovanost i potkapitalizovanost uz kvalifikatorne okolnosti) dobilo je zakonski okvir. Ovim rešenjem smanjuje se neodređenost u postupku delicenciranja, a time i diksreciona moć centralne banke. Da li će se ovim rešenjem ukloniti sukobi oko delicenciranja, zavisi od kvaliteta i kapaciteta drugih institucija, pre svega sudova.

Sličan koncept primenjen je i kod licenciranja banaka. Zakonom je predviđena dvostепенost u postupku NBS pri izdavanju dozvole za rad banke.⁹ Prvo se izdaje preliminarno odobrenje za osnivanje banke. Nakon izdavanja preliminarne dozvole sledi formalna odluka o zahtevu, i u tom postupku se, između ostalog, proverava obezbeđenost materijalnih sredstava za rad. Lica koja pretenduju da budu osnivači banke snose najveći deo troškova tek kada odluka iz prve faze postane izvesna. Kao i kod davanja dozvole za rad, NBS daje saglasnost na sticanje tzv. kvalifikovanog vlasništva (preko 5, 20, 33 i 50%) i na taj način reguliše vlasničku strukturu. Strane banke dodatno su uslovljene kvalitetom supervizije u zemlji porekla i njenim odnosom sa NBS. Ukoliko strane banke ne ispune ove uslove, ili se utvrdi da vlasnik ugrožava stabilnost poslovanja banke, dozvola može biti uskraćena. Nadležnost NBS proširena je i na davanje saglasnosti na akte banke.

NBS može, po slobodnoj oceni, a na osnovu utvrđenih nepravilnosti i/ili nezakonitog poslovanja, da preuzme širok spektar mera – da uputi pismenu opomenu, da uputi nalagodavno pismo, da izrekne novčanu kaznu, da donese

rešenje o naložima i merama za otklanjanje nepravilnosti, da uvede prinudnu upravu, da razreši i suspenduje člana upravnog ili izvršnog odbora, ili da oduzme dozvolu za rad. Važna novina je mogućnost preduzimanja kontrole bankarske grupe na konsolidovanoj osnovi.¹⁰

NBS ima isključivo pravo rešavanja upravne stvari koja je Zakonom stavljena u njenu nadležnost. Prema prethodnim zakonskim rešenjima sud je mogao da reši upravnu stvar koja je prethodno bila rešena poništenim konačnim upravnim aktom, ukoliko bi to dozvoljavala „priroda stvari“.¹¹ Tako je zabrana sudu da reši upravnu stvar postojala i u onim stvarima u kojima slobodnom ocenom odlučuje NBS u postupku vršenja kontrole boniteta. Novost predstavlja opšte uvođenje upravnog spora ograničene jurisdikcije po aktima NBS donesenim u rešavanju predmetnih upravnih stvari. Suštinska izmena je ekspliciranje i ranije postojeće zabrane rešavanja upravne stvari u kojoj je nadležnost rešavanja konačnim aktom, a po slobodnoj oceni, imala NBS.

Zakon unapređuje tržišnu disciplinu time što omogućava uvid u poslovanje i stanje banke. Izveštaji spoljnog revizora o godišnjim finansijskim izveštajima postaju javni. Ova odredba se odnosi na banku, ali i na bankarski holding i bankarsku grupu. Javnim postaju i mesečni nerevidirani finansijski izveštaji – bilans uspeha, bilans stanja i izveštaj o tokovima gotovine.¹²

3. Novi koncept upravljačke strukture u banakrstvu

Druga velika grupa kvalitativnih novina koju uvodi Zakon odnosi na uređenje organizacije i upravljanja poslovnim bankom. Ova oblast je bila zanemarena u ZBDFO, koji je koncentrisao ovlašćenja kod jednog organa, dok je odgovornost bila podeljena na druge.¹³

Novo zakonsko rešenje nastoji da uspostavi ravnotežu između principa vlasničkog suvereniteta i principa stabilnosti bankarskog sistema. Odredbe Zakona za svoj izvor

7 Član 52. Zakona

8 Odluka o osnovnim principima organizacije i rada interne kontrole banke i druge finansijske organizacije, Službeni list SRJ, br. 39/2002.

9 Čl. 15. i 16. Zakona.

10 Čl. 122. i 126. Zakona.

11 Član 41. stav 3. Zakona o upravnim sporovima, „Službeni list SRJ“, br. 46/96.

12 Član 61. Zakona

13 U tom zakonu postojale su velike pravne praznine, posebno kada je reč o odnosima između organa banke. U ZBDFO nisu postojali mehanizmi kontrole direktora banke. Preventivne procedure za umanjenja rizika koji nastaje delovanjem izvršnih organa, posebno direktora, nisu ni postojale. Direktor je imao ogromnu moć a malu odgovornost. Čak ni nakon donošenja Zakona o preduzećima 1997. godine, koji na sveobuhvatniji, potpuniji i moderniji način reguliše korporativno upravljanje, nije došlo do bitnih promena. Taj je zakon, kao opšti zakon, precizno propisao drugačiji način izbora direktora, ograničenja njegovih ovlašćenja, i koliko-toliko sprovodive mehanizme podele ovlašćenja i odgovornosti za zakonitost rada preduzeća. Međutim tumačenjima u praksi ovog zakona i njegove (ne)primenjivosti na banke, izbegnute su promene u sistemu upravljanja koji je postojao u ZBDFO. Tako je neograničena moć direktora zadržana a banakrski sektor je zapao u tešku krizu.

imaju mahom preporuke Evropske komisije koje se tiču korporativnog upravljanja,¹⁴ Bazel II standarde o korporativnom upravljanju, i uporednopravnu praksu.

Osnovne novine se odnose na: (1) organe banke, (2) delokrug tih organa i (3) njihov međusobni odnos i hijerarhiju u upravljanju. Sve novine u osnovi sadrže ideju jasnog razdvajanja pojma, funkcije, svrhe i odgovornosti banke kao akcionarskog društva i banke kao elementa uređenog skupa koji se označava pojmom *bankarski sistem*.

Skupština banke će ubuduće imenovati i razrešavati isključivo predsednika i članove upravnog odbora banke (uo).¹⁵ Ovo rešenje opredeljuje dalji tok regulisanja organizacije i upravljanja bankom. Skupština je, dakle, osnovna upravljačka jedinica banke pod suverenim uticajem akcionara. Taj suverenitet može biti ograničen ako banka ugrožava javni interes odnosno stabilnost bankarskog sistema. U javnosti je kontroverzu izazvalo rešenje kojim je NBS omogućen pristup sednicama skupštine i upravnog odbora, čime se upotpunjuju supervizorska ovlašćenja.

Novi zakon unosi odredbu po kojoj će akcionari s jedan odsto ili više akcija s pravom glasa moći neposredno da koriste pravo glasa, bez mogućnosti ograničenja ovog prava statutom.¹⁶ Ovakva zaštita nije postojala u ZBDFO.¹⁷

Zakon kao organe upravljanja bankom promovise upravni odbor (uo) i izvršni odbor banke. Novina je zakonska definicija njihove dužnosti proaktivnog delovanja u cilju zaštite interesa banke. Takođe, io i uo moraju sprečavati nezakonite radnje i uticaje koji dolaze od strane lica koja imaju znatno ili kontrolno učešće u toj banci. Najmanje jedna trećina članova uo moraju činiti *lica nezavisna od banke*¹⁸ (uo kao agent vlasnika i agent banke). Nasuprot tome, ZBDFO sadržao je odredbu da se članovi uo biraju sključivo iz reda osnivača banke, koji imaju akcije s pravom upravljanja (uo kao agent isključivo vlasnika)¹⁹. Najmanje tri člana uo moraju imati odgovarajuće iskustvo iz oblasti finansija, o čemu podnose NBS dokaze. Važna je odredba koja nalaže da najmanje jedan član uo aktivno govori srpski jezik i ima stalno prebivalište na teritoriji Republike Srbije. Član uo ne može istovremeno biti i član io banke.

Delokrug uo znatno se proširuje novim Zakonom, najviše kao posledica preuzimanja ovlašćenja i odgovornosti no

iz ZBDFO. UO je pre svega odgovoran za uspostavljanje jedinstvenog sistema upravljanja rizicima u banci i za nadzor nad tim sistemom, dok je partikularna identifikacija i kontrola tih rizika poverena io, za šta je ponovo posredno odgovoran uo. U tom kapacitetu, uo bira i razrešava predsednika i članove io banke i nadzire njihov rad (io kao agent banke). Možda najznačajniji pojedinačni mehanizam uo u praćenju rada io je ovlašćenje uo da utvrđuje iznose do kojih io može odlučivati o plasmanima i zaduživanjima banke, i odlučuje o plasmanima i zaduživanjima preko tih iznosa, što je u odnosu na ovlašćenja direktora po ZBDFO («jedan potpis») ograničenje od suštinskog značaja.

Institut direktora banke Zakon zamenjuje i značajno dopunjava institutom izvršnog odbora banke. Na prvi pogled je uočljiv prelazak sa inokosnog na kolektivni organ koji nosi izvršne prerogative (najmanje dva člana uključujući i predsednika; slično rešenje sadrže brojni evropski zakoni, uključujući slovenački i hrvatski). Uprkos tome što je predsednik io zadužen za predstavljanje i zastupanje banke, on mora obezbediti potpis najmanje jednog člana io pri preduzimanju pravnih radnji u ime i za račun banke. Članovi io su profesionalni menadžeri koje Zakon snažno vezuje za banku obavezom uspostavljanja radnog odnosa na neodređeno vreme s punim radnim vremenom. Zakon dalje intenzivira vezu članova io s bankom, doslednom odredbom o neophodnosti aktivnog znanja srpskog jezika i prebivališta u Republici Srbiji najmanje jednog člana, ali i neophodnosti boravišta u Republici Srbiji svih članova io. U najširem smislu, io rukovodi organizacijom poslovanja banke. Kroz obavezu informisanja uo o svim nepropisnim postupanjima, kao i kvartalnog dostavljanja pregleda poslovnih aktivnosti i bilansa, autor zakona je "punom linijom odgovornosti" vezao io za uo banke. Njegova obaveza pružanja povratnih informacija uo pojačana je obavezom io da promptno informiše uo banke i NBS o pogoršanjima finansijskog stanja banke ili postojanju opasnosti od tog pogoršanja.

Sistem unutrašnjih kontrola predviđen Zakonom omogućiće kontinuirano i blagovremeno praćenje, procenu i merenje rizika. Vršenje unutrašnje kontrole nad poslovanjem banke Zakon poverava io, dok se o efikasnosti funkcionisanja samog sistema unutrašnjih kontrola, po Zakonu, staraju Odbor za praćenje poslovanja banke (kao agent uo, a time i agent vlasnika) i unutrašnja revizija. Akcenat se stavlja na neophodnost razvoja ovog sistema, što je i preduslov blagovremenog reagovanja na novonastale rizike. Vršenje funkcije kontrole usklađenosti poslovanja banke biće smešteno u organizacionu jedinicu čijeg rukovodioca imenuje i razrešava uo (što je i prirodno, jer je uo taj koji odgovara za tačnost svih izveštaja koje uputi akcionarima, NBS ili javnosti). Rizik usklađenosti (*compliance*) u najvećoj meri obuhvata rizik od sankcija regulatornog tela i finansijskih

14 European Commission Recommendation on the role of non-executive or supervisory directors of listed companies and on the committees of the (supervisory) board (2005/162/EC)

15 Po ZBDFO skupština je birala UO, NO i direktora.

16 član 65. stav 3, Zakona.

17 "Statutom banke može se utvrditi minimalan broj akcija kao uslov za članstvo u skupštini banke", član. 42. stav 2, ZBDFO.

18 Definicija lica nezavisnog od banke data u članu 2. stavu 24. Zakona.

19 član 44. stav 2, ZBDFO.

gubitaka, ali i reputacioni rizik, a nastaje kao posledica neusklađenosti s propisima u najširem smislu reči.

Unutrašnja revizija u načelu će pružati nezavisno i objektivno mišljenje uo o pitanjima koja su predmet revizije (što je standardna formulacija za revizorske poslove), ali će pružati i savete i pomoć uo u cilju unapređenja postojećeg sistema unutrašnjih kontrola i poslovanja banke uopšte. Poput prethodne, i funkcija unutrašnje revizije biće vršena u okviru posebnog organizacionog dela čijeg rukovodioca imenuje i razrešava uo. Rukovodilac unutrašnje revizije moći će direktno da se obrati uo, predloži sazivanje sednice odbora za praćenje aktivnosti banke, a ako ova ne bude održana, o tome izvesti skupštinu na njenom sledećem zasedanju (koje, usput, i sam može inicirati predlogom sazivanja vanredne sednice preko uo). Linija izveštavanja organizacione jedinice koja vrši unutrašnju reviziju vodi do odbora za praćenje poslovanja banke i uo banke.

