

NAUČNO DRUŠTVO EKONOMISTA SRBIJE  
sa Akademijom ekonomskih nauka  
i  
EKONOMSKI FAKULTET U BEOGRADU

# EKONOMSKA POLITIKA SRBIJE

*u 2015. g.*

## **Redaktori**

Prof.dr Boško Živković

Prof.dr Božidar Cerović

**Izdavač**

Ekonomski fakultet u Beogradu  
Kamenička 6, tel: 3021-240, faks: 3021-065

**Dekan Ekonomskog fakulteta**

Prof. dr Branislav Boričić

**Recenzenti**

Dr Branko Urošević

Dr Dejan Šoškić

Dr Miomir Jakšić

**Tehnička priprema**

Milija Mihailović

**Dizajn i prelom**

ČUGURA Print

**Štampa**

ČUGURA Print, Beograd  
[www.cugura.rs](http://www.cugura.rs)

**Godina**

2015.

**Tiraž**

230

**ISBN: 978-86-403-1411-4**

© 2015.

Sva prava su zadržana. Ni jedan deo ove publikacije ne može biti reprodukovan niti smešten u sistem za pretraživanje ili transmitovanje u bilo kom obliku, elektronski, mehanički, fotokopiranjem, snimanjem ili na drugi način, bez prethodne pismene dozvole autora.

# Makroekonomske tendencije u 2014: U kom se smeru zaista krećemo\*

Predrag Petrović\*\*

## Uvod

U javnosti se sve učestalije mogu susresti stavovi domaćih zvaničnika da nam se gotovo svi pokazatelji kreću nabolje, i da to nije u stanju da vidi samo neko ko to ne želi. Sa nekoliko strana stižu pohvale međunarodnih finansijskih institucija, stranih zvaničnika i izvršnih organa EU za ekonomske reforme koje se sprovode u Srbiji. Na koncu svega Srbija je uspela da postigne dogovor sa MMF-om o novom trogodišnjem aranžmanu iz predostrožnosti u vrednosti od oko milijardu evra koji će od 1. januara 2015, u slučaju potrebe, biti raspoloživ za jačanje deviznih rezervi.

Nema nikakve sumnje da su kreatori ekonomske politike uspeli da donesu nekoliko reformskih zakona koji regulišu oblast penzionisanja, privatizacije, stečaja i rada, kao i da su započeli sa donošenjem seta nepopularnih, bolnih, ali neophodnih mera fiskalne konsolidacije koje bi srednjoročno i dugoročno, u sadejstvu sa drugim reformskim merama, trebalo da stabilizuju makroekonomski ambijent i podstaknu investicionu aktivnost i privredni rast. Ipak, uprkos svemu ostaje nedoumica da li se na osnovu objektivnih makroekonomskih pokazatelja i analiza zaista može zaključiti da je ekonomska realnost Srbije toliko uznapredovala.

U ovom radu smo pokušali da skeniramo nekoliko najvažnijih segmenata makroekonomskog sistema nastojeći da bacimo svetlost na ono što je se tokom 2014. zaista dogodilo. Rad se sastoji od šest delova. Prvi deo je posvećen analizi dinamike ekonomske aktivnosti i razlozima očigledne recesije. Nakon toga, u drugom delu, analizirali smo fiskalne tokove i javni dug. Treći deo rada obuhvata prikaz kreditne aktivnosti u 2014. Inflacija je bila predmet razmatranja u četvrtom delu, dok se peti deo odnosi na tendencije na tržištu rada. Najvažnija kretanja u domenu ekonomsko-finansijskih odnosa sa inostranstvom prikazana su u šestom delu rada. Konačno, na kraju teksta izneli smo najvažnija zaključna razmatranja.

## 1. Dinamika ekonomske aktivnosti

Tokom 2014. godine počinju da se ispoljavaju negativna kretanja u domenu ekonomske aktivnosti (Tabela 1). Naime, u sva tri kvartala tekuće godine ostvarene su negativne međugodišnje stope rasta BDP-a, koje ukazuju na neminovnost da se privreda Srbije u ovoj godini suoči sa ekonomskim padom od oko 2% i to po treći put od kraja 2008. Godine, kada je se svetska recesija počela efektuirati u domaću ekonomiju.

---

\* U radu su prikazani rezultati istraživanja koje je sprovedeno u sklopu projekta III47010: *Društvene transformacije u procesu evropskih integracija - multidisciplinarni pristup* finansiranog od strane Ministarstva prosvete, nauke i tehnološkog razvoja, Republika Srbija, 2011-2015.

\*\* Institut društvenih nauka, Beograd

Tabela 1

## Dinamika ukupnog BDP-a i pojedinih njegovih komponenti

	2013				2014		
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3
	Međugodišnji rast (%)						
Bruto domaći proizvod	2,4	1,1	3,4	3,3	-0,2	-1,3	-3,6
Bruto domaći proizvod (desezonirani podaci) -lančani rast	2,9	-0,1	1,3	-0,7	-0,7	-1,1	-1,1
Bruto dodata vrednost	3,7	1,6	4,0	3,8	0,1	-1,6	-4,2
Rudarstvo; Prerađivačka industrija; Snabdevanje el. energijom; Snabdevanje vodom	7,3	5,8	7,0	4,0	-0,3	-5,4	-11,9
Trgovina na veliko i malo; Saobraćaj i skladištenje; Smeštaj i ishrana	1,0	-0,1	2,7	5,4	-0,4	-2,3	-1,8
Poljoprivreda	22,8	25,0	19,1	18,3	2,3	0,7	0,0
Informisanje i komunikacije	-0,1	-3,4	0,9	2,3	4,7	5,1	3,2

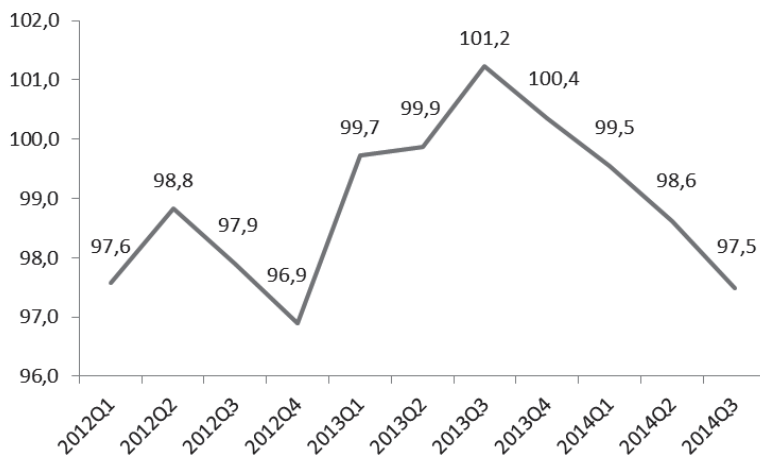
Izvor: Republički zavod za statistiku

Pored međugodišnjeg smanjenja BDP-a od 0,2%, 1,3% i 3,6% u Q1, Q2 i Q3 tekuće godine, respektivno, očito je da se smanjuje i desezonirani BDP koji je nešto relevantniji za uočavanje ukupne dinamike. Naime, ekonomija Srbije, počev od Q4 2013, beleži četiri uzastopna kvartala sa negativnim stopama lančanog rasta, što nesumnjivo ukazuje na prisustvo recesije. Takođe, ključni sektori poput rudarstva, prerađivačke industrije, snabdevanja vodom i električnom energijom, koji čine oko 25% BDP-a, ostvarili su u sva tri kvartala 2014. pad privredne aktivnosti, pri čemu je veoma visok pad zabeležen u Q3 2014. (11,9%).

Negativni tokovi se još jasnije vide ukoliko se prikaže dinamika indeksa desezoniranog BDP-a (Grafikon 1). Indeksi desezoniranog BDP-a precizno odlikavaju njegovu dinamiku i odnos prema prosečnoj kvartalnoj vrednosti za 2008. godinu.

