

Novembar 2016.

**MAT**  
Broj 262

MAKROEKONOMSKE ANALIZE I TRENDOVI  
MACROECONOMIC ANALYSES AND TRENDS

**Tema broja**

Kamate, likvidnost i finansijski položaj privrednih društava u 2015. godini

Ovo istraživanje će biti publikovano u časopisu:  
NACIONALNA POSLOVNA REVIJA (NPR) br. 14, novembar 2016. godine



**Koordinator istraživačkog programa**  
STOJAN STAMENKOVIĆ

**Urednik**  
IVAN NIKOLIĆ

**Autori**  
GORDANA VUKOTIĆ-COTIĆ • BOŠKO ŽIVKOVIĆ  
• MIROSLAV MARINKOVIĆ • TIJANA ČOMIĆ • MILADIN KOVAČEVIĆ • IVAN NIKOLIĆ  
• KATARINA STANČIĆ • STOJAN STAMENKOVIĆ • DRAGI STOJILJKOVIĆ

## **SADRŽAJ:**

---

### **PRIVREDA U FOKUSU**

Ocena privredne aktivnosti.....

Prognoze.....

**KONJUNKTURNI BAROMETAR.....**

**AKTUELNOSTI U EKONOMSKOJ POLITICI.....**

### **TEMA BROJA**

Dušan Gavrilović i Miladin Kovačević

KAMATE, LIKVIDNOST I FINANSIJSKI POLOŽAJ PRIVREDNIH DRUŠTAVA U 2015. GODINI.....

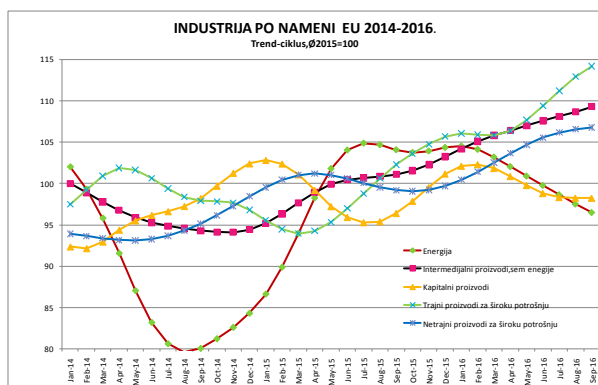
### **STATISTIČKI PRILOG**

# OCENA PRIVREDNE AKTIVNOSTI

Autor: Stojan Stamenković

Osnovna karakteristika privredne aktivnosti na kraju trećeg tromesečja 2016. jeste jačanje njene dinamike u septembru. Raste industrijska proizvodnja, ubrzan je rast izvoza i povećan stepen pokrivenosti uvoza izvozom, zaustavljen je tekući pad i povećan međugodišnji rast prometa u trgovini na malo, pojavio se lagani realan rast mase zarada.

1. Međugodišnji rast ukupne industrijske proizvodnje stabilizovan je na nešto iznad 5% - u septembru je ta proizvodnja bila veća nego u istom periodu prošle godine za 5,3% a u periodu januar-septembar za 5,2%. Gledano po nameni EU, u septembru je međugodišnje najviše povećana proizvodnja trajnih proizvoda za široku potrošnju (13,3%), zatim proizvodnja intermedijarnih proizvoda (12%), proizvodnja netrajnih proizvoda za široku potrošnju (9,6%) i proizvodnja kapitalnih proizvoda (5,4%). Na drugoj strani, proizvodnja energije je u septembru međugodišnje smanjena za 7,5%. U periodu januar-septembar povećana je proizvodnja svih namenskih kategorija i to od simboličnih 0,7% u slučaju kapitalnih proizvoda do 10,7% kod trajnih proizvoda za široku potrošnju.



Ako se tekuće tendencije mere *trend-ciklusom*, trenutno najbrže raste trend proizvodnje trajnih proizvoda za široku potrošnju: tokom drugog i trećeg tromesečja stabilan rast od po 1,3%

<sup>1</sup> Podsetićemo da je u ovu namensku kategoriju svrstana i autoindustrija.

mesečno do nivoa u septembru koji je za 14,2% iznad prošlogodišnjeg proseka. Slede trend proizvodnje intermedijarnih proizvoda koji stabilno raste po 0,65% već 12 meseci – do nivoa za 9,3% iznad prošlogodišnjeg proseka – i trend proizvodnje netrajnih proizvoda za široku potrošnju koji od početka ove godine raste po blizu 0,8% mesečno. Posle opadanja tokom drugog tromesečja, trend proizvodnje kapitalnih proizvoda<sup>1</sup> stagnira na nivou koji je za 1,7% ispod prošlogodišnjeg proseka, a trend proizvodnje energije opada po 1% mesečno i u septembru je 3,5% niži od prošlogodišnjeg proseka.

Bitno je ubrzan međugodišnji rast proizvodnje elektroprivrede, koji je u septembru dostigao 15,2% (u periodu januar-septembar izneo je 4,5%).

U zaključku razmatranja dinamike proizvodnje razvrstane po nameni valja napomenuti da ohrabruje činjenica **da je dominantan rast proizvodnje namenjene finalnoj tražnji, odnosno da se povećava udeo proizvodnje viših faza prerade u ukupnoj industrijskoj proizvodnji.**

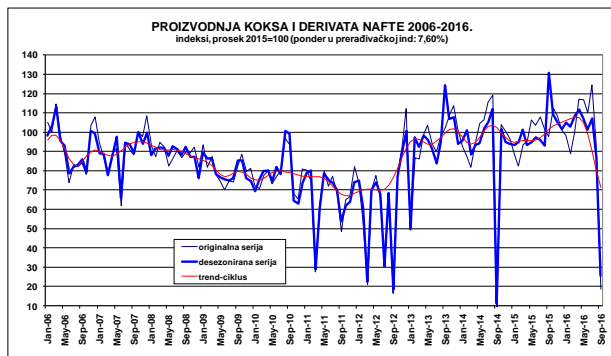
Najviše pažnje mora se posvetiti dinamici proizvodnje **prerađivačke industrije**, koja obuhvata preko 70% ukupne industrijske proizvodnje.

Međugodišnji porast proizvodnje u septembru ne ohrabruje, budući da iznosi samo 3,7%, nakon, na primer, 6%, koliko je izneo u prvom polugođu. Ako se tome doda i da je desezonirani indeks u septembru za 0,4% manji nego u prethodnom mesecu i da trend-ciklus<sup>2</sup> poslednjih meseci stagnira, moglo bi se zaključiti da se rast prerađivačke industrije redukuje i da bi to i kumulativni rast u celoj godini moglo da spusti u

<sup>2</sup> Trend ciklus na kraju perioda sadrži element procene i promenom smera desezoniranih vrednosti može da pretrpi određene korekcije.

zonu ispod 5%. Međutim, stvari stoje nešto drugačije.

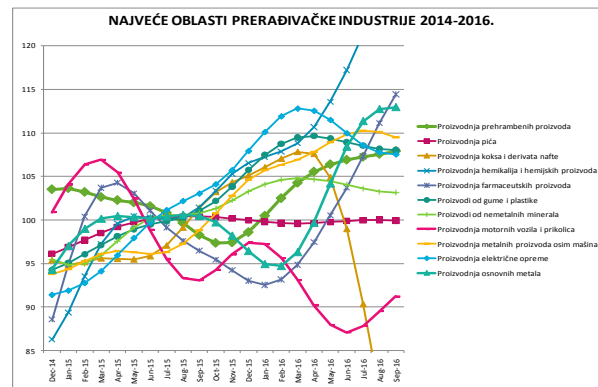
Kada se porast proizvodnje posmatra po oblastima, odmah pada u oči **zastoj u proizvodnji naftnih derivata**. U septembru je ta proizvodnja bila za 81,4% manja od mesečnog proseka prethodne 2015. godine i za 81% manja od proizvodnje u istom mesecu prethodne godine (u periodu januar-septembar zabeležen je međugodišnji pad od samo 1%). Slično zaustavljanje proizvodnje zbog remonta događalo se i ranije - poslednji put 2014. godine, takođe u septembru, kada je proizvodnja oblasti bila smanjena za čak 91% - pre toga u 2012. (opet u septembru) da bi se u sledećem mesecu dinamika normalizovala.