Banka se u sistemu koji pruža Zakon kao entitet učvršćuje uz pomoć sistema višedimenzionalne institucionalizovane kontrole upravljačkog procesa. Preraspodelom nadležnosti izbora io (direktora) sa vlasnika na uo koji čine lica koja ne moraju više isključivo da budu vlasnici, ukida se direktna i isključiva kontrola akcionara nad bankom i omogućava se artikulisanje njenog autonomnog interesa, koji ne mora biti i najbolji interes samih akcionara. Tako artikulisan, on se sprovodi od strane io čiji je rad kontrolisan od više organa i odbora. Sam uo je u stalnom kontaktu s odborima banke i organima koji vrše unutrašnju reviziju i unutrašnju kontrolu, prima njihove preporuke i pomoć, a ujedno je i pod stalnim nadzorom nbs. Pomenuta tela će, opet moći da se, upravo preko uo, obrate krajnjoj instanci, odnosno da sazovu sednicu skupštine banke i time odlučivanje vrte na same vlasnike, čime se zatvara krug ovlašćenja međusobnog nadzora između organa i tela unutar banke.

4. Rezime i zaključak

Ukratko, Zakon bi trebalo da ispuni dva cilja. Prvi je integracija nacionalnog bankarskog sistema u evropsko bankarstvo. Drugi je uklanjanje unutrašnjih izvora rizika i njegova efikasnija kontrola.

Najznačajnija novina koju Zakon donosi jeste ta da je kontrola rizika napokon usklađena s međunarodno prihvaćenim normama. Odredbe o identifikaciji, merenju, kontroli i upravljanju rizicima fokusiraju se u jednoj tački (minimalni kapital za dati nivo rizika).

Najveće dostignuće ovog Zakona jeste činjenica da su rešenja Bazel II standarda i novih evropskih direktiva o banarstvu kodifikovana s velikom pažnjom. Najznačajnija promena u odnosu na prethodni zakon jeste mogućnost cen-

tralne banke da, prema međunarodnim standardima, utvrdi veći nivo adekvatnosti kapitala pojedine banke u odnosu na opšte propisani nivo od 10 odsto. Minimum osnovnog kapitala od 10 miliona evra nije promenjen. Zakon je koncipiran tako da je ostavljena mogućnost adaptiranja regulative na nove pojave i nove procedure prilikom tretiranja rizika.

Promena korporativnog upravljanja treba da omogući sigurnije poslovanje banaka jer uklanja unutrašnje generatore rizika pojedinačne banke i sistem u celini. Radikalna redefinicija statusa Izvršnog odbora kao agenta banke a ne vlasnika, treba da ukloni konflikt u odnosima akcionara, vlasnika depozita i centralne banke, koji u Srbiji ima tragično dugu istoriju i teške posledice. U isto vreme, vlasnicima je data efikasnija kontrola nad bankom propisivanjem sistema kontrola i odlučivanja koji ih štiti od svemoćnih direktora. Tako se na prvo mesto stavlja interes banke i njenih poverilaca, potom interesi akcionara, pa tek onda interesi menadžera. U dosadašnjem sistemu korporativnog upravljanja ova relacija je imala obrnuti rang, što je bio jedan od uzročnika bankarske krize. Ranije svemoćni direktor banke, čije je nadležnosti prethodni zakon definisao krajnje široko i neodređeno, zamenjen je izvršnim odborom banke. Predsednik io je zadužen za predstavljanje i zastupanje banke kao i prethodni direktor. Ali, za razliku od prethodnog, on nema neograničenu moć. Ovaj prelaz sa inokosnog na kolektivno odlučivanje je bio predmet javnih sporova. Slično rešenje sadrže mnogi evropski zakoni.

Posebnu kontroverzu u javnosti izazvala je odredba Zakona po kojoj nbs ima isključivo pravo rešavanja upravne stvari koja je Zakonom stavljena u njenu nadležnost. U prethodnim rešenjima sud je mogao da poništi rešenje nbs i često je uzimao pravo da sam reši tu upravnu stvar. Neuređenost je izazvala visoke rizike i neke vrste haosa: nbs je oduzimala dozvole banaka, a sudovi su ih vraćali. Novina je opšte uvođenje upravnog spora ograničene jurisdikcije po aktima nbs donesenim u rešavanju predmetnih upravnih stvari. Nasuprot široko rasprostranjenom mišljenju, zaštita prava u ovom upravnom postupku je očuvana jer sud odlučuje o zakonitosti svakog upravnog akta nbs. Drugi očekivani ishod ovog rešenja jeste uklanjanje dugih sporova koji sami po sebi povećavaju rizičnost bankarskog sistema.

Kamatne stope u Srbiji u 2005. godini

Rezultati FREN-ove ankete o kamatnim stopama (avgust – oktobar 2005)

Jasna Dimitrijević* FREN-ova anketa banaka u Srbiji pokazuje vrlo širok dijapazon kamatnih stopa na kredite u Srbiji—što sugerise kako heterogenu strukturu klijenata, tako i nepotpunu integrisanost tržišta. Ipak, anketa pokazuje i da konkurentske snage snažno deluju u poslednje vreme i spuštaju kamatne stope čak i kad troškovi banaka rastu usled regulatornih promena.

Statistički podaci o kamatnim stopama koji se objavljuju kao mesečni ponderisani proseci u Statističkom biltenu Narodne banke Srbije odražavaju nekonzistentne trendove i drastične promene u nivou kamatnih stopa iz meseca u mesec. S obzirom da statistički podaci nedovoljno precizno definišu kategorije kredita za koje se računaju kamatne stope, postoji bojazan da promene u strukturi novoodobrenih kredita imaju dominantan uticaj na praćenje kretanja kamatnih stopa iz meseca u mesec. U istu prosečnu kamatnu stopu uračunavaju se stope na kredite sa valutnom klauzulom i na kredite bez valutne klauzule. Ove dve stope se, kada je reč o kreditu sa svim ostalim jednakim uslovima, razlikuju za više procentnih poena (obično za očekivani procenat promene kursa). U želji da saznamo kako se kreću kamatne stope u 2005. godini i da dokumentujemo njihovu strukturu i nivo, u organizaciji FREN-a je od avgusta do oktobra 2005. sprovedena anketa banaka. Odazvalo se 19 banaka koje su predstavljale 66% ukupne bankarske aktive.¹

Osim što smo uspeali da dokumentujemo nivo kamatnih stopa u Srbiji, iz odgovora koje smo prikupili u anketi iznedrilo se i zanimljivo objašnjenje za neefektivnost monetarne politike u prvoj polovini 2005. U njegovoj srži leži poruka da su banke u prethodnom periodu bile u prilici da ostvaruju monopolske profite na kreditiranju, što im je dozvoljavalo da sa intenziviranjem konkurencije smanje kamatne stope uprkos restriktivnim merama monetarne politike. Videli smo u istom kontekstu i da je bankarsko tržište u Srbiji veoma dinamično i uprkos optimističnom povećavanju konkurencije i dalje veoma neintegrisano i segmentirano. Na određenim segmentima konkurencija slabije deluje dok su rizici negde objektivno i dalje visoki. Za prevazilaženje ovakve slike tržišta kredita postoje realne prepreke. One su pre svega vezane za informisanost kako banaka tako i klijenata, ali i za postojanje visokog

rizika koji se može smanjiti kroz jačanje institucija za bolju zaštitu poverilaca.

Okvir 1. Upitnik za banke

Upitnik se sastojao od 67 pitanja. Popunjavali su ga predstavnici uprave banaka iz sektora analize, upravljanja rizikom, upravljanja trezorom i računovodstva. Sastojao se iz pet delova. U prvom delu pitali smo banke o detaljnoj strukturi kredita prema vrsti komitenata, roku i nameni. U drugom delu smo se trudili da identifikujemo sve kombinacije načina obračuna kamate, upotrebe indeksacije i fiksne ili promenljive kamatne stope. Tako smo definisali tipske 'modele' obračuna kamatne stope koje koriste banke u Srbiji. U trećem delu smo ispitivali nivo kamatnih stopa na kredite banaka. Posebno smo se potrudili da eliminišemo sve moguće izvore nehomogenosti podataka. Iz tog razloga precizno smo definisali kategorije najčešćih kredita stanovništvu i preduzećima. Odvojeno smo pitali za kamatne stope na kredite malim i srednjim preduzećima od stopa za velika preduzeća. Prikupili smo podatke u formi efektivne kamatne stope¹ u tri kategorije: preovlađujuća kamatna stopa (korišćena u najvećem broju kreditnih ugovora date vrste kredita), kamatna stopa najmanje rizičnim klijentima i kamatna stopa najrizičnijim klijentima. Pored svakog podatka o visini kamatne stope, banke smo ispitivali o tipskim modelima na osnovu kojeg računaju konkretnu kamatu. Tako smo mogli da odvojeno tretiramo kamatne stope na indeksirane i neindeksirane kredite. Zatim smo u četvrtom delu upitnika pažnju posvetili izvorima bankarskih kredita. Pitanja su se odnosila na strukturu bankarskih izvora i pasivne kamatne stope, i na funkcionisanje međubankarskog tržišta novca. Poslednji deo upitnika posvetili smo kretanju kamatnih stopa na kredite stanovništvu i kredite preduzećima i osnovnim faktorima koji su uticali na njihov nivo u 2005. godini.

* Zahvaljujem se Kori Udovički i Borisu Najmanu na dragocnim komentarima i sugestijama; Jeleni Ždrale, Tijani Ječmenici i Ivanu Kalafatiću na saradnji u anketiranju banaka; upravi u 19 banaka što su pristali da učestvuju u anketi, i sagovornicima na popunjavanju upitnika na vremenu i pažnji sa kojom su popunili upitnik. Odgovornost za sve propuste i greške ostaje samo moja.

1 Na dan 30. septembra 2005. Detaljnije o strukturi bankarskog sistema i pokrivenosti ankete videti u Prilogu 1.

1 NBS je propisala početkom 2005. Odluku o jedinstvenom načinu obračuna i iskazivanja efektivne kamatne stope na kredite i depozite (Sl. glasnik RS, br. 11/2005 i 108/2005). Efektivna kamatna stopa se obračunava konformnim metodom na godišnjem nivou. Predstavlja kamatnu stopu koja po principu neto sadašnje vrednosti svodi sve novčane tokove po osnovu kredita na nultu sadašnju vrednost. Propisano je da se pri obračunu efektivne kamatne stope uzima u obzir iznos kredita, iznos depozita koji predstavlja obezbeđenje kredita, naknade i troškovi odobravanja kredita koji se obračunavaju na iznos kredita, kao i sve druge fiksne naknade koje su povezane sa kreditom i poznate prilikom njegovog odobravanja. Ova kamatna stopa ne uzima u obzir indeksaciju kredita, koja postoji u oko 70% ukupnih kredita banaka.

1. Delovanje konkurencije smanjuje kamatne stope²

Bankarsko tržište u Srbiji raste velikom brzinom: u 2004. godini krediti banaka nebankarskom sektoru porasli su nominalno za 52% (realno 33%) dok su u prvih devet meseci 2005 porasli 50% nominalno (28,8% realno). Takav porast posledica je ulaska novih inostranih banaka na tržište koje je omogućila privatizacija državnih i prodaja većinskih udela u više domaćih privatnih banaka od sredine 2004 godine. Ulazak «greenfield» banaka Narodna banka Srbije ne odobrava još od 2001. godine.

Prvi nalaz ankete je da su banke mahom smanjivale kamatu u prvih šest meseci 2005. On zavređuje pažnju jer je u istom tom periodu Narodna banka podigla stopu obavezne rezerve na depozite i kredite iz inostranstva sa 21% uvedenih krajem novembra 2004. na 26%³. Čime se objašnjava to da kamatne stope padaju ukoliko rastu troškovi banaka proistekli iz regulatornih mera? Pre svega postojećim manevarskim prostorom u kamatnim stopama koji su banke obezbeđivale svojim monopolnim položajem. Pod dejstvom konkurencije, monopolna moć banaka se smanjuje. Uprkos povećavanju troškova, banke su očigledno imale prostora da svoje kamate snize.

Cilj NBS bio je da obuzda kreditnu ekspanziju opisanu u Trendovima. Očekivalo se da će mere NBS delovati na kreditnu ekspanziju direktno, smanjujući obim sredstava na raspolaganju za plasman, i indirektno kroz podizanje troškova kreditiranja koji, pak, podižu kamatne stope, i pomerajući krivu ponude uz krivu tražnje za kreditima, dovode do novog, nižeg nivoa kreditiranja. Kao što se vidi iz opisane stope rasta kredita, NBS u svom naporu nije uspeła, a odgovori u anketi na pitanja o promenama u kamatnim stopama i delovanju konkurencije govore zašto.

Anketom su postavljena pitanja da li su i koliko puta kamate menjane i kakav je bio karakter promena odluka o kamatnim stopama na kredite u prvoj polovini 2005⁴. Kad je reč o kreditima stanovništvu, u 15 od 19 banaka koje su odgovorile na ovo pitanje, promena odluka o kamatnim stopama odnosila se na smanjenje njihovog ukupnog nivoa. Samo u jednom slučaju kamatne stope na kredite stanovništvu su povećane. Kad je reč o kreditima preduzećima, u osam od 17 banaka doneta je odluka o snižavanju kamatnih stopa, dok se jedna trećina promena sastojala u promeni elemenata koji se računavaju u finalnu kamatnu stopu.

