

Decembar 2016.

MAT
Broj 263

MAKROEKONOMSKE ANALIZE I TRENDOVI
MACROECONOMIC ANALYSES AND TRENDS

Tema broja

Analiza rentabilnosti i finansijskog položaja nekih javnih preduzeća

Ovo istraživanje će biti publikovano u časopisu:
NACIONALNA POSLOVNA REVIJA (NPR) br. 15, decembar 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.....

ANALIZE

Katarina Stančić

CENTRALNA, ISTOČNA I JUGOISTOČNA EVROPA - ZADOVOLJAVAJUĆI PROGRES I SREDNJOROČNE NEIZVESNOSTI.....

TEMA BROJA

Dušan Gavrilović i Miladin Kovačević

ANALIZA RENTABILNOSTI I FINANSIJSKOG POLOŽAJA NEKIH JAVNIH PREDUZEĆA.....

METODOLOŠKI PRILOG

Ivan Nikolić

SIVA EKONOMIJA I BDP U SRBIJI - DILEME I PARADOKSI.....

Mirjana Smolčić

METODOLOŠKA OBJAŠNJENJA RAZLIKA IZMEĐU PRETHODNIH I KONAČNIH PODATAKA O BDP.....

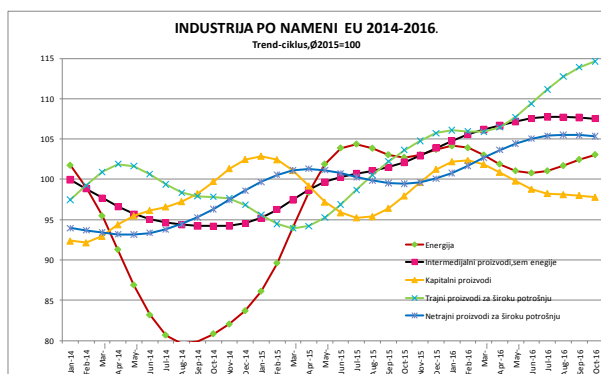
OCENA PRIVREDNE AKTIVNOSTI

Autor: Stojan Stamenković

U oktobru 2016. godine nije nastavljeno izrazito jačanje privredne aktivnosti karakteristično za kraj trećeg tromesečja, ali se rezultati u celini ne mogu oceniti kao nepovoljni. Izvesno usporavanje dinamike industrijske proizvodnje je u okviru uobičajenih oscilacija, međugodišnji rast proizvodnje je i u desetomesečnom periodu ostao na nivou iznad 5% i u slučaju ukupne industrije i u prerađivačkoj industriji. Međugodišnji rast izvoza je ostao visok, promet u trgovini realno raste, iako sporije, neki posredni indikatori ukazuju na rast investicija, mada ne svi i ne u potrebnoj meri.

1. Međugodišnji rast ukupne industrijske proizvodnje je u periodu januar-oktobar zadržan na 5,2%, približno koliko je iznosio i u devetomesečnom periodu, mada je u samom oktobru redukovano na 3,2%.

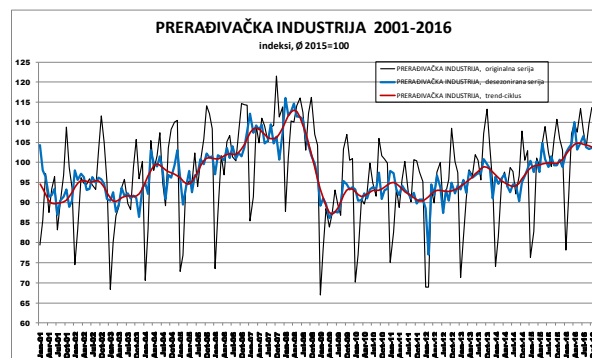
Posmatrano po nameni, najveća redukcija dinamike zabeležena je u kategoriji *kapitalni proizvodi*: međugodišnji pad proizvodnje u oktobru izneo je 5,2%, desezonirani pad u odnosu na prethodni mesec 1,2%; opadajući, počev od marta u proseku po 0,5% mesečno, kratkoročni trend se jedino u ovoj namenskoj kategoriji našao ispod prošlogodišnjeg proseka i to za 2,2% u oktobru.



Svi ostali trendovi su iznad prošlogodišnjeg proseka – dva od njih stagniraju i to *netrajni proizvodi za široku potrošnju* na oko 5,5%, a *intermedijarni proizvodi* na oko 8%, dok su trendovi *energije* i *trajnih proizvoda za široku*

potrošnju rastući, i to prvi tek četiri meseca (do nivoa 3% iznad prošlogodišnjeg proseka), a drugi neprekidno od marta 2015. (do nivoa od blizu 15% iznad prošlogodišnjeg proseka). Sem kapitalnih proizvoda, sve namenske kategorije su u oktobru imale međugodišnji rast, i to od 3,1% u slučaju energije, preko približno 4% kod intermedijarnih i kod netrajnih proizvoda za široku potrošnju, do 7,6% porasta proizvodnje trajnih proizvoda za široku potrošnju.

Ako se ukupna industrijska proizvodnja posmatra po proizvodnim sektorima, videće se da su u oktobru proizvodnja *rudarstva* i *elektroprivreda* imale međugodišnji rast od po 4,1%, a da je redukcija međugodišnjeg rasta u tom mesecu locirana u *prerađivačkoj industriji*, gde je iznela 2,9%, što je znatno niže od međugodišnje porasta u periodu januar-oktobar, koji je izneo 5,2%.



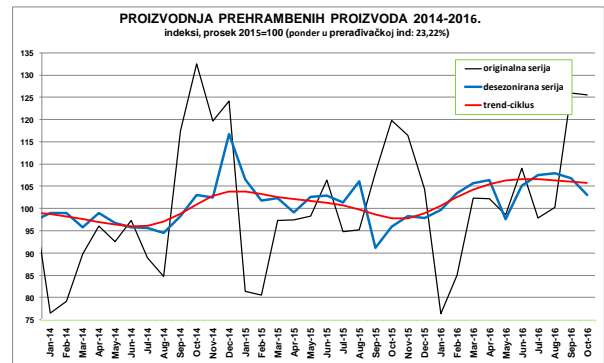
U poslednja tri meseca (procenjene) vrednosti trend-ciklusa su blago opadale (po 0,2% mesečno) i taj pad je u znatnoj meri povezan sa zaustavljanjem proizvodnje naftnih derivata u septembru i odgovarajućim padom desezoniranog indeksa u vezi s tim. Desezonirani indeks u oktobru povećan je za 0,3%. Presudni uticaj na to povećanje imalo je ponovno pokretanje proizvodnje naftnih derivata – ona je u oktobru imala međugodišnji porast od 4,4% (kumulativno, za deset meseci proizvodnja je bila približno na istom nivou kao i prošle godine, tačnije: zabeležen je pad od 0,3%), ali je desezonirani porast, u odnosu na skoro zaustavljeni septembar, izneo 472%! Dodajmo

ovde i to da su, među 19 oblasti koje ovde pratimo i koje u ukupnoj prerađivačkoj industriji učestvuju sa preko 90%, desezonirani porast proizvodnje u oktobru imale još samo dve – proizvodi od gume i plastike i proizvodi od nemetalnih minerala – mada je međugodišnji porast u tom mesecu imalo njih 15, a devet oblasti zadržalo je rastući trend.

*Kada je reč o međugodišnjem porastu proizvodnje prerađivačke industrije u oktobru, treba reći i to da je on **manji od naših očekivanja** iz prošlog meseca, ali i da je njegova redukcija na samo 2,9% predimenzionirana u odnosu na stvarnu tekuću dinamiku. Reč je o uticaju kompozicije kalendara. Koeficijent tog uticaja u oktobru 2016. godine bio je 0,99, dok je u oktobru 2015. iznosio 1,00. Tačnije, bazni indeks u oktobru ove godine je umanjen, da je kalendarski koeficijent ostao isti kao prošle godine (tj. da se u oktobar ove godine nije smestila i peta nedelja), taj bazni indeks bi, umesto 113,7 koliko je pokazala statistika, izneo 114,9, pa bi međugodišnji indeks u oktobru ove godine izneo oko 104, umesto 102,9 kako pokazuje statistika.*

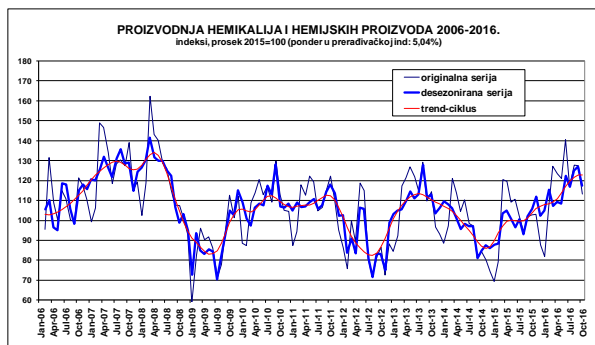
Dinamika u tri oblasti je – zbog promene tendencija i njihovog učešća (zajedno preko 34%) u proizvodnji prerađivačke industrije – **bila presudna za usporavanje dinamike prerađivačke industrije u oktobru.** To su: *prehrambena industrija, hemijska industrija i farmaceutska industrija.*

Kada je reč o *prehrambenoj industriji*, međugodišnja dinamika sama po sebi ne ukazuje na promene tendencija i eventualne probleme u vezi s tim. Međugodišnji porast u oktobru izneo je 4,9%, u periodu januar-oktobar ostao je 4,6% koliko je iznosio i u periodu januar-septembar. Međutim, međugodišnji porast u oktobru na nivou proseka rezultat je niske baze u oktobru prošle godine (posle „obrušavanja“ u septembru). Desezonirani indeks je u oktobru oštro opao za 3,5%, trend je iz rastućeg prešao u opadajući smer (po 0,3% u poslednja dva meseca).