Grafikon 1

## Indeks desezoniranog BDP-a, Ø2008=100



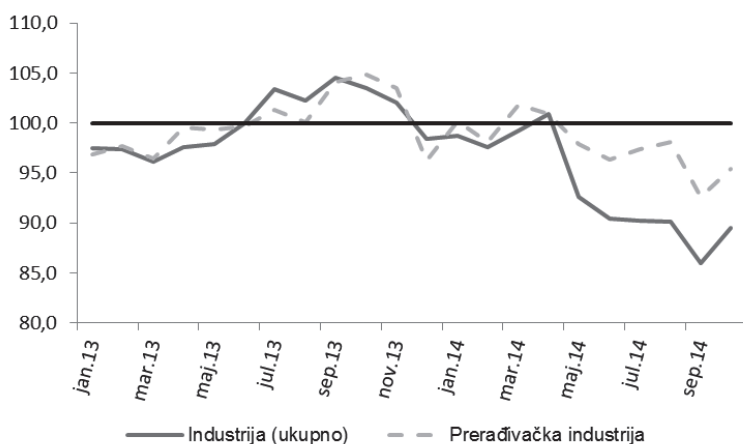
Izvor: Autorov prikaz

Nema sumnje da je od kraja 2013. godine prisutan pad ekonomske aktivnosti, kao i da se privredna aktivnost u prva tri kvartala 2014. nalazi ispod proseka 2008. godine. U ovom trenutku je sasvim izvesno da BDP neće dostići nivo iz 2008. ni šest godina nakon izbijanja prvog talasa krize, što možda najbolje pokazuje pogubnost simbioze ozbiljnih strukturnih poremećaja u privredi i nepovoljnih egzogenih činilaca.

Na negativna kretanja privredne aktivnosti uticala su dva krupna razloga: (a) razarajuće majske poplave sa značajnim efektom na poljoprivredu, rudarstvo i proizvodnju i distribuciju električne energije i (b) krupni strukturni poremećaji i godinama nago-milavani ekonomski i društveni problemi. Teza da bi 2014. bio ostvaren privredni rast da nije bilo poplava izaziva ozbiljnu sumnju. Ukoliko je ova teza tačna smisleno bi bilo očekivati da je neki drugi agregat proizvodnje u koji nisu uključeni pomenuti sektori iskazao tendenciju rasta. Za ovu svrhu bi bilo odgovarajuće uzeti u obzir dinamiku ukupne i prerađivačke industrijske proizvodnje (Grafikon 2). Podaci koji su raspoloživi jasno pokazuju da je ukupna desezonirana industrijska proizvodnja ispod nivoa proseka 2013. još od decembra 2013, što ide u prilog stavu da smo recesione tendencije imali i pre majske poplave. Prosek 2013. godine dostignut je tek u aprilu 2014, nakon čega počinje strmoglav pad oba agregata industrijske proizvodnje. Nema nikakve sumnje da su na oštiri pad ukupne industrije veliki uticaj imale i poplave, ali negativan trend prerađivačke industrije, koja čini blizu 70% ukupne industrijske proizvodnje, ukazuje na prisustvo dubokih strukturnih razloga koji nisu povezani sa poplavama. Takođe, ukoliko se iz čitavog BDP-a izoluju sektori sa velikim posledicama poplava (poput rudarstva i proizvodnje električne energije) dinamika preostalog BDP-a takođe beleži međugodišnji pad od 0,2%-0,3%, što potvrđuje i desezonirana serija.<sup>1</sup> Iako je nemoguće osporiti negativan i snažan uticaj poplava na privrednu aktivnost, smatramo da je on privremenog i incidentnog karaktera, a da ključni problem predstavljaju duboke strukturne distorzije koje su dugoročne prirode.

**Grafikon 2**

**Desezonirani indeksi industrijske proizvodnje, Ø2013=100**



Izvor: Republički zavod za statistiku

<sup>1</sup> Videti Kvartalni monitor ekonomskih trendova i politika u Srbiji, *FREN*, br. 37, str. 12.

Na negativna privredna kretanja koja nisu posledica poplava uticali su brojni strukturni razlozi koji su rezultirali padom ili stagnacijom gotovo svih komponenti agregatne tražnje (lična potrošnja, javna potrošnja i investicije). Jedina komponenta agregatne tražnje koja je imala tendenciju rasta jeste neto izvoz i to prevashodno zahvaljujući investicijama, proizvodnji i izvozu FIAT-a i NIS-a. Od Q4 2013. počinje da se ispoljava tendencija usporavanja izvoza automobila budući da je se kompanija FIAT približila maksimalnom iskorišćenju kapaciteta, zbog čega se više ne može očekivati da intenzivno doprinosi povećanju proizvodnje i izvoza. Ovo može biti razlog za sumnju da je negativna dinamika privredne aktivnosti u ostalim sektorima postojala i tokom 2013. godine, ali da je bila zamaskirana rastom aktivnosti FIAT-a i povećanjem poljoprivredne proizvodnje usled male baze za poređenje koja je posledica izrazito hladne zime i sušnog leta 2012. godine. Posebno zabrinjava činjenica da su upravo investicije komponenta agregatne tražnje koja je tokom 2013. i 2014. ostvarila najveći pad. Bez snažnog pokretanja investicione aktivnosti gotovo je nemoguće da se preokrene dinamika BDP-a. Smanjenje agregatne tražnje u potpunosti je usaglašeno sa neodrživom fiskalnom pozicijom, padom kreditne aktivnosti, usporavanjem rasta izvoza i njegovim padom u Q3 2014, smanjenjem realnih zarada, padom SDI na još skromniji nivo, itd.

Prognoze za narednu godinu takođe ne ohrabruju. Naime, nagomilani ekonomski problemi nagone kreatora ekonomske politike da donose bolne, iznuđene, kratkoročno nepovoljne, ali dugoročno neophodne i neizbežne mere. Najveću pažnju svakako privlači smanjenje plata u javnom sektoru i penzija koje će, uz inače vrlo skroman rast prosečne nominalne zarade, dodatno doprineti padu lične potrošnje i ukupne agregatne tražnje. Takođe, rešavanje sudbine preduzeća u restrukturiranju, ukoliko do toga zaista i dođe, verovatno će dovesti do gašenja većine ovih kompanija sa negativnim efektima na zaposlenost i privredni rast. Fiskalna konsolidacija, kao uslov svih uslova, koji ni u kom slučaju nije smeo biti ovoliko prolongiran, rezultiraće smanjenjem ukupne javne potrošnje i posledično agregatne tražnje. Posebno se mora istaći da su izgledi za značajne investicione poduhvate gotovo zanemarivi, jer nema ozbiljnih najava krupnih investicionih projekata, osim „Beograda na vodi”, što je još uvek velika nepoznanica koja ne deluje potpuno uverljivo. Takođe, najveća najavljena investicija za ovu i narednu godinu, izgradnja gasovoda „Južni tok”, za sada je obustavljena, a sve su prilike da do njene realizacije uopšte neće doći. Osim toga, finansijski rezultati preduzeća su obeshrabrujući, a kreditna aktivnost je prilično slaba. Zadovoljavajući rast investicija zahteva podsticajan privredni ambijent. Donošenjem zakona kojima se uređuje stečajni postupak i tržište rada donekle je napravljen kakav-takav progres, a najavljuje se, već do kraja ove godine, i značajno skraćivanje vremenskog perioda za izdavanje građevinskih dozvola. Ipak, kada je u pitanju razvoj infrastrukture, povećanje efikasnosti državnih organa, borba protiv sive ekonomije i neloyalne konkurencije, borba protiv korupcije i depolitizacija čitavog društva rezultati su gotovo poražavajući. Ključne mere za stabilizaciju privrednog ambijenta jesu mere fiskalne konsolidacije, koje po svemu sudeći neće biti dovoljne, pa kao takve, ma koliko bile nepopularne, neće otkloniti rizik krize javnog duga, već će ga samo odložiti. Ovakva konsolidacija ne može biti ozbiljan signal poslovnoj zajednici da se u Srbiju isplati ulagati. Konačno, spor oporavak evrozone (procena MMF-a za tekuću i narednu godinu od 0,8% i 1,3%) i dalji razvoj ukrajinske krize mogli bi negativno uticati na ekonomski rast u Srbiji.

## 2. Fiskalna kretanja

Ukupni realni prihodi konsolidovanog sistema javnih finansija u prvih devet meseci 2014. porasli su za 2,61% u odnosu na isti period prethodne godine, što se u najvećoj meri, zbog velikog učešća, duguje povećanju tekućih prihoda od 1,97%, bez čega bi rast ukupnog prihoda iznosio svega 0,65%. Takođe, u prva tri kvartala tekuće godine rast beleže i kapitalni prihodi i donacije i to za 61,9% i 192,9%, respektivno, ali je njihov doprinos, zbog malog udela, dosta manji u poređenju sa tekućim prihodima. Povećanje tekućih prihoda jeste posledica rasta poreskih prihoda od 3,20%.

Najveći doprinos povećanju ukupnih realnih fiskalnih prihoda dao je rast prihoda od poreza na dobit (29,88%), bez čega bi povećanje ukupnih prihoda iznosilo 1,35%. Jedan od osnovnih razloga povećanja prihoda od poreza na dobit jeste povećanje stope poreza na dobit sa 10% na 15%. Takođe, realna aprecijacija dinara, koja je uvećala računovodstvenu dobit u 2013. godini, na koju su porezi plaćeni u 2014, nesumnjivo bi mogla da bude drugi razlog uvećanja ovih prihoda.<sup>2</sup> Konačno, u 2013, za razliku od 2012, ostvaren je ekonomski rast od oko 2,6%, što je se, shodno podacima Agencije za privredne registre, odrazilo na bolje poslovne rezultate preduzeća sa očekivanim efektom na prihod od poreza na dobit.