Kamatne stope su povećane samo u dve banke, podstaknute, kako se vidi u odgovoru na drugo pitanje, regulatornim promenama. Ovo je ujedno i jedini znak u anketi da su stope menjane zbog promene u troškovima.

Ispitujemo opšte kretanje troškova na osnovu bilansa banaka. Smanjenje kamatnih stopa moglo bi biti prouzrokovano smanjenjem bankarskih troškova. Očekivano je bilo smanjenje opšteg nivoa rizika koji se ogleda i u poboljšanom kreditnom rejtingu Srbije u 2005.⁵ a što je domaćim pravnim licima stvorilo povoljnije izvore kreditiranja na međunarodnom tržištu kapitala. Povećana efikasnost poslovanja banaka je uobičajena pojava u bankarskim sistemima u tranziciji gde velike državne banke počinju racionalnije i efikasnije da koriste svoje kapacitete. Odnos troškova poslovanja prema ukupnoj aktivni na kraju prvog polugodišta 2004. iznosio je 3,96 odsto na nivou celog bankarskog sektora, dok je isti pokazatelj na kraju prvog polugodišta 2005. godine spao na 3,29 odsto. Iz toga sledi da je bankarski sistem u celini sredinom 2005. u proseku poslovao za 17% efikasnije nego u istom periodu 2004. Ipak, efekat restriktivne monetarne politike je na ukupnom planu nadmašio prethodna dva, pa se cena izvora bankarskih kredita povećala. To vidimo iz odnosa plaćene kamate u odnosu na plasmane bankama i komitentima, koji se povećao za 19% u prvoj polovini 2005. u odnosu na isti period 2004.

Dakle, možemo zaključiti da nije verovatno da je pad drugih troškova, u meri u kojoj ga je bilo, bio dovoljan da prevagne nad poskupljenjem izazvanim merama NBS. Ni banke ne govore o troškovima kao važnom faktoru u odgovorima na pitanje o osnovnom motivu koji je stajao iza promene kamatnih stopa (videti *Tabelu L4-1*). Banke su odgovorile da je u najvećem broju slučajeva promena kamatnih stopa izazvana nastojanjem banaka da prate konkurenciju kako kod kredita privredi tako i kod kredita stanovništvu.

Obrazac odgovora banaka na pitanje o načinu delovanja konkurenstkih pritisaka na kamate, naknade i na necegovne uslove kreditiranja daje snažnu podršku zaključku da je konkurencija prevashodno uticala na njihovo puštanje delujući na smanjivanje monopolnog prostora u kamatnim maržama.

U *Tabeli L4-2* vidimo da su konkurenstki pritisci mahom uticali na kreditne uslove u bankama. I kod kredita privredi i kod kredita stanovništvu najveći pritisci odražavali su se na kamatne stope, nešto manji na naknade i na ostale necegovne kreditne uslove. Ovo se najbolje vidi u liniji 1 *Tabele L4-2* koja sadrži učestalost odgovora da su "konkurenstki pritisci uticali na promenu uslova u datoj banci".

2 Svi podaci o kamatnim stopama dati su na godišnjem nivou

3 Zaključno sa decembrom 2005. ova stopa je dosegla 38% nakon nekoliko uzastopnih povećavanja (detaljnije u Trendovima).

4 Tabela izveštaj o odgovorima na ovo pitanje nije dat.

5 BB- prema klasifikaciji agencije Standard & Poor's.

Tabela L4-1. "Koji od pomenutih faktora je najčešće uticao na promenu odluke o kamatnim stopama za kredite u vašoj banci u prvoj polovini 2005. godine?"¹⁾

	Krediti privredi ³⁾	Krediti stanovništvu ⁴⁾
a) promena jedne ili više pasivnih kamatnih stopa	4	1
b) promena regulative koja je uticala na promenu u strukturi troškova	4	3
c) promena kamatnih stopa ili drugih necenovnih uslova kreditiranja kod konkurentskih banaka	10	14
d) promena tražnje za različitim vrstama kredita	3	6
e) drugi faktori ²⁾	4	2

Izvor: FREN-ova anketa o kamatnim stopama, avgust-oktobar 2005.

1) Banke su mogle da zaokruže više odgovora

2) Kao druge faktore kod kredita preduzećima banke su navele: uvođenje novih proizvoda, opšta ekonomska klima; kod kredita stanovništvu: razvoj poslova s karticama.

3) Na ovo pitanje odgovorilo je 18 banaka

4) Na ovo pitanje odgovorilo je 18 banaka

Tabela L4-2. Intenzitet i efekti konkurentskih pritisaka na uslove kreditiranja¹⁾

	Krediti preduzećima ²⁾			Krediti stanovništvu ²⁾		
	Kamate	Naknade	Necenovni uslovi	Kamate	Naknade	Necenovni uslovi
a) promena jedne ili više pasivnih kamatnih stopa	12	9	7	15	11	8
b) promena regulative koja je uticala na promenu u strukturi troškova	1	1	1	0	2	0
c) promena kamatnih stopa ili drugih necenovnih uslova kreditiranja kod konkurentskih banaka	5	6	5	2	2	2
d) promena tražnje za različitim vrstama kredita						
e) drugi faktori ²⁾	1	1	3	1	1	4

Izvor: FREN-ova anketa o kamatnim stopama, avgust-oktobar 2005.

1) Banke su upitane da za svaki oblik kreditnih uslova (kamate, naknade i necenovne uslove) ocene na koji se od četiri ponuđena načina kod njih odražavaju konkurentski pritisci.

2) Svih 19 banaka je odgovorilo na ovo pitanje.

Konkurentske snage više deluju na uslove kreditiranja stanovništva nego preduzeća. Od 19 banaka, 15 je odgovorilo da na njih konkurentski pritisci utiču da promene kamatne stope na kredite stanovništvu. Odgovor da zbog pritiska konkurencije odlučuju da menjaju kamatne stope na kredite preduzećima dalo je 12 od 19 banaka, dok je 5 odgovorilo da ne menjaju kamatne stope uprkos pritisku konkurencije. Ne vidimo zajedničke osobine bankama koje su odgovorile da ne menjaju uslove usled osetnih pritisaka konkurencije.

2. Tržište je i dalje nehomogeno i nedovoljno integrisano o čemu svedoči velika disperzija kamatnih stopa

Poseban napor u anketi uložen je u precizno snimanje lepeze kamata koje banke naplaćuju na različite vrste kredita i klijentima različitog stepana rizičnosti. Napor je

uložen i u precizno razgraničavanje elemenata koji definišu efektivne kamatne stope, kako bi ih učinili sasvim preciznim i uporedivim. Valja napomenuti da nije bilo moguće eliminisati svaki rizik da prikupljeni podaci o kamatnim stopama i dalje nisu sasvim uporedivi, usled nedoslednosti u izračunavanju efektivne kamatne stope po bankama. Ipak, verujemo da u celini stope snimljene u anketi odražavaju stvarnost – a ona odražava veoma nehomogeno tržište sa širokim rasponima među kamatama koje naplaćuju različite banke za isti tip kredita, ili iste banke različitim klijentima.

Normalno je da u jednoj privredi kamatne stope zavisno od roka, namene kredita i tipa klijenta imaju određene preovlađujuće vrednosti koje odražavaju prosečno stanje na tržištu i prosečan rizik. Stoga Anketa posebno postavlja pitanja o kamatama na kredite velikim preduzećima, malim i srednjim preduzećima (MSP), i stanovništvu.

U okviru svake ove kategorije kredita, bankama su postavljana posebna pitanja o kreditima prema rokovima i nekim specifičnim karakteristikama (sve identifikovane vrste kredita vide se po redovima u *Tabeli L4-3*).

Za svaki tip kredita banke su davale tri vrednosti efektivne kamatne stope, za nove kredite, u trenutku popunjavanja upitnika:

(a) preovlađujuću stopu, tj. onu koja se naplaćuje najvećem broju klijenata;

(b) stopu koja naplaćuje najmanje rizičnim klijentima; i
(c) stopu koja se naplaćuje najrizičnijim klijentima.

Preovlađujuća stopa odražava prosečni nivo rizika tipičnog klijenta banke za datu vrstu kredita. Normalno je da se tipični klijenti razlikuju od banke do banke, te i da se razlikuju preovlađujuće stope. Ipak, u homogenijim i integrisanim tržištima ove stope konvergiraju ka nekom prosečnom kreditnom riziku na tržištu, a raznolikosti nisu drastične već se radi o nijansama koje prevashodno odražavaju razlike u riziku.

Tabela L4-3. Preovlađujuće efektivne kamatne stope na novoodobrene kredite (avgust – oktobar 2005.)

Vrsta klijenta / kredita	Valutna klauzula	Broj odgovora	Zabeleženi minimum	Prosečna ponderisana* preovlađujuća efektivna kamatna stopa	Zabeleženi maksimum ¹⁾
Kreditni velikim preduzećima					
1 Okvirni revolving kredit i pozajmice po poslovnim računima	da	7	7,00	8,59	22,61
2 Kredit za obrtna sredstva i zalihe na 12 meseci	da	8	7,00	9,21	22,00
3 Kredit za obrtna sredstva i zalihe na 12 meseci	ne	3	21,05	23,37	25,00
4 Dinarski kredit garantovan 100% deviznim depozitom na 12 meseci	da	6	2,40	7,44	7,91
5 Investicioni kredit na 5 godina	da	7	6,00	9,10	10,40
Kreditni malim i srednjim preduzećima					
6 Okvirni revolving kredit i pozajmice po poslovnim računima	da	8	9,00	16,27	26,53
7 Okvirni revolving kredit i pozajmice po poslovnim računima	ne	4	21,05	23,41	30,00
8 Kredit za obrtna sredstva i zalihe na 12 meseci	da	12	9,00	14,53	35,87
9 Kredit za obrtna sredstva i zalihe na 12 meseci	ne	4	22,61	31,77	34,33
10 Investicioni kredit na 5 godina	da	11	7,50	9,43	12,30
Kreditni stanovništvu					
11 Nedoizvoljeni minusni saldo na tekućem računu	ne	16	24,00	52,50	103,00
12 Dozvoljeni minusni saldo na tekućem računu	ne	11	14,33	41,48	48,15
13 Potrošački i gotovinski kredit od 3 do 36 meseci	ne	2	28,01	30,13	30,33
14 Potrošački i gotovinski kredit od 3 do 36 meseci	da	15	11,00	15,82	28,66
15 Kredit za automobile na 3 godine	da	8	11,14	13,45	17,09
16 Stambeni kredit na 10 godina	da	9	6,89	10,01	14,41

Izvor: FREN-ova anketa o kamatnim stopama, avgust-oktobar 2005.

1) Kod kredita velikim preduzećima reč je o drugom uočenom maksimumu jer je prvi maksimum isključen s obzirom da se radi o banci koja veoma malo kredita odobrava velikim preduzećima i fokusirana je na veoma rizične klijente

Napomena:

Ponderi su izvedeni na osnovu podataka prikupljenih u anketi. Stanje na dan 30. jun 2005. Za ponderi su korišćeni: redovi 1-5, učešća ukupnih kredita velikim preduzećima u ukupnom stanju na dan 30.6.2005; redovi 6-10, učešća ukupnih kredita malim i srednjim preduzećima u ukupnom stanju na dan 30.6.2005; redovi 11-12, učešća ukupnih kratkoročnih kredita stanovništvu u ukupnom stanju na dan 30.6.2005; redovi 13-16, učešća dugoročnih kredita stanovništvu u ukupnom stanju na dan 30.6.2005.

Tabela L4-4. Kamatne stope u izabranim zemljama u 2005. godini

Država, republika, monetarna unija	Period ¹⁾	Kamatna stopa na međubankarskom tržištu novca		Depoziti na godinu dana u evrima ili indeksiran na evro	Vrsta kredita ²⁾				
		Naziv	Visina		Potrošački (1-5 god)	Stambeni (10 god)	Velikim preduzećima (do 1 god)	Velikim preduzećima (1-5 god)	S&P kreditni rejting u 11/2005
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1 Zona evra	okt. 2005.	EURIBOR 12M	2,41	2,00	6,70	4,00	3,91	4,45	AAA ³⁾
2 Slovenija	avg. 2005.	SIBOR 1M	3,80	2,10	4,80	4,80	3,20	3,90	AA-
3 Hrvatska	avg. 2005.	ZIBOR 1M (15/11/2005)	5,75	3,11	6,84	5,03	6,77	5,40	BBB
4 Rumunija	sep. 2005.	BUBOR 1M (30/09/2005)	5,95	3,60	7,30	9,00	5,30	6,40	BB+
5 Srbija	avg.-okt. 2005.	BELIBOR 1M (29/09/2005)	15,86	3,98 ⁴⁾	15,82	10,01	9,21	9,10	BB-

Izvor: **redovi 1-4:** Statistički bilteni centralnih banaka; **red 5:** FREN-ova anketa o kamatnim stopama, **osim za kolonu 4:** Udruženje banaka Srbije (www.finnet.org)

1) Osim za kolonu 4 ako je drugačije navedeno u koloni 3.