Upoređivanjem dinamike po granama prehrambene industrije lako je zapaziti da je pad proizvodnje koncentrisan u jednoj od njih – u *preradi i konzervisanju voća i povrća*. Bazni indeks ove grane je u oktobru bio manji nego u septembru za 27,3% (prošle godine ova promena bila je upola manja, tako da je u oktobru – nakon pada u septembru za 3% – zabeležen međugodišnji pad za 18% (u ostalim granama nije bilo ovakvih promena). Shodno učešću ove grane u prehrambenoj industriji od blizu 10%, to je oborilo indeks prehrambene industrije za 1% do 1,5%, a time i indeks prerađivačke industrije za 0,3%. U pitanju je pad proizvodnje više vrsta voćnih sokova i smrznutog voća kod desetak proizvođača. Šta je uzrok – bogata i relativno jeftinija ponuda na zelenim pijacama kao motiv za povećano spremanje zimnice u domaćinstvima ili otežan izvoz – treba istražiti.

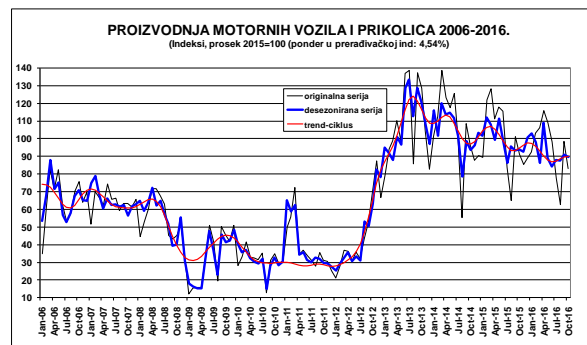
Hemijska industrija je maksimalni nivo trend-ciklusa imala sredinom drugog tromesečja 2008. godine (34% iznad proseka 2015. godine). *Po izbijanju krize krajem leta te godine započelo je ciklično kretanje tog trenda*: njegovo opadanje do prvog minimuma u drugom tromesečju 2009 (17% ispod navedenog proseka), zatim rast do drugog maksimuma u trećem tromesečju 2010, pad do trećeg tromesečja 2012. godine, rast do sredine 2013. godine, pad do četvrtog tromesečja 2014 (14% ispod proseka 2015) i zatim kontinuelni rast do *septembra* ove godine, kada je dostigao nivo od 22,7% iznad proseka 2015. na kome se zadržao i u oktobru; desezonirani indeks u septembru povećan je i bio je za 27,1% veći od tog proseka – da bi u oktobru pao za 7,6%.



Međugodišnji porast proizvodnje *hemijske industrije* u periodu januar-oktobar ove godine izneo je 19,2% (u avgustu i septembru bio je podignut na 25% do 30%), da bi u oktobru bio redukovan na 11,8%. Slično kao i u slučaju prehrambene industrije, i u hemijskoj industriji je redukcija dinamike **koncentrisana na jednu granu** – proizvodnja osnovnih hemikalija, veštačkih đubriva i azotnih jedinjenja, plastičnih i sintetičkih masa je u periodu januar-oktobar ostvarila kumulativni međugodišnji rast od 31,5%, ali je u samom oktobru on redukovan na 7,3%. U ostalim granama hemijske industrije nije bilo ovakvih redukcija.

Farmaceutska industrija ima gotovo jednake međugodišnje promene u oktobru i u periodu januar-oktobar (pad za 0,4% i 0,3%), ali je oktobarski rezultat usledio posle međugodišnjeg porasta u periodu maj-septembar za oko 7%. Trend je rastao od februara po 1,8% prosečno mesečno, njegova vrednost koja je za 9,5% veća od prošlogodišnjeg proseka najveća je vrednost trend-ciklusa u periodu u kome pratimo ovu seriju (od 2000. godine). Međutim, **desezonirani pad u oktobru bio je izuzetno veliki, iznevši 8%**.

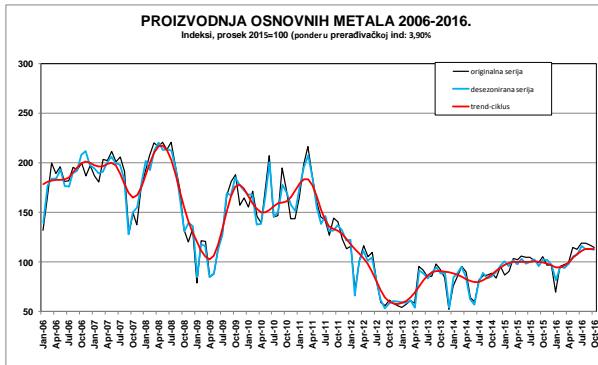
Od ostalih oblasti, kao i obično, treba izdvojiti *proizvodnju motornih vozila i prikolica*, kao oblast koja je najveća po vrednosti izvoza. Ona je na trendu koji trenutno stagnira na nivou koji je 10% niži od prošlogodišnjeg proseka, desezonirani indeks je u oktobru smanjen za 1,5% i na približno istom je nivou kao trend.



I međugodišnji pokazatelji su slični: u periodu januar-oktobar proizvodnja ove oblasti imala je pad od 8,1%, a u samom oktobru 8,9%. Jasno je da je u pitanju Fijat, ali priču o njemu ovde ne treba više ponavljati.

Interesantna je i *proizvodnja proizvoda od nemetalnih minerala*. Ona je u oktobru imala međugodišnji porast od 5,5%, u periodu januar-oktobar 7,4%. Njen trend je tokom poslednja tri meseca rastući (po 0,5% mesečno), desezonirani indeks je porastao za 1,6%, ali je zanimljivo da je *u oktobru smanjena proizvodnja cementa*, čiji smo rast do sada isticali kao pokazatelj rasta investicija. Naime, kumulativni međugodišnji porast proizvodnje grane *proizvodnja cementa, kreča i gipsa* u periodu januar-oktobar iznosi preko 10%, ali je u oktobru došlo do međugodišnjeg pada za blizu 2%. Da li je ovo povezano sa trenutnim slabljenjem priliva SDI, ili se struktura investicija pomera sa građevinskih radova ka opremi – ostaje da se vidi.

Na kraju, nekoliko reči i o *proizvodnji osnovnih metala*, koja je do ove godine bila neizvesna zbog statusa Železare u Smederevu. Proizvodnja ove oblasti je u oktobru imala međugodišnji porast od 8,2% a u periodu januar-oktobar 5,3%. U tom okviru, porast *proizvodnje sirovog gvožđa, čelika i ferolegura* u periodu januar-oktobar izneo je 7,7%, a u samom oktobru 25%. Rastući trend proizvodnje osnovnih metala uspostavljen je početkom ove godine, a u oktobru su se vrednosti trenda i desezoniranih indeksa našle na nivou koji je za oko 13% iznad prošlogodišnjeg proseka.



Dinamiku proizvodnje u oblasti osnovnih metala opredeljuje dinamika proizvodnje u *Hestilu*; ona će, prema planovima, u narednom periodu biti u usponu, pa će rasti i doprinos oblasti osnovnih metala rastu proizvodnje ukupne prerađivačke industrije i izvoza.

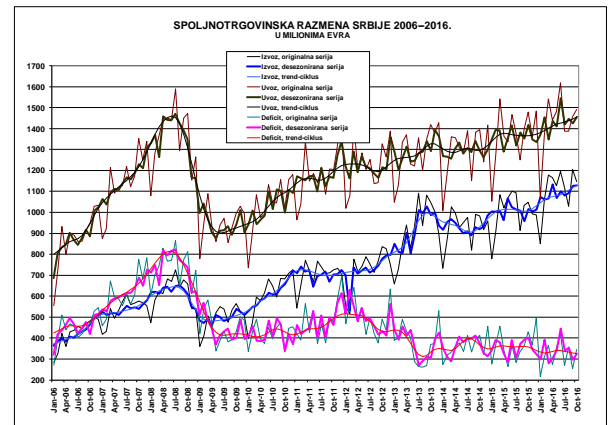
S obzirom na redukciju rasta prerađivačke industrije u oktobru može se postaviti pitanje da li je naša revizija procene rasta proizvodnje prerađivačke industrije u celoj 2016. godini na najmanje 6% bila previše optimistička i da je ranija procena o rastu od oko 5,5% bila realnija.

2. Ukupna vrednost spoljnotrgovinske robne razmene u oktobru 2016. iznela je 2637 miliona evra, ili 4,3% više nego u istom periodu prethodne godine, a u periodu januar-oktobar vrednost te razmene je bila 25315 miliona evra, ili 7,3% više. Posle oktobra zadržan je odnos među tekućim tendencijama – izvoz raste brže od uvoza.

Nije zadržana rekordna međugodišnje stopa rasta **izvoza** iz septembra, ali je ona i u oktobru bila zamašna: vrednost izvoza od 1146 miliona evra bila je za 9,2% veća nego u oktobru prošle godine. U periodu januar-oktobar vrednost izvoza iznela je 11074 miliona evra, što je za 10,1% više nego u istom periodu prošle godine. Vrednost **uvoza** u oktobru bila je 1491 milion evra a u periodu januar-oktobar 14240 miliona evra; međugodišnji porasti bili su 0,7% u oktobru i 5,1% u periodu januar-oktobar. Uvoz je u svih deset meseci bio pokriven izvozom sa 77,8%, a u oktobru je to pokriće iznelo 76,9%.