Pad proizvodnje naftnih derivata u septembru ove godine uslovio je i smanjenje međugodišnje stope rasta proizvodnje prerađivačke industrije i njen desezonirani pad u odnosu na prethodni mesec. Ako se indeks proizvodnje naftnih derivata u septembru (ponder 7,6%) isključi iz obračuna indeksa prerađivačke industrije i uponderišu preostale 23 oblasti prerađivačke industrije – porast proizvodnje prerađivačke industrije u septembru penje se na 10,8%. Sličan rezultat bi se dobio ako bi se, umesto ostvarenog pada, za proizvodnju derivata u septembru uračunao neki, nazovimo ga tako, „normalan“ pad za, na primer, 5%. Tada bi proizvodnja prerađivačke industrije beležila međugodišnji porast u tom mesecu od 9,2%. Međutim, ni to nije realna mera međugodišnje promene – korekciju u suprotnom smeru iziskuje činjenica da je u prehrambenoj

industriji zabeležen nerealan međugodišnji rast u septembru od 16,5% zahvaljujući niskoj bazi, tj. vanrednom padu u septembru prošle godine<sup>3</sup> (međugodišnje za oko 13%). To iziskuje korigovanje ovogodišnjeg međugodišnjeg rasta proizvodnje prerađivačke industrije naniže za oko 3%. U svemu, **da nije bilo ovih vanrednih otklona od tekućeg trenda u proizvodnji naftnih derivata i prehrambene industrije, međugodišnji porast proizvodnje prerađivačke industrije u septembru ove godine izneo bi negde oko 7%, i to rast ovog sektora stavlja na uzlaznu putanju.**

Međugodišnji porast proizvodnje u septembru zabeležen je u 18 od 24 oblasti, a uzlazni trendovi karakteristični su takođe za većinu oblasti prerađivačke industrije.



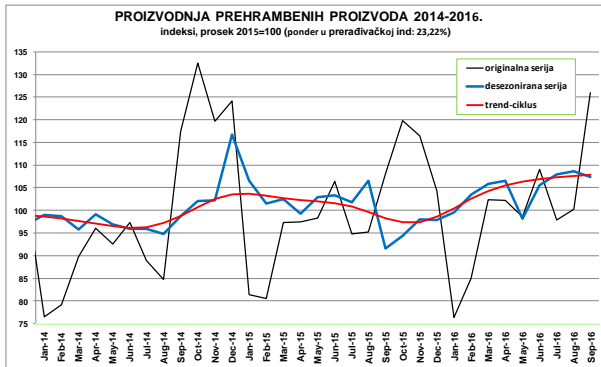
Među najvećim oblastima, najbrže rastu i dostigli su najviši nivo u odnosu na prošlogodišnji prosek proizvodnja hemijske industrije i proizvodnja farmaceutske industrije.

Zbog svoga velikog učešća, prehrambena industrija, odnosno njena dinamika uvek su interesantne sa gledišta dinamike ukupne i prerađivačke industrije, posebno kada se ima u vidu usporavanje dinamike proizvodnje prehrambene industrije o kome je bilo reči u nekoliko prethodnih brojeva MAT-a.

Navedeno je već da je međugodišnji porast proizvodnje prehrambene industrije u septembru izneo 16,5% i da je na takav rezultat uticala niska baza za upoređenje, odnosno oštar pad te proizvodnje u prošlogodišnjem septembru.

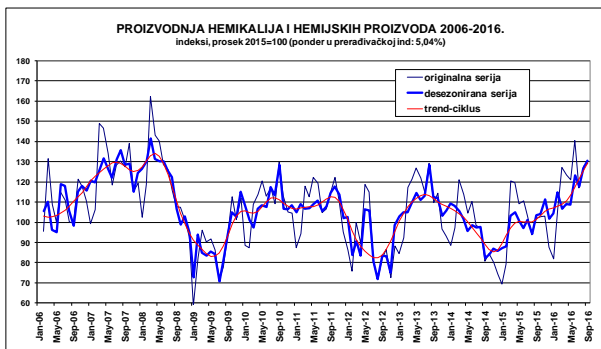
<sup>3</sup> Videti o tome u "Ocena privredne aktivnosti", Makroekonomske analize i trendovi (MAT) broj 250.

Međugodišnji porast za period januar-septembar iznosi 4,6%. U desezoniranoj seriji u septembru nije bilo porasta u odnosu na prethodni mesec (posle tromesečnog rasta zabeležen je mali pad od oko 1%), trend je rastući, tokom poslednjih pet meseci iznosio je po 0,5% i u septembru dostigao nivo od 7,9% iznad prošlogodišnjeg proseka.



Izgledi su da će u celoj godini rast proizvodnje prehrambene industrije dostići (ili neznatno premašiti) 5% u odnosu na prošlu godinu.

Najpropulzivnija u ovom trenutku je *hemijska industrija*. Međugodišnji porast za devet meseci iznosi 18,6%, u samom septembru on se popeo na 26,8%; u tome najbrže raste (34,2%) proizvodnja osnovnih hemikalija i veštačkih đubriva.

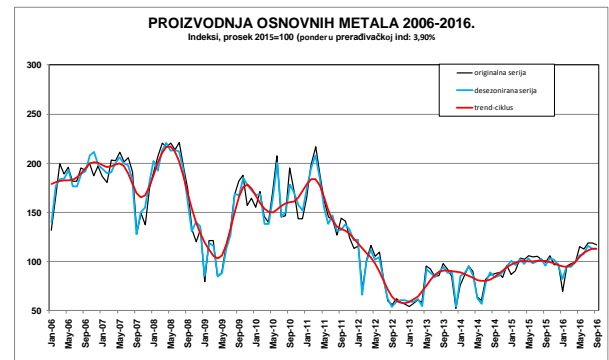


Trend proizvodnje ove oblasti, kao i desezonirani indeks, u septembru su dostigli vrednost za 30% veću od prošlogodišnjeg proseka<sup>4</sup>. Treba zapaziti i međugodišnji porast vrednosti izvoza (u evrima) u periodu januar-septembar za preko 20%, pri čemu je vrednost uvoza, koja je, inače, skoro

<sup>4</sup> Veći međugodišnji porast u septembru (145%) imala je proizvodnja ostalih saobraćajnih sredstava (ekstremni skok dovršavanja šinskih vozila), ali je njen ponder u prerađivačkoj industriji marginalan (0,2%) pa

dvostruko veća od vrednosti izvoza, istovremeno smanjena za oko 1%.

*Proizvodnja osnovnih metala* je, posle opadanja tokom 2015, od početka ove godine na lagano rastućem trendu, tako da je međugodišnji porast u periodu januar-septembar 4,9%, a u septembru 17,8%, čemu je odlučujuće doprineo porast proizvodnje sirovog gvožđa, čelika i ferolegura za 53,5%. Javno je da dinamiku proizvodnje u oblasti osnovnih metala opredeljuje dinamika proizvodnje u *Hestilu*; ona će, prema planovima, u narednom periodu biti u usponu, pa će i doprinos oblasti osnovnih metala rasti ukupne prerađivačke industrije.



Trend proizvodnje je u ovoj oblasti rastući i u septembru je dostigao nivo koji je za 13% viši od proseka prethodne godine i najviši posle februara 2012. godine. Rast je podržan izvozom: ova oblast je četvrta po vrednosti izvoza i u periodu januar-septembar i u samom septembru (iza motornih vozila, prehrambenih proizvoda i električne opreme), ali je, međugodišnjim porastom za 37%, u septembru dospela **na prvo mesto po priraštaju vrednosti izvoza** (26 miliona evra) u odnosu na prošlogodišnji septembar.

Kratak osvrt zaslužuje i *proizvodnja nemetalnih minerala*, čija se dinamika često uzima za indikator građevinske komponente *investicija*. Taj indikator, kada se posmatra oblast u celini, trenutno nije ohrabrujući. Istina, međugodišnji porast u periodu januar-maj iznosi 7,7% (što bi

je i doprinos (0,2 procentna poena) ukupnom rastu proizvodnje prerađivačke industrije višestruko manji od doprinosa hemijske industrije (1,5 procentnih poena).

odgovaralo našem procenjenom rastu fiksnih investicija za 2016. godinu, ali je u septembru on više nego prepolovljen (na 3,2%), trend je lagano opadajući, blizu stagnacije na nivou koji je iznad prošlogodišnjeg proseka na takođe 3,2%. Međutim, nadprosečan je međugodišnji rast *proizvodnje cementa, kreča i gipsa* (preko 9% u septembru) te *proizvodnje proizvoda od betona, cementa i gipsa* (u septembru 14,4%).

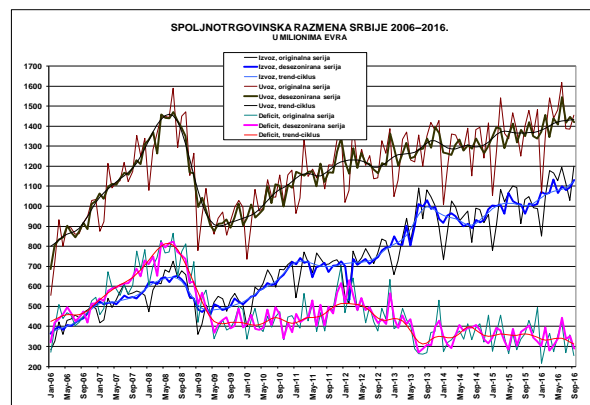
Na kraju, procena iz prošlog broja *MAT*-a revidira se: porast proizvodnje prerađivačke industrije u celoj 2016. mogao bi izneti više od 6%.