2) Osim u koloni 4, u kojoj se kamatna stopa odnosi na neindeksirane kredite odobrene u domaćoj valuti, sve kamatne stope se odnose na kredite odobrene u evrima, ili indeksirane prema evru.

3) Pojedine zemlje zone su rangirane sa AA- i AA+

4) Oročeni depoziti stanovništva na 1 godinu u evrima, ponderisani prosek.

Dobijeni odgovori o kamatnim stopama rezimirani su u *Tabeli L4-3*. Preovlađujuće kamatne stope uprosječene su za svaku vrstu kredita, ponderišući odgovore banaka njihovim učešćem u ukupnom stanju određenog kredita za sve banke koje su u anketi učestvovala (kao što je pomenuto u napomeni u tabeli). Pored ponderisanog proseka, date su i minimalne i maksimalne vrednosti kamatnih stopa zabeležene u Anketi.

Ističu se dve karakteristike kamata prikazanih u *Tabeli L4-3*: relativno visok nivo preovlađujućih kamatnih stopa i njihovi relativno veliki rasponi među različitim bankama. Radi indikativnog poređenja sa kamatnim stopama u drugim zemljama, u *Tabeli L4-4* dajemo niz karakterističnih kamatnih stopa za zemlje sa raznolikim kreditnim rejtingom. Uočljivo je da sa smanjenjem kreditnog rejtinga zemlje (kolona 10), opšti nivo kamatnih stopa raste⁶.

Kad je reč o rasponima među snimljenim kamatnim stopama, najuputnije je usredsrediti diskusiju na četiri dimenzije varijacije:

(A) RAZLIČIT NIVO KAMATNIH STOPA NA RAZLIČITE TIPOVE KREDITA

Kamatne stope se u zavisnosti od namene kredita i roka razlikuju u okviru svake banke, u bilo kom bankarskom sistemu. Kada je u pitanju kreditiranje preduzeća, iz podataka o kamatnim stopama u *Tabeli L4-3*, zapaža se segmentacija klijenata prema njihovoj veličini u kratkom roku. Kratkoročni kredit malim i srednjim preduzećima⁷ za obrtna sredstva na godinu dana sa deviznom klauzulom je za 5,32 procentna poena skuplji od istog kredita kod velikih preduzeća. MSP se u proseku zadužuju po osnovu pomenutog tipa kredita po 14,5%, a velika preduzeća po kamatnoj stopi od 9,2%.

Kod velikih preduzeća su pod normalnim pretpostavkama kamatne stope niže jer im se, pri svim ostalim jednakim okolnostima, odobravaju krediti većih iznosa. Stoga su i troškovi vezani za odobravanje kredita manji po jedinici kredita nego kod MSP. Drugo, troškovi prikupljanja informacija su manji jer se radi o uspešnim i prepoznatljivim preduzećima. Treće, ovi poželjni klijenti često imaju i sami pristup stranim izvorima finansiranja ili jemstvima stranih

6 Izuzetak je kod kamatnih stopa na kredite u Sloveniji. Radi uporedivosti, sve kamatne stope u kolonama od 5 do 10 odnose se na kredite u evrima ili sa indeksacijom prema evru. U Sloveniji ovakvi krediti nisu uobičajeni te stoga verovatno imaju određene specifičnosti.

7 U podatke o kamatnim stopama na kredite MSP koje ovde predstavljamo i analiziramo nisu uključeni krediti iz beneficiranih kreditnih linija, koji se daju pod povoljnijim uslovima i imaju specifičnu prirodu.

povezanih preduzeća, pa im je pregovaračka moć jača, te su samim tim u prilici da utiču na uslove kreditiranja, tj. njihova osetljivost na cenu kredita je veća nego malih i srednjih preduzeća. I na kraju, veličina klijenta omogućava i da se niže kamatne stope često kompenzuju prihodima koje banka može da ostvari kroz poslovanje velikog preduzeća (prihodi od platnog prometa, iz spoljnotrgovinskih poslova, od raznih garancija, itd.).

Banke sa pristupom stranim tržištima kapitala su u prednosti da privuku dobre velike klijente. Uvidom u kamatne stope vidimo da se formira jedan broj dobrih klijenata i da se oni koncentrišu kod velikih banaka u stranom vlasništvu čije se efektivne kamatne stope najboljim klijentima kreću ka tzv. *prime rate*⁸ i nalaze se u intervalu od 5 do 6 odsto za investicioni kredit na pet godina koji je indeksiran prema evru⁹.

Zanimljivo je da ove razlike na stope za velika preduzeća i za MSP gotovo i ne postoje kada se radi o dugoročnim kreditima, gde banke očigledno pozajmljuju isključivo najsigurnijim klijentima o čemu će detaljnije biti reči u odeljku pod (D).

Prosečni nivo kamatnih stopa na kredite stanovništvu je tradicionalno u svim bankarskim sistemima viši od prosečnih stopa na kredite preduzećima. Iako je nezahvalno upoređivati stope jer se ne radi o potpuno istoj nameni kredita, u *Tabeli L4-3* se uočava da je prosečna preovlađujuća stopa po kojoj se odobravaju potrošački i gotovinski krediti stanovništvu sa deviznom klauzulom od 15,82% nešto viša od stope na sličnu vrstu kredita za MSP (za obrtna sredstva i zalihe na 12 meseci) od 14,53%, odnosno od 9,21% za velika preduzeća. Poslovanje sa stanovništvom povezano je sa održavanjem čitave mreže ekspozitura i većim brojem pojedinačnih dosijea manjih iznosa ali sa jednako visokim pojedinačnim troškovima obrade. U *Tabeli L4-2* videli smo da su kamatne stope na kredite stanovništvu prema rečima banaka pod uticajem konkurentskih pritisaka i da je iz tog razloga njihov ukupni nivo u prvoj polovini 2005. smanjen. Ipak, iz podataka u *Tabeli L4-3* (redovi od 11 do 16), možemo zaključiti da to verovatno važi kada je reč o potrošačkim i gotovinskim kreditima i dugoročnim stambenim kreditima. Međutim, na veoma kratke rokove, kao kod pozajmica po tekućim računima, izuzetno visoke kamatne stope i njihova raznolikost među bankama verovatno znače da usled nedovoljne informisanosti građana, banke koriste priku da na njihovoj nelikvidnosti ili nepažnji nešto više zarade.

8 U bolje integrisanim tržištima, javnosti je poznata statistika o tzv. 'prime rate' (prajm rejnt) koja je ista u svim bankama (izuzev za specijalizovane banke) i predstavlja stopu za kredite najmanje rizičnom klijentu.

9 Odgovori na pitanje o kamatnim stopama najmanje rizičnim klijentima nisu tabelarno predstavljeni.

(B) RAZLIČIT NIVO KAMATNIH STOPA MEĐU BANKAMA NA ISTU VRSTU KREDITA

Razlike u preovlađujućim kamatnim stopama među bankama na istu vrstu kredita vidimo u *Tabeli L4-3*. Preovlađujuća kamatna stopa na kredit za obrtna sredstva na 12 meseci se u zavisnosti od banke kreće od 7% do 22%. Isti raspon je kod MSP još drastičniji gde jedna banka odobrava ovu vrstu kredita sa stopom od 9 odsto dok kod neke druge ista stopa doseže 35,87 odsto. Kod kredita stanovništvu vidimo još veće varijacije u preovlađujućoj kamatnoj stopi kada je reč o pozajmicama po tekućim računima (od 24 do 103% kod nedozvoljenog minusa i od 14,3 do 48,2% kod dozvoljenog minusa). Ove razlike mogu donekle da budu posledica pozicioniranja banaka na određene delove tržišta. Takva pojava je normalna za visoko integrisana tržišta kada se ti delovi među sobom razlikuju prema prosečnom nivou rizika. Pored različite sklonosti banaka prema riziku, izuzetno velike razlike u istovrsnim kamatnim stopama ne ukazuju samo na veliku nehomogenost u svakoj kategoriji klijenata, već i na veoma neintegrisano tržište (*Tabela L4-3*). Tržište je takvo jer informacije na njemu još uvek slabo protiču, banke verovatno različito percipiraju iste rizike ili u različitoj meri ispoljavaju svoju monopolsku moć.

Kada su u pitanju stope na kredite stanovništvu, i kod ove vrste varijacija zapažamo sve veće razlike što je rok kraći (najveće su kod nedozvoljenog minusnog salda i dozvoljenog minusnog salda na tekućim računima). Ovo potvrđuje da su na veoma kratak rok klijenti manje informisani o uslovima kreditiranja i očigledno manje osetljivi na visinu kamatne stope, te banke nemaju potrebu da međusobno izjednačavaju uslove.

(C) VARIJACIJA U KAMATNIM STOPAMA NA ISTU VRSTU KREDITA

U *Tabeli L4-5* prikazana su odstupanja kamatnih stopa na najmanje rizične kredite i na najrizičnije kredite od preovlađujuće stope. Pojedinačna banka odobrava kredit na 12 meseci za obrtna sredstva za MSP najmanje rizičnim klijentima po stopi koja je u proseku za 25,4% ispod preovlađujuće kamatne stope na tu vrstu kredita. Najrizičnijim klijentima se daje isti kredit po stopi koja je u proseku za 29,9% iznad preovlađujuće stope. Kamatna stopa najrizičnijim velikim klijentima je u proseku za 4,9 na kratak odnosno 6,6 procentnih poena na dugi rok iznad preovlađujuće stope. Kod MSP ova razlika iznosi u proseku 4,6 procentnih poena na kratak rok i 2,2 poena na dugi rok. Prethodno nam govori da, iako velika preduzeća imaju u proseku bolje uslove, ukoliko rizik objektivno postoji u dugom roku, banke će ga kroz kamatnu stopu naplatiti. Velika disperzija stopa u okviru svake banke je i još jedan

dokaz nehomogene tražnje za kreditima privredi. Takva struktura tražnje bankama ostavlja prostor da na segmentima gde je manja osetljivost klijenata na cenu, u kamatnu stopu uračunaju i određenu monopolsku maržu. Međutim, postoji i obektivno visok rizik iz perspektive banaka, koji potiče pre svega od manjka informacija o klijentima i dobrih sredstava obezbeđenja kredita (detaljnije u Okviru 2).

(D) ROČNA STRUKTURA KAMATNIH STOPA

Iako se ne radi o potpuno uporedivim kategorijama kredita sa različitim rokovima dospeća, iz *Tabele L4-3* vidimo da se najniže preovlađujuće stope preduzećima (sa izuzetkom okvirnih revolving kredita velikim preduzećima) daju na dugoročne kredite. Ovakva, tzv. invertovana ročna struktura kamatnih stopa nastaje iz više mogućih razloga. Kada pogledamo *Tabelu L4-5* u kojoj su prikazana prosečna od-

stupanja kamatnih stopa od preovlađujuće, nudi nam se zanimljivo objašnjenje.

Kod kredita za obrtna sredstva na 12 meseci, prosečno odstupanje kamatne stope najmanje rizičnim klijentima od preovlađujuće kod velikih preduzeća iznosi 7,1 odsto dok je kod MSP 5,4 odsto (*Tabela L4-5*). Kada pogledamo isto odstupanje kod investicionog kredita na pet godina, uočavamo da se radi o svega 1,4 poena kod velikih preduzeća i 1 poen kod MSP. Iz ovoga sledi da je kamatna stopa za najmanje rizične klijente bliža preovlađujućoj kamatnoj stopi za dugoročne kredite nego za kratkoročne. Dva su moguća uzroka tome, pri čemu jedan drugog ne isključuju: a) banke su manje sklone riziku pri odobravanju dugoročnih kredita; b) klijenti su osetljiviji na cenu dugoročnih kredita, te je prostor za eventualno ispoljavanje monopolske moći banaka tada sužen.

Tabela L4-5. Odstupanje kamatnih stopa od preovlađujuće¹⁾, prosečno po bankama²⁾

Vrsta klijenta/kredita	Za najmanje rizične klijente			Za najrizičnije klijente		
	Broj opservacija (banaka)	(u % od preovlađujuće .k.s.)	(u procentnim poenima)	Broj opservacija (banaka)	(u % od preovlađujuće .k.s.)	(u procentnim poenima)
Velika preduzeća						
Okvirni revolving kredit i pozajmice po poslovnim računima	8	-23,7	-4,4	7	65,4	5,9
Kredit za obrtna sredstva na 12 meseci	11	-33,0	-7,1	10	27,3	4,9
Investicioni kredit na 5 godina	7	-14,7	-1,4	6	67,3	6,6
MSP						
Okvirni revolving kredit i pozajmice po poslovnim računima	12	-26,0	-5,2	12	23,0	4,2
Kredit za obrtna sredstva na 12 meseci	14	-25,4	-5,4	13	29,9	4,6
Investicioni kredit na 5 godina	11	-10,5	-1,0	10	22,6	2,2
Stanovništvo						
Nedozvoljeni minusni saldo na tekućem računu	4	-21,0	-9,8			
Dozvoljeni minusni saldo na tekućem računu	4	-19,7	-7,1			
Potrošački i gotovinski krediti od 3 do 36 meseci	7	-6,5	-1,0			
Kredit za automobile na 3 godine	3	-12,6	-1,7			
Stambeni kredit na 10 godina	4	-9,7	-1,1			

Izvor: FREN-ova anketa o kamatnim stopama, avgust-oktobar 2005.