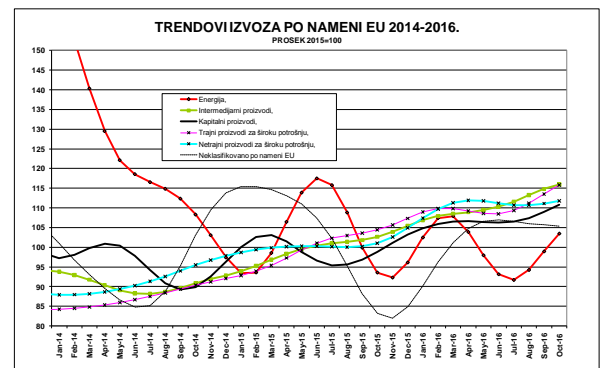
I izvoz i uvoz imaju stabilne rastuće kratkoročne trendove, njihovi prosečni mesečni priraštaji se

ne menjaju, bilo da se mere od početka godine, bilo u poslednja tri meseca, ali su priraštaji izvoza znatno, bezmalo dvostruko brži od priraštaja uvoza.



Prosečni mesečni priraštaji trenda izvoza iznose 0,9% u periodu januar-oktobar, a u periodu avgust-oktobar su neznatno brži, iznose po 1,0%. Priraštaji trenda uvoza iznose 0,6% mesečno, bilo da se meri ceo desetomesečni period ili samo poslednja tri meseca. Desezonirani indeksi su podložni oscilacijama – nešto većim kod uvoza nego kod izvoza – a u oktobru je desezonirani indeks izvoza povećan za 0,2% i u tom mesecu se podudario sa vrednošću trenda, koja je veća od prošlogodišnjeg proseka za oko 12,5%. Interesantno je da su se u oktobru podudarile i desezonirana vrednost uvoza (povećana u tom mesecu za 2,2%) i vrednost njegovog trenda, koja je veća od prošlogodišnjeg proseka za 6,5%.

Spoljnotrgovinski robni deficit, koji je sredinom 2008. godine bio reda veličine od 800 miliona evra mesečno, sada je sveden na oko trista miliona evra.



Kratkoročni trendovi svih namenskih kategorija izvoza i dalje su rastući i u oktobru su svi premašili vrednost prošlogodišnjeg proseka.

Trenutno najbrže raste, ali je na najnižem nivou, trend *izvoza energije*. Taj trend u 2015. i 2016. ima izrazito oscilatorni karakter. Posle maksimuma u 2013. godini, došlo je do njegovog oštrog opadanja tokom 2014. godine (što je povezano i sa efektima poplava u toj godini). Usledio je uspon tokom prvog polugođa 2015, novi pad do kraja te godine, pa kratkoročni uspon tokom prvog tromesečja 2016, zatim pad zaključno sa julom (do nivoa 8,3% ispod prošlogodišnjeg proseka; poslednja tri meseca usledio je brz rast (prosečno po 4,1% mesečno), da bi u oktobru bio „preskočen“ prošlogodišnji prosek i dostignuta vrednost trenda za 3,5% veća od tog proseka. Pri međugodišnjem upoređivanju vide se i efekti ovakve tekuće dinamike: izvoz energije je u periodu januar-oktobar (jedini) međugodišnje opao za 1,3%, a u oktobru je zabeležen međugodišnji porast za 27,4%! Dinamika izvoza energije u velikoj meri zavisi i od viškova raspoloživih za izvoz, a njeno učešće od oko 2,5% u ukupnom izvozu marginalizuje njen značaj za dinamiku ukupnog izvoza.

Među ostalim namenskim kategorijama najdalje su od prošlogodišnjeg proseka odmakli (za oko 16%) trendovi *izvoza trajnih proizvoda za široku potrošnju* i *izvoza intermedijarnih proizvoda*. Trend trajnih proizvoda za široku potrošnju poslednjih meseci najbrže raste (po 1,9% tokom poslednja tri meseca), ali njen udeo u ukupnoj vrednosti izvoza od oko 6% ne čini njenu dinamiku presudnom za dinamiku ukupnog izvoza. Udeo, pak, **izvoza intermedijarnih proizvoda od blizu 35% čini dinamiku ove kategorije izvoza (koja je relativno stabilna, prosečni rast poslednjih meseci po 1,2%) bitnom za dinamiku ukupnog izvoza**. Trendovi izvoza *kapitalnih proizvoda* i *netrajnih proizvoda* dostigli su u oktobru nivo od oko 11%, odnosno 12% iznad prošlogodišnjeg proseka, s tim što je trend izvoza netrajnih proizvoda za široku potrošnju dugoročno stabilniji, ali trenutno nešto brže raste trend izvoza kapitalnih proizvoda. Interesantno je da je

u periodu januar-oktobar međugodišnji porast vrednosti izvoza u ove četiri kategorije grupisan između 9% (kapitalni proizvodi) i 12% (intermedijarni proizvodi).

Pri međugodišnjem poređenju po oblastima, ako se izdvoje oblasti čija je vrednost izvoza za deset meseci 2016. bila veća od 250 miliona evra, njih sedam imalo je međugodišnji porast izvoza (sa ukupnom vrednošću od 3647 miliona evra) veći od porasta izvoza *prerađivačke industrije* (vrednost 10017 miliona evra) sa porastom za 10,5%. To su: *proizvodnja duvanskih proizvoda* (55%), *proizvodnja električne opreme* (33%), *hemijska industrija* (21%), *proizvodnja nameštaja* (18%), *proizvodnja kože i predmeta od kože* (14%), *proizvodnja odevnih predmeta* (12,5%) i *proizvodnja proizvoda od gume i plastike* (11%). Sve ove oblasti imale su natprosečan međugodišnji porast i u oktobru.

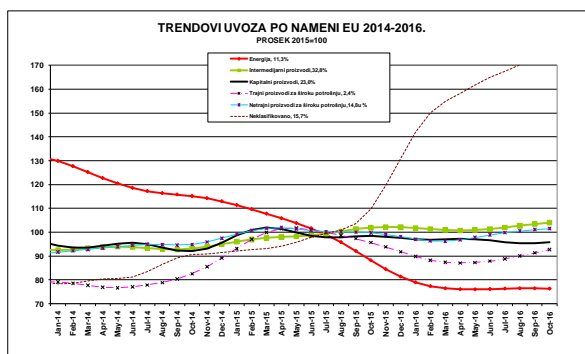
Posebnu pažnju privlači činjenica da je *proizvodnja motornih vozila i prikolica* i u ovoj godini oblast sa najvećom vrednošću izvoza, ali da **nije na prvom mestu po doprinosu vrednosti izvoza u proteklih deset meseci – to mesto preuzeo je izvoz električne opreme**, sa povećanjem od 212 miliona evra; izvoz motornih vozila i prikolica je na drugom mestu sa povećanjem od 116 miliona evra, a znatno mu se približio i *izvoz hemijske industrije* sa 97 miliona evra. Štaviše, kada se zasebno posmatraju međugodišnja povećanja vrednosti izvoza u oktobru, videće se da je *vrednost izvoza motornih vozila i prikolica manja nego pre godinu dana* (za oko 4 miliona evra), a da su *najveća međugodišnja povećanja vrednosti izvoza doneli: poljoprivreda i proizvodnja električne opreme (po 20 miliona evra), hemijska industrija (11%), te elektroprivreda i gumarska industrija (po oko 10%)*.

Na kraju, valja pomenuti da druga oblast po veličini izvoza – *prehrambena industrija* – ove godine ne ostvaruje rezultate u skladu s ukupnom dinamikom izvoza, njeno povećanje izvoza od 6,5% daleko je niže od povećanja izvoza

prerađivačke industrije. **Iz svega je očigledno da se postepeno menja struktura izvoza.**

Kada je reč o **uvozu**, teško je dati preciznu ocenu s obzirom na to da je uvoz kategorije *neklasifikovano po nameni EU u proteklih deset meseci ove godine međugodišnje porastao za 69% i dostigao skoro 20% ukupnog uvoza*¹. Među namenskim kategorijama, za deset meseci međugodišnje je porastao jedino uvoz *intermedijarnih proizvoda* – za 2,8%. Pad *uvoza netrajnih proizvoda za široku potrošnju* je manji od 1%, a kod ostalih kategorija je osetan – blizu 4% u slučaju *kapitalnih proizvoda* i preko 20% u slučaju *uvoza energije* i *uvoza trajnih proizvoda za široku potrošnju*. U samom oktobru međugodišnje je smanjen uvoz u svim namenskim kategorijama – uvoz *energije* je smanjen za 37%, a uvoz *ostalih namenskih kategorija* za 2% do 4%.

Na nivou iznad proseka su vrednosti blago rastućih trendova *uvoza intermedijarnih proizvoda* (u oktobru 4%) i *netrajnih proizvoda za široku potrošnju* (1,5%); najbrže raste trend *uvoza trajnih proizvoda za široku potrošnju*, ali je njegova vrednost u oktobru i dalje ispod prošlogodišnjeg proseka (za 7,3%), trend *uvoza kapitalnih proizvoda* stagnira (na oko 4,5% ispod tog proseka), a najdublje je pao i trenutno je blizak stagnaciji (na nivou za skoro 24% ispod prošlogodišnjeg proseka) trend *uvoza energije*.



Sa gledišta buduće proizvodne aktivnosti ohrabruje održavanje trend-ciklusa *uvoza intermedijarnih proizvoda* u rastućem smeru, posle izvesnog zastoja krajem prošle i početkom

ove godine; u oktobru ove godine ostvarena je istorijski najveća vrednost trenda ovog uvoza.