Drugi po značaju doprinos povećanju ukupnih realnih prihoda dao je rast prihoda od doprinosa (4,15%), čije bi se zanemarivanje odrazilo na smanjenje stope rasta ukupnih prihoda od 1,18 procentnih poena. Osnovni uzrok povećanja ove kategorije prihoda jeste rast stope doprinosa za PIO na teret smanjenja stope poreza na zarade.

Treći po veličini doprinos dao je rast ostalih poreskih prihoda od 23,76%, bez čega bi povećanje ukupnih prihoda bilo umanjeno za 0,71 procentni poen. Rast ostalih poreskih prihoda posledica je promene načina obračuna poreza na imovinu.

Prihodi od poreza na dodatu vrednost ostvarili su rast od 1,93%, bez čega bi rast ukupnih prihoda bio manji za 0,51 procentni poen. Povećanje ove kategorije prihoda najverovatnije je posledica povećanja stope PDV-a sa 8% na 10% u januaru 2014, rasta prometa u trgovini na malo u prvih osam meseci i verovatno povećanja aktivnosti inspeksijskih organa usmerenih na bolju naplatu i suzbijanje utaje ovog poreskog oblika. Ipak, gotovo je očigledno da je ovoliki rast prihoda od PDV-a potpuno nezadovoljavajući i da bi boljom obučenošću zaposlenih u Poreskoj upravi, većim angažmanom inspeksijskih organa i savesnijim i sve-snijim ponašanjem građana, ova komponenta prihoda mogla značajno da se uveća.

Konačno, najmanji doprinos povećanju ukupnih prihoda dalo je povećanje prihoda od akciza od 3,19%, za šta je prevashodno zaslužno suzbijanje nelegalnog prometa dizel goriva i drugih naftnih derivata usled primene postupka markiranja goriva.

U prvih osam meseci 2014. porasli su i javni rashodi, ali ipak nešto manje od prihoda (1,70%). Ovakva dinamika determinisana je povećanjem i tekućih (1,43%) i kapitalnih rashoda (7,07%). Ključni doprinos povećanju tekućih rashoda dali su rashodi po osnovu kamata čiji rast iznosi 21,03%. Ovo povećanje jeste posledica dospeća obaveza po osnovu prethodno emitovanih evroobveznica, rasta nivoa zaduženosti zemlje, kao i povećanja udela kredita sa visokim kamatnim stopama.

<sup>2</sup> Fiskalna kretanja: avgust 2014. godine, Fiskalni savet, mesečni izveštaj, str. 6.

**Tabela 2**

**Fiskalna kretanja u 2013. i 2014. godini, milijarde dinara**

	2013								2014								Realni rast Q1-Q3 2014/ Q1-Q3 2013
	2013				2014				2013				2014				
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1-Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1-Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1-Q4		
<b>I UKUPNI PRIHODI</b>	<b>330,0</b>	<b>362,4</b>	<b>369,1</b>	<b>406,4</b>	<b>1.467,8</b>	<b>336,1</b>	<b>385,6</b>	<b>390,5</b>	<b>1.112,2</b>								
1. Tekući prihodi	326,8	360,8	367,5	404,3	1.459,4	334,2	382,4	382,0	1.098,6							2,61	
Poreški prihodi	296,4	321,8	325,8	352,5	1.296,4	301,3	348,7	344,8	994,8							1,97	
Porez na dohodak	38,2	39,8	35,9	42,1	156,1	32,2	35,1	36,9	104,3							-10,43	
Porez na dobit	18,4	11,0	15,4	15,8	60,7	15,5	29,8	14,2	59,5							29,88	
PDV	87,3	98,7	94,6	99,9	380,6	93,6	97,0	101,7	292,2							1,93	
Akrezne	42,5	53,7	52,3	56,3	204,8	42,9	55,2	58,4	156,4							3,19	
Carine	7,3	7,9	8,2	9,1	32,5	7,2	7,5	7,8	22,4							-6,15	
Ostali poreski prihodi	9,3	10,9	11,6	11,7	43,5	10,7	14,3	15,1	40,1							23,76	
Doprinosi	93,4	99,7	107,7	117,6	418,3	99,3	109,8	110,7	319,7							4,15	
Neporeski prihodi	30,4	39,0	41,8	51,8	163,0	32,9	33,8	37,1	103,8							-8,49	
2. Kapitalni prihodi	2,4	1,1	0,7	1,2	5,4	1,1	1,9	3,8	6,9							61,94	
3. Donacije	0,8	0,6	0,9	0,8	3,1	0,8	1,3	4,7	6,8							192,94	
<b>II UKUPNI RASHODI</b>	<b>365,8</b>	<b>402,1</b>	<b>422,7</b>	<b>445,7</b>	<b>1.636,4</b>	<b>395,6</b>	<b>418,9</b>	<b>421,8</b>	<b>1.236,3</b>							<b>1,70</b>	
1. Tekući rashodi	352,5	384,6	396,0	419,3	1.532,4	381,7	393,6	398,0	1.173,3							1,43	
Rashodi za zaposlene	93,8	98,1	97,5	103,4	392,7	95,7	97,9	96,4	290,0							-1,86	
Kupovina roba i usluga	50,2	55,9	60,7	72,7	239,4	50,9	58,3	60,2	169,4							-0,49	
Oplata kamata	18,9	27,5	27,2	20,9	94,5	35,5	28,6	26,8	91,0							21,03	
Subvencije	20,1	20,9	28,4	31,8	101,2	19,4	23,7	27,9	70,9							0,17	
Socijalni transferi	162,4	173,0	172,6	179,5	687,6	170,7	172,4	172,8	515,8							-0,56	
od čega: penzije	119,9	124,5	123,2	128,1	497,8	125,0	126,9	126,9	379,9							0,66	
Ostali tekući rashodi	7,1	9,1	9,6	11,1	36,9	9,6	12,6	14,0	36,1							37,38	
2. Kapitalni rashodi	13,4	17,6	26,7	26,4	84,0	13,9	25,3	23,7	63,0							7,07	
<b>III Otplate domaćih dugova, budžetski krediti i dokapitalizacije</b>	<b>3,1</b>	<b>3,9</b>	<b>4,1</b>	<b>1,6</b>	<b>12,7</b>	<b>5,2</b>	<b>5,8</b>	<b>0,3</b>	<b>11,3</b>							<b>0,57</b>	
<b>IV UKUPNI RASHODI, GFS (II+III)</b>	<b>368,9</b>	<b>406,0</b>	<b>426,8</b>	<b>447,4</b>	<b>1.649,1</b>	<b>400,8</b>	<b>424,7</b>	<b>422,0</b>	<b>1.247,5</b>							<b>1,69</b>	
<b>V KONSOLIDOVANI BILANS (I-IV)</b>	<b>-38,9</b>	<b>-43,6</b>	<b>-57,7</b>	<b>-41,0</b>	<b>-181,2</b>	<b>-64,7</b>	<b>-39,1</b>	<b>-31,5</b>	<b>-135,3</b>							<b>-5,27</b>	
<b>VI BDP (tekuće cene)</b>	<b>871,8</b>	<b>969,0</b>	<b>998,9</b>	<b>1.036,7</b>	<b>3.876,4</b>	<b>884,7</b>	<b>961,3</b>	<b>986,1</b>	<b>2.832,1</b>							<b>-</b>	
<b>VII UKUPNI JAVNI PRIHODI/BDP (u %)</b>	<b>37,9</b>	<b>37,4</b>	<b>36,9</b>	<b>39,2</b>	<b>37,9</b>	<b>38,0</b>	<b>40,1</b>	<b>39,6</b>	<b>39,3</b>							<b>-</b>	
<b>VIII UKUPNI JAVNI RASHODI/BDP (%)</b>	<b>42,3</b>	<b>41,9</b>	<b>42,7</b>	<b>43,2</b>	<b>42,5</b>	<b>45,3</b>	<b>44,2</b>	<b>42,8</b>	<b>44,0</b>							<b>-</b>	
<b>IX KONSOLIDOVANI DEFICIT/BDP (u %)</b>	<b>4,5</b>	<b>4,5</b>	<b>5,8</b>	<b>4,0</b>	<b>4,7</b>	<b>7,3</b>	<b>4,1</b>	<b>3,2</b>	<b>4,8</b>							<b>-</b>	

Izvor: Ministarstvo finansija, Republika Srbija; Republički zavod za statistiku  
 Napomena: Deficit opšte države ne obuhvata rashode „ispod crte”.