1) Evidencija kamatnih stopa u anketi, za svaki tip kredita, odnosi se na: preovlađujuću kamatnu stopu, kamatnu stopu najmanje rizičnim klijentima i kamatnu stopu najrizičnijim klijentima.

2) Najpre su izračunata odstupanja u svakoj banci, pa su zatim uprosečena.

Okvir 2. Objektivno visoki rizici ne mogu uvek da se pokriju dobrim sredstvima obezbeđenja kredita

Prema anketi, menica i hipoteka dva su najčešće upotrebljavana sredstva obezbeđenja kredita preduzećima. Po učestalosti slede jemstvo trećeg lica, depozit i zalog. Kao najefikasnije sredstvo obezbeđenja banke ističu depozit i jemstvo. Kod jemstva banke naglašavaju vrednost "dobrog" jemstva, kada je reč o garantu kvalitetnog preduzeća koje je u stanju da izvrši preuzete obaveze u slučaju nelikvidnosti prvobitnog dužnika. Takvog idealnog jemca, nažalost, većina preduzeća ne može da pronađe. Oni ostaju privilegija velikih i uglednih preduzeća, najčešće sa stranim kapitalom. Kao osnovni kvalitet 'efikasnih' sredstava obezbeđenja, banke navode brzinu i jednostavnost realizacije. Najneefikasnija sredstva obezbeđenja kredita su prema rezultatima ankete hipoteka i zaloga. Kao njihovu osnovnu manu banke ističu dug i komplikovan proces naplate u praksi zbog dugotrajnih i neizvesnih sudskih postupaka. U slučaju zaloga postoji i problem nedostatka tržišta za robu koja je predmet zaloga.

Kod kredita stanovništvu, najčešće korišćena sredstva obezbeđenja su menica, žiranti, hipoteka i depozit. Najefikasnija sredstva obezbeđenja su kao i kod kredita preduzećima depozit i žiranti zbog sigurnosti i brzine naplate dugova. Kao najneefikasnija sredstva obezbeđenja banke navode hipoteku i menicu. Problemi s hipotekom su isti kao i kod kredita preduzećima. Problem s menicom je taj što je često otežana naplata, jer menični dužnik najčešće i sam nema na računu sredstava kojim bi menica bila realizovana.

NBS ohrabruje banke da upotrebljavaju depozit, hipoteku i zalogu u sklopu *Odluke o kriterijumima za klasifikaciju bilansne aktive i vanbilansnih stavki*¹. Krediti fizičkim licima koja nisu obezbeđena sa depozitom u iznosu od 20% kredita bivaju svrstana u kategoriju V, što podrazumeva obavezu izdvajanja rezervisanja od 50% iznosa kredita. Rezervisanje za gubitke predstavlja za banku trošak. Osnovica za obračun rezervisanja za potencijalne gubitke se umanjuje za 50% kredita koji su obezbeđeni hipotekom ili zalogom.

Zanimljivo je da banke ponekad sredstva obezbeđenja kredita uvrste u kreditni ugovor naknadno da bi umanjile troškove u vezi sa datim kreditom a da pri tom rizik realno nije umanjen. Naplata kredita u slučaju aktiviranja sredstva obezbeđenja nije izvesna i sudski postupak nekad traje i nekoliko godina.

Osim kada je reč o jemstvu prvoklasnih preduzeća, pitanje je koliko imovina preduzeća može da olakša dobijanje kredita. O tome svedoče odgovori banaka na pitanje o ograničenjima za dalji rast kredita u prvoj polovini 2005. godine.

Tabela L4-6. Osnovno ograničenje za dalji rast kredita u prvoj polovini 2005.

	Ograničenje za dalji rast kredita							
	Preduzećima ¹⁾				Stanovništvu ²⁾			
	Banka u vlasništvu strane banke	Banka u državnom vlasništvu	Ostale banke u privatnom vlasništvu	Ukupno	Banka u vlasništvu strane banke	Banka u državnom vlasništvu	Ostale banke u privatnom vlasništvu	Ukupno
Nedostatak izvora	1	2	0	3	0	2	1	3
Nedostatak dobrih projekata za finansiranje	3	1	0	4	1	1	0	2
Nedostatak dobrih sredstava obezbeđenja kredita	5	1	1	7	2	0	0	2
Regulatorna ograničenja	1	0	2	3	3	0	1	4
Nešto drugo	0	0	0	0	0	0	0	0

Izvor: FREN-ova anketa o kamatnim stopama, avgust-oktobar 2005.

1) Na ovo pitanje odgovorilo je 13 banaka.

2) Na ovo pitanje odgovorilo je 11 banaka.

¹ Odluka o kriterijumima za klasifikaciju bilansne aktive i vanbilansnih stavki prema stepenu naplativosti i visini posebne rezerve banaka i drugih finansijskih organizacija (Sl. Glasnik RS, br. 37/2004, 86/2004, 129/2004 i 51/2005).

Osnovna ograničenja za dalji rast kredita preduzećima u 2005. godini bila su nedostatak dobrih pokrića za kredite i nedostatak dobrih projekata. U *Tabeli L4-6* vidimo da se nedostatak izvora finansiranja javlja kao ograničenje samo u malom broju slučajeva i to gotovo uvek kod banaka sa državnim kapitalom. Te banke uglavnom nemaju pristup svetskom tržištu kapitala i verovatno nemaju dovoljno depozitnog potencijala (poslova sa stanovništvom). S druge strane, njihovi klijenti-preduzeća imaju potrebu za finansiranjem i nisu dovoljno fleksibilni da bi promenili banku. Ograničavajući faktori za dalju ekspanziju kredita stanovništvu prema učestalosti su: regulatorna ograničenja (pre svega kod banaka u vlasništvu stranih banaka), nedostatak izvora finansiranja (samo kod državnih banaka) i u manjoj meri nedostatak kvalitetnih sredstava obezbeđenja kredita. Rastu kredita stanovništvu osnovno ograničenje je regulatorne prirode s obzirom da je NBS izmenom propisa ograničila zaduživanje domaćinstava. Prethodni nalaz govori da bi krediti mogli da postanu dostupniji a možda i jeftiniji ukoliko bi se pravni okvir koji se tiče zaštite poverilaca i svojinskih prava bolje primenjivao u praksi.

3. Zaključak

Optimističan zaključak je da monopolska moć banaka opada usled delovanja konkurentskih snaga. Opšti nivo rizika se smanjuje stabilizacijom opšte ekonomske klime i poboljšavanjem zakonskog okvira. Sve to utiče da finansiranje postaje jeftinije u Srbiji. Ipak, jeftino finansiranje nije svima dostupno jer nam velika disperzija kamatnih stopa ukazuje da je tržište i dalje nehomogeno i neintegrisano. Osnovna prepreka koja tek treba da se prevaziđe je slaba informisanost, a neophodno je i ojačati primenu pravne regulative u oblasti zaštite poverilaca. Time pre svega mislimo na uklanjanje prepreka za realizaciju sredstava za pokriće kredita, jer bi se njihov kvalitet tako povećao, a zaduživanje postalo manje rizično iz ugla banaka. Za otklanjanje takvih prepreka, nažalost, ne postoji direktno rešenje već je potrebno da prođe određeno vreme. Dok se to ne desi i dalje će biti kvalitetnih manjih preduzeća sa dobrim projektima - kojima će kredit biti uskraćen, jer njihova svojina nije dovoljan garant banci i na njih će se i dalje gledati kao na visokorizične klijente.

Prilog 1. Pokrivenost bankarskog sistema anketom

	Ceo bankarski sistem			Banke koje su učestvovalе u anketi			
	Ukupna aktiva na dan 30.09.2005.	Udeo u ukupnoj aktivi na dan 30.09.2005.	Broj banaka	Ukupna aktiva na dan 30.09.2005.	Udeo u ukupnoj aktivi na dan 30.09.2005.	Broj banaka	Stopa pokrivenosti (5/2)
	u milionima dinara	u %		u milionima dinara	u %		u %
Sve banke	672.064	100,0	41	444.029	100,0	19	66,1
Preovlađujuće vlasništvo na dan 25/10/2005:							
Državno	211.610	31,5	16	121.315	27,3	7	57,3
Privatno, isključujući strane banke	34.920	5,2	7	10.560	2,4	2	30,2
Strane banke	425.535	63,3	18	312.154	70,3	10	73,4
Veličina banke na dan 30/06/2005:							
Velika (>5% ukupne bankarske aktive)	321.088	47,8	5	282.136	63,5	4	87,9
Srednja (1,5%-5% ukupne bankarske aktive)	240.745	35,8	15	100.075	22,5	6	41,6
Mala (<1,5% ukupne bankarske aktive)	110.232	16,4	21	61.818	13,9	9	56,1

Izvor: NBS.

Reference

1. Allen F., and D. Gale (2000), *Comparing Financial Systems*, Cambridge: MIT Press
2. Bank of Slovenia, *Monthly Bulletin*, September 2005
3. Blejer M. and Škreb M., *Financial Sector Transformation, Lessons from Economies in Transition*
4. Bole V., *The Financial Sector and High Interest Rates: Lessons from Slovenia*, presented at the Second Dubrovnik Economic Conference June 1996; Ch.8 in *Financial Sector Transformations* edited by Mario I. Blejer and Marko Skerb, 1999, Cambridge University Press
5. *CEE Banking Sector Report*, RZB Group October 2005
6. *European Central Bank Monthly Bulletin*, November 2005
7. Freixas, X., and J.-C. Rochet, 1997, *Microeconomics of Banking*, Cambridge: MIT Press
8. *Odluka o kriterijumima za klasifikaciju bilansne aktive i vanbilansnih stavki prema stepenu naplativosti i visini posebne rezerve banaka i drugih finansijskih organizacija* (Sl. Glasnik RS, br. 37/2004, 86/2004, 129/2004 i 51/2005)
9. *Odluka o jedinstvenom načinu obračuna i iskazivanja efektivne kamatne stope na kredite i depozite* (Sl. glasnik RS, br. 11/2005 i 108/2005)
10. Sonje V, Kraft E. and Dorsey T., *Monetary and Exchange Rate Policy, Capital Inflows, and the Structure of the Banking System in Croatia*, presented at the Second Dubrovnik Economic Conference June 1996; Ch.6 in *Financial Sector Transformations* edited by Mario I. Blejer and Marko Skerb, 1999, Cambridge University Press
11. Stiblar F, *Bank Rehabilitation in Slovenia: With Emphasis on Nova Ljubljanska Banka*; presented at the Second Dubrovnik Economic Conference June 1996; Ch.9 in *Financial Sector Transformations* edited by Mario I. Blejer and Marko Skerb, 1999, Cambridge University Press
12. www.bsi.si
13. www.ecb.int
14. www.finnnet.co.yu
15. www.hnb.hr
16. www.nbs.yu