Treba skrenuti pažnju i na to da je vrednost *uvoza sirove nafte i gasa* i *uvoza naftnih derivata* u proteklih deset meseci ove godine još uvek (za 326 miliona evra) manja nego u prvih deset meseci prošle godine, ali da je *uvoz naftnih derivata u septembru i oktobru međugodišnje povećan* za 11%, odnosno 12%. Nemamo preciznu ocenu o tome koliko je na to uticao zastoj domaće proizvodnje (zalihe naftnih derivata u septembru su bile skoro prepolovljene, porastom u oktobru popunjena je približno trećina količine tog pada), a koliko porast cena na međunarodnom tržištu.

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

Deficit tekućeg računa u periodu januar-septembar iznosio je 881 milion evra i bio je manji nego u istom periodu 2015. godine za 22,2%.

U računu robe i usluga ostvaren je deficit u iznosu od 1848 miliona evra i on je manji nego u istom periodu prehodne godine za 21,3%; izvoz robe i usluga izneo je 12710 miliona evra, ili 10,9% više, a uvoz 14558 miliona evra, ili 4,6% više nego u prvih devet meseci 2015. godine. Poboljšanje salda tekućeg računa je pre svega rezultat većeg izvoza robe – za 902,7 miliona evra ili za 10,6% više u odnosu na isti period prethodne godine. Negativan saldo robne razmene iznosio je 2490,0 miliona evra (za 323,3 miliona evra ili za 11,5% manje). Suficit po osnovu trgovine uslugama je iznosio 642,5 miliona evra (za 177,2 miliona evra ili za 38,1% više).

Deficit primarnog dohotka – primarni dohodak obuhvata nadoknade za zaposlene i dohodak od investicija (direktnih, portfolio i ostalih investicija), kao i dohodak od deviznih rezervi – iznosio je 1390,2 miliona evra (za 134,2 miliona evra ili za 10,7% više). Povećanje deficita primarnog dohotka je prvenstveno rezultat

¹ Pri razvrstavanju po oblastima KD i po SMTK oko 16%.

povećanog neto odliva dohotka po osnovu dividendi (za 161,7 miliona evra ili za 72,6% više), što je direktna posledica većih stranih direktnih investicija u prethodnoj godini. Istovremeno, neto odliv reinvestirane dobiti je iznosio 437,6 miliona evra (za 7,6% manje). Neto odliv dohotka od portfolio investicija iznosio je 418,1 milion evra (za 19,2 miliona evra ili za 4,8% više).

Suficit na računima sekundarnog dohotka iznosio je 2356,9 miliona evra (za 114,5 miliona evra ili za 4,6% manje). Na pozitivan saldo računa sekundarnog dohotka najviše su uticali prilivi privatnog sektora: *neto priliv doznaka radnika iz inostranstva* u iznosu od 1413,7 miliona evra (iako je to za 151,6 miliona evra ili za 9,7% manje nego u prvih devet meseci prethodne godine), *neto priliv po osnovu ostalih ličnih transfera* (od kojih su najvažnije penzije iz inostranstva) u iznosu od 466,1 milion evra (za 9,5% više), kao i *neto priliv po osnovu ostalih tekućih transfera* (od kojih su najvažnije naplate po osnovu trgovinske razmene sa Kosovom) koji je iznosio 420,8 miliona evra (za 12,0% više).

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

	1-9.2015	1-9.2016	indeks
Tekući račun	-1.133	-881	77,8
Prihodi	14.885	15.876	106,7
Rashodi	16.018	16.757	104,6
Roba i usluge	-2.348	-1.848	78,7
Izvoz	11.579	12.710	109,8
Uvoz	13.927	14.558	104,5
Primarni dohodak	-1.256	-1.390	110,7
Sekundarni dohodak	2.471	2.357	95,4
Prihodi	2.794	2.704	96,8
<i>Od čega: Doznake radnika</i>	1.621	1.473	90,8
Rashodi	323	347	107,6
Kapitalni račun	4,5	-0,4	-
Neto pozajmljivanje(+)/neto zaduživanje (-) (Saldo tekućeg računa i računa kapitala)	-1.128	-881	78,1
Finansijski račun, neto	808	402,3	49,8
Direktne investicije	1.290	1.271	98,6
Portfolio investicije	29	-690	-
Neto povećanje finansijske aktive	-75	-67	-
Neto povećanje finansijskih obaveza	104	-623	-
Vlasničke hartije od vrednosti i hartije od vrednosti investicionih fondova	-80	-10	-
Dužničke hartije od vrednosti	184	-610	-
u tome: Država	184	-610	-
Ostale investicije	-131	-999	-
Gotov novac i depoziti	-15	-320	-
Kreditni	-133	-602	452,3
Neto povećanje finansijske aktive (naši plasmani)	-21	-23	107,8
Neto povećanje finansijskih obaveza (korišćenje)	-112	-580	517,4
Trgovinski krediti i avansi	18	-78	-
Devizne rezerve	-379	820	-
Neto greške i propusti	320	479	149,9

Neto priliv po osnovu finansijskih transakcija u prvih devet meseci ove godine iznosio je 402,3 miliona evra (za 50,2% manje nego u istom periodu prethodne godine). 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.

Saldo stranih direktnih investicija izneo je 1271 milion evra (1,4% manje nego u prvih devet meseci prošle godine²). Od toga je 168 miliona evra odliv po osnovu povećanja aktive, a *neto priliv po osnovu stranih direktnih investicija nerezidenata u Srbiju* iznosio je 1439,0 miliona evra – za 86,0 miliona evra ili za 5,6% manje.

U cilju potpunijeg sagledavanja efekata SDI treba imati u vidu da je **odliv primarnog dohotka po osnovu SDI iznosio 1057,7** miliona evra od čega se 451,4 miliona evra odnosi na odlive po osnovu dividendi, 51,2 miliona evra na odlive po osnovu kamata, dok je 551,2 miliona evra odliv po osnovu reinvestirane dobiti koji predstavlja zadržanu dobit preduzeća u stranom vlasništvu, odnosno dobit koja nije isplaćena vlasnicima. Ukoliko se priliv koji je ostvare po osnovu ulaganja nerezidenata u Srbiju umanjuje za odlive koje smo imali po osnovu rashoda od SDI (odnosno sredstava koja su „vraćena“ stranim investitorima), čisti neto priliv po osnovu SDI nerezidenata u Srbiju iznosi 381,3 miliona evra. U strukturi SDI došlo je do smanjenja neto direktnih vlasničkih ulaganja za 425,8 miliona evra, na 797,9 miliona evra, pri čemu je neto reinvestirana dobit smanjena za 36,1 milion evra (na 437,6 miliona evra). S druge strane, povećano je neto međukompanijsko zaduživanje za 407,5 miliona evra (na 473,5 miliona evra). *Za razliku od istog perioda prethodne godine, kada se samo 5,5% SDI u Srbiju odnosilo na međukompanijsko zaduživanje, u periodu januar septembar 2016. godine je udeo povećan na 34,7%, dok je udeo*

² Podsetićemo se da je za osam meseci na ovoj poziciji bio zabeležen porast od 9%.

vlasničkih ulaganja, uključujući i reinvestiranu dobit, smanjen sa 94,5% na 65,3%. Ovakvo kretanje je nepovoljno i povezano je sa razduženjem preduzeća po osnovu finansijskih kredita. Naša preduzeća se radije zadužuju kod povezanih preduzeća nego kod stranih poslovnih banaka. Umesto isplate dividendi, povezanim preduzećima u inostranstvu se isplaćuju kamate koje predstavljaju trošak i ne podležu oporezivanju.

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 683,7 miliona evra (u istom periodu prošle godine zabeležen je neto priliv od 27,6 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 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) iznosio je 999,4 miliona evra (za 868,6 miliona evra ili za 663,8% više). U okviru ostalih investicija, zabeleženo je **povećanje depozita domaćih poslovnih banaka u inostranstvu** u iznosu od 265,2 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** svih sektora i to: Narodne banke Srbije (za 23,2 miliona evra), poslovnih banaka (za 346,6 miliona evra), države (za 56,7 miliona evra) i preduzeća (za 153,2 miliona evra). U periodu januar-septembar 2016. godine zabeležen je porast potraživanja preduzeća **po osnovu trgovinskih kredita** u iznosu od 807,4 miliona evra (za 440,6 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 820,4 miliona evra (u periodu januar-septembar 2015. godine zabeležen rast od 379,2 miliona evra), što je najvećim delom rezultat intervencija NBS na međubankarskom tržištu deviza.*

Na kraju, nekoliko napomena o najvažnijim promenama u septembru 2016. godine u odnosu na isti mesec prethodne godine

Ono što je karakteristično za septembar 2016. godine jeste **značajan rast izvoza robe** u odnosu na isti mesec prethodne godine (za 126,6 miliona evra ili za 12,8% više). **Neto odliv dohotka po osnovu dividendi** iznosio je 85,4 miliona evra (za 59,5 miliona evra ili za 129,1% više). Smanjene su neto kreditne obaveze poslovnih banaka (za 50,6 miliona evra). Takođe, preduzeća su se po osnovu trgovinskih kredita zadužila za 91,7 miliona evra.

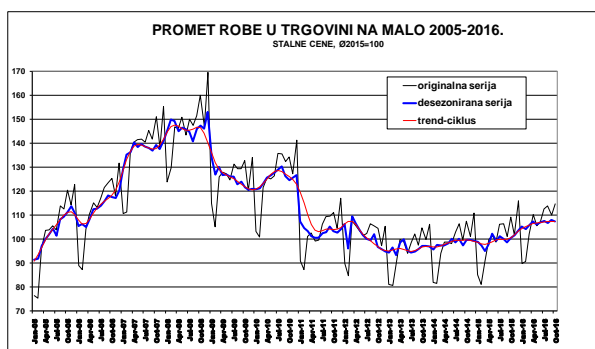
4. Na području unutrašnje tražnje nemamo novih procena o dinamici investicija.