2. Ukupna vrednost spoljnotrgovinske robne razmene u septembru 2016. iznela je 2.654 miliona evra, ili 9,2% više nego u istom periodu prethodne godine, a u periodu januar-septembar vrednost te razmene je bila 22.670 miliona evra, ili 7,6% više. Došlo je do promena u tekućim tendencijama – izvoz je ubrzao, a uvoz je unekoliko usporio rast.

Vrednost *izvoza* u septembru ove godine iznela je 1200 miliona evra i bila je veća nego u istom periodu prethodne godine za zamašnih 16%. To je najveća međugodišnja stopa rasta izvoza u ovoj godini. Vrednost izvoza u periodu januar-septembar iznela je 9923 miliona evra ili 10,1% više nego u istom periodu prethodne godine. Vrednost *uvoza* u septembru bila je 1455 miliona evra a u periodu januar-septembar 12745 miliona evra; međugodišnji porasti bili su 4,2% u septembru i 5,7% u periodu januar-septembar. Uvoz je u svih devet meseci bio pokriven izvozom sa 77,8%, a u septembru se to pokriće popelo na 82,5%.

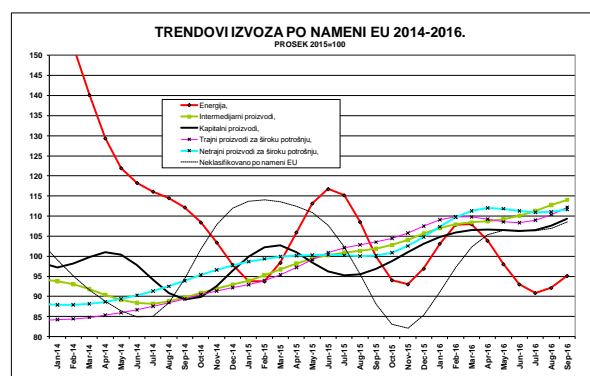
I izvoz i uvoz i dalje imaju rastuće trendove, s tim što je rast trenda izvoza dodavanjem septembarskih podataka ubrzan, a trend uvoza usporen, *tako da je sad i kratkoročni rast trenda izvoza brži nego kod uvoza*: tokom trećeg tromesečja ove godine trend izvoza je rastao po 1,1% mesečno, a uvoza po 0,2%. U okviru uobičajenih oscilacija oko trenda, sezonska vrednost izvoza je u septembru povećana za

3,3%, sezonska vrednost uvoza je smanjena za 1,9%. Ovaj raspored sezonskih vrednosti prenelo je razlike u rastu trendnih vrednosti izvoza i uvoza. Ako se uračunaju vrednosti u svih devet meseci od početka godine, trend izvoza je rastao po 1% mesečno, trend uvoza po 0,5% mesečno. Dakle, **rast izvoza je stabilan i brži od rasta uvoza**, čiji trendni priraštaji zavise od promene perioda u ovoj godini u kojima se mere.



U svakom slučaju, spoljnotrgovinski robni deficit, koji je sredinom 2018. godine bio reda veličine od 800 miliona evra mesečno, sada je sveden na manje od trista miliona evra.

Posebno treba istaći da su kratkoročni trendovi svih namenskih kategorija izvoza sada rastući.



Trenutno najbrže raste kratkoročni trend (trend-ciklus) vrednosti *izvoza energije*, ali je njena vrednost za oko 5% ispod prošlogodišnjeg proseka. Stabilno raste već dve godine trend izvoza *intermedijarnih proizvoda* i njena vrednost u septembru 2016. veća je od proseka prethodne godine za 14%. Na 12% spojili su se trendovi izvoza *proizvoda (trajnih i netrajnih) za široku potrošnju*. Najniži nivo (9%) dostigao je

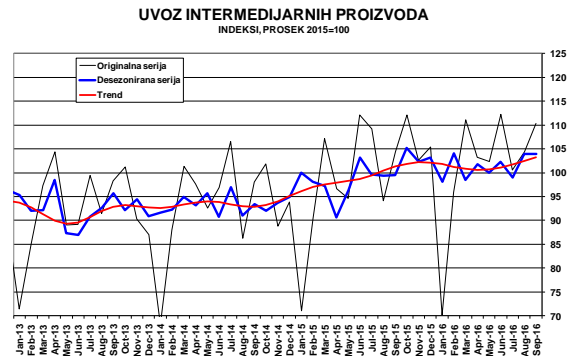
trend izvoza *kapitalnih proizvoda*, koji je do sredine ove godine stagnirao.

U međugodišnjem poređenju, u septembru je povećan izvoz svih kategorija po nameni EU – najviše (27,1%) izvoz energije koji je najmanji po učešću u ukupnom izvozu (sa vrednošću od 30 miliona evra, učešće 2,5%). Kada se to izuzme, najveći međugodišnji porast izvoza u septembru (17,6%) je u slučaju intermedijarnih proizvoda, koji, sa vrednošću od 418 miliona evra, imaju i najveće učešće u ukupnom izvozu (skoro 35%). Slede: izvoz kapitalnih proizvoda (vrednost 307 miliona evra i porast za 16%), izvoz netrajnih proizvoda za široku potrošnju (vrednost 286 miliona evra, porast za 10,6%) i izvoz trajnih proizvoda za široku potrošnju (vrednost 73 miliona evra i porast za 8,3%). U periodu januar-septembar izvoz energije je međugodišnje smanjen za 3,8%, a sve ostale namenske kategorije imale su ujednačen rast izvoza – između 10% i 12%.

Najveću međugodišnju stopu rasta od blizu 44% u septembru, priraštajem vrednosti od 81 milion evra, imala je *poljoprivreda*. Izvoz *prerađivačke industrije* istovremeno je povećan za 136 miliona evra ili 14%, u čemu je, od svih oblasti, izvoz *osnovnih metala* imao najveći priraštaj vrednosti u iznosu od 26 miliona evra (37%). **Pada u oči diverzifikacija izvoza – njegov rast i značajni priraštaji vrednosti se šire na veći broj oblasti i grana.**

Kada je reč o **uvozu**, teško je dati preciznu ocenu s obzirom na to da je uvoz kategorije *neklasifikovano po nameni EU* u proteklih devet meseci ove godine međugodišnje porastao za 70% i dostigao skoro 20% ukupnog uvoza<sup>5</sup>. Od ostalih namenskih kategorija, i za devet meseci i u septembru, međugodišnje je porastao jedino uvoz *intermedijarnih proizvoda* – respektivno za 3,5% i 5,8%. Pad uvoza *netrajnih proizvoda za široku potrošnju* je manji od 1%, a kod ostalih kategorija je osetan (između 10% i 20%).

Sa gledišta buduće proizvodne aktivnosti ohrabruje okretanje trend-ciklusa uvoza *intermedijarnih proizvoda* u rastući smer, posle izvesnog zastoja krajem prošle i početkom ove godine; u septembru ove godine ostvarena je istorijski najveća vrednost trenda ovog uvoza.



Treba skrenuti pažnju na to da je vrednost uvoza sirove nafte i gasa i uvoza naftnih derivata u proteklih devet meseci ove godine još uvek (za 278 miliona evra) manja nego u prvih devet meseci prošle godine, ali da je *uvoz naftnih derivata u septembru međugodišnje povećan* za 11% ili 5,3 miliona evra. Nemamo preciznu ocenu o tome koliko je na to uticao zastoj domaće proizvodnje (zalihe naftnih derivata u septembru su skoro prepolovljene), a koliko porast cena na međunarodnom tržištu.

### **3. U ovom trenutku poznati su podaci o izvršenju platnog bilansa u prvih osam meseci 2016. godine.**

**Deficit tekućeg računa** iznosio je 753,6 miliona evra (pad od 20,8%). Poboljšanje salda tekućeg računa je pre svega *rezultat većeg izvoza robe* – za 772,5 miliona evra ili za 10,3% više u odnosu na isti period prethodne godine. Negativan saldo robne razmene iznosio je 2257,6 miliona evra (za 234,1 milion evra ili za 9,4% manje). Suficit po osnovu trgovine uslugama je iznosio 546,0 miliona evra (za 164,5 miliona evra ili za 43,1% više).

<sup>5</sup> Pri razvrstavanju po oblastima KD i po SMTK oko 16%.