ANALITIČKI PRILOG

Tabela P-1. Srbija: Cene na malo, 2001-2005

	Ukupan indeks cena na malo			Komponente indeksa cena na malo				
				ROBA	Poljoprivredni proizvodi	Industrijski prehrambeni proizvodi	Industrijski neprehrambeni proizvodi	USLUGE
	dec. 2002=100	12-m	kumulativ ¹⁾	kumulativ ¹⁾				
godišnji indeksi								
2001	76,8	194,3	140,6	132,3	127,4	133,1	135,0	175,3
2002	93,2	121,4	114,8	109,4	113,8	98,8	114,1	133,0
2003	104,1	111,7	107,8	106,6	93,6	106,0	107,8	111,1
2004	114,3	109,8	113,7	112,8	108,1	113,9	113,2	116,1
mesečni indeksi								
2003								
Januar	100,8	115,0	100,8	100,2	102,7	99,5	100,3	102,6
Februar	101,5	114,6	101,5	100,2	102,9	99,2	100,4	105,1
Mart	101,8	114,1	101,8	100,4	104,6	99,1	100,5	105,8
April	102,5	113,9	102,5	101,1	109,9	98,7	101,4	106,3
Maj	103,0	114,0	103,0	101,3	112,1	98,5	101,5	108,0
Jun	103,7	114,2	103,7	101,9	118,0	99,0	101,2	108,8
Jul	104,4	110,4	104,4	103,2	100,3	99,1	105,0	107,6
Avgust	105,0	110,5	105,0	103,6	88,7	100,2	106,1	108,7
Septembar	105,6	110,2	105,6	104,4	90,1	101,1	106,9	109,0
Oktobar	106,1	109,1	106,1	105,0	93,2	103,2	106,6	109,1
Novembar	107,0	107,9	107,0	105,8	95,8	103,9	107,3	110,5
Decembar	107,8	107,8	107,8	106,6	93,6	106,0	107,8	111,1
2004								
Januar	108,3	107,4	100,4	100,3	103,9	100,3	100,1	100,7
Februar	109,3	107,7	101,4	100,6	104,0	100,9	100,3	103,4
Mart	109,7	107,8	101,8	101,0	105,1	101,6	100,4	103,9
April	110,6	107,9	102,6	102,0	106,7	102,6	101,0	104,4
Maj	111,7	108,4	103,7	103,3	120,4	103,4	101,9	104,6
Jun	113,3	109,3	105,1	105,1	125,6	104,6	103,8	105,3
Jul	114,9	110,1	106,6	107,0	104,8	106,1	108,0	105,7
Avgust	115,7	110,2	107,3	106,9	102,1	107,6	107,0	108,3
Septembar	117,6	111,4	109,2	109,4	105,7	110,7	109,3	108,5
Oktobar	118,2	111,4	109,7	110,0	105,0	112,1	109,6	108,8
Novembar	119,6	111,8	111,0	111,7	107,6	113,2	111,8	109,1
Decembar	122,6	113,7	113,7	112,8	108,1	113,9	113,2	116,1
2005								
Januar	125,9	116,3	102,7	100,9	103,1	102,1	100,2	107,8
Februar	127,8	116,9	104,2	102,7	108,1	103,1	102,1	108,5
Mart	128,8	117,4	105,1	103,8	115,0	104,7	109,6	106,6
April	129,8	117,4	105,9	104,7	125,6	105,5	103,1	109,3
Maj	131,3	117,5	107,1	106,2	143,5	106,2	104,0	109,7
Jun	132,4	116,8	108,0	107,0	147,8	107,1	104,6	110,7
Jul	135,0	117,5	110,1	109,3	133,0	107,6	109,2	112,6
Avgust	135,6	117,2	110,6	109,3	126,0	108,3	109,2	114,3
Septembar	137,1	116,5	111,8	110,7	119,2	110,1	111,2	115,3
Oktobar	139,4	117,9	113,7	112,8	122,7	113,1	112,6	116,3
Novembar	141,1	118,0	115,1	114,1	128,5	114,7	113,5	118,1

Izvor: Republički zavod za statistiku Srbije.

1) Kumulativ predstavlja odnos posmatranog perioda i decembra prethodne godine.

Tabela P-2. Srbija: Izabrani indeksi cena, 2001-2005

	Indeks cena na malo		Indeks cena proizvođača industrijskih proizvoda		Troškovi života	
	dec. 2002=100	12-m	dec. 2002=100	12-m	dec. 2002=100	12-m
godišnji indeksi						
2001	76,8	194,3	87,1	187,3	79,1	195,1
2002	93,2	121,4	96,4	110,7	94,5	119,5
2003	104,1	111,7	102,1	105,9	103,8	109,9
2004	114,3	109,8	111,8	109,5	115,2	111,0
mesečni indeksi						
2003						
Januar	100,8	115,0	100,20	107,5	100,3	112,8
Februar	101,5	114,6	100,20	107,5	101,0	112,1
Mart	101,8	114,1	100,40	107,9	101,2	111,3
April	102,5	113,9	101,00	108,4	102,1	111,5
Maj	103,0	114,0	100,70	107,8	102,5	111,7
Jun	103,7	114,2	101,00	108,1	104,0	113,0
Jul	104,4	110,4	102,82	104,0	104,1	108,4
Avgust	105,0	110,5	103,03	103,7	103,9	108,0
Septembar	105,6	110,2	103,23	103,5	104,8	107,6
Oktobar	106,1	109,1	103,54	103,7	106,3	107,7
Novembar	107,0	107,9	104,37	104,5	107,2	107,2
Decembar	107,8	107,8	104,68	104,7	108,1	108,1
2004						
Januar	108,3	107,4	105,42	105,2	108,8	108,4
Februar	109,3	107,7	106,79	106,6	109,5	108,5
Mart	109,7	107,8	107,96	107,5	110,1	108,7
April	110,6	107,9	109,26	108,2	111,6	109,3
Maj	111,7	108,4	110,68	109,9	113,3	110,6
Jun	113,3	109,3	111,56	110,5	115,3	110,8
Jul	114,9	110,1	112,79	109,7	116,1	111,5
Avgust	115,7	110,2	113,13	109,8	116,5	112,1
Septembar	117,6	111,4	114,94	111,3	118,6	113,1
Oktobar	118,2	111,4	115,97	112,0	119,8	112,7
Novembar	119,6	111,8	116,32	111,4	120,9	112,8
Decembar	122,6	113,7	117,37	112,1	122,4	113,1
2005						
Januar	125,9	116,3	118,19	112,1	125,1	115,0
Februar	127,8	116,9	120,43	112,8	127,0	115,9
Mart	128,8	117,4	120,92	112,0	128,7	116,9
April	129,8	117,4	122,00	111,7	130,0	116,4
Maj	131,3	117,5	123,10	111,2	132,6	117,0
Jun	132,4	116,8	124,93	112,0	133,5	115,8
Jul	135,0	117,5	128,07	113,5	134,7	116,0
Avgust	135,6	117,2	128,85	113,9	134,8	115,7
Septembar	137,1	116,5	132,20	115,0	136,1	114,7
Oktobar	139,4	117,9	134,89	116,3	139,2	116,2
Novembar	141,1	118,0	136,23	117,1	141,0	116,6

Izvor: Republički zavod za statistiku Srbije.

Tabela P-3. Kretanje kursa evra, 2001-2005

	Nominalni				Realni				Indeks troškova života u evro zoni ⁴⁾ (dec. 2002=100)
	Kurs ¹⁾	Bazni indeks (dec. 2002=100)	12-m indeks	Kumulativ indeks ²⁾	Kurs ³⁾ (dec. 2002=100)	12-m indeks	Kumulativ indeks ²⁾	EUR/USD	
godišnji kurs									
2001	59,4929	96,6	116,5	100,4	122,2	61,2	72,7	0,8920	97,0
2002	60,6763	98,6	102,0	102,8	104,7	85,7	91,5	0,9397	99,0
2003	64,9743	105,6	107,1	110,5	102,4	97,8	104,3	1,1241	101,0
2004	72,6215	118,0	111,8	115,6	106,3	103,8	104,0	1,2392	103,0
mesečni kurs									
2003									
Januar	61,9645	100,7	103,4	100,7	99,7	91,7	99,7	1,0612	99,8
Februar	62,8528	102,1	104,6	102,1	100,9	93,3	100,9	1,0794	100,3
Mart	63,8374	103,7	106,1	103,7	102,7	95,1	102,7	1,0743	100,8
April	64,1847	104,3	106,3	104,3	102,7	95,2	102,7	1,0832	101,0
Maj	64,8392	105,3	107,2	105,3	103,2	95,7	103,2	1,1416	100,9
Jun	64,9799	105,6	107,3	105,6	102,7	95,6	102,7	1,1663	100,9
Jul	64,6499	105,0	106,5	105,0	101,4	98,2	101,4	1,1243	100,8
Avgust	65,1615	105,9	107,0	105,9	101,9	98,8	101,9	1,0975	101,1
Septembar	65,6234	106,6	107,7	106,6	102,4	99,7	102,4	1,1175	101,4
Oktobar	66,3655	107,8	108,8	107,8	103,1	101,6	103,1	1,1567	101,5
Novembar	67,2323	109,2	109,6	109,2	103,6	103,6	103,6	1,1799	101,5
Decembar	68,0011	110,5	110,5	110,5	104,3	104,3	104,3	1,2180	101,8
2004									
Januar	68,7405	111,7	110,9	101,1	104,8	105,2	100,5	1,2445	101,6
Februar	69,4133	112,8	110,4	102,1	105,0	104,1	100,7	1,2429	101,8
Mart	69,5546	113,0	109,0	102,3	105,5	102,7	101,1	1,2274	102,4
April	70,0771	113,8	109,2	103,1	105,8	102,9	101,4	1,2010	102,8
Maj	70,7521	114,9	109,1	104,0	106,2	102,9	101,8	1,2040	103,2
Jun	71,5949	116,3	110,2	105,3	105,9	103,2	101,5	1,2200	103,2
Jul	72,6567	118,0	112,4	106,8	105,8	104,3	101,4	1,2122	103,0
Avgust	73,2559	119,0	112,4	107,7	106,2	104,2	101,8	1,2031	103,2
Septembar	74,3674	120,8	113,3	109,4	106,2	103,7	101,8	1,2186	103,4
Oktobar	75,6250	122,9	114,0	111,2	107,8	104,6	103,4	1,2542	103,8
Novembar	76,8000	124,8	114,2	112,9	108,1	104,4	103,6	1,3009	103,7
Decembar	78,6200	127,7	115,6	115,6	108,5	104,0	104,0	1,3442	104,1
2005									
Januar	79,8494	129,7	116,2	101,6	106,7	101,8	98,4	1,3287	103,6
Februar	80,1272	130,2	115,4	101,9	105,9	100,8	97,6	1,3076	103,9
Mart	80,7498	131,2	116,1	102,7	106,5	101,0	98,2	1,3074	104,6
April	81,3236	132,1	116,0	103,4	106,8	101,0	98,5	1,2955	105,0
Maj	81,8419	133,0	115,7	104,1	106,6	100,4	98,2	1,2715	105,3
Jun	82,5172	134,1	115,3	105,0	106,7	100,7	98,4	1,2180	105,4
Jul	82,9982	134,8	114,2	105,6	105,1	99,4	96,9	1,2040	105,3
Avgust	84,2574	136,9	115,0	107,2	106,5	100,3	98,2	1,2332	105,5
Septembar	84,4958	137,3	113,6	107,5	106,1	100,0	97,8	1,2265	106,0
Oktobar	85,1413	138,3	112,6	108,3	105,6	97,9	97,3	1,2026	106,4
Novembar	86,0770	139,8	112,1	109,5	105,3	97,3	97,0	1,1809	106,2

Izvor: NBS, Republički zavod za statistiku Srbije, Eurostat (www.epp.eurostat.cec.eu.int).

- 1) Prosek meseca, dobijen na osnovu proseka dnevnih zvanični srednjih kurseva NBS.
- 2) Kumulativ predstavlja odnos posmatranog perioda i decembra prethodne godine.
- 3) Kod obračuna realnog kursa, uzeta je u obzir i inflacija u Evro zoni.
- 4) "Harmonized indices of consumer prices".

Tabela P-4. Srbija: Platni bilans, 2003-2005¹⁾

	2003		2004			2005			
	Dec.		Mart	Jun	Sep.	Dec.	Mart	Jun	Sep.
	kumulativni, u milionima evra								
TEKUĆE TRANSAKCIJE	-1355	-507	-976	-1138	-2197	-306	-520	-887	
ROBA I USLUGE	-3621	-1122	-2408	-3471	-5156	-721	-1796	-3007	
Roba	-3808	-1201	-2509	-3623	-5311	-699	-1821	-3041	
Izvoz robe, f.o.b. (korigovan) ²⁾	2607	526	1189	2014	2991	774	1707	2661	
Uvoz robe, f.o.b.	-6415	-1728	-3698	-5637	-8302	-1472	-3529	-5702	
Izvoz/Uvoz (%)	41%	30%	32%	36%	36%	53%	48%	47%	
Usluge	187	80	101	152	155	-22	26	35	
Prihodi	906	275	534	853	1171	250	591	943	
Rashodi	-719	-196	-433	-701	-1016	-272	-565	-908	
Bilans robe i usluga	-3621	-1122	-2408	-3471	-5156	-721	-1796	-3007	
Izvoz robe i usluga	3513	801	1723	2867	4162	1023	2298	3604	
Uvoz robe i usluga	-7134	-1923	-4131	-6338	-9319	-1744	-4094	-6611	
Kamate, neto	-180	-34	-67	-86	-172	-57	-130	-184	
Naplaćene	61	17	30	42	64	12	32	53	
Plaćene	-241	-51	-97	-128	-235	-70	-163	-237	
Tekući transferi	2020	572	1325	2161	2728	439	1329	2156	
Doznake, neto	332	106	258	343	340	40	177	239	
Priliv	690	187	384	572	796	184	423	682	
Odliv	-358	-81	-126	-229	-456	-144	-246	-443	
Devizni depoziti nerezidenata	308	152	277	505	568	39	166	398	
Otkup deviza, neto	1106	269	691	1140	1592	320	884	1329	
Ostalo ³⁾	274	45	100	174	228	40	102	190	
Zvanične donacije	425	77	174	258	403	33	77	148	
GREŠKE I PROPUSTI	-29	33	-2	-99	83	-197	-190	-321	
KAPITALNE TRANSAKCIJE	1972	366	843	1300	2463	706	1193	2145	
Finansijske transakcije	1972	366	843	1300	2463	706	1193	2145	
Strane direktne investicije (SDI)	1198	173	262	470	773	257	513	928	
Ostale investicije	673	146	343	720	1364	199	578	973	
Neplaćen uvoz nafte i gasa	44	2	-2	77	144	44	-24	45	
Srednjeročni i dugoročni krediti	628	144	345	643	1221	155	602	928	
Korišćenje isključujući MMF	806	170	422	792	1517	211	784	1182	
od čega: država	0	28	47	119	251	20	60	115	
Otplata glavnice isključujući MMF	-177	-25	-77	-149	-296	-56	-182	-253	
od čega: država	0	-4	-8	-15	-22	-5	-16	-35	
Kratkoročni krediti ⁴⁾	4	47	90	124	249	97	36	35	
Ostala aktiva i pasiva	101	-22	-24	24	43	76	35	138	
Poslovne banke, bruto rezerve (korišćenje: (+))	-3	21	172	-38	33	77	30	71	
DEVIZNE REZERVE NBS, neto, bez IMF-a (korišćenje (+))	-587	108	135	-63	-349	-202	-483	-937	
Korišćenje kredita MMF-a	246	0	121	121	192	0	0	151	
Otplata kredita MMF-u ⁵⁾	0	-33	-73	-128	-188	-46	-93	-134	
PRO MEMORIA									
Izvoz robe i usluga	20,9	4,6	10,0	16,6	24,1	5,4	12,2	19,2	
Uvoz robe i usluga	-42,5	-11,1	-23,9	-36,6	-53,8	-9,3	-21,8	-35,2	
Bilans robne razmene	-22,7	-6,9	-14,5	-20,9	-30,7	-3,7	-9,7	-16,2	
Bilans tekućih transakcija	-8,1	-2,9	-5,6	-6,6	-12,7	-1,6	-2,8	-4,7	
BDP u evrima ⁶⁾	16.786	17.306	17.306	17.306	17.306	18.795	18.795	18.795	

Izvor: NBS i Republički zavod za statistiku Srbije.