Na području potrošnje, za deset meseci ove godine ostvaren je suficit budžeta. Izvršenje **budžeta** do oktobra ove godine znatno je premašilo očekivanja iz Zakona o budžetu za 2016. te je u prvih deset meseci ostvaren suficit od 34,3 mlrd. dinara, što je čak za 72,2 mlrd. bolji rezultat od prošlogodišnjeg u istom periodu. Ukupan deficit koji je planiran za 2016 godinu

iznosi 121,8 mlrd. dinara ali očigledno je da će rezultat biti znatno bolji³.

Podaci o prometu robe u trgovini na malo pokazuju da je međugodišnji porast vrednosti tog prometa – nakon redukcije u nekoliko prethodnih meseci i izjednačavanja sa kumulativnim međugodišnjim rastom u septembru – u oktobru ponovo nešto sporiji.

Promet u trgovini na malo u stalnim cenama je zaključno sa septembrom imao kratkoročni trend koji je simbolično rastao po 0,1% mesečno i taj rast je u oktobru prekinut.



Desezonirani indeks je smanjen u oktobru za 0,6%, ali je ostao, zajedno sa vrednošću trenda, na nivou koji je za 7,2% viši od prošlogodišnjeg proseka. *Drugačija je slika kada se posmatra dinamika prometa u tekućim cenama. Naime, trend je i u oktobru nastavio da raste (0,2%) do nivoa koji je za 7,6% viši od prošlogodišnjeg proseka, desezonirani indeks u oktobru je povećan za 0,5%. Porasle su cene!*

Pri međugodišnjem upoređenju, vrednost prometa u trgovini na malo u periodu januar-oktobar ove godine bila je veća nego u istom periodu prošle godine za 7,1%, a u stalnim cenama rast je veći i izneo je 7,9%. Međutim, u samom oktobru relacije je drugačija – vrednost prometa nominalno je međugodišnje povećana za 6,2%, ali rast u stalnim cenama bio je za jedan procentni poen niži, izneo je 5,2%. Drugim rečima, *redukcija međugodišnjeg porasta u oktobru, u odnosu na kumulativni nije bila velika*

(bila je manja od jednog procentnog poena), ali je u stalnim cenama značajna (2,7 procentnih poena).

U suštini, realna redukcija rasta prometa bila je veća kada se izuzmu motorna goriva. Vrednost njihovog prometa u desetomesčnom periodu međugodišnje je ostala gotovo nepromenjena (porast za samo 0,1%), ali je po stalnim cenama rast tog dela prometa izneo 6,1%, da bi u oktobru bio redukovano na 1,9% (nominalno 1,2%). Uticaj rasta cena goriva je ovde očigledan. *Što se ostalog prometa u trgovini na malo tiče, nema ovakvih obrta.* Vrednost prometa hrane, pića i duvana je međugodišnje povećana za 8,7% u periodu januar-oktobar i za 7,4% u oktobru. U stalnim cenama redukcija međugodišnjeg rasta je izrazitija – on je u periodu januar-oktobar izneo 7,9%, a u oktobru 5,5% – razlika je povećana, počele su da rastu cene. Povećana je i razlika u rastu nominalne i realne vrednosti i kada su u pitanju *neprehrambeni proizvodi*. Njihov promet je u periodu januar-oktobar porastao za 9,5% a realno za 9,3%, u oktobru je međugodišnji rast redukovano i povećana razlika: nominalni rast je izneo 7,8%, realni 6,8%.

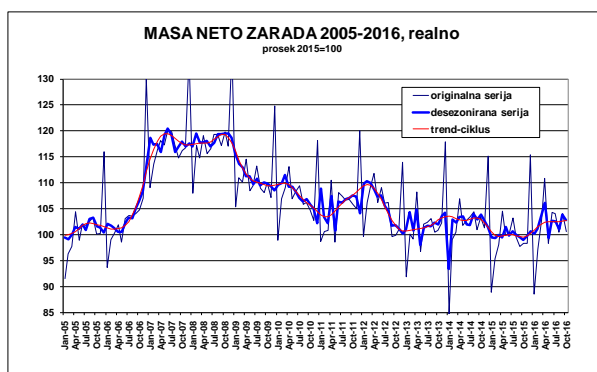
U oktobru je ponovo usporen rast zarada. Međugodišnji porast prosečnih neto zarada na celom uzorku u periodu januar-oktobar iznosi 3,7% ili, realno, 2,7%. U oktobru je rast bio niži, iznevši 2,6%, a zaostajanje realnog rasta za nominalnim se povećalo, tako da realni rast iznosi samo 1,1%. Rast zarada u *privatnom sektoru* je bezmalo dvostruko brži (6,5%), ali je i on u oktobru usporen (na 4,8%). U *javnom sektoru* prosečne neto zarade rasle sporije: međugodišnji porast u svih deset meseci izneo je 1,9%, u oktobru 1,3% pri čemu u sektoru *administracija, svi nivoi* nije bilo porasta (pad za 0,4%).

Međugodišnji rast mase zarada u periodu januar-oktobar izneo je 3,1% i bio je niži od rasta prosečnih zarada. Međutim, *porastom broja zaposlenih (za 1%), u oktobru se dolazi do drugačijeg odnosa – masa zarada je povećana*

³ Videti: *Aktuelnosti u ekonomskoj politici*, t.1 u ovom broju MAT-a

brže od prosečnih zarada, njen porast izneo je 3,7%. U privatnom sektoru masa zarada je rasla (10,5% u deset meseci) znatno brže od prosečnih zarada i taj rast je, ubrzavanjem zapošljavanja u oktobru (12,5%) bio veći nego u periodu januar-oktobar. U javnom sektoru je, zbog pada broja zaposlenih, dinamika mase zarada bila sporija od dinamike prosečnih zarada.

Tekuće tendencije mogu se meriti pomoću trenda i desezoniranih indeksa. Kao i obično, ovde ćemo se osvrnuti na dinamiku mase zarada u stalnim cenama koja je bitna za formiranje kupovne snage stanovništva.



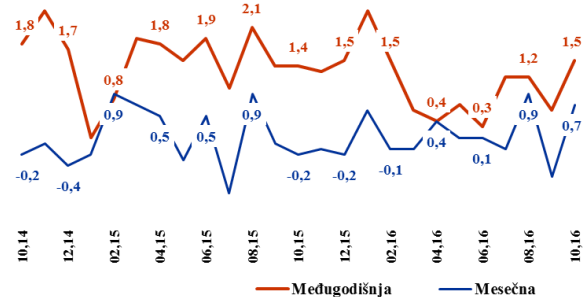
U oktobru je trend-ciklus mase zarada zadržao svoj simbolični rast od 0,2%, iako je desezonirani indeks, nakon porasta u septembru u oktobru smanjen za 0,9%. I vrednost trenda i desezoniranog indeksa su se u oktobru našle na nivou 2,8% iznad prošlogodišnjeg proseka.

U svemu, kretanja na sektoru zarada i prometa idu u prilog fiskalnoj stabilizaciji, ali nisu značajna podrška privrednom rastu.

5. Inflacija⁴ je ubrzana i na mesečnom i na međugodišnjem nivou u oktobru 2016. Mesečna inflacija je iznela -0,6% u septembru, a 0,7% u oktobru 2016; dok je međugodišnja inflacija u tim mesecima bila 0,6% i 1,5%, respektivno. Međugodišnja inflacija je još od marta 2014. stalno ispod 2,5%, kao donje granice cilja NBS za razdoblje od januara 2013. do decembra 2016. Povrh toga, međugodišnja inflacija od februara

2016. nikad nije premašila 1,5%, kao donju granicu cilja NBS za razdoblje od januara 2017. do decembra 2018.

Inflacija: 2014–2016. (%)



Sve osnovne kategorije potrošačke korpe su poskupele na mesečnom nivou u oktobru 2016.

Energija, prehrambeni proizvodi, usluge i neprehrambeni proizvodi bez energije respektivno su poskupeli za 1,7%, 0,6%, 0,6% i 0,3%. Energija je poskupela pre svega zato što je električna energija za domaćinstva, čije su cene regulisane, poskupela za 3,8%. Prehrambeni proizvodi su poskupeli pre svega zato što je sveže povrće sezonski poskupelo za 8,3%. Usluge su poskupele pre svega zato što su turistički paket-aranžmani za inostranstvo sezonski poskupeli za 14,0%. Naposljetku, neprehrambeni proizvodi bez energije su poskupeli pre svega zato što je odeća sezonski poskupela za 1,0%.⁵

Sve osnovne kategorije potrošačke korpe su poskupele i na međugodišnjem nivou u oktobru 2016.