Platni bilans Republike Srbije, januar - avgust 2015-2016 (u mil. EUR)

	1-8.2015	1-8.2016	indeks
<b>Tekući račun</b>	-952	-754	79,2
<b>  Prihodi</b>	13.177	14.010	106,3
<b>  Rashodi</b>	14.129	14.763	104,5
<b>  Roba i usluge</b>	-2.110	-1.712	81,1
Izvoz	10.225	11.197	109,5
Uvoz	12.335	12.908	104,6
<b>  Primarni dohodak</b>	-1.051	-1.133	107,8
<b>  Sekundarni dohodak</b>	2.209	2.091	94,7
Prihodi	2.499	2.399	96,0
<i>  Od čega: Doznake radnika</i>	1.461	1.321	90,1
Rashodi	290	307	105,9
<b>Kapitalni račun</b>	5	0	-
<b>Neto pozajmljivanje(+)/neto zaduživanje (-) (Saldo tekućeg računa i računa kapitala)</b>	-947	-754	79,6
<b>Finansijski račun, neto</b>	665	319	97,9
<b>Direktno investicije</b>	1.102	1.201	109,0
<b>Portfolio investicije</b>	8	-667	-
<b>Neto povećanje finansijske aktive</b>	-75	-60	-
<b>Neto povećanje finansijskih obaveza</b>	83	-607	-
Vlasničke hartije od vrednosti i hartije od vrednosti investicionih fondova	-77	-10	-
Dužničke hartije od vrednosti	160	-597	-
u tome: Država	160	-597	-
<b>Ostale investicije</b>	23	-1.029	-
<b>Gotov novac i depoziti</b>	119	-327	-
<b>Kreditni</b>	-126	-556	439,8
<b>Neto povećanje finansijske aktive (naši plasmani)</b>	-16	-5	33,3
<b>Neto povećanje finansijskih obaveza (korišćenje)</b>	-111	-551	496,8
<b>Trgovinski krediti i avansi</b>	31	-145	-
<b>Devizne rezerve</b>	-468	814	-
<b>Neto greške i propusti</b>	282	436	154,5

*Deficit primarnog dohotka* (primarni dohodak obuhvata nadoknade za zaposlene i dohodak od investicija (direktnih, portfolio i ostalih investicija), kao i dohodak od deviznih rezervi) je iznosio 1133,2 miliona evra (za 82,4 miliona evra ili za 7,8% više). Povećanje deficita primarnog dohotka je rezultat povećanog neto odliva dohotka po osnovu dividendi (za 102,1 milion evra ili za 51,9% više), što je direktna posledica većih stranih direktnih investicija u prethodnoj godini. U okviru dohotka od direktnih investicija *zabeležen je* neto odliv *reinvestirane dobiti* od 387,6 miliona evra (za 5,8% manje). Neto odliv dohotka *od portfolio investicija* iznosio je 345,2 miliona evra (za 25,1 milion evra ili za 7,8% više).

*Suficit na računu sekundarnog dohotka* iznosio je 2091,2 miliona evra (za 118,0 miliona evra ili za 5,3% manje). Na pozitivan saldo računa sekundarnog dohotka najviše su uticali prilivi privatnog sektora: neto priliv doznaka radnika iz inostranstva u iznosu od 1271,6 miliona evra (za 139,8 miliona evra ili za 9,9% manje), neto priliv po osnovu ostalih ličnih transfera (od kojih su najvažnije penzije iz inostranstva) u iznosu od

409,7 miliona evra (za 7,5% više), kao i neto priliv po osnovu ostalih tekućih transfera (od kojih su najvažnije naplate po osnovu trgovinske razmene sa Kosovom) koji je iznosio 361,2 miliona evra (za 11,7% više).

**Neto priliv po osnovu finansijskih transakcija** iznosio je 318,5 miliona evra (za 52,1% manje). Manji deficit finansijskog računa rezultat je pre svega poboljšanja salda tekućeg računa, manjeg budžetskog deficita (uspešne fiskalne konsolidacije), kao i poboljšanja finansijske pozicije privatnog sektora zbog nižih cena sirovina.

*Neto priliv po osnovu stranih direktnih ulaganja* nerezidenata u Srbiju iznosio je 1318,7 miliona evra (za 5,0 miliona evra ili za 0,4% više).

*Neto odliv portfolio investicija* (portfolio investicije (PI) obuhvataju ulaganja u vlasničke i dužničke HoV, a u našem slučaju PI se najvećim delom odnose na ulaganja u dužničke HoV sektora države) iznosio je 664,0 miliona evra (u istom periodu prošle godine zabeležen je neto priliv od 6,3 miliona evra). Ovakvo kretanje portfolio investicija rezultat je povlačenja nerezidenata (pre svega investicionih fondova iz SAD) iz HoV države. Razlozi ovog trenda povlačenja koje je počelo krajem 2015. godine se mogu videti u odluci Federalnih rezervi (FED) da podignu kamatnu stopu, što je dovelo do povećanja interesovanja za HoV koje izdaje FED i do povlačenja nerezidenata iz dužničkih HoV u regionu, kao i u odluci Uprave za javni dug RS da, zbog uspešne fiskalne konsolidacije i manjih potreba za zaduživanjem, kao i nižih kamata na evropskom tržištu, smanji kamatne stope i produži ročnost domaćih HoV, pa su samim tim one postale manje atraktivne nerezidentima. Povlačenje nerezidenata iz državnih dinarskih HoV uticalo je na povećane intervencije NBS na međubankarskom deviznom tržištu kako bi se izašlo u susret povećanoj tražnji domaćih poslovnih banaka i na taj način smanjile prekomerne dnevne oscilacije.

*Neto odliv po osnovu ostalih investicija* (ostale investicije obuhvaju gotov novac i depozite,

finansijske kredite i trgovinske kredite)) je iznosio 1028,8 miliona evra (u istom periodu prethodne godine zabeležen neto priliv od 23,3 miliona evra).

U okviru ostalih investicija, zabeleženo je *povećanje depozita domaćih poslovnih banaka u inostranstvu* u iznosu od 258,3 miliona evra (ovo povećanje je pre svega rezultat odluke NBS da smanji stopu obavezne devizne rezerve, kao i kupovine deviza na međubankarskom deviznom tržištu).

Smanjene su *neto kreditne obaveze* Narodne banke Srbije (za 23,2 miliona evra), poslovnih banaka (za 296,0 miliona evra) i preduzeća (za 240,4 miliona evra), dok je jedino kod sektora države zabeleženo povećanje zaduživanja (za 9,0 miliona evra). U periodu januar-avgust 2016. godine zabeležen je porast potraživanja preduzeća po osnovu *trgovinskih kredita* u iznosu od 741,2 miliona evra (za 436,3 miliona evra više), što je prevashodno posledica nenaplaćenih potraživanja po osnovu izvoza robe.

Zabeleženo je smanjenje **deviznih rezervi** (platnobilansne promene deviznih rezervi ne uključuju međuvalutne promene i promene vrednosti cene zlata i HoV) od 813,6 miliona evra (u periodu januar-avgust 2015. godine zabeležen rast od 467,9 miliona evra), što je najvećim delom rezultat intervencija NBS na međubankarskom tržištu deviza.

*Najvažnija promena u avgustu 2016. godine* je što je – za razliku od jula 2016. godine, kada je zabeležen neto priliv portfolio investicija u iznosu od 111,9 miliona evra – u avgustu 2016. godine ponovo zabeležen nastavak trenda povlačenja nerezidenata iz državnih dužničkih HoV (u periodu januar-avgust 2016. godine registrovan je neto odliv portfolio investicija od 664,0 miliona evra), pa je neto odliv po osnovu portfolio investicija u ovom mesecu iznosio 81,9 miliona evra.

**4. Na području unutrašnje tražnje** proverili smo ocenu **realnog rasta investicija** od pre dva meseca<sup>6</sup> (7%). Na osnovu procene indikatora za građevinske radove (realna vrednost u porastu za 10,6%), i porasta uvozne opreme, uključujući i procenjeni deo iz kategorije „neklasifikovano“ za 10,7%, i to u strukturi u kojoj je udeo investicija u opremu oko 57%, u građevinske radove 42% i u „ostalo“ 9%, dolazi se do *porasta od oko 7%* (tačnije, 7,2%)..

**Na području potrošnje, za devet meseci ove godine ostvaren je suficit budžeta.**

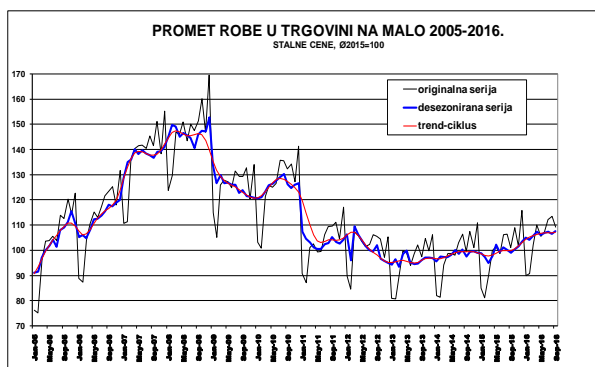
Ukupna primanja budžeta su u prvih devet meseci ove godine iznela 775,1 milijardu dinara, ili 11,1% više nego u istom periodu prethodne godine. U tome poreski prihodi čine 85% i veći su nego lane za 13%, a njihov najveći deo (blizu 90%) nalazi se u tri stavke (akcize, sa porastom od 18,4%, PDV 8,9%, porez na dobit preduzeća 26%). Neporeski prihodi su manji nego prošle godine za 1,9%. Izdaci budžeta u prvih devet meseci ove godine, iznevši 747,9 milijardi dinara, bili su veći nego u istom periodu prošle godine za samo 2,1%, tako da je ostvaren suficit od 27,2 milijarde dinara. U okviru ukupnih izdataka, tekući rashodi bili su veći samo za 0,9%, a najviše su povećani otplate glavnice po garancijama (24,7%) i kapitalni izdaci (23,7%).