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

2) Izvoz f.o.b. korigovan za neregistrovan izvoz

3) Priliv po Zakonu o platnom prometu, priliv po osnovu Odluke 74/100 i ostalo.

4) Podaci prilagođeni korekcijama u monetarnim računima, videti Napomene u Tabelama P-5 i P-6.

5) Otplata glavnice.

6) Konverzija godišnjeg BDP u evro je urađena po prosečnom godišnjem kursu (prosek zvaničnih dnevnih srednjih kursa NBS).

Tabela P-5. Srbija: Monetarni pregled, 2003-2005

	2003		2004			2005		
	Dec.	Mart	Jun	Sep.	Dec.	Mart	Jun	Sep.
u milionima dinara, na kraju perioda ¹⁾								
Neto strana aktiva (NSA)	150.952	133.174	116.740	131.048	143.045	147.520	166.237	198.041
Neto strana aktiva (NSA) (u evrima)	2.210	1.908	1.617	1.747	1.791	1.820	2.008	2.338
Rezerve	243.044	233.980	237.218	267.905	298.778	319.616	356.821	411.422
Rezerve (u evrima)	3.558	3.352	3.287	3.572	3.740	3.943	4.311	4.857
NBS	193.700	187.951	199.126	217.108	244.837	272.654	302.596	358.226
NBS (u evrima)	2.835	2.693	2.759	2.895	3.065	3.364	3.656	4.229
Poslovne banke	49.344	46.029	38.092	50.797	53.941	46.962	54.225	53.196
Poslovne banke (u evrima)	722	659	528	677	675	579	655	628
Obaveze (-)	-92.092	-100.806	-120.478	-136.857	-155.733	-172.096	-190.584	-213.381
Obaveze (-) (u evrima)	-1.348	-1.444	-1.669	-1.825	-1.949	-2.123	-2.302	-2.519
NBS	-68.479	-69.036	-77.311	-73.559	-74.433	-76.969	-78.810	-87.305
NBS (u evrima)	-1.002	-989	-1.071	-981	-932	-950	-952	-1.031
Poslovne banke	-23.613	-31.770	-43.167	-63.298	-81.300	-95.127	-111.774	-126.076
Poslovne banke (u evrima)	-346	-455	-598	-844	-1.018	-1.174	-1.350	-1.489
Neto domaća aktiva (NDA)	93.914	118.135	145.905	165.486	180.037	183.792	208.058	224.717
Domaći krediti	165.272	185.197	216.211	241.591	268.407	281.277	312.359	344.125
Kreditni državi, neto	-8.415	-2.498	7.554	4.130	5.115	-9.236	-3.669	-12.169
Kreditni	31.379	32.972	32.898	34.662	42.915	44.388	39.207	41.172
Dinarski krediti	21.726	22.021	22.341	22.980	28.991	29.304	24.352	22.379
NBS	19.051	18.904	18.840	18.646	21.427	21.235	16.636	16.013
Poslovne banke	2.675	3.117	3.501	4.334	7.564	8.069	7.716	6.366
Devizni krediti	9.653	10.951	10.557	11.682	13.924	15.084	14.855	18.793
Devizni (u evrima)	141	157	146	156	174	186	179	222
NBS	0	0	0	0	0	0	0	0
NBS (u evrima)	0	0	0	0	0	0	0	0
Poslovne banke	9.653	10.951	10.557	11.682	13.924	15.084	14.855	18.793
Poslovne banke (u evrima)	141	157	146	156	174	186	179	222
Depoziti (-)	-39.794	-35.470	-25.344	-30.532	-37.800	-53.624	-42.876	-53.341
Dinarski depoziti	-17.830	-16.073	-15.091	-17.459	-24.434	-32.008	-29.811	-34.513
NBS	-12.992	-13.769	-13.076	-15.803	-22.966	-30.234	-28.219	-32.783
Poslovne banke	-4.838	-2.304	-2.015	-1.656	-1.468	-1.774	-1.592	-1.730
Devizni depoziti	-21.964	-19.397	-10.253	-13.073	-13.366	-21.616	-13.065	-18.828
Devizni (u evrima)	-322	-278	-142	-174	-167	-267	-158	-222
NBS	-18.108	-15.402	-7.025	-9.708	-9.989	-18.088	-6.571	-14.392
NBS (u evrima)	-265	-221	-97	-129	-125	-223	-79	-170
Poslovne banke	-3.856	-3.995	-3.228	-3.365	-3.377	-3.528	-6.494	-4.436
Poslovne banke (u evrima)	-56	-57	-45	-45	-42	-44	-78	-52
Kreditni nedržavnom sektoru	173.687	187.695	208.657	237.461	263.292	290.513	316.028	356.294
Domaćinstva	28.643	32.383	40.248	52.059	64.441	69.844	82.569	102.707
Privreda	145.044	155.312	168.409	185.402	198.851	220.669	233.459	253.587
Ostala aktiva, neto ²⁾	-71.358	-67.062	-70.306	-76.105	-88.370	-97.485	-104.301	-119.408
od čega: kapital i rezerve (-)	-95.373	-93.974	-102.040	-108.170	-118.891	-127.754	-140.174	-147.854
NBS	-2.770	-2.767	-2.986	-2.985	-15.738	-15.735	-22.565	-22.562
Poslovne banke	-92.603	-91.207	-99.054	-105.185	-103.153	-112.019	-117.609	-125.292
Novčana masa: M2 ³⁾	244.866	251.309	262.645	296.534	323.082	331.312	374.295	422.758
Novčana masa: dinarski M2 ⁴⁾	124.886	119.341	125.700	135.146	146.584	144.128	160.766	180.449
Novčana masa: M1	99.544	92.382	97.365	103.453	111.235	110.049	120.456	134.514
Gotov novac u opticaju	42.979	38.004	40.347	42.463	45.165	39.368	42.316	47.283
Depoziti po viđenju (privreda i domaćinstva)	56.565	54.378	57.018	60.990	66.070	70.681	78.140	87.231
Oročeni dinarski depoziti (privreda i domaćinstva)	25.342	26.959	28.335	31.693	35.349	34.079	40.310	45.935
Devizni depoziti (privreda i domaćinstva)	119.980	131.968	136.945	161.388	176.498	187.184	213.529	242.309
Devizni depoziti (privreda i domaćinstva) (u evrima)	1.756	1.891	1.897	2.152	2.209	2.309	2.580	2.861
od čega: domaćinstva ⁵⁾	69.738	76.985	84.568	94.472	110.714	124.107	141.477	162.667
od čega: domaćinstva (u evrima) ⁵⁾	1.021	1.103	1.172	1.260	1.386	1.531	1.709	1.921

Izvor: FREN, NBS - Statistički bilten.

1) Ukoliko nije drugačije naznačeno.

2) Uključuje: na strani aktive - ostalu aktivnu; i na strani pasive - kapital i rezerve, ostalu pasivu i saldo međubankarskih odnosa.

3) Novčana masa: M2 - odnosi se na M3 u prihvaćenoj metodologiji u Srbiji i obuhvata gotov novac u opticaju, depozite po viđenju privrede i domaćinstava, oročene dinarske depozite privrede i domaćinstava i devizne depozite privrede i domaćinstava.

4) Novčana masa: dinarski M2 - odnosi se na M2 u prihvaćenoj metodologiji u Srbiji i obuhvata gotov novac u opticaju, depozite po viđenju privrede i domaćinstava i oročene dinarske depozite privrede i domaćinstava.

5) Devizna štednja stanovništva.

Napomena: Podaci (naročito zaduživanje banaka u inostranstvu i devizni krediti banaka državi) istorijski su revidirani u skladu sa izmenama u avgustovskom broju Statističkog biltena NBS, i zato se razlikuju od podataka iz QM 1.

Tabela P-6. Srbija: Bilans poslovnih banaka, 2003-2005

	2003		2004			2005		
	Dec.	Mart	Jun	Sep.	Dec.	Mart	Jun	Sep.
u milionima dinara, na kraju perioda ¹⁾								
Neto devizne rezerve	25.731	14.259	-5.075	-12.501	-27.359	-48.165	-57.549	-72.880
<i>Neto devizne rezerve (u evrima)</i>	<i>377</i>	<i>204</i>	<i>-70</i>	<i>-167</i>	<i>-342</i>	<i>-594</i>	<i>-695</i>	<i>-860</i>
Bruto devizne rezerve	49.344	46.029	38.092	50.797	53.941	46.962	54.225	53.196
<i>Bruto devizne rezerve (u evrima)</i>	<i>722</i>	<i>659</i>	<i>528</i>	<i>677</i>	<i>675</i>	<i>579</i>	<i>655</i>	<i>628</i>
Bruto devizne obaveze (-)	-23.613	-31.770	-43.167	-63.298	-81.300	-95.127	-111.774	-126.076
<i>Bruto devizne obaveze (u evrima) (-)</i>	<i>-346</i>	<i>-455</i>	<i>-598</i>	<i>-844</i>	<i>-1.018</i>	<i>-1.174</i>	<i>-1.350</i>	<i>-1.489</i>
Neto domaća aktiva (NDA)	-25.731	-14.259	5.075	12.501	27.359	48.165	57.549	72.880
Domaći krediti	47.584	52.999	74.841	81.600	105.455	126.889	144.130	170.160
Kreditni državi, neto	3.634	7.769	8.815	10.995	16.643	17.851	14.485	18.993
Kreditni	12.328	14.068	14.058	16.016	21.488	23.153	22.571	25.159
Dinarski krediti	2.675	3.117	3.501	4.334	7.564	8.069	7.716	6.366
Devizni krediti	9.653	10.951	10.557	11.682	13.924	15.084	14.855	18.793
<i>Devizni krediti (u evrima)</i>	<i>141</i>	<i>157</i>	<i>146</i>	<i>156</i>	<i>174</i>	<i>186</i>	<i>179</i>	<i>222</i>
Depoziti (-)	-8.694	-6.299	-5.243	-5.021	-4.845	-5.302	-8.086	-6.166
Dinarski depoziti	-4.838	-2.304	-2.015	-1.656	-1.468	-1.774	-1.592	-1.730
Devizni depoziti	-3.856	-3.995	-3.228	-3.365	-3.377	-3.528	-6.494	-4.436
<i>Devizni depoziti (u evrima)</i>	<i>-56</i>	<i>-57</i>	<i>-45</i>	<i>-45</i>	<i>-42</i>	<i>-44</i>	<i>-78</i>	<i>-52</i>
Neto potraživanja od NBS	70.374	66.649	76.109	83.059	97.570	99.401	136.504	159.417
Potraživanja	74.224	70.360	79.331	84.880	99.325	101.154	137.023	160.153
Gotovina	4.097	3.451	3.419	3.463	4.281	3.812	4.430	4.822
Obavezne rezerve	16.241	13.321	15.067	18.738	20.953	20.676	21.855	24.673
Slobodne rezerve	6.720	2.732	3.452	-471	6.569	1.766	2.790	3.349
Depoziti	44.936	48.628	51.743	58.459	66.013	71.694	90.317	107.501
od čega: dinarski depoziti	193	78	57	81	156	95	140	120
NBS blagajnički zapisi/repo operacije ²⁾	2.230	2.228	5.650	4.691	1.509	3.206	17.631	19.808
Obaveze	-3.850	-3.711	-3.222	-1.821	-1.755	-1.753	-519	-736
Kreditni ostalom delu privrede, neto	-26.424	-21.419	-10.083	-12.454	-8.758	9.637	-6.859	-8.250
Kreditni	173.443	187.452	208.414	237.219	263.094	290.265	315.659	355.941
Domaćinstva	28.439	32.182	40.048	51.858	64.283	69.616	82.293	102.435
Privreda	145.004	155.270	168.366	185.361	198.811	220.649	233.366	253.506
Depoziti (-)	-199.867	-208.871	-218.497	-249.673	-271.852	-280.628	-322.518	-364.191
Dinarski depoziti	-80.532	-77.471	-82.095	-89.075	-96.251	-94.335	-110.053	-122.853
Domaćinstva	-13.411	-14.200	-13.116	-13.215	-12.737	-12.634	-14.970	-16.028
Privreda	-67.121	-63.271	-68.979	-75.860	-83.514	-81.701	-95.083	-106.825
Devizni depoziti	-119.335	-131.400	-136.402	-160.598	-175.601	-186.293	-212.465	-241.338
Domaćinstva ³⁾	-69.738	-76.985	-84.568	-94.472	-110.714	-124.107	-141.477	-162.667
<i>Domaćinstva (u evrima)</i>	<i>-1.021</i>	<i>-1.103</i>	<i>-1.172</i>	<i>-1.260</i>	<i>-1.386</i>	<i>-1.531</i>	<i>-1.709</i>	<i>-1.921</i>
Privreda	-49.597	-54.415	-51.834	-66.126	-64.887	-62.186	-70.988	-78.671
<i>Privreda (u evrima)</i>	<i>-726</i>	<i>-780</i>	<i>-718</i>	<i>-882</i>	<i>-812</i>	<i>-767</i>	<i>-858</i>	<i>-929</i>
Ostala aktiva, neto ⁴⁾	-73.315	-67.258	-69.766	-69.099	-78.096	-78.724	-86.581	-97.280
od čega: kapital i rezerve	-92.603	-91.207	-99.054	-105.185	-103.153	-112.019	-117.609	-125.292