Neprehrambeni proizvodi bez energije, usluge, prehrambeni proizvodi i energija poskupeli su, respektivno, za 2,7%, 1,5%, 0,8% i 0,8%. Neprehrambeni proizvodi su poskupeli pre svega zato što su cigarete poskupele za 9,8% (cigarete su, zbog povećanja akciza, jednokratno poskupele za 4,9% u decembru 2015. i za 4,7% u julu 2016). Usluge su poskupele pre svega zato što su turistički paket-aranžmani za inostranstvo poskupeli za 29,3%, jer domaći turisti sad preferišu, po svoj prilici, bezbednije a skuplje inostrane destinacije. Prehrambeni proizvodi su

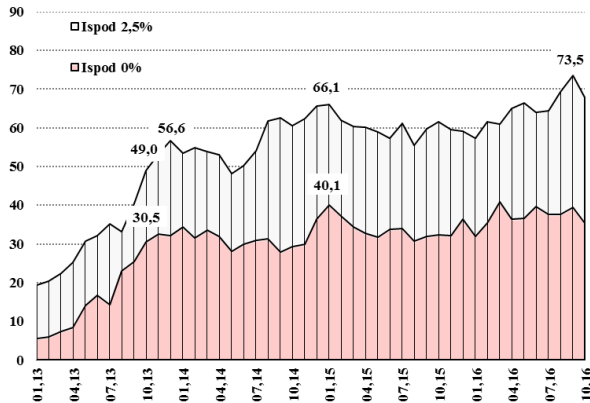
⁴ Autor: Gordana Vukotić-Cotič

⁵ Osnovne kategorije potrošačke korpe i glavni nosioci promena cena u okviru njih navedeni su prema visini

doprinosu koje su dali opštoj promeni cena ne samo na mesečnom nego i na međugodišnjem nivou.

poskupeli pre svega zato što je sveže svinjsko meso⁶ poskupelo za 8,0% (i to ponajviše zato što je ono, usled velikog rasta cena tovljenika, poskupelo na mesečnom nivou za 27,4% u avgustu 2016). Naposletku, energija je poskupela pre svega zato što je električna energija, čije se cene nisu menjale u prethodnih trinaest meseci, poskupela za 3,8%.

Stavke potrošačke korpe s međugodišnjim rastom cena ispod 2,5% i, posebno, ispod 0%: 2013–2016. (%)*



* Na slici su navedene procentualne vrednosti potrošačke korpe za oktobar 2013, kad je inflacija ispod 2,5% zahvatila skoro polovinu – a inflacija ispod 0% skoro trećinu potrošačke korpe; a zatim i za

mesece kad je inflacija ispod 2,5% ili ispod 0% znatno povećana u odnosu na svoj prethodni referentni nivo.

Sastav potrošačke korpe prema visini međugodišnjeg rasta cena njenih pojedinačnih stavki poboljšan je u oktobru 2016. Poboljšanje se sastojalo u tome što je deo potrošačke korpe s međugodišnjim rastom cena ispod donje granice inflacionog cilja smanjen zato što je deo potrošačke korpe s negativnim međugodišnjim rastom cena smanjen u većoj meri nego deo potrošačke korpe s niskim međugodišnjim rastom cena, ali i u tome što je deo potrošačke korpe s međugodišnjim rastom cena u granicama inflacionog cilja povećan u većoj meri nego deo potrošačke korpe s međugodišnjim rastom cena iznad gornje granice inflacionog cilja.⁷

⁶ Svinjsko meso – u skladu s klasifikacijom NBS, za razliku od klasifikacije RZS – ne obuhvata praseće meso.

⁷ Deo potrošačke korpe s međugodišnjim rastom cena ispod 2,5% smanjen je za 5,7 pp (od 73,5% u septembru na 67,8% u oktobru 2016) zato što je deo potrošačke korpe s međugodišnjim rastom cena ispod 0% smanjen za 4,2 pp (od 39,5% u septembru na 35,3% u oktobru 2016) – dok je deo potrošačke korpe s

međugodišnjim rastom cena od 0% do 2,4% smanjen za 1,5 pp (od 34,0% u septembru na 32,5% u oktobru 2016). Istovremeno je deo potrošačke korpe s međugodišnjim rastom cena od 2,5% do 5,5% povećan za 3,2 pp (od 12,9% u septembru na 16,1% u oktobru 2016) – dok je deo potrošačke korpe s međugodišnjim rastom cena iznad 5,5% povećan za 2,5 pp (od 13,6% u septembru na 16,1% u oktobru 2016).

AKTUELNOSTI U EKONOMSKOJ POLITICI

U ovom trenutku posebnu pažnju privlače, prvo, predstojeća rasprava u Skupštini i usvajanje budžeta za 2017. godinu; drugo, problem rentabilnosti i finansijskog položaja kritične grupe javnih preduzeća (što je, u krajnjoj liniji, povezano sa pitanjem budućih opterećenja budžeta); treće, povećanje zaposlenosti i (nepotrebne) kontroverze u javnosti u vezi s tim.

1. Izvršenje **budžeta** do oktobra ove godine znatno je premašilo očekivanja iz Zakona o budžetu za 2016. te je u prvih deset meseci ostvaren suficit od 34,3 mlrd. dinara, što je čak za 72,2 mlrd. bolji rezultat od prošlogodišnjeg u istom periodu. Ukupan deficit koji je planiran za 2016 godinu iznosi 121,8 mlrd. dinara, ali očigledno je da će rezultat biti znatno bolji.

Prema procenama koje je *MAT* uradio na bazi kretanja u prvih deset meseci, procenjujemo da će deficit na kraju 2016. godine biti oko 25 mlrd. dinara, pri čemu u procenu nije uključena jednokratna pomoć penzionerima, kao ni drugi eventualni vanredni rashodi ili prihodi. Pri tome, prihode smo procenili na 1.056 mlrd dinara, dok je nivo rashoda procenjen na 1.081 mlrd. dinara. Sa druge strane, prema proceni Ministarstva finansija, ukupni prihodi će u 2016. iznositi 1.074 mlrd. dinara dok su izdaci planirani Zakonom za 2016. na nivou od 1.119 mlrd, što čini deficit od oko 45 mlrd. dinara. Dakle, prema proceni Ministarstva i prihodi i rashodi će biti na višem nivou u odnosu na procenu *MAT*-a.

Prilikom **kreiranja budžeta za 2017. godinu** pošlo se od izvršenja u 2016. i od očekivanih makroekonomskih kretanja u narednom periodu, ali i od uticaja procene mera fiskalne konsolidacije i predviđenih izmena u poreskoj politici i izmena u raspodeli poreza na zarade između centralnog i lokalnog nivoa. *Planirani⁸ prihodi* za 2017. iznose 1.091,6 mlrd. dinara što je oko 1,6% više nego što je projekcijom Ministarstva planirano za 2016. Pri tome, poreski prihodi nominalno rastu za 4,1%, dok neporeski opadaju za 12,2%. **Najznačajniji porast, u apsolutnom smislu, očekuje se kod prihoda od PDV-a** koji će porasti za 4,1% odnosno za oko 18 mlrd dinara. Bolje ostvarenje prihoda od PDV-a u 2016. u odnosu na plan rezultat je pre svega efikasnije naplate ali i porasta korišćenja akciznih proizvoda (pre svega naftnih derivata). U obrazloženju budžeta za 2017. se navodi da će relaksacija mera fiskalne konsolidacije u domenu zarada u javnom sektoru i penzija doprineti rastu raspoloživog dohotka stanovništva, te porastu prihoda od PDV-a.

Planirani prihodi od akciza za 2017. iznose 271,4 mlrd dinara, što je za 2,3% više nego što će po proceni Ministarstva biti ostvareno u 2016. Projekcija planiranih prihoda od akciza za 2017. sačinjena je *na osnovu planiranih izmena akcizne politike, očekivane potrošnje akciznih proizvoda kao i redovnog usklađivanja*

⁸ Ovaj tekst ne sadrži izmene koje su unete u predlog Zakona koji je Vlada usvojila 1.decembra i koji je upućen Skupštini i kojima su prihodi i ukupni izdaci povećani za po 1,3 mlrd. dinara. Ove izmene ne menjaju analitičke zaključke u ovom tekstu.

nominalnog iznosa akciza. Nova akcizna politika odnosi se na akcize na duvanske proizvode, a u skladu je sa novim akcionim planom povećanja akciznog opterećenja na ove proizvode shodno evropskoj regulativi, dok kod drugih proizvoda nije došlo do promene regulative.

Ocenjujemo da je planirani porast prihoda umeren i realan u odnosu na projekciju prihoda za 2016.

Ostaje pitanje da li će prihodi zaista dostići nivo od 1.074 mlrd dinara ili će biti bliži projekciji MAT-a.

Kada su u pitanju *rashodi budžeta*, oni su od početka godine, zaključno sa oktobrom, realizovani na nivou od 828,7 mlrd. dinara, odnosno 74% ukupno planiranih za 2016. godinu. Prema proceni MAT-a, do kraja godine će ukupni izdaci budžeta biti na nivou od 1.081 mlrd dinara. *Zakonom za 2017. godinu predviđeno je da ukupni izdaci u 2017. budu na nivou od 1.161 mlrd. dinara što je 3,7% više u odnosu na izdatke zakonom planirane za 2016. godinu.* **Najveće povećanje u 2017. u odnosu na Zakon o budžetu za 2016.**

je kod kapitalnih izdataka koji su planirani na nivou koji je više nego duplo veći od planiranih za 2016. i iznosiće 94,2 mlrd. dinara. Sa druge strane, najveće smanjenje je planirano kod transfera organizacijama obaveznog socijalnog osiguranja i to sa 260 mlrd, koliko je planirano za 2016, na 233 mlrd. u 2017. S obzirom na povoljna fiskalna kretanja u predstojećem periodu i poboljšanje kamatne strukture duga, *obezbeđena je stabilizacija apsolutnog nivoa izdataka na kamate*, te su u 2017. ovi izdaci planirani na nivou od 134 mlrd, što je 6 mlrd. niže nego što je planirano za 2016.

Kao rezultat planiranih prihoda i izdataka za 2017., ukupni deficit bi iznosio 69 mlrd dinara, odnosno gotovo upola manje nego što je Zakonom o budžetu za 2016. planirano; međutim, kada se ima u vidu bolji rezultat u 2016. od očekivanog, deficit koji se planira za 2017. je za nekih 25 mlrd. viši od deficita u 2016. godini. Ostaje da se vidi kakva će realizacija biti do kraja godine, kako bi se uporedili deficit iz 2016 i deficit planiran za 2017.