**Podaci o prometu robe u trgovini na malo pokazuju da se međugodišnji porast vrednosti tog prometa – nakon redukcije u nekoliko prethodnih meseci – u septembru ponovo izjednačio sa kumulativnim međugodišnjim prometom.**

Meren trend-ciklusom on realno simbolično raste po 0,1% mesečno (do nivoa koji je za 7,1% viši od prošlogodišnjeg proseka), ali je desezonirani porast u septembru u odnosu na prethodni mesec značajan: iznosi 1,6% i taj desezonirani indeks u decembru je najveći posle 2010. godine.

---

<sup>6</sup> „Ocena privredne aktivnosti“, MAT 259



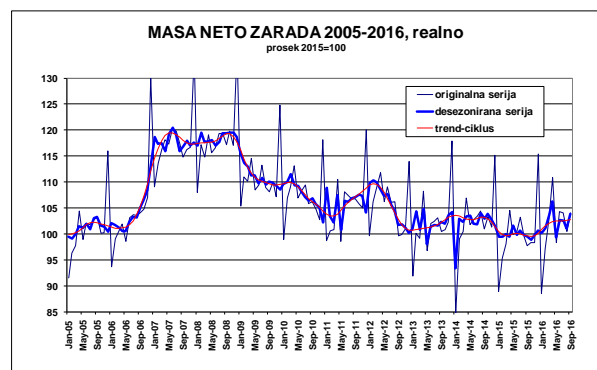
Pri međugodišnjem upoređenju, vrednost prometa u trgovini na malo u septembru veća je nego u istom periodu prethodne godine za 8%, a u stalnim cenama za 8,1%. U periodu januar-septembar međugodišnji porast prometa neznatno je manji od septembarskog – nominalno iznosi 7,1%, a u stalnim cenama 8%.

U osnovnoj strukturi tog prometa, u septembru je međugodišnje najviše porasla vrednost prometa neprehrambenih proizvoda osim motornih goriva – za 8,6%; sledi porast vrednosti prometa hrane, pića i duvana, čija je vrednost povećana za 8,5% i na kraju vrednost prometa motornih goriva koja je povećana za 5,9%. U stalnim cenama redosled je obrnut: promet motornih goriva povećan je za 8,6%, promet hrane, pića i duvana za 8% i neprehrambenih proizvoda za 7,9%. U periodu januar-septembar redosled međugodišnjeg porasta vrednosti je isti, ali sa većim razlikama između stopa rasta pojedinih grupa – vrednost neprehrambenih proizvoda povećana je za 9,9%, hrane za 8,3% i goriva za 0,3%. U stalnim cenama, promet neprehrambenih proizvoda u ovom periodu rastao je najviše – za 9,7%, promet hrane za 7,6% i promet goriva za 6,8%. Očito je da su cene goriva počele da rastu, da je realan rast ukupnog prometa, uprkos tome, ostao nepromenjen, jer je usporen realan rast prometa neprehrambenih proizvoda, a ubrzan realan rast prometa hrane i prometa goriva. Valja dodati i to da se, iz opadajućeg trenda i međugodišnjeg pada prometa poloprivrednih proizvoda na zelenim pijacama u prvim mesecima ove godine, prešlo u izrazit rast tokom poslednjih nekoliko meseci.

**U septembru nije nastavljen tekući pad zarada iz prethodnog meseca a njihov međugodišnji porast je povećan.**

Međugodišnji porast prosečnih zarada (na praćenom uzorku), koji je u avgustu iznosio 1,5% (ili 0,3% realno), u septembru je podignut na 6% (5,4% realno) i osetno je veći od prosečnog porasta za devet meseci, koji iznosi 3,8% (2,8% realno). U tom okviru, zarade u privatnom sektoru imale su međugodišnji porast od 6,7% za devet meseci i 7,2% u septembru. Masa zarada međugodišnje je povećana za 3% u kumulativu i za 6,8% u samom septembru. *U privatnom sektoru je masa zarada u septembru ostvarila međugodišnji porast od 14,7%, jer je broj zaposlenih povećan za 7%.* U javnom sektoru prosečne neto-zarade bile su u septembru veće za 5% nego u istom mesecu prošle godine, ali je smanjenje broja zaposlenih porast mase zarada svelo na 3,5%. Najveće međugodišnje povećanje prosečnih zarada u javnom sektoru u septembru zabeleženo je u *obrazovanju i kulturi* (8,5%), a najmanje u *administraciji* (1,2%) u kojoj nije bilo povećanja mase zarada zbog smanjenja broja zaposlenih.

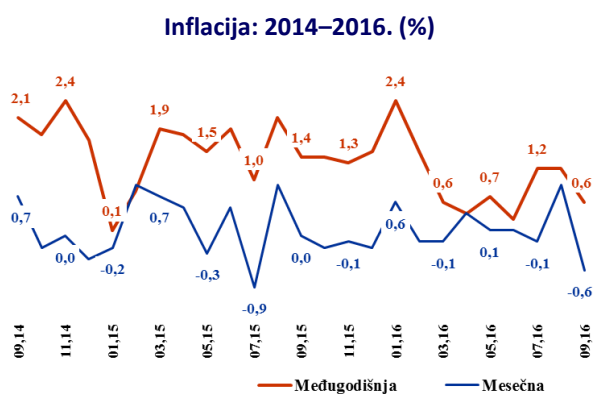
Akio se tekuće tendencije mere desezoniranim indeksima i trend-ciklusom, treba reći da u septembru nije nastavljen desezonirani pad iz prethodnog meseca. Kao i obično, ovde ćemo se osvrnuti na dinamiku mase zarada u stalnim cenama koja je bitna za formiranje kupovne snage stanovništva.



Ona je u septembru ostvarila realni porast u desezoniranoj seriji za 2,8%. trend je za sada stagnantan na nivou koji je (takođe) za 2,8 viši od

prošlogodišnjeg proseka (u samom septembru zabeležen je simboličan porast od 0,15%, ali je tu veliki uticaj ocene i smer će se u narednim mesecima uskladiti sa smerom kretanja desezoniranih indeksa).

**5. U septembru 2016. zabeležena je i mesečna deflacija i međugodišnja dezinflacija.** Mesečna inflacija je iznela 0,9% u avgustu, a -0,6% u septembru 2016; dok je međugodišnja inflacija u tim mesecima bila 1,2% i 0,6%, respektivno. Od 2007. godine (od kad se potrošačke cene u nas statistički prate) u septembru je istovremeno registrovana i mesečna deflacija i međugodišnja dezinflacija samo ove godine.



**Na mesečnom nivou u septembru 2016. pojeftinile su i usluge i prehrambeni proizvodi.** Usluge i prehrambeni proizvodi respektivno su pojeftinili za 1,5% i 0,9%; a neprehrambeni proizvodi bez energije i energija su poskupeli za po 0,1%. Usluge su pojeftinile pre svega zato što su turistički paket-aranžmani za inostranstvo sezonski pojeftinili za 26,1% (za razliku od prethodnog meseca, kad su sezonski poskupeli za 9,4%); a prehrambeni proizvodi su pojeftinili pre svega zato što je sveže svinjsko meso<sup>7</sup> pojeftinilo za 10,0% (za razliku od prethodnog meseca, kad je, usled rasta cena tovljenika, poskupelo za 27,4%). S druge strane, neprehrambeni proizvodi bez energije su poskupeli pre svega zato što su mobilni telefoni, usled pojave novih modela na

<sup>7</sup> Svinjsko meso – u skladu s klasifikacijom Narodne banke Srbije, za razliku od klasifikacije Republičkog zavoda za statistiku – ne obuhvata praseće meso.

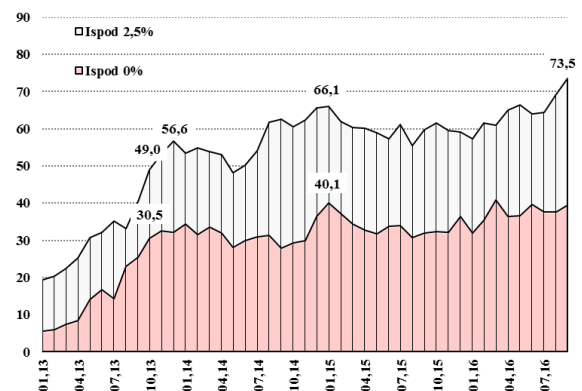
<sup>8</sup> Osnovne kategorije potrošačke korpe i glavni nosioci promena cena u okviru njih navedeni su prema visini

tržištu, poskupeli za 2,5%; a energija je poskupela pre svega zato što su čvrsta goriva, uoči grejne sezone, poskupela za 0,4%.<sup>8</sup>

**Na međugodišnjem nivou u septembru 2016. pojeftinili su i prehrambeni proizvodi i energija.**

Prehrambeni proizvodi i energija respektivno su pojeftinili za 0,9% i 1,6%; a neprehrambeni proizvodi bez energije i usluge respektivno su poskupeli za 3,0% i 1,5%. Prehrambeni proizvodi su pojeftinili pre svega zato što je sveže voće, usled bolje ovogodišnje od prošlogodišnje sezone, pojeftinilo za 15,4%; a energija je pojeftinila pre svega zato što su motorna goriva, usled pada svetskih cena sirove nafte, pojeftinila za 2,6%. S druge strane, neprehrambeni proizvodi bez energije su poskupeli pre svega zato što su cigarete poskuplele za 9,8% (cigarete su, naime, jednokratno poskuplele za 4,9% u decembru 2015. i za 4,7% u julu 2016); a usluge su poskuplele pre svega zato što su turistički paket-aranžmani za inostranstvo poskupeli za 30,2%, jer domaći turisti sad preferišu, po svoj prilici, bezbednije a skuplje inostrane destinacije.