Izvor: FREN, NBS - Statistički bilten.

1) Ukoliko nije drugačije naznačeno.

2) Počev od januara 2005.god. NBS je blagajničke zapise (BZ) zamenila repo operacijama, tako da se podaci zaključno sa dec. 2004. god. odnose na BZ, a mart i jul 2005. god. na repo operacije.

3) Devizna štednja stanovništva.

4) Uključuje: na strani aktive - ostalu aktivu; i na strani pasive - depozite pravnih lica u likvidaciji, kapital i rezerve, ostalu pasivu i neto međubankarske odnose.

Napomena: Podaci (naročito zaduživanje banaka u inostranstvu i devizni krediti banaka državi) istorijski su revidirani u skladu sa izmenama u avgustovskom broju Statističkog biltena NBS, i zato se razlikuju od podataka iz QM 1.

Tabela P-7. Srbija: Bilans Narodne banke Srbije, 2003-2005

	2003	2004				2005		
	Dec.	Mart	Jun	Sep.	Dec.	Mart	Jun	Sep.
u milionima dinara, na kraju perioda ¹⁾								
Neto devizne rezerve	81.859	71.146	72.342	86.174	104.530	124.514	134.123	164.055
Neto devizne rezerve (u evrima)	1.198	1.019	1.002	1.149	1.308	1.536	1.620	1.937
Bruto devizne rezerve	193.700	187.951	199.126	217.108	244.837	272.654	302.596	358.226
<i>Bruto devizne rezerve (u evrima)</i>	<i>2.835</i>	<i>2.693</i>	<i>2.759</i>	<i>2.895</i>	<i>3.065</i>	<i>3.364</i>	<i>3.656</i>	<i>4.229</i>
Bruto devizne obaveze	-111.841	-116.805	-126.784	-130.934	-140.307	-148.140	-168.473	-194.171
<i>Bruto devizne obaveze (u evrima)</i>	<i>-1.637</i>	<i>-1.673</i>	<i>-1.757</i>	<i>-1.746</i>	<i>-1.756</i>	<i>-1.828</i>	<i>-2.035</i>	<i>-2.292</i>
od čega: devizne obaveze poslovnih banaka	-43.362	-47.769	-49.473	-57.375	-65.874	-71.171	-89.663	-106.866
<i>od čega: devizne obaveze poslovnih banaka (u evrima)</i>	<i>-635</i>	<i>-684</i>	<i>-685</i>	<i>-765</i>	<i>-825</i>	<i>-878</i>	<i>-1.083</i>	<i>-1.262</i>
Neto domaća aktiva	-11.863	-13.645	-10.074	-22.039	-27.561	-58.814	-62.632	-83.861
Domaći krediti	-10.843	-10.991	-5.349	-11.982	-13.944	-39.936	-41.262	-59.167
Kreditni državi, neto	-12.049	-10.267	-1.261	-6.865	-11.528	-27.087	-18.154	-31.162
Kreditni	19.051	18.904	18.840	18.646	21.427	21.235	16.636	16.013
od čega: dinarski krediti	19.051	18.904	18.840	18.646	21.427	21.235	16.636	16.013
Depoziti (-)	-13.100	-29.171	-20.101	-25.511	-32.955	-48.322	-34.790	-47.175
Dinarski depoziti	-12.992	-13.769	-13.076	-15.803	-22.966	-30.234	-28.219	-32.783
Devizni depoziti	-18.108	-15.402	-7.025	-9.708	-9.989	-18.088	-6.571	-14.392
<i>Devizni depoziti (u evrima)</i>	<i>-265</i>	<i>-221</i>	<i>-97</i>	<i>-129</i>	<i>-125</i>	<i>-223</i>	<i>-79</i>	<i>-170</i>
Neto potraživanja od banaka	2.337	2.899	-1.073	-1.751	2.554	-2.672	-15.080	-18.045
Potraživanja	5.490	5.329	4.692	3.561	4.594	3.644	2.671	2.907
od čega: ostali dinarski krediti	3.774	3.507	2.801	1.608	3.007	1.576	371	505
od čega: devizni krediti	1.716	1.822	1.891	1.953	1.587	2.068	2.300	2.402
<i>od čega: devizni krediti (u evrima)</i>	<i>25</i>	<i>26</i>	<i>26</i>	<i>26</i>	<i>20</i>	<i>26</i>	<i>28</i>	<i>28</i>
Obaveze	-3.153	-2.430	-5.765	-5.312	-2.040	-6.316	-17.751	-20.952
od čega: Blagajnički zapisi NBS	-2.223	-2.378	-5.720	-5.224	-1.752	0	0	-4.070
od čega: repo transakcije	0	0	0	0	0	-3.206	-17.607	-15.734
Kreditni ostalom delu privrede, neto	-1.131	-3.623	-3.015	-3.366	-4.970	-10.177	-8.028	-9.960
Potraživanja	244	243	243	242	198	248	369	353
Dinarski i devizni krediti	244	243	243	242	198	248	369	353
Obaveze (-)	-1.375	-3.866	-3.258	-3.608	-5.168	-10.425	-8.397	-10.313
Dinarski depoziti	-1.375	-3.866	-3.258	-3.608	-5.168	-10.425	-8.397	-10.313
Ostala aktiva, neto ²⁾	-1.020	-2.654	-4.725	-10.057	-13.617	-18.878	-21.370	-24.694
Primarni novac (H)	69.996	57.501	62.268	64.135	76.969	65.700	71.491	80.194
Gotovina u opticaju	42.979	38.004	40.347	42.463	45.165	39.368	42.316	47.283
Rezerve poslovnih banaka	27.017	19.497	21.921	21.672	31.804	26.332	29.175	32.911
Obavezne rezerve	16.212	13.321	15.067	18.738	20.953	20.676	21.855	24.673
Slobodne rezerve	10.805	6.176	6.854	2.934	10.851	5.656	7.320	8.238
Depoziti po vidjenju	5.695	2.280	2.039	734	5.076	2.825	3.004	3.394
Žiro računi i gotovina	5.110	3.896	4.815	2.200	5.775	2.831	4.316	4.844

Izvor: FREN, NBS - Statistički bilten.


1) Ukoliko nije drugačije naznačeno.

2) Uključuje: na strani aktive - ostalu aktivu; i na strani pasive - devizne depozite ostalih finansijskih institucija, depozite banaka u likvidaciji, kapital i rezerve i ostalu pasivu.

KVARTALNI MONITOR ekonomskih trendova i politika u Srbiji izdaje
Fond za razvoj ekonomske nauke (FREN).



Osnivači FREN-a su Ekonomski fakultet Univerziteta u Beogradu, www.ekof.bg.ac.yu
i Centar za visoke ekonomske studije (CEVES), www.ceves.org.yu.

Centar za visoke
ekonomske studije 



Ciljevi FREN-a su:

*Unapređenje nastave i istraživanja iz ekonomske nauke, naročito radi tumačenja
procesa kroz koji prolaze Srbija i druge zemlje u tranziciji*

*Pružanje stručne i druge podrške istraživačima u realizaciji projekata
kojima se unapređuju ekonomska znanja*

*Povezivanje ekonomske discipline Srbije
sa vrhunskim međunarodnim istraživačkim institucijama*

Širenje stečenih znanja kod zainteresovane javnosti Srbije

Najtoplije se zahvaljujemo:

USAID-u
Fondu za otvoreno društvo
Vladi Kraljevine Holandije

koji su omogućili, kako potrebna istraživanja, tako i objavljivanje ove publikacije.

Kvartalni monitor ekonomskih trendova i politika u Srbiji

Publikacija Fonda za razvoj ekonomske nauke bavi se sistematskim i dubinskim praćenjem makroekonomskih, finansijskih i korporativnih trendova i analizom ekonomske politike u Srbiji.

Fond za razvoj ekonomske nauke (FREN)

Osnivači FREN su Ekonomski fakultet u Beogradu i Centar za visoke ekonomske studije (CEVES). Osnovni ciljevi Fonda su unapređenje naučno-istraživačkog rada iz oblasti ekonomske nauke i njoj srodnih disciplina, kao i da donosi odluka u ekonomskoj politici i privredi u Srbiji, ponudi dodatni izvor informacija. Fond želi da pruži svaku vrstu podrške istraživačkom radu koji produbljuje i unapređuje teorijska i empirijska znanja iz ekonomske nauke, a naročito znanja o karakteristikama domaće ekonomije, kao i znanja o procesima kroz koje prolaze zemlje u tranziciji, posebno one u našem susedstvu. Najveći izazov FREN je povezivanje i unapređenje saradnje sa srodnim međunarodnim organizacijama i institucijama, naročito u regionu Jugoistočne Evrope, radi razmene znanja i iskustava.

Ekonomski fakultet u Beogradu

Ekonomski fakultet Univerziteta u Beogradu je obrazovna i naučna ustanova s tradicijom dužom od 65 godina. Osnovan je kao Visoka škola za ekonomiju i trgovinu još daleke 1937. godine – kao prvi visokoškolski obrazovni centar u oblasti ekonomije u tadašnjoj Kraljevini Jugoslaviji. Danas je Ekonomski fakultet najveća i najjemenentnija naučno-obrazovna ustanova u zemlji na području ekonomskih nauka: sa oko 130 nastavnika i saradnika, od kojih 53 redovna profesora, sa preko 34 000 diplomiranih studenata, 1800 magistara nauka i oko 650 doktora nauka. Fakultet ima vrlo razvijenu saradnju s većim brojem univerziteta i instituta iz celog sveta.

Centar za visoke ekonomske studije (CEVES)

Centar za visoke ekonomske studije (CEVES) je nevladina organizacija koju je osnovala grupa ekonomista – doktora nauka, koji su svoje zvanje stekli na elitnim američkim univerzitetima i potom odlučili da se vrate u Srbiju. Zajednički ciljevi ove grupe naučnika su to da kroz naučno-istraživački rad osavremenjavaju ekonomsku misao u zemlji oslanjajući se na svetske standarde u istraživanju i obrazovanju, i da na toj osnovi pružaju podršku procesu donošenja ekonomskih odluka u zemlji i regionu, kao i da približe modernu ekonomsku misao javnosti.

CEVES radi na stvaranju institucionalnog kapaciteta, naročito preko usavršavanja stručnih sposobnosti vezanih za naučna istraživanja i usmeren je na identifikovanje, analizu i tumačenje ekonomske problematike u Srbiji, namenjene kako kreatorima domaće ekonomske politike, tako i okruženju koje se bavi ekonomskim istraživanjem. Vizija CEVES je pokretanje sinhronizovane akcije međunarodnih krugova u oblasti ekonomskih istraživanja na razvijanju kapaciteta u Jugoistočnoj Evropi – po ugledu na one koji su postavili temelje centara za ekonomska istraživanja po svetskim standardima u Centralnoj i Istočnoj Evropi. Vođen tom idejom, CEVES će početkom 2006. godine započeti razvoj regionalne mreže u zemlji i regionu kroz integraciju sa postojećim srodnim naučno-istraživačkim institucijama.