Drugi po veličini doprinos porastu ukupnih rashoda dalo je povećanje ostalih tekućih rashoda od 37,38%, koje doprinosi rastu ukupnih rashoda sa 0,8 procentnih poena. Takođe, rast rashoda po osnovu subvencija iznosi svega 0,17% i skoro da uopšte ne utiče na rast ukupnih rashoda.

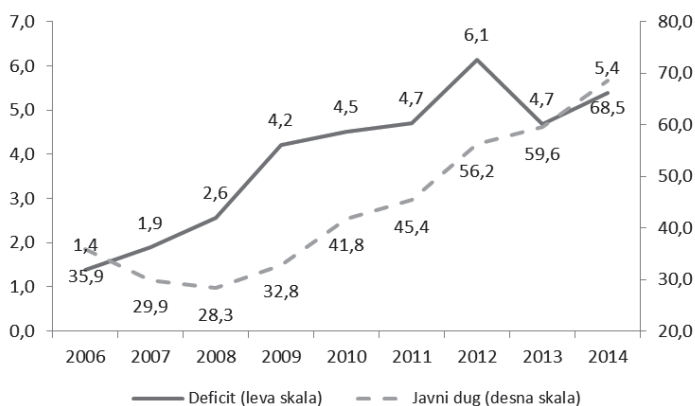
Konačno, rast realnih kapitalnih rashoda (7,07%) prevashodno je posledica povećanih isplata Republike po osnovu izvedenih infrastrukturnih radova.

Nešto dinamičniji rast ukupnih realnih prihoda u odnosu na rashode rezultirao je blagim i privremenim smanjenjem konsolidovanog deficita sa 140,2 na 135,3 milijarde dinara, što predstavlja realni pad od 5,27%, odnosno relativno smanjenje sa 4,9% na 4,8% BDP-a. Na privremeno poboljšanje konsolidovanog deficita uticala je i smena na poziciji ministra finansija, jer se u tom periodu od strane odlazećeg ministra najčešće obustavlja isplata svih rashoda koji nisu hitni, što samo privremeno dovodi do popravljavanja slike o javnim finansijama.

Postoji jedna veoma bitna činjenica koju je neophodno istaći kada su u pitanju podaci o javnim finansijama na kojima smo temeljili prethodnu analizu, a to je da u sistem redovnog javnog izveštavanja još uvek u potpunosti nisu uključeni tzv. rashodi „ispod crte” u koje spadaju rashodi koji su nastali preuzimanjem dugova neuspešnih državnih preduzeća (Srbijagas, Železara Smederevo, Galenika, itd), kao i rashodi koji se finansiraju iz projektnih zajmova. Iako su zaključno sa septembarskim podacima u stavku *drugi izdaci* (u okviru dela *finansiranje*) uključeni i rashodi po osnovu otplate aktiviranih garancija, jasno je da nije učinjen potpuni obuhvat ovih rashoda kao ni rashoda koji se finansiraju iz projektnih zajmova. Dakle, obuhvat rashoda „ispod crte” i dalje je nepotpun. Naša analiza je zasnovana na podacima o ukupnim rashodima opšte države bez rashoda „ispod crte”, što utiče da slika o javnim finansijama i visini deficita bude znatno bolja.

### Grafikon 3

**Deficit opšte države i javni dug centralne države, % od BDP-a**



**Izvor:** Ministarstvo finansija, Republika Srbija; RZS; Fiskalna kretanja u oktobru 2014. godine, Fiskalni savet, mesečni izveštaj

**Napomena:** Deficit opšte države ne obuhvata rashode „ispod crte”. Javni dug obuhvata samo dug centralne države shodno načinu na koji ga prikazuje Ministarstvo finansija. Vrednosti za 2014. su procene.

Trenutne procene deficita opšte države za 2014. koji uključuje i rashode „ispod crte” govore da bi on mogao da dosegne iznos od oko 290 milijardi dinara, ili oko 7,5% BDP-a računatog prema novoj metodologiji.<sup>3</sup> Procenjeni efekat povećanja konsolidovanog deficita u odnosu na 2013, bez rashoda „ispod crte”, mogao bi da iznosi oko 0,7% BDP-a, odnosno oko 13% realnog rasta. Od 2006. postoji tendencija rastućeg konsolidovanog deficita i javnog duga (Grafikon 3) koja jasno pokazuje visoku korelaciju ovih varijabli, neminovno sugerišući da visok i rastući deficit uzrokuje permanentno povećanje javnog duga. Javni dug centralnog nivoa vlasti je krajem oktobra iznosio 22,2 milijarde evra (67,2% BDP-a), dok je dug opšte države dostigao 22,7 milijardi evra (69,5% BDP-a). Prema procenama Fiskalnog saveta dug opšte države bi do kraja godine mogao da dostigne iznos od oko 23 milijarde evra (oko 70% BDP-a)<sup>4</sup>, što znači da bi se iznos duga centralnog nivoa vlasti mogao proceniti na 22,5 milijardi evra (68,5% BDP-a), budući da je razlika između duga opšte države i centralnog nivoa vlasti već neko vreme stabilizovana na nivou od 0,5 milijardi evra.

### 3. Kreditna aktivnost

Kreditna aktivnost u prvih deset meseci tekuće godine beleži međugodišnji pad od 3,66%, odnosno od 2,96% u odnosu na kraj prethodne godine. Efekat pada je najizraženiji u slučaju kreditiranja javnih preduzeća, čiji je doprinos smanjenju ukupne kreditne aktivnosti, zbog malog udela, prilično skroman. Ukoliko bismo zanemarili ovaj efekat pad ukupne kreditne aktivnosti iznosio bi 1,9% u odnosu na kraj prethodne godine, odnosno 2,58% međugodišnje.

**Tabela 3**

#### Kreditni tokovi u 2014. godini, stanje krajem perioda, milijarde dinara

	2014				Realni rast Okt 2014/Dec 2013	Realni rast Okt 2014/Okt 2013
	Mar	Jun	Sep	Okt		
	Tekuće cene					
Ukupni kreditni plasman	1,732	1,761	1,811	1,816	-2.96	-3.66
Javna preduzeća	94	89	84	83	-19.25	-19.78
Privredna društva	961	981	1,012	1,013	-4.60	-5.54
Stanovništvo	677	692	715	720	1.88	1.54
	Realni prirast kredita (Dec 2013)					
Ukupni kreditni plasman	-80	-69	-58	-53		
Javna preduzeća	-6	-12	-18	-19		
Privredna društva	-67	-57	-48	-47		
Stanovništvo	-8	-0.13	8	13		
	Realni kvartalni prirast kredita					
Ukupni kreditni plasman	-80	11	11	5		
Javna preduzeća	-6	-6	-6	-1		
Privredna društva	-67	9	9	1		
Stanovništvo	-8	8	8	5		

**Izvor:** Narodna banka Srbije

**Napomena:** Realni rast i prirasti kredita izračunati su pod pretpostavkom da je 70% svih kredita indeksirano prema evru, pri čemu su vrednosti korigovane i za inflaciju.

<sup>3</sup> Fiskalna kretanja u oktobru 2014. godine, Fiskalni savet, mesečni izveštaj, str. 2.

<sup>4</sup> Fiskalna kretanja u oktobru 2014. godine, Fiskalni savet, mesečni izveštaj, str. 6.

Značajno veći doprinos posustajanju ukupne kreditne aktivnosti dalo je smanjenje kreditiranja privrednih društava, što posebno zabrinjava. Da do ovog pada nije došlo smanjenje ukupne kreditne aktivnosti iznosilo bi 0,35% u odnosu na decembar 2013, odnosno 0,51% međugodišnje. U prvih deset meseci tekuće godine banke su jedino stanovništvu odobravale više kredita. Iako je rast veoma skroman i nezadovoljavajući (1,88% u odnosu na decembar 2013. i 1,54% međugodišnje) ovakva tendencija se može okarakterisati kao pozitivna.

Ipak, realni kvartalni prirasti kredita pokazuju da se od drugog kvartala kreditna aktivnost postepeno povećava. Preciznije, povećanje kreditiranja privrednih društava počinje da se ispoljava u junu, a stanovništva već u maju mesecu. Kada su u pitanju privredna društva rast kreditne aktivnosti u drugoj polovini godine u velikoj meri jeste posledica pokretanja novog ciklusa subvencionisanih kredita za održanje likvidnosti i finansiranje trajnih obrtnih sredstava u julu mesecu. Rast kreditiranja stanovništva svakako jeste pozitivno iznenađenje, budući da u okviru novog programa subvencionisanih kredita nisu obezbeđena sredstva za stambene kredite koji su u prethodnim ciklusima dominantno uticali na zaduživanje stanovništva. Pozitivnih naznaka nema jedino u slučaju javnih preduzeća kojima su banke kontinuirano odobravale sve manje kredita. Iako tendencija povećanja kreditne aktivnosti tokom druge polovine tekuće godine nije bila dovoljna da se dostigne njen nivo s kraja prethodne godine (izuzev u slučaju stanovništva) ona je veoma ohrabrujuća jer nagoveštava da bi do preokreta moglo da dođe tokom prve polovine 2015.