Finansiranje deficita kao i obaveza koje dospevaju na naplatu (otplata glavnice) biće obezbeđena u najvećoj meri kroz emitovanje državnih HoV na domaćem tržištu i međunarodnom tržištu u vrednosti od 708 mlrd. dinara kao i kroz kredite, u vrednosti od 150,3 mlrd. dinara.

2. Rentabilnost i finansijski položaj analiziran je za sledeća javna preduzeća⁹:

- 1) RTB grupa koju sačinjavaju sledeća četiri preduzeća:
 - RTB Bor – matično preduzeća
 - Rudnici bakra Bor – zavisno preduzeća
 - Rudnik Bakra Majdanpek – zavisno preduzeće
 - Topionica i rafinacija bakra Bor – zavisno preduzeće
- 2) HIP – Petrohemija, Pančevo,
- 3) HIP – Azotara, Pančevo,
- 4) Metanolsko-sirćetni kompleks, Kikinda.

⁹ Tema broja: Dušan Gavrilović i Miladin Kovačević: „Analiza rentabilnosti i finansijskog položaja za neka javna preduzeća“

5) Javno preduzeće Srbijagas, Novi Sad.

a) Kada je reč o **rentabilnosti**, osim Srbijagasa, sva posmatrana preduzeća su u 2015. godini ostvarila negativan finalni rezultat – neto gubitak. **Ukupan iznos neto gubitka koji je generisala pomenuta grupa preduzeća iznosi oko 20 mlrd. dinara (163 mil. EUR) što predstavlja oko 0,5% BDP Republike Srbije u 2015. godini.** Posmatrano pojedinačno, najveći gubitak ostvarila je Topionica i rafinacija bakra Bor – 4,6 mlrd. dinara. **Ukupan neto gubitak celokupne grupe RTB Bor iznosio je 13,8 mlrd. dinara (0,3% BDP-a za 2015.).** Neto dobitak Srbijagasa (jedino preduzeće u posmatranoj grupi koje je poslovalo sa dobitkom) iznosio je oko **3 mlrd. dinara.**

Kada je reč o primarnoj, poslovnoj rentabilnosti, **poslovni dobitak** (kao razliku između poslovnih prihoda i poslovnih rashoda, bez finansijskih, neposlovnih i vanrednih rashoda) ostvarila su samo dva preduzeća:

- HIP – Petrohemija, Pančevo i
- Javno preduzeće Srbijagas, Beograd

RTB Bor – matično preduzeće prikazalo je skroman poslovni dobitak od oko 108 mil. din. Međutim, **ukupan poslovni gubitak celokupne grupe RTB Bor iznosi 4,2 mlrd. dinara.**

Ukupan iznos poslovnog gubitka za posmatranu grupu iznosi 11,2 mlrd. dinara (93 mil. evra) što je oko 0,3% BDP-a Republike Srbije za 2015. godinu ili 10% ukupno predviđenih budžetskih rashoda za subvencije u 2016. godini. Drugim rečima, da bi posmatrana grupa poslovala sa minimalnom (nultom) poslovnom rentabilnošću potrebna je dodatna podrška države od oko 0,3% BDP-a godišnje. Izdaci za subvencije prema Budžetu za 2016. godinu predviđene su u iznosu **od oko 120 mlrd. dinara.**

Pojedinačno **najveći poslovni gubitak** ostvarila je **Azotara Pančevo u iznosu od 5 mlrd. dinara** (veći od celokupne RTB grupe). Istovremeno ovo preduzeće je 2015. godine dobilo stimulans od oko 3,5 mlrd. dinara (neposlovni prihodi – otpis dugova) što je ublažilo inače vrlo lošu sliku rentabiliteta i rezultiralo u neto gubitku od oko 2,3 mlrd. dinara. **Gubitak RTB Bor grupe od 4,2 mlrd. dinara** uzrokovan je prvenstveno niskom cenom bakra praćenom porastom cene električne energije u 2015. (uvedena akciza od 7,5%)

Poslovni dobitak pre odbitka amortizacije osnovnih sredstava, kamate i poreza tzv. EBITDA je pozitivan. Međutim, treba imati u vidu da je EBITDA sastavljen pre svega od visokih troškova amortizacije tipičnih za velike industrijske sisteme a ne od neto poslovnih prihoda. Kvalitet EBITDA tj. njegova kompozicija (odnos između neto tekućih poslovnih prihoda i amortizacije) kao i odnos prema neto dugovanjima **ne mogu se oceniti kao dobri budući da bi troškovi amortizacije trebalo da omoguće obnovu osnovnih sredstava a ne da se koriste za servisiranje tekućih (kratkoročnih) obaveza.**

Inače, odnos **neto duga (ukupne obaveze umanjene za potraživanja i monetarnu aktivu) i EBITDA** kao merilo zaduženosti i kreditne sposobnosti je **izuzetno visok** i pokazuje veoma loše stanje likvidnosti i veoma visoku zaduženost svih posmatranih preduzeća. **Gornja granica ovog pokazatelja iznosi 4** dok je u slučaju preduzeća RTB Bor grupe (TIR i Majdanpek) ona gotovo **8 puta veća i iznosi 31**.

U konkretnom slučaju, Topionici i rudniku bakra Majdanpek, uz postojeći nivo rentabilnosti, bila bi potrebna 31 godina da sa postojećim gotovinskim prilivom isplati svoje dugove (pod pretpostavkom da se oni u istom periodu ne povećavaju). Situacija u pogledu likvidnosti i zaduženosti nije značajnije bolja ni u ostalim preduzećima posmatrane grupe gde je ratio neto dug/ EBITDA **4 do 5 puta veći u odnosu na dopuštenu maksimalnu vrednost**. *Izuzetak predstavlja Srbijagas sa vrednošću 7 za koju se može reći da je „pod kontrolom“ s obzirom da je ovo preduzeće 2015. godine ostvarilo poslovni dobitak u iznosu od 14 mlrd. dinara.*

U vezi sa održivošću ovakvog stanja rentabiliteta posmatrane grupe preduzeća može se zapaziti da su godišnji **troškovi personala** (zarade sa svim porezima i socijalnim doprinosima) u 2015. godini iznosile oko **12,8 mlrd. dinara (106 mil. EUR)**, što je gotovo **na nivou ukupnog poslovnog gubitka od 11,2 mlrd. dinara**.

Shodno tome, može se postaviti hipotetičko pitanje ekonomske isplativosti održavanja pomenutih preduzeća u životu i kontinuiranog generisanja dugova i gubitaka u poređenju sa alternativom njihove likvidacije pri čemu bi se radnicima isplaćivala socijalna pomoć u iznosu zarada koje sada primaju u ovim preduzećima. Naravno, pitanje opstanka ovih preduzeća je mnogo kompleksnije ali pomenuti ratio troškova personala i poslovnih gubitaka potvrđuje *vrlo lošu sliku rentabiliteta i neodrživog stepena zaduženosti*.

Pored loše primarne rentabilnosti, drugi glavni uzročnik negativnog finalnog rezultata predstavljali su **finansijski gubici (kamate i negativne kursne razlike)** u iznosu od oko **18 mlrd. dinara (150 mil. EUR)** od čega se **na kamate** (po kreditima i zatezne kamate po neblagovremeno izmirenim obavezama) **odnosi 10 mlrd. dinara** a na **negativne kursne razlike 8 mlrd. dinara**. Kada je reč o kamatama, prema podacima grupe RTB Bor oko **40% rashoda kamata** ove grupe se odnosi na **zatezne kamate** po osnovu neblagovremeno plaćenih obaveza prema poveriocima. Finansijski gubici ovih preduzeća su *posledica intenzivnog zaduživanja kojima se finansira tekuća likvidnost*. Tako, recimo, od ukupnog iznosa kratkoročnih obaveza Srbijagasa od 134 mlrd. dinara u 2015. godin, 109 mlrd. dinara se odnosilo na obaveze po kratkoročnim kreditima (sa oko 5 mlrd. dinara godišnje kamate). Pri tome, zbog lošeg finansijskog položaja i niske kreditne sposobnosti, ovi krediti (osim državnih pozajmica) su po pravilu sa znatno višom kreditnom maržom kreditora što dodatno pogoršava likvidnost i uvećava finansijske gubitke ovog i drugih javnih preduzeća koji se, naposljetku, preko aktiviranih garancija i preuzimanja dugova od strane države konvertuju u direktan fiskalni trošak i povećavaju javni dug.

Pojedinačno, najveći iznos finansijskog gubitka ostvarili su Petrohemija i Rudnici Bakra Bor i to po oko 4,0 mlrd. dinara; od toga, kada je reč o Petrohemiji 3,6 mlrd. dinara odnosi na kamate i 0,5 mlrd. dinara na negativne kursne razlike; u slučaju Rudnika Bakra Bor, gubici po kamatama iznose 2,4 mlrd. dinara dok negativne kursne razlike iznose 1.6 mlrd. dinara. **Ukupni finansijski gubici grupe RTB Bor iznose 11 mlrd din. od čega se na kamate odnosi oko 5 mlrd. a na kursne razlike 6 mlrd. dinara.**

b) Kada je reč o likvidnosti i leveridžu, likvidnost posmatrane grupe preduzeća je veoma loša. **Neto obrtni fond (NOF)** za svako preduzeće je negativan što znači da su kratkoročna sredstva (uključujući i zalihe) nedovoljna za redovno servisiranje kratkoročnih obaveza. Ukupan iznos negativnog NOF koji pokazuje **nedostajući iznos likvidnih sredstava za održavanje tekuće likvidnosti iznosi 257 mlrd. dinara (2,1 mlrd. EUR)** što iznosi oko 6,4% BDP-a u 2015. godini.