**Stavke potrošačke korpe s međugodišnjim rastom cena ispod 2,5% i, posebno, ispod 0%: 2013–2015. (%)\***



\* Na slici su prikazane procentualne vrednosti potrošačke korpe za oktobar 2013, kad je inflacija ispod donje granice cilja zahvatila skoro polovinu, a deflacija skoro trećinu potrošačke korpe; a zatim i za mesece kad je inflacija ispod donje granice cilja ili deflacija znatno povećana u odnosu na svoj prethodni referentni nivo.

doprinosa koje su dali opštoj promeni cena ne samo na mesečnom nego i na međugodišnjem te tromesečnom nivou.

**Deo potrošačke korpe s međugodišnjim rastom cena ispod donje granice inflacionog cilja (od 2,5%) dostigao je novi maksimum u septembru 2016.**<sup>9</sup> Taj deo potrošačke korpe je izneo 73,5% u septembru ove godine, što je od januara 2013. (od kad analiziramo sastav potrošačke korpe prema visini međugodišnjeg rasta cena njenih pojedinačnih stavki) bila njegova najveća vrednost. Aktuelni maksimum tog dela potrošačke korpe nastao je, s jedne strane, usled smanjenja dela potrošačke korpe s međugodišnjim rastom cena iznad gornje granice inflacionog cilja (od 5,5%), uz skoro nepromenjeni deo potrošačke korpe s međugodišnjim rastom cena u granicama inflacionog cilja (od 2,5% do 5,5%) – što je bilo pozitivno; a s druge strane, usled povećanja i dela potrošačke korpe s niskim međugodišnjim rastom cena (od 0% do 2,4%) i dela potrošačke korpe s međugodišnjim rastom cena ispod 0% – što je bilo negativno.<sup>10</sup>

**Inflacija je u 2016. godini, za sada, bila najniža u trećem tromesečju.** Inflacija je iznela 0,4% u prvom, 0,5% u drugom i 0,2% u trećem tromesečju. Tako je prvih devet meseci ove godine

završeno uz inflaciju od 1,1%. Ako bi inflacija i u naredna tri meseca rasla po prosečnoj mesečnoj stopi od 0,1% iz prethodnih devet meseci, onda bi inflacija na kraju godine bila 1,5%.

**U trećem tromesečju 2016. pojeftinili su samo prehrambeni proizvodi.** Prehrambeni proizvodi su pojeftinili za 0,5%; a neprehrambeni proizvodi bez energije su poskupeli za 1,0%, dok su usluge i energija poskupeli za po 0,2%. Prehrambeni proizvodi su pojeftinili pre svega zato što je sveže povrće sezonski pojeftinilo za 20,0%. Neprehrambeni proizvodi bez energije su poskupeli pre svega zato što su cigarete poskupele za 4,7% (cigarete su, naime, jednokratno poskupele za 4,7% u julu). Usluge su poskupele pre svega zato što su turistički paket-aranžmani za inostranstvo sezonski poskupeli za 3,4% (ovi aranžmani su, zapravo, sezonski poskupeli za 27,8% u julu i za 9,4% u avgustu, a sezonski pojeftinili za 26,1% u septembru). Naposletku, energija je poskupela pre svega zato što su motorna goriva, usled rasta svetskih cena sirove nafte, poskupela za 0,4%.

---

<sup>9</sup> Ovde je, naravno, reč o još važećoj stopi ciljane inflacije od  $4\% \pm 1,5$  pp – a ne o stopi ciljane inflacije od  $3\% \pm 1,5$  pp, koja će važiti u 2017. i 2018. godini.

<sup>10</sup> Deo potrošačke korpe s međugodišnjim rastom cena iznad 5,5% smanjen je za 4,2 pp (od 17,8% u avgustu na 13,6% u septembru 2016), dok je deo potrošačke korpe s međugodišnjim rastom cena od 2,5% do 5,5%

smanjen za samo 0,1 pp (od 13,0% u avgustu na 12,9% u septembru 2016). Istovremeno je deo potrošačke korpe s međugodišnjim rastom cena od 0% do 2,4% povećan za 2,4 pp (od 31,6% u avgustu na 34,0% u septembru 2016), dok je deo potrošačke korpe s međugodišnjim rastom cena ispod 0% povećan za 1,9 pp (od 37,6% u avgustu na 39,5% u septembru 2016.)

## AKTUELNOSTI U EKONOMSKOJ POLITICI

S obzirom na protekle revizije našeg aranžmana sa MMF-om, na njegove procene našeg razvoja, ali i na njegov, reklo bi se, konceptijski zaokret sa tvrde koncepcije štednje ka strukturnim reformama, što je vidljivo i u reviziji našeg aranžmana, kao i na uticaj uspešnosti tog aranžmana na buduće mogućnosti investicija i razvoja u Srbiji, ovoga puta ćemo se osvrnuti na dve teme – na ocenu MMF-a o globalnim kretanjima i na značaj stranih direktnih investicija (SDI) za naš razvoj i potrebu stvaranja ambijenta za njihov priliv.

### 1. MMF O GLOBALNIM KRETANJIMA<sup>11</sup>

**Ekonomski rast je u godinama posle krize izneverio sva očekivanja** – štaviše, kako vreme prolazi, faktori koji utiču na globalne performanse i oblikuju svetsku ekonomiju postaju sve složeniji i izazovniji. U pitanju je konstelacija nekoliko globalnih pravaca, koju čine: demografski trendovi, pad produktivnosti, niske cene berzanskih proizvoda i šokovi izazvani internim i regionalnim faktorima. Osam godina nakon kolapsa Lehman Brothers investicione banke, razvijene ekonomije koje su se zatekle u epicentru krize, i dalje saniraju njene posledice. Prema MMF-u<sup>12</sup>, u 2016. godini očekuje se globalni rast od 3,1%, nešto niži od rasta iz 2015. godine, koji je iznosio 3,2%. U 2017. se očekuje skroman oporavak i rast od 3,4%. Prognoze su u odnosu na aprilski izveštaj revidirane naniže za 0,1 p.p., ponajviše zbog neizvesnosti vezanih za dinamiku oporavka razvijenih ekonomija – konkretno, zbog Brexita i usporavanja ekonomije SAD u prvoj polovini godine. Za celu grupu razvijenih ekonomija rast je revidiran naniže za 0,3 p.p. u odnosu na aprilski izveštaj i iznosi 1,6% za 2016. godinu, što je usporavanje u odnosu na 2015. godinu, kada je ostvaren rast od 2,1%. Hronični problemi sa kojima su razvijene ekonomije suočene, a koji uzimaju svoj danak su i dalje prisutan ekonomski slack, uporno niska inflacija i nepovoljna demografska kretanja. S druge strane, u rastućim ekonomijama očekuje se rast od 4,2%, odnosno, one će doprineti sa više od ¾ ukupnom globalnom rastu u 2016. godini. Ubrzanje u ovoj grupi biće rezultat oporavka cena berzanskih proizvoda, kontrolisanog procesa rebalansa Kine, oporavka ključnih rastućih ekonomija (Brazil i Rusija), kao i sve većeg značaja pojedinih rastućih ekonomija na globalnoj makroekonomskoj sceni. Kretanja koja su obeležila nedavni period, ali će se reflektovati i na blisku budućnost, mogu se sažeti u nekoliko najprominentnijih trendova: političke nesuglasice prožete ličnim interesima, stagnacija razvijenih ekonomija, nastavak rebalansa kineske ekonomije, kao i niz neekonomskih faktora. Posebnu pažnju MMF posvećuje kretanju svetske trgovine, kao jednom od ključnih pokretača globalnog rasta, i perzistentno

---

<sup>11</sup> Izvod iz: Katarina Stančić „MMF: globalna kretanja, prigušeni oporavak i moguće posledice protekcionizma“

<sup>12</sup> WORLD ECONOMIC OUTLOOK (WEO), *Subdued Demand: Symptoms and Remedies*, IMF, October 2016.

niskoj inflaciji, tj. konsekvencama koje ona ostavlja na negativni proizvodni jaz. Kao i u poslednjih nekoliko izveštaja, **MMF daje smernice u borbi protiv neželjenih i kompleksnih kretanja - relaksirana monetarna politika, uz podršku fiskalne politike i strukturnih reformi. Skrećući pomalo sa svoje stroge konzervativne putanje, MMF ovaj put u svom izveštaju istupa kao apologeta slobodne trgovine**, daje detaljno objašnjenje posledica trgovinskih barijera po svetsku trgovinu i pokreće teme kojima se stručna javnost odavno nije bavila.