#### **4. Inflacija**

Međugodišnja inflacija u oktobru 2014. (1,8%) očekivano se nalazi ispod donje granice dozvoljenog odstupanja od cilja (2,5%). Najveći doprinos povećanju potrošačkih cena (0,5 pp) dao je rast cena alkoholnih pića i duvana od 6,4%, što je prevashodno posledica poskupljenja duvana za 9,6%. Drugi najveći doprinos inflaciji (0,37 pp) dao je odsek stan, voda, električna energija, gas i druga goriva. Iz ove skupine proizvoda izdvaja se poskupljenje čvrstih goriva (5,3%), gasa (4,8%) i centralnog grejanja (2,8%). Takođe, potrebno je istaći i skok cena različitih komunalnih usluga (snabdevanje vodom, odnošenje smeća i odvođenje otpadnih voda) od 5,8% i poskupljenje usluga iznajmljivanja stana od 4,5%. Rast cena transporta od 2,1% uticao je na stopu ukupne inflacije sa 0,26 pp. Ovaj efekat se najviše duguje poskupljenju automobila od 5,4%, a svakako se ne može zanemariti ni uticaj rasta cena maziva za putnička vozila (1,5%), usluga drumskog putničkog saobraćaja (1,7%) i održavanja i popravke vozila (5,3%).

Tabela 4

## Indeks potrošačkih cena, oktobar 2014

	Struktura (%)	Okt	Jan-Okt	Okt
		2014	2014	2014
		Okt	Jan-Okt	Dec
		2013	2013	2013
<b>UKUPNO</b>	<b>100,00</b>	<b>101,8</b>	<b>102,1</b>	<b>102,2</b>
Hrana i bezalkoholna pića	35,00	100,5	98,4	102,2
Alkoholna pića i duvan	7,73	106,4	111,3	105,7
Odeća i obuća	4,56	97,4	99,0	95,8
Stan, voda, el. energija, gas i druga goriva	12,93	102,9	105,6	102,9
Nameštaj, pokućstvo i tekuće održavanje stana	3,91	98,0	100,5	97,4
Zdravstvo	6,18	102,5	104,3	102,4
Transport	12,39	102,1	101,2	102,2
Komunikacije	5,07	98,8	100,3	98,1
Rekreacija i kultura	4,47	105,7	107,3	105,5
Obrazovanje	1,20	101,7	100,1	101,6
Restorani i hoteli	2,42	103,0	106,9	102,8
Ostala roba i usluge	4,14	104,7	103,0	104,4

Izvor: Republički zavod za statistiku

Rast cena odseka rekreacija i kultura od 5,7% uticao je na ukupnu inflaciju sa 0,26 pp, za šta je najviše zaslužno poskupljenje turističkih aranžmana od 21,3%. Minimalan skok cena hrane i bezalkoholnih pića (0,5%) doprineo je ukupnoj inflaciji sa 0,17 pp. Ovo poskupljenje u potpunosti je posledica rasta cena voća (11,1%), mleka sira i jaja (4,3%) i hleba i žitarica 1,3%. Poskupljenje zdravstvenih usluga od 2,5% doprinelo je ukupnom indeksu potrošačkih cena sa 0,15 pp. U ovom odseku posebno se izdvaja uticaj rasta cena farmaceutskih proizvoda od 3,2%, dok je efekat poskupljenja medicinskih usluga od 7,1% značajno manji. Prilično skroman doprinos (0,07 pp) dao je rast cena restoranskih i hotelskih usluga od 3%. Takođe, minimalan efekat na indeks potrošačkih cena (0,02 pp) imao je skok cena obrazovnih usluga od 1,7%. U svim preostalim značajnijim odsecima (odeća i obuća; nameštaj, pokućstvo i tekuće održavanje stana i komunikacije) zabeležena je deflacija.

Osnovni uzroci niske inflacije, koja je od marta ispod donje granice dozvoljenog odstupanja od cilja, jesu mali troškovni pritisci u proizvodnji hrane, niska agregatna tražnja proistekla iz recesionih tendencija, korekcija inflacionih očekivanja nadole, relativna stabilnost kursa do jula meseca, izostanak korekcije cene električne energije, skroman rast cena uvoznih proizvoda i preterano oprezna relaksacija monetarne politike koja je započeta u maju 2013.

## 5. Tržište rada

Prva opservacija u vezi sa tržištem rada odnosi se na relativnu konstantnost stopa aktivnosti i neaktivnosti, kako u kategoriji stanovništva starijeg od 15 godina, tako i u opsegu mlađe populacije (15-24). Ove stope su u pomenutim segmentima promenjene svega za 0,3 pp, odnosno 0,9 pp, respektivno. Drugim rečima, odnos aktivnih i neaktivnih stanovnika se tokom 2014. nije bitnije menjao.

Drugo veoma važno i interesantno opažanje jeste povećanje stope zaposlenosti u oba segmenta stanovništva za 1,5 i 2,6 pp, odnosno smanjenje stope nezaposlenosti za 2,5 i 7,4 pp, respektivno, što je naročito došlo do izražaja u Q3 2014.

**Tabela 5**

### Pokazatelji tržišta rada, %

	2013		2014			
	Okt	Q1	Q2	Q3	Q3-Okt 2013	Q3-Q1
Stanovništvo 15+						
Stopa aktivnosti	49,0	48,4	49,5	49,3	0,3	-
Stopa zaposlenosti	39,1	38,4	39,5	40,6	1,5	-
Stopa nezaposlenosti	20,1	20,8	20,3	17,6	-2,5	-
Stopa neaktivnosti	51,0	51,6	50,5	50,7	-0,3	-
Stanovništvo (15-24)						
Stopa aktivnosti	27,9	27,2	28,5	28,8	0,9	-
Stopa zaposlenosti	14,2	13,1	13,5	16,8	2,6	-
Stopa nezaposlenosti	49,1	51,8	52,8	41,7	-7,4	-
Stopa neaktivnosti	72,1	72,8	71,5	71,2	-0,9	-
Stopa formalne zaposlenosti		79,5	78,8	76,6	-	-2,9
Stopa neformalne zaposlenosti		20,5	21,2	23,4	-	2,9
Zaposleni radnici		100,0	100,0	100,0		
Na neodređeno		83,9	84,0	80,2	-	-3,7
Na određeno		13,0	12,7	14,5	-	1,5
Sezonski		1,0	1,5	2,6	-	1,6
Povremeno		2,1	1,8	2,7	-	0,6

**Izvor:** Republički zavod za statistiku (Anketa o radnoj snazi, ARS)

Nešto dublja analiza pokazuje da je rast zaposlenosti ostvaren u domenu neformalne zaposlenosti (2,9 pp) u koju spadaju zaposleni u neregistrovanim firmama, zaposleni u registrovanim firmama ali bez ugovora o radu i pomažući članovi domaćinstva. Ukoliko se uzme u obzir vrsta rada, uočljiva je tendencija povećanja udela sezonski i povremeno zaposlenih i zaposlenih na određeno vreme, dok se udeo zaposlenih na neodređeno vreme smanjuje.

Rast stopa zaposlenosti i pad stopa nezaposlenosti praćen je povećanjem broja zaposlenih i smanjenjem broja nezaposlenih. Oko 76% rasta broja zaposlenih tokom 2014. može se pripisati povećanju neformalno zaposlenih i to sezonski i povremeno zaposlenih radnika i pomažućih članova domaćinstva. Analiza apsolutnih vrednosti vezanih za tržište

rada pokazuje da je broj zaposlenih rastao kako na račun smanjenja broja nezaposlenih, tako i na račun smanjenja broja neaktivnih.

Činjenica da je tokom 2014. (dominantno u Q3) zabeležen rast stope zaposlenosti (makar on bio izražen u segmentu neformalne zaposlenosti, odnosno povremeno i sezonski angažovanih radnika i pomažućih članova domaćinstva) i pad stope nezaposlenosti izaziva veliku sumnju i nedoumicu, budući da se Srbija nalazi u nespornoj recesiji. Imajući ovo u vidu smatramo da bi rezultate ARS u protekle dve godine trebalo ozbiljno preispitati.