Ako NOF posmatramo u relativnom obliku kao odnos kratkoročnih sredstava i obaveza – tzv. **opšti racio likvidnosti** dolazimo do istovetnog zaključka. Kod svih preduzeća ovaj pokazatelj je ispod minimalno zahtevane vrednosti od 1 dok kod rudnika bakra BOR, Majdanpeka i Petrohemije on iznosi svega 0,1 što znači da je svaki dinar obaveza pokriven sa svega 10 para raspoloživih likvidnih sredstava. *Pri tome treba imati u vidu povezanost dugovanja i potraživanja preduzeća Srbijagas kao poverioca i, sa druge strane Azotaru, Petrohemiju i MSK kao glavne dužnike što znači da se saniranje finansija ovih preduzeća mora vršiti simultano.* Deo ovih potraživanja je regulisan konverzijom potraživanja Srbijagasa u kapital Azotare Pančevo (19,3 mlrd. dinara), no ova knjigovodstvena promena neće značajnije uticati na rentabilnost i likvidnost Azotare niti Srbijagasa.

O stopi leveridža tj. zaduženosti ovih preduzeća dovoljno je reći da tzv. equity (sopstveni kapital) praktično ne postoji jer su kumulirani gubici ranijih godina premašili vrednost osnovnog kapitala tako da se sva pomenuta preduzeća mogu posmatrati kao nesolventna. **Ukupan iznos neto duga za posmatranu grupu preduzeća iznosi 405 mlrd. dinara (3,4 mlrd. EUR) ili 10% BDP-a Republike Srbije u 2015. godini.** Ukoliko bismo pretpostavili konverziju celokupnog neto duga ove grupacije u desetogodišnji dugoročni zajam koji bi preuzela na sebe država to bi iznosilo oko **40 mlrd. dinara godišnje tj. oko 330 mil. EUR (1% BDP-a).**

U vezi sa tim treba imati u vidu sledeće:

- U budžetu za 2016. je već uračunato preuzimanje duga Srbijagasa od 23,4 mlrd. dinara (oko 190 mil EUR) i aktivirane garancije (stanje garancija za Srbijagas 31.12.2015 iznosilo je 644,8 miliona evra). Na osnovu raspoloživih podataka nije bilo moguće utvrditi da li se aktivirane garancije odnose na deo preuzetog duga niti kolike su obaveze budžeta za 2016. po osnovu ovog preuzetog duga;
- Budžetom je predviđeno preuzimanje u javni dug dugovanja prema Srbijagasu za isporučeni prirodni gas preduzeća HIP Petrohemija;

- Takođe, prema izveštaju revizije Srbijagasa¹⁰, u 2015. godini dug Srbijagasa prema NIS-u u iznosu od 48 mil. evra (oko 6 mlrd. dinara) preuzela je Republika Srbija što je samo deo duga prema NIS-u od 246,5 mil. EUR (30 mlrd. dinara). Preostali deo duga biće namiren isplatom iz dividendi NIS-a koji pripada državi kao njegovom akcionaru.
- Fiskalnom strategijom Vlade Republike Srbije za 2017. godinu¹¹ predviđen je nastavak podrške Srbijagasu kao i budžetske pozajmice RTB Boru u iznosu od 2 mlrd. dinara. U Fiskalnoj strategiji Vlade Republike Srbije za 2016. godinu nisu navedeni podaci koji bi bili uporedivi sa podacima za 2017. o podršci pomenutim javnim preduzećima.

Da li će predviđenih oko **3% BDP-a prosečno godišnje** (do kraja 2019 god.) za subvencije, budžetske pozajmice i garancije biti dovoljno da se izvrši sanacija posmatranih i drugih javnih preduzeća zavisice pre svega od ukupnog rasta privrede i uspeha procesa restrukturiranja ovih preduzeća. **Osim Srbijagasa ni jedno od posmatranih preduzeća za sada ne pokazuje sposobnost niti mogućnost dugoročnog, održivog poslovanja i poboljšanja finansijskog položaja.**

3. a) Anketa o radnoj snazi

Prema najnovijim rezultatima iz Ankete o radnoj snazi (ARS) za treći kvartal 2016. godine, **došlo je do značajnog povećanja zaposlenosti i smanjenja nezaposlenosti**, kako u poređenju sa drugim kvartalom 2016. godine, tako i u poređenju sa istim kvartalom 2015. godine.

Broj zaposlenih je sada **2.814.000** a stopa zaposlenosti **46,8%**. **Zaposlenost se povećala** za 52.000 u odnosu na prethodni kvartal (od čega je 50.000 u neformalnom sektoru a 2.000 u formalnom sektoru), a za 190.000 (od čega je 112.000 u neformalnom a 78.000 u formalnom sektoru) u odnosu na isti kvartal prethodne godine.

Stopa neformalne zaposlenosti povećala se na 24,1% u odnosu na treći kvartal 2015. godine, kada je bila 21,6%. Broj neformalno zaposlenih je u odnosu na isti period prošle godine veći za 112.000, od kojih je 78.000 zaposleno u delatnostima poljoprivrede¹². Neformalna zaposlenost se neznatno povećala i u nepoljoprivrednim delatnostima, gde u neformalnom sektoru radi 233.000 lica. **Stopa neformalne zaposlenosti, bez poljoprivrede, iznosi 10,9%.**

Do rasta zaposlenosti došlo je, prvenstveno, u poljoprivrednim delatnostima i prerađivačkoj industriji, kod stanovništva starijeg od 55 godina, sa nižim i srednjim nivoom obrazovanja. Ti poslovi su uglavnom sezonskog/povremenog karaktera. Istovremeno, povećala se zaposlenost mladih, koji su se uglavnom zaposlili na određeno vreme, u sektorima delatnosti *prerađivačka industrija* i *trgovina na veliko i malo* i *popravka motornih vozila*, u privatnoj registrovanoj svojini. Rast u navedenim delatnostima u skladu je sa

¹⁰ Izveštaj nezavisnog revizora Auditor za JP „Srbijagas“, Beograd, 2016.

¹¹ *Fiskalna strategija za 2017. godinu sa projekcijama za 2018. i 2019. godinu*, Vlada Republike Srbije, 2016.

¹² Pod poljoprivrednim delatnostima se podrazumeva sektor *poljoprivrede, šumarstva i ribarstva*, i deo sektora *domaćinstva* kao poslodavca koji se odnosi na poljoprivredu.

podacima o registrovanoj zaposlenosti kojima RZS raspolaže. S druge strane, zaposlenost na neodređeno vreme, u državnoj svojini, ima tendenciju smanjenja.

Nezaposlenost se smanjila za 45.000 u odnosu na prethodni kvartal, odnosno za 73.000 u odnosu na isti kvartal prethodne godine. Broj nezaposlenih je sada **450.000** a stopa nezaposlenosti je **13,8%**. Stopa dugoročne nezaposlenosti¹³ je nešto manja u odnosu na prethodni kvartal i u odnosu na isti kvartal prošle godine, i sada iznosi 65,5%. Dakle, dve trećine nezaposlenih posao traži duže od godinu dana.

Iako je zbog promene u metodologiji onemogućena uporedivost podataka za period 2008-2016, ipak je interesantno primetiti da su osnovni pokazatelji tržišta rada u III kvartalu 2016. godine dostigli najbolje rezultate ako se posmatra period od 2008. godine, kada je ARS prilagođen međunarodnim standardima, pa do sada. Premda je stopa nezaposlenosti u prvom polugodištu 2008. godine, sa vrednošću od 13,3%, bila nešto niža nego sada, stope aktivnosti i zaposlenosti su takođe bile niže (za oko 2 procentna poena) u odnosu na najnovije rezultate.

b) Poređenje formalne zaposlenosti iz ARS-a i registrovane zaposlenosti

U periodu II kvartal 2016. – III kvartal 2016. godine, registrovana zaposlenost je povećana za 14.000 a formalna zaposlenost iz ARS-a za 2.000. U periodu III kvartal 2015. – III kvartal 2016. godine, registrovana zaposlenost je povećana za 29.000 a formalna zaposlenost iz ARS-a za 78.000.

Kada se izuzme zaposlenost u poljoprivredi, razlika između registrovane zaposlenosti i formalne zaposlenosti iz ARS-a je značajno manja¹⁴: u periodu II kvartal 2016. – III kvartal 2016. godine, registrovana zaposlenost je povećana za 15.000 a formalna zaposlenost iz ARS-a za 12.000; u periodu III kvartal 2015. – III kvartal 2016. godine, registrovana zaposlenost je povećana za 37.000 a formalna zaposlenost iz ARS-a za 56.000.

¹³ Udeo dugoročno (duže od godinu dana) nezaposlenih u ukupnoj nezaposlenosti

¹⁴ Razlika u broju zaposlenih iz dva navedena izvora može biti posledica: 1. činjenice da podatak o zaposlenosti iz ARS-a predstavlja ocenu dobijenu na osnovu slučajno izabranog uzorka, i da, kao takav, nije apsolutno precizan, 2. neažurnosti registara CROSO i SPR, 3. različite vremenske tačke posmatranja (Ars se sprovodi kontinuirano a iz CROSO se preuzima stanje preposlednjeg dana u mesecu, 4. metodoloških razika – npr. ARS formalno zaposlenima smatra i poljoprivrednike registrovane u Ministarstvopoljoprivrede koji ne moraju biti prijavljeni u CROSO registru.