**Šta se nalazi u pozadini usporene dinamike rasta svetske trgovine?** Period od 1985. do 2007. godine bio je period globalizacije i prosperiteta svetske trgovine, kada je njen prosečan godišnji rast bio dvostruko veći od rasta BDP-a. Od 2012. godine svetska trgovina raste dinamikom od oko 3% godišnje, što je upola manje od dinamike prisutne u prethodne tri decenije, i jedva da održava tempo sa rastom BDP-a. Štaviše, svetska trgovinska organizacija je u septembru 2016. godine objavila poražavajući podatak da će rast svetske trgovine u 2016. godini biti najverovatnije oko 1,7%, što znači da bi prvi put u 15 godina svetska trgovina rasla sporije od BDP-a. Geneza ekspanzije svetske trgovine pokazuje njen rapidan uzlet početkom devedestih i dvehiljaditih, kao rezultat dva paralelne toka:

- prvo, u tom periodu smanjeni su troškovi cross-border poslovanja širom sveta, što je podstaklo formiranje mreže lanaca ponude, koji su olakšali transport i distribuciju proizvoda dobijenih u različitim fazama proizvodnog procesa. Na taj način nastali su globalni vrednosni lanci
- drugo, **spektakularan ulazak Kine na svetsku ekonomsku pozornicu otvorio je više frontova za ekspanziju, od trgovinske razmene, pa do investicija.**

Danas je ekonomski reljef dosta drugačiji – pre svega rebalans Kine, tj. preorijentacija sa proizvodnje na potrošnju neminovno vodi do usporavanja trgovinske razmene. Kina, kao veliki igrač, utiče na ponudu i tražnju i uključena je duboko u globalne trgovinske lance, pa svaka turbulencija u njenoj ekonomiji ima jak efekat na ostatak sveta, naročito za direktne trgovinske partnere. Kada se na to doda činjenica da je globalna aktivnost usled krize opala, time i globalna tražnja, a najviše investiciona tražnja, jasno je da se sve to odrazilo i na svetsku trgovinu, kao žilu kucavicu globalne ekonomije. Zbog niskih cena berzanskih proizvoda smanjeni su kapitalni troškovi i investicije, a time i produktivnost. Takođe, trgovinski odnosi doprinose efikasnijoj upotrebi rada i kapitala, mogućnosti učenja od stranih tržišta, smanjenju marginalnih cena i troškova, smanjenju neiskorišćenih kapaciteta, što sve vodi većoj produktivnosti i opštem benefitu za proizvođače i potrošače.

Još više je indikativan podatak da je usporen i tempo trgovinske liberalizacije - štaviše, mnoge nerazvijene i zemlje u razvoju suočavaju se, ili su same podigle brojne barijere za pristup globalnim tržištima. MMF ističe da je tzv. trgovinski klin, tj. razlika između proizvodne cene izvoznika i potrošačke cene na tržištu koje je uvezlo proizvod, nakon perioda opadanja do 2008. ušao u stagnantnu fazu. Pojam trgovinskog klina

usko je povezan sa carinskim i necarinskim nametima, aranžmanima o slobodnoj trgovini, troškovima logistike i transporta i globalnim vrednosnim lancima. Opšti zaključak MMF-a je da su protekcionističke mere koje negativno utiču na svetsku trgovinu porasle u periodu posle 2008. godine - carinske stope, koje su do tada opadale prosečno za 0,5 p.p godišnje, od 2008. godine stagniraju, aranžmani o slobodnoj trgovini su, sa prosečno 30 potpisanih devedesetih godina, opali na 10 godišnje u periodu od 2010. do 2015. godine, a globalni vrednosni lanci dostigli su svoju fazu sazrevanja i ušli u fazu kontrakcije. Jedino su troškovi transporta ostali na niskim nivoima iz 2006. godine, što ipak nije dovoljno da kompenzuje negativna kretanja ostalih faktora.

MMF navodi da su slabe ekonomske performanse globalne ekonomije, ili još direktnije, pad investicija time uslovljen, odgovorni za tri četvrtine pada svetske trgovine, dok su za ostatak „zaslužni“ protekcionizam i smanjena participacija u globalnim vrednosnim lancima. Prema tome, iako se cene berzanskih proizvoda oporavljaju, sputan rast svetske ekonomije ostaće prisutan bar još par godina, a svetska trgovina će teško dostići pretkrizne nivoe. Prema tome, **donosiocima odluka ostaje mogućnost da pojačaju mere vezane za podsticanje rasta, investicija i opšteg poboljšanja zdravlja svetske ekonomije. Svaki podsticaj tražnje, bilo merama monetarne ili fiskalne politike, uz strukturne reforme koje će doprineti povećanju produktivnosti, imaće blagotvoran efekat na svetske trgovinske tokove.** Pored toga, mere trgovinske politike moraju biti usmerene u pravcu smanjenja protekcionizma i spuštanja trgovinskih barijera, a okrenute ka regulatornoj kooperaciji i jačanju veza između investicija i potrošnje.

**Delimičan oporavak cena berzanskih proizvoda.** Od februara pa do avgusta 2016. godine MMF-ov PCP indeks<sup>13</sup> (indeks cena primarnih proizvoda) porastao je za 22%, a najveći doprinos rastu dala su goriva, pre svega nafta i uglj. U ovoj grupi proizvoda najveću pažnju privlači nafta, čija je cena, posle dvogodišnjeg opadanja i istorijskog minimuma u januaru 2016. godine (26 dolara po barelu), porasla za 44% u avgustu. Ovaj porast rezultat je prekida rada i time izazvanog smanjenja u snabdevanju (štrajkovi u Kuvajtu, požar u Kanadi, politički nemiri u Iraku, Libiji, Nigeriji i Jemenu) što je automatski izazvalo nerevnoteže u odnosu ponuda-tražnja. S druge strane, 28. septembra 2016. godine OPEC je doneo odluku da po prvi put u osam godina smanji proizvodnju nafte, sa sadašnjih 33,4 miliona barela na dan na 32,5-33 miliona barela. Međutim, ovo smanjenje predstavlja manje od 1% ukupne svetske ponude nafte i mala je verovatnoća da će uticati na rast cena nafte - očekuje se da će taj potez samo učvrstiti postojeći nivo cena, iako su one nakon OPEC-ove odluke momentalno porasle za 5% na svetskom tržištu. U istom periodu (februar-avgust) cene gasa su opale, zbog velike ponude iz Rusije, tako da su one trenutno u Evropi najniže u poslednjih 12 godina. Cena uglja porasla je za 32%, a cene metala i poljoprivrednih proizvoda za 12% i 9%, respektivno.

---

<sup>13</sup> Indeks cena primarnih proizvoda prati cene primarnih proizvoda na međunarodnom tržištu. Obuhvata metale, namirnice, pića, poljoprivredne sirovine i goriva. Sadrži informacije o referentnim cenama najvećih izvoznika, koje su reprezentativne ga globalnom tržištu.



Prema prognozama MMF-a, cene hrane nastaviće da rastu i sledeće godine, kao i cene metala, zahvaljujući novom investicionom ciklusu u Kini. Kina, kao druga po veličini ekonomija u svetu, predstavlja ogroman izvor tražnje, tako da njena ekonomska tranzicija ostavlja posledice na svetske cene, trgovinske tokove i finansijska tržišta. *U periodu od 2000. do 2015. godine učešće Kine u globalnom BDP-u povećano je sa 3% na skoro 13%. Kina je, programom povećanja infrastrukturnih investicija 2009. i 2010. godine bitno doprinela ublažavanju svetske krize, ekspanziji svetske trgovine od početka dvehiljaditih i rastu cena berzanskih proizvoda.* S obzirom na njenu duboku integrisanost u globalne lance ponude, transmisija je neizbežna i neminovno će stvoriti gubitnike i dobitnike, naročito na tržištu berzanskih proizvoda. Na primer, Kina je krajem 2014. godine učestvovala sa 40% u globalnoj tražnji metala, zahvaljujući infrastrukturnim investicijama, a preorijentacija sa investicija na potrošnju stvorila je problem viškova kapaciteta u određenim sektorima. Usklađivanja svetskih cena koja su usledila (ili će uslediti) predstavljaju povratak na liniju trenda.