## 6. Platni bilans

Tendencije snažnog prilagođavanja tekućeg bilansa, inicirane u 2012, počele su postepeno da gube na intenzitetu u Q4 2013. Iako se pozitivna kretanja u tekućem bilansu vide i u Q1 2014, jasno je da se tempo međugodišnjeg pada tekućeg deficita (27,1%) dodatno usporava. Prilagođavanje tekućeg bilansa u Q1 2014 posledica je međugodišnjeg smanjenja spoljnotrgovinskog deficita (30,7%), na šta je presudno uticalo povećanje izvoza (16%) i skroman rast uvoza (2,5%). Ono što je karakteristično za ovaj kvartal jeste to što se veći deo rasta izvoza ne može više pripisati izvozu automobila i energenata. Mogućnosti daljeg povećanja izvoza automobila i energenata u velikoj meri su iscrpljene. Značajan uticaj na rast izvoza imala je bolja prošlogodišnja poljoprivredna sezona i privremeni oporavak evrozone. Osim toga, na smanjenje tekućeg deficita, kao što smo istakli, uticao je i skroman rast uvoza koji je posledica niske domaće tražnje, pada privredne aktivnosti, smanjenog uvoza energije i manjeg rasta uvoza komponenti za FIAT.<sup>5</sup> Negativne implikacije na poboljšanje tekućeg računa imali su međugodišnje povećanje deficita primarnog dohotka (64%) i smanjenje suficita tekućih transfera (8,6%). Rast deficita primarnog dohotka jeste rezultat povećanja manjka po osnovu reinvestirane dobiti (za oko 93 miliona evra) i kamata na portfolio investicije (za oko 50 miliona evra). Ujedno, pad suficita tekućih transfera dominantno je determinisan smanjenjem neto doznaka za oko 79 miliona evra.

---

<sup>5</sup> Kvartalni monitor ekonomskih trendova i politika u Srbiji, *FREN*, br. 36. str. 25-31.

Tabela 6

## Platni bilans Srbije, mil. EUR

STAVKA	Q1 2013	Q2 2013	Q3 2013	Q4 2013	Q1 2014	Q2 2014	Q3 2014
<b>Tekući račun</b>	-662	-382	-376	-671	-483	-383	-502
Roba i usluge	-1.160	-969	-646	-1.058	-804	-908	-930
Izvoz	2.849	3.404	3.927	3.783	3.305	3.655	3.700
Uvoz	4.009	4.374	4.573	4.841	4.109	4.563	4.630
Roba	-1.190	-1.045	-732	-1.185	-872	-980	-1.075
Izvoz	2.151	2.578	2.979	2.832	2.512	2.768	2.656
Uvoz	3.341	3.623	3.712	4.017	3.384	3.747	3.731
Usluge	30	75	86	127	68	72	145
Izvoz	698	826	948	951	793	887	1.044
Uvoz	668	751	861	824	725	815	899
Primarni dohodak	-184	-292	-527	-410	-301	-317	-340
Prihodi	113	168	164	173	104	140	151
Rashodi	297	459	691	583	405	457	492
Sekundarni dohodak	681	879	797	796	623	842	768
Od čega doznake	457	630	554	518	378	547	876
<b>Neto tok kapitala</b>	<b>1.469</b>	<b>-520</b>	<b>118</b>	<b>1.558</b>	<b>-266</b>	<b>-10</b>	<b>849</b>
<b>Kapitalni račun</b>	<b>-2</b>	<b>9</b>	<b>4</b>	<b>0</b>	<b>2</b>	<b>-1</b>	<b>3</b>
<b>Finansijski račun</b>	<b>-612</b>	<b>-356</b>	<b>-277</b>	<b>-671</b>	<b>-533</b>	<b>-361</b>	<b>-337</b>
Direktne investicije	-171	-264	-446	-347	-289	-251	-334
Portfolio investicije	-1.404	348	122	-983	4	-149	-163
Finansijski derivati (osim dev. rezervi) i opcije na akcije za zaposlene	2	-2	1	-2	0	-9	1
Ostale investicije	101	446	210	-226	552	419	-350
Ostali vlasnički kapital	0	0	0	0	0	0	0
Gotov novac i depoziti	-203	165	188	-377	121	141	246
Krediti	375	295	67	447	362	319	-459
Programi osiguranja i penzija i standardizovani garancijski programi	1	0	-2	1	0	0	0
Trgovinski krediti i avansi	-72	-14	-43	-296	70	-41	-137
Ostala potraživanja/dugovanja	0	0	0	0	0	0	0
Alokacija SPV	0	0	0	0	0	0	0
<b>Devizne rezerve</b>	<b>859</b>	<b>-886</b>	<b>-164</b>	<b>887</b>	<b>-800</b>	<b>-370</b>	<b>509</b>
<b>Neto greške i propusti</b>	<b>52</b>	<b>17</b>	<b>95</b>	<b>0</b>	<b>-51</b>	<b>23</b>	<b>162</b>
	u % BDP						
Tekući račun	-8,5	-4,4	-4,3	-7,4	-6,3	-4,6	-6,0
Roba i usluge-saldo	-14,9	-11,2	-7,4	-11,7	-10,5	-10,9	-11,1
Izvoz robe i usluga	36,5	39,4	44,9	41,7	43,2	43,9	44,0
Uvoz robe i usluga	51,4	50,6	52,3	53,4	53,8	54,9	55,1
Roba-saldo	-15,2	-12,1	-8,4	-13,1	-11,4	-11,8	-12,8
Sekundarni dohodak	8,7	10,2	9,1	8,8	8,1	10,1	9,1
Neto tok kapitala	18,8	-6,0	1,3	17,2	-3,5	-0,1	10,1
Direktne investicije	2,2	3,1	5,1	3,8	3,8	3,0	4,0
BDP-tekuće cene, mln EUR	7.805	8.640	8.748	9.068	7.644	8.317	8.401

Izvor: Narodna banka Srbije ([www.nbs.rs](http://www.nbs.rs))

U Q2 2014. ostvarena je prilično niska vrednost tekućeg deficita od 383 miliona evra, čime je tendencija njegovog međugodišnjeg smanjenja zaustavljena (međugodišnji rast od 0,3%). Iako je tekući deficit međugodišnje gotovo stagnirao, spoljnotrgovinski deficit je neznatno smanjen (6,3%), što se dovodi u vezu sa značajno usporenim međugodišnjim rastom izvoza (7,4%) i nešto ubrzanijim povećanjem uvoza (4,3%). Sporiji rast izvoza jeste rezultat usporavanja rasta izvoza automobila i naftnih derivata, neodlučnog oporavka evrozona (usled negativnog rasta Nemačke i stagnacije Francuske) i majskih poplava. Neznatno ubrzanje rasta uvoza dominantno je posledica uvoza energenata, kako bi se prevazišli problemi u redovnom snabdevanju domaćeg tržišta nastali usled oštećenja elektroenergetskih kapaciteta tokom majskih poplava. S druge strane, povećan je deficit primarnog dohotka (8,6%) i smanjen suficit tekućih transfera (4,2%). Rast deficita primarnog dohotka jeste konsekvencija povećanja deficita po osnovu kamata na portfolio investicije (za 27 miliona evra), isplaćenih dividendi (za 18 miliona evra) i reinvestirane dobiti (za 8 miliona evra). Na smanjenje suficita tekućih transfera uticao je pad doznaka za oko 83 miliona evra.

Negativne tendencije posebno dolaze do izražaja u Q3 2014. kada je definitivno registrovan preokret u dinamici tekućeg deficita, budući da je statistika zabeležila međugodišnji rast od 33,5%. Ovakvo kretanje je gotovo u potpunosti determinisano povećanjem deficita roba i usluga od 44%, na šta je istovremeno uticao pad izvoza od 5,8% i zanemariv rast uvoza od 1,3%. Pad izvoza jeste posledica smanjenja izvoza automobila za koje se još uvek ne može reći da li ukazuje na privremeni ili trajni šok. Postoje indicije da je reč o zasićenju tržišta postojećim modelom, što znači da se u budućnosti na rast izvoza automobila sa postojećim modelom ne može računati. Na veoma mali rast uvoza uticala je niska agregatna tražnja (usled recesije, niske kreditne aktivnosti i pada realnih zarada), pri čemu su se verovatno u nekoj meri efektuirali i deprecijacijski pritisci započeti u julu tekuće godine. Minimalan doprinos povećanju tekućeg deficita dalo je smanjenje suficita sekundarnog dohotka zbog pada neto doznaka od 85 miliona evra.

U 2014. se nastavljaju razočaravajući tokovi kapitala. U Q1 2014. zabeležen je neto odliv kapitala od 266 miliona evra (3,5% BDP-a). Odliv kapitala dominantno je oblikovan neto odlivom ostalih investicija od 552 miliona evra, što je najviše posledica nekoliko faktora: (a) razduživanja NBS (prema MMF-u) od 185 miliona evra, (b) razduživanja banaka od 251 milion evra, (c) razduživanja države od 27 miliona evra, (d) odliva gotovog novca i depozita banaka od 121 milion evra i (e) odliva po osnovu trgovinskih kredita od 70 miliona evra. Na negativan kapitalni tok veoma malo je uticao i mali neto odliv kapitala po osnovu portfolio investicija od svega 4 miliona evra. Očekivano, odliv kapitala i skroman tekući deficit morali su dovesti do smanjenja deviznih rezervi od 800 miliona evra.

Neto odliv kapitala ostvaren je i u Q2 2014. i iznosi 10 miliona evra (0,12% BDP-a), na šta je uticao i neto odliv gotovog novca i depozita banaka od 141 milion evra, ali i razduživanje NBS (prema MMF-u), komercijalnih banaka, države i ostalih finansijskih institucija za 186, 93, 34 i 12 miliona evra, respektivno. Mali kapitalni odliv i tekući deficit rezultirali su smanjenjem deviznih rezervi NBS od 370 miliona evra.

U Q3 2014. kapitalni priliv je prividno ostvario veliki međugodišnji rast od 731 miliona evra. Namerno potenciramo da se radi o prividnom rastu, jer je ostvaren zahvaljujući dugoročnom zaduživanju države u avgustu mesecu od 765 miliona evra, od čega najveći



deo predstavlja kredit Ujedinjenih Arapskih Emirata (oko 750 miliona evra). Sa ovim efektom priliv kapitala je iznosio 849 miliona evra. Ukoliko se izuzme efekat zaduživanja njegova vrednost se svodi na svega 84 miliona evra, što je značajno smanjenje u odnosu na ionako skromnu vrednost kapitalnog priliva u istom periodu prethodne godine. Devizne rezerve NBS, uzimajući u obzir i efekat zaduživanja, povećane su za 509 miliona evra. Bez zaduživanja rezerve bi bile smanjene za 256 miliona evra.

Sveukupno posmatrano u prvih devet meseci 2014. u odnosu na isti period 2013. SDI kao fundamentalni oblik kapitalnog priliva smanjene su sa skromnih 881 milion evra na još skromnijih 873 miliona evra. Ukupan kapitalni priliv je smanjen sa 1067 miliona evra na 573 miliona evra. Ukoliko eliminišemo efekte velikog zaduživanja države u februaru 2013. i avgustu 2014. u oba perioda je ostvaren odliv kapitala koji je u tekućoj godini dodatno povećan (150 miliona evra u 2013. naspram 192 miliona evra u 2014.). Konačno, devizne rezerve su smanjene za 661 milion evra, odnosno za 1426 miliona evra ako eliminišemo zaduživanje u avgustu 2014.

## **Zaključak**

Analiza koju smo sprovedi nedvosmisleno ukazuje na činjenicu da će privreda Srbije u 2014. godini po treći put biti suočena sa recesijom od izbijanja prvog talasa krize. Na recesione tendencije uticala su dva krupna razloga: (a) razarajuće majske poplave sa značajnim efektom na poljoprivredu, rudarstvo i proizvodnju i distribuciju električne energije i (b) krupni strukturni poremećaji i godinama nagomilavani ekonomski i društveni problemi. Dokaz za veoma ozbiljnu sumnju da bismo se u 2014. našli u recesiji i da poplava nije bilo pronalazimo u činjenicama da smo već od Q4 2013. imali naznake početka recesije (negativne lančane stope rasta desezoniranog BDP-a), da je vrednost industrijske proizvodnje i pre poplava (u periodu decembar 2013-mart 2014.) bila ispod proseka proizvodnje u 2013. godini, da je nakon poplava prisutna tendencija intenzivnog pada prerađivačke industrije koja nije izložena uticaju poplava i da je BDP iz koga su isključeni rudarstvo i proizvodnja električne energije takođe iskazao negativnu dinamiku. Recesija u 2014. u velikoj meri je prouzrokovana smanjenjem agregatne tražnje koja je u potpunosti usaglašena sa neodrživom fiskalnom pozicijom, padom kreditne aktivnosti, usporavanjem rasta izvoza i njegovim padom u Q3 2014, smanjenjem realnih zarada, padom SDI na još skromniji nivo, itd. Takođe, u prethodnim godinama veoma malo je urađeno po pitanju razvoja infrastrukture, povećanja efikasnosti državnih organa, borbe protiv sive ekonomije i nelojalne konkurencije, borbe protiv korupcije i depolitizacije čitavog društva, što nesumnjivo predstavlja poseban korpus strukturnih razloga koji generišu negativnu dinamiku ekonomske aktivnosti. Konačno, ključne mere za stabilizaciju privrednog ambijenta jesu mere fiskalne konsolidacije, koje po svemu sudeći neće biti dovoljne, tako da je još uvek neizvesno da li će Vlada uspeti da odgovori izazovu i efikasno sprovede fiskalnu konsolidaciju do samog kraja.

Fiskalni tokovi na prvi pogled deluju zadovoljavajuće. Prihodi opšte države za prvih devet meseci rastu brže od rashoda, dok deficit opšte države pada. Ipak, deficit se nagomilava krajem godine tako da procene govore da bi njegov rast u 2014. mogao da iznosi oko 0,7 pp BDP-a, odnosno oko 13% realnog rasta, čime bi Srbija pretendovala da postane zemlja sa najvećim fiskalnim deficitom u Evropi. Prema procenama Fiskalnog saveta dug opšte države bi do kraja godine mogao da dostigne iznos od oko 23 milijarde evra

(oko 70% BDP-a), što znači da bi se dug centralnog nivoa vlasti mogao proceniti na oko 22,5 milijardi evra (68,5% BDP-a).

Ukupna kreditna aktivnost je u padu, što se može zaključiti i za kreditiranje javnih preduzeća i privrednih društava pojedinačno. Jedini segment tržišta kredita koji je neznatno porastao jeste kreditiranje stanovništva (u koje ulaze i preduzetnici), što nije bilo dovoljno za oporavak ukupne kreditne aktivnosti. Pad kreditne aktivnosti, uprkos činjenici da se od juna uočava blago oživljavanje kreditiranja privrednih društava, svakako jeste veoma negativna karakteristika.

Inflacija je deset meseci zaredom (od marta tekuće godine) ispod donje granice dozvoljenog odstupanja od ciljane vrednosti, a u toku četiri meseca 2014. (mart, jul, avgust i oktobar) imali smo lančanu deflaciju. Osnovni uzroci niske inflacije jesu mali troškovni pritisci u proizvodnji hrane, niska agregatna tražnja proistekla iz recesionih tendencija, korekcija inflacionih očekivanja nadole, relativna stabilnost kursa do jula meseca, izostanak korekcije cene električne energije, skroman rast cena uvoznih proizvoda i preterano oprezna relaksacija monetarne politike koja je započeta u maju 2013. Niska inflacija koja maši cilj sa donje strane nije dobra u uslovima recesionih kretanja, jer je potpuno antagonizovana u odnosu na potrebu za kontrakličnim delovanjem ekonomske politike. U ovom smislu se može uputiti i ovlašna zamerka NBS zbog veoma sporog i verovatno preterano opreznog relaksiranja monetarne politike, što rezultira nekoliko puta većom referentnom kamatnom stopom (18%) u odnosu na stopu inflacije. Ovakva politika se donekle može razumeti, budući da reforme koje bi trebalo da stabilizuju makroekonomski ambijent kasne, ali je neophodno naglasiti da ona ima i svoju cenu u smislu uticaja na kamatne stope, kreditnu aktivnost i privredni rast.

Jedini pozitivan makroekonomski tok, prema podacima ARS, jeste pad nezaposlenosti i rast zaposlenosti koji je bio prisutan i tokom 2013, ali je posebno došao do izražaja u Q3 2014. Rast broja zaposlenih tokom 2014. može se dominantno pripisati povećanju neformalno zaposlenih i to sezonski i povremeno zaposlenih radnika i pomažućih članova domaćinstva. Rast broja zaposlenih realizovan je kako na račun smanjenja broja nezaposlenih, tako i na račun smanjenja broja neaktivnih. Ova činjenica izaziva veliku sumnju i nedoumicu, budući da se Srbija nalazi u prilično dubokoj recesiji, te smatramo da bi rezultate ARS u protekle dve godine trebalo ozbiljno preispitati.