## **2. DINAMIKA BDP, INVESTICIJA I STRANIH DIREKTNIH INVESTICIJA (SDI) U SRBIJI PO IZBIJANJU SVETSKE EKONOMSKE KRIZE<sup>14</sup>**

**Proces dezinvestiranja u Srbiji je trajao duže od dva perioda tehnološkog ciklusa. *Problem investicija je usko povezan sa problemom privrednog rasta i sa problemom zapošljavanja.* Shvatanje da se aktiviranjem postojećih kapaciteta, putem ulivanja dovoljnog obrtnog kapitala, mogu obezbediti više stope rasta – čista je iluzija. Nužna su velika investiciona ulaganja i stvaranje nove strukture.**

Maksimalni udeo u BDP-u u ovom stoleću investicije u osnovne fondove u Srbiji imale su u 2007. godini – on je tada izneo 25,3% u BDP- koji je u toj godini realno povećan za 5,4%. Približno toliki udeo ukupnih investicija (24,9%) ostvaren je i u 2008, godini, u kojoj je porast BDP-a već bio smanjen, iznevši realno 3,8%. Udeo SDI u BDP-u u 2007. godini bio je 11,3%, da bi već u 2008. pao na 8,3%.

Značajan deo SDI (kupovine) preliven je tada u potrošnju. ***Realizovana tražnja u zemlji u tim godinama bila je za skoro četvrtinu veća od BDP-a zahvaljujući velikom deficitu u spoljnotrgovinskoj razmeni robe i usluga.*** Višak vrednosti uvoza nad izvozom izneo je 24,3% BDP-a u 2007. i 25,0% u 2008, što je finansirano iz SDI i inokredita.

---

<sup>14</sup> Izvod iz: S.Stamenković, M. Kovačević, "Determinante i efekti SDI i njihova veza sa ukupnom investicionom aktivnošću – na srednji i dugi rok", referat na okruglom stolu NDES, (Strane direktne investicije i privredni rast u Srbiji), 15. oktobar 2015.

**U 2015. situacija je fundamentalno promenjena:** višak uvoza nad izvozom (negativni neto izvoz) sveden je na manje od 10% BDP-a (9,8%), *rast investicija bio je moguć samo na teret potošnje.* U 2016. taj proces je nastavljen – deficit robe i usluga u prvih sedam meseci bio je za 20% manji nego u istom periodu 2015. Otuda se udeo (negativnog) neto-izvoza u BDP u 2016, kao dodatak vrednosti BDP-a za upotrebu, svodi na ispod 8%.

*Iz iskustva evropskih zemalja u tranziciji, 25% bi bilo minimalno učešće fiksnih investicija u BDP-u koje će omogućiti zadovoljavajuću dinamiku BDP-a u dužem roku, podizanje godišnjeg rasta na oko 5% u srednjem roku od 3 do 5 godina. Dakle, dostizanje tog učešća investicija je neizostavni cilj u strukturi tražnje.*

**Posle 2008. godine Srbija se bitno udaljila od tog cilja: BDP je u periodu 2009-2015. realno stagnirao, dok su fiksne investicije realno opadale po 2,8% godišnje! Opadajuća dinamika narušena je samo u 2012. godini, usled aktiviranja novih kapaciteta u automobilskoj i naftnoj industriji.**

Prošle, 2015. godine učešće investicija (realan porast 5,6%) u BDP-u (koji je realno povećan za 0,8%) bilo je podignuto na 17,7%. Sa procenjenim rastom investicija u 2016. za 7% i BDP-a za 2,8%, učešće u ovoj godini bi se podiglo na 18,4%.

### **Šta dalje?**

- Rastom investicija u naredne četiri godine po 8%, uz rast BDP-a u prve dve godine po 3,5% i sledeće dve po 4%, udeo investicija bi u 2020. godini dostigao tek 21,6%.
- Da bi dostigle udeo od 25%, prosečan godišnji rast u te četiri godine morao bi da iznosi oko 12%
- Ako bi SDI dostigle udeo u BDP-u približan onom koji su imale 2008. godine (8% do 8,5%) to bi iznelo 3,5 do 4 milijarde evra (zavisno od stepena slaganja deflatora BDP i kursa evra) i to, uglavnom, **green field investicija**, uključujući i reinvestiranu dobit.
- *Time se stvara i prostor za finansiranje deficita razmene, ekspanziju unutrašnje tražnje i povećanje potrošnje.*

**Sem što kompenzuju nedovoljnu domaću štednju, strane direktne investicije jesu važna komponenta ukupnih investicija jer donose tehnologiju i tržište.** Njihovog rasta nema bez odgovarajućeg ambijenta koji podrazumeva uslove i za rast ukupnih investicija.

Kada je reč o stranim investicijama u kontekstu rasta ukupnih investicija onda su tri ključne determinante na delu:

- **infrastruktura,**
- **razvoj malog i srednjeg biznisa,**
- **rejting zemlje i sistemski uslovi** (fiskalni, finansijski, normativni i dr.)

**U uslovima konsolidacije i suženog fiskalnog prostora zemlja je upućena na strukturne reforme a pre svega na opštu reformu javnog sektora.** Konsolidacija je uspešna i njen domet prevazilazi planirane ciljeve u 2015. i 2016. godini. Privreda je na uzlaznom trendu zahvaljujući konsolidaciji državnih finansija, stabilnosti i izvoznoj tražnji.

Konsolidacija je do sada bila uglavnom bazirana na merama štednje i rastu prihoda zahvaljujući pre svega rastu poreza na dodatu vrednost i rastu akciznih prihoda gde je zanačajan uticaj i niskih uvoznih cena energenata. To je dobra polazna osnova za relaksaciju javnog duga i relaksaciju štednje u domenu zarada u javnom sektoru i penzija.

**U 2015. došlo je do preokreta i poslovni dobiti su nadmašili finansijske i druge, neposlovne, gubitke, što je rezultiralo pozitivnim finalnim rezultatom. Kada je reč o finansijskim gubicima (rashodi kamata i kursne razlike), oni su u 2015. godini za 62% niži u odnosu na 2014. godinu i iznosili su oko 869 miliona evra u poređenju sa 2,3 milijarde u 2014. godini.**

**Zaustavljen je trogodišnji pad obima kredita privredi interventnim smanjenjem referentne kamatne stope NBS i blagim sniženjem kamatnih stopa bankarskog sektora, pre svega usled pada Euribora-a.** U 2016. godini, Euribor je nastavio silaznu putanju da bi od marta 2016. godišnji prešao u negativnu zonu što pokazuje da naše banke imaju itekako dovoljno prostora za obaranje kamatnih stopa što bi dalo još veći podstrek našim privrednicima za profitonosna ulaganja i rast proizvodnje.

**Međutim, pokazatelji likvidnosti, uprkos relativnoj stabilnosti, pokazuju da *kratkoročna finansijska ravnoteža preduzeća* koja podrazumeva punu usklađenost između raspoloživih likvidnih sredstava i tekućih obaveza još uvek nije dostignuta.**

**Prema tome, sniženje kamatnih stopa banaka, prouzrokovano padom Euribora i referentne kamatne stope NBS, pozitivno su uticali na rentabilnost srpske privrede, pre svega značajnom redukcijom finansijskih i monetarnih gubitaka i ulaskom u zonu pozitivnog dejstva leveridža, što podrazumeva da je stopa poslovne dobiti viša u odnosu na prosečnu kamatnu stopu na zajmove privredi. Oporavak srpske privrede koji se ogleda u pozitivnom neto-dobitku odvija se u otežanim uslovima **fiskalne konsolidacije** koja je usporila rast domaće tražnje i lične potrošnje što negativno utiče na promet i profitabilnost preduzeća. Sa druge strane, fiskalna konsolidacija je indirektno pozitivno uticala na privredni ambijent jer su smanjenje javnog duga i budžetskog deficita takođe doprineli sniženju kamatnih stopa i stabilnosti finansijskog tržišta.**

Na poboljšanje rentabilnosti naše privrede uticali su i rezultati monetarne politike NBS, pre svega, očuvanje stabilnosti deviznog kursa i cena, ... ali, i pored navedenih pozitivnih pomaka u pogledu rentabilnosti privrede i stabilizacije finansijskog tržišta, treba imati u vidu da *pokazatelji likvidnosti* (opšti

ratio likvidnosti, rigorozni ratio likvidnosti i leveridž – stopa zaduženosti) *pokazuju negativnu tendenciju. To svedoči o još uvek nedovoljno dobroj slici finansijskog položaja i pretećim rizicima prezaduženosti i nelikvidnosti*, uprkos poboljšanoj rentabilnosti i činjenici da su pomenuti pokazatelji unutar dopuštenih limita.

**U zaključku – usled nedovoljne domaće štednje Srbija se suočava sa ogromnim potrebama za dodatnom akumulacijom iz inostranstva.**

*Zbog ograničenog prostora za dodatno zaduživanje, zatim činjenice da su koncesionalni zajmovi međunarodnih finansijskih institucija usmereni na modernizaciju infrastrukture i ekonomski i socijalno izdržljivo prestrukturiranje javnih preduzeća – jedina oblast koja nema ograničenja jesu strane direktne investicije!*

**Svaka ambicija da Srbija u narednim godinama ostvari višu stopu rasta zahteva veći rast investicija i, samim tim, mnogo veći godišnji priliv inostrane akumulacije u obliku direktnih stranih investicija. *Uslove za to – političke, sistemske, institucionalne, makroekonomske i socijalne – treba da stvorimo sami u Srbiji.***