U Q2 2014. konačno je zaustavljena tendencija međugodišnjeg pada tekućeg deficita, da bi u Q3 bio ostvaren popriličan međugodišnji rast. Tekući deficit je u 2014. stabilizovan na nivou od oko 5,5% - 6% BDP-a, što je, imajući u vidu razočaravajući priliv kapitala, teško održivo na dugi rok. Mali i neretko negativan kapitalni priliv, uz veoma skromne SDI i činjenicu da Srbija više nije u mogućnosti da se zadužuje kao prethodnih godina, govori da bi kvartali okarakterisani padom deviznih rezervi i deprecijacijskim pritiscima mogli postati sve češći. Osim toga, SDI su u prvih devet meseci 2014. smanjene u odnosu na isti period 2013. Ukoliko uzmeno u obzir zaduživanje države, kapitalni priliv je gotovo prepolovljen. Takođe, ako se isključi efekat velikog zaduživanja u februaru 2013. i avgustu 2014. u oba perioda je ostvaren odliv kapitala koji je u tekućoj godini dodatno povećan. Konačno, devizne rezerve su smanjene bez obzira da li računamo zaduživanje države ili ne, s tim što je pad u drugom slučaju daleko naglašeniji i iznosi oko 1,4 milijarde evra.

Sveukupno gledano privreda Srbije se nalazi u recesiji, javni dug i deficit opšte države će dostići izuzetno visok nivo, kreditna aktivnost je smanjena, inflacija maši cilj sa donje strane što nije dobro u uslovima recesije, tekući deficit prestaje da se smanjuje i počinje da raste, priliv kapitala je mali ili negativan (ako zanemarimo zaduživanje države), a devizne rezerve su u padu. Jedina pozitivna tendencija jeste rast zaposlenosti i pad nezaposlenosti u šta ima razloga da se sumnja budući da se Srbija nalazi u prilično dubokoj recesiji. Na osnovu ovakvih nalaza zaključujemo da su makroekonomska kretanja u 2014. negativna, tako da se ni u kom slučaju ne može reći da je ekonomska slika Srbije uznapredovala.

## Literatura

1. Baldwin, R. E. 2003. Openness and Growth: What's the Empirical Relationship? NBER Working Paper 9578.
2. Barro, R.J. (1991). Economic Growth in a Cross Section of Countries. *Quarterly Journal of Economics*, 106(2), 407-43.
3. Barro, R.J. (2000). Education and Economic Growth. <http://www1.oecd.org/edu/country-studies/1825455.pdf>.
4. Bilten javnih finansija, Ministarstvo finansija, Republika Srbija, br. 113-121.
5. Fiskalna kretanja u oktobru 2014. godine, Fiskalni savet, mesečni izveštaj.
6. Fiskalna kretanja u septembru 2014. godine, Fiskalni savet, mesečni izveštaj.
7. Fiskalna kretanja: avgust 2014. godine, Fiskalni savet, mesečni izveštaj.
8. Kvartalni monitor ekonomskih trendova i politika u Srbiji, FREN, br. 36.
9. Kvartalni monitor ekonomskih trendova i politika u Srbiji, FREN, br. 37.
10. Mladenović, Z., Josifidis, K., & Srdić, S. (2013). The purchasing power parity in emerging europe: Empirical results based on two-break analysis. *Panoeconomicus*, 60(2), 179-202.
11. Obstfeld, M., & Rogoff, K. (2001). The six major puzzles in international macroeconomics: Is there a common cause? In B.S. Bernanke & K. Rogoff, (eds.), NBER Macroeconomics Annual 2000, Vol. 15 (pp. 339-412) MIT Press, Cambridge, MA.
12. Petrović, P. (2007), Determinante robnog uvoza i spoljnotrgovinskog deficita Srbije, Izazovi ekonomske politike Srbije u 2007. godini, Savetovanje ekonomista, privrednika i bankara, Beograd, Ekonomski fakultet u Beogradu, str. 95-108.
13. Petrović, P. (2011). Uloga Evropske unije u međunarodnoj trgovini Srbije. Zbornik sa naučnog skupa na temu *Balkan i EU*, Institut društvenih nauka, Centar za ekonomska istraživanja, 26. maj 2011, Beograd, str. 321-329.
14. Petrović, P. (2013). Testing of empirical grounds for theoretical models of real exchange rate: Research of real exchange rate between RSD and Euro. *Industrija*, 41(1), 99-115.

## Apstrakt

U ovom radu smo pokušali da skeniramo nekoliko najvažnijih segmenata makroekonomskog sistema nastojeći da rasvetlimo ono što je se tokom 2014. zaista dogodilo. Analiza koju smo sproveli nedvosmisleno pokazuje da će privreda Srbije u 2014. po treći put biti suočena sa recesijom od izbijanja prvog talasa krize. Na recesione tendencije uticala su dva krupna razloga: (a) razarajuće majske poplave sa značajnim efektom na poljoprivredu, rudarstvo i proizvodnju i distribuciju

električne energije i (b) krupni strukturni poremećaji i godinama nagomilavani ekonomski i društveni problemi. Prihodi opšte države za prvih devet meseci rastu brže od rashoda, dok deficit opšte države opada. Ipak, deficit se nagomilava krajem godine tako da procene govore da bi njegov rast u 2014. mogao da iznosi oko 0,7 pp BDP-a, odnosno oko 13% realno. Takođe, ukupna kreditna aktivnost je u padu, što svakako jeste veoma negativna karakteristika. Inflacija je deset meseci zaredom ispod donje granice dozvoljenog odstupanja od ciljane vrednosti ukazujući time na popriličnu neusklađenost monetarne politike sa potrebom za kontracikličnim delovanjem. Jedini pozitivan makroekonomski tok jeste pad nezaposlenosti i rast zaposlenosti koji se dominantno može pripisati povećanju broja neformalno zaposlenih. Budući da se Srbija nalazi u prilično dubokoj recesiji mišljenja smo da bi rezultate ARS u protekle dve godine trebalo ozbiljno preispitati. Tekući deficit je stabilizovan na nivou od oko 5,5% - 6% BDP-a, što je, imajući u vidu razočaravajući priliv kapitala, teško održivo na dugi rok. Mali i neretko negativan kapitalni priliv govori da bi kvartali okarakterisani padom deviznih rezervi i deprecijacijskim pritiscima mogli postati sve češći. Na osnovu ovakvih nalaza zaključujemo da su makroekonomska kretanja u 2014. negativna, tako da se ni u kom slučaju ne može reći da je ekonomska slika Srbije uznapredovala.

### ***Abstract***

In the present paper, the authors aim to closely examine several most important segments of the macroeconomic system, thus attempting to clarify what has really been going on during 2014. Our analysis clearly shows that since the outbreak of the first wave of the economic crisis, for the third time in a row, the economy of Serbia is bound to face recession in 2014. Two major reasons influenced the recessionary tendencies: (a) devastating floods in May had significant effect on agriculture, mining and production and distribution of electricity and (b) large structural distortions, as well as numerous economic and social issues that had been piling up for years. General government revenues in the first nine months of 2014 were growing faster than expenditures, while the general government deficit was declining. However, the deficit accumulates at the end of the year, therefore the estimates suggest that its growth in 2014 might be around 0.7 pp of GDP, or about 13% in real terms. Furthermore, total lending activity is declining, which is definitely a very negative tendency. For ten months in a row, the inflation is below the lower limit of the allowed deviation from the target value, which points to the considerable discrepancies between the monetary policy and the need for countercyclical action. The single positive macroeconomic flow is a decline in unemployment and employment growth, which can be generally attributed to the increase in the number of informally employed persons. Considering the fact that Serbia is currently in a serious recession we consider that the results of the LFS (Labour Force Survey) in the past two years should be carefully reassessed. The current account deficit has been stabilized at a level between 5.5% - 6% of GDP, which, given the disappointing capital inflow, is a level that would be difficult to maintain in the long-term. Low and often negative capital inflow points to the fact that the quarters characterized by negative changes in foreign-exchange reserves and depreciation pressures could become more frequent. Based on these findings, we conclude that the macroeconomic trends in 2014 were negative, therefore, we regret to say that the economic situation of Serbia did not improve in any aspect.

CIP - Каталогизација у публикацији -  
Народна библиотека Србије, Београд

338.2(497.11)(082)

EKONOMSKA politika Srbije u 2015. g. / redaktori  
Boško Živković, Božidar Cerović. - Beograd :  
Ekonomski fakultet, 2015 (Beograd : Čugura print). -  
graf. prikazi, tabele. - 258 str. ; 24 cm

Na vrhu nasl. str.: Naučno društvo ekonomista Srbije sa  
Akademijom ekonomskih nauka i Ekonomski fakultet  
u Beogradu. - Tiraž 230. - Napomene i bibliografske  
reference uz tekst. - Bibliografija uz svaki rad. -  
Abstracts.

ISBN 978-86-403-1411-4

1. Живковић, Бошко [уредник]

а) Економска политика - Србија - Зборници

COBISS.SR-ID 213522700