

Januar 2017.

MAT
Broj 264

MAKROEKONOMSKE ANALIZE I TRENDOVI
MACROECONOMIC ANALYSES AND TRENDS

Tema broja

Korupcija u očima međunarodnih institucija

Ovo istraživanje će biti publikovano u časopisu:
NACIONALNA POSLOVNA REVIJA (NPR) br. 16, januar 2017. 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

Miladin Kovačević i Katarina Stančić

KORUPCIJA U OČIMA MEĐUNARODNIH INSTITUCIJA.....

OCENA PRIVREDNE AKTIVNOSTI

Autor: Stojan Stamenković

Podaci RZS za novembar 2016. pokazuju da je privredna aktivnost u porastu, ali je dinamika industrijske proizvodnje slabija nego što se očekivalo. Na drugoj strani, bitno je ubrzan rast izvoza, rast uvoza je više nego upola sporiji, deficit se smanjuje. Masa neto zarada i promet u trgovini na malo zadržale su lagani tekući realan porast.

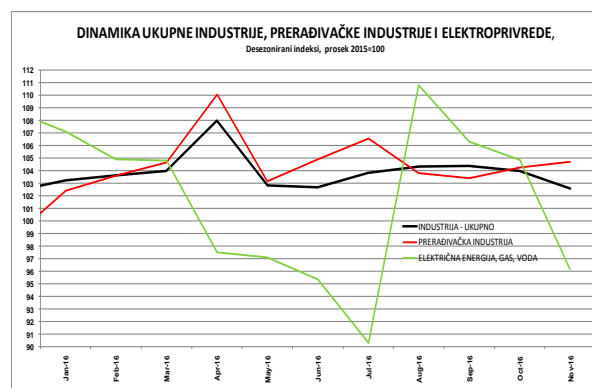
RZS je objavio svoje procene ekonomskih kretanja u celoj 2016. godini. Između ostalog, procenjeno je da će rast fizičkog obima ukupne industrijske proizvodnje izneti 4,3% (što je manje od međugodišnjeg rasta za 4,6%, ostvarenog u periodu januar-novembar). Rast fizičkog obima poljoprivredne proizvodnje u 2016. je, prema toj proceni, izneo 8,1%. Realni rast investicija ocenjen je na 6,1%. Rast izvoza (u evrima) procenjen je na 9,9%, što je manje nego za jedanaest meseci, ali je manji i ocenjeni rast uvoza za celu godinu – on iznosi 4,4%. Sva ova povećanja su u okviru porasta bruto domaćeg proizvoda (BDP) od 2,7%.

Ukupna industrijska proizvodnja je u periodu januar-novembar 2016. godine bila veća nego u istom periodu prethodne godine za 4,6% a u samom novembru međugodišnji rast izneo je samo 1,3%, jer je proizvodnja energije u tom mesecu međugodišnje smanjena za 7,1% (u tome je elektroprivreda zabeležila pad za 10%). Kada se ima u vidu relativno hladnije vreme u decembru, moguće je da je procena RZS o manjem porastu ukupne industrijske proizvodnje u celoj 2016. godini od međugodišnjeg porasta koji je ostvaren za jedanaest meseci – unekoliko pesimistička.

U svim ostalim nameskim kategorijama proizvodnja je u novembru međugodišnje povećana – najmanje proizvodnja *netrajnih proizvoda za široku potrošnju*, koja je povećana za 3,8%, preko *kapitalnih i intermedijarnih proizvoda* čija je proizvodnja povećana za 6,2% i 6,8%, do povećanja proizvodnje *trajnih proizvoda za široku*

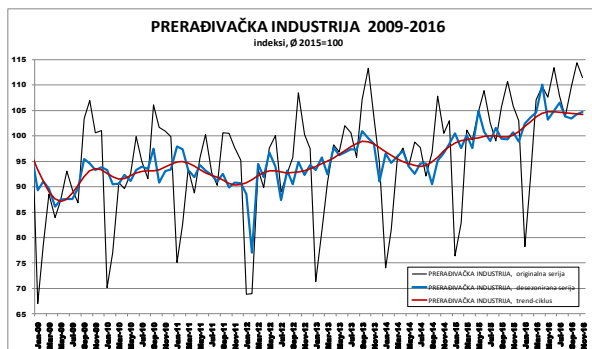
potrošnju od 9,6%. U periodu januar- novembar međugodišnje je najslabiji bio rast proizvodnje *kapitalnih proizvoda* (1,1%) i *energije* (2,1%), a najviše je porasla proizvodnja *trajnih proizvoda za široku potrošnju* (10,2%).

Kada se tekuća dinamika prati putem desezoniranih indeksa i vrednosti trenda, zapaža se da je desezonirani pad proizvodnje ukupne industrije u oktobru i novembru i trend-ciklus uveo u stagnaciju. I ovde je reč, pre svega, o energetskom sektoru, posebno o elektroprivredi koja je smanjila proizvodnju pod uticajem smanjenja potrošnje zbog relativno toplog vremena tokom ova dva meseca. Drugaćiju sliku daje *prerađivačka industrija*. Da razliku u dinamici izaziva elektroprivreda može se videti i upoređivanjem toka desezonirane serije ukupne industrije i njenih komponenata – prerađivačke industrije i elektroprivrede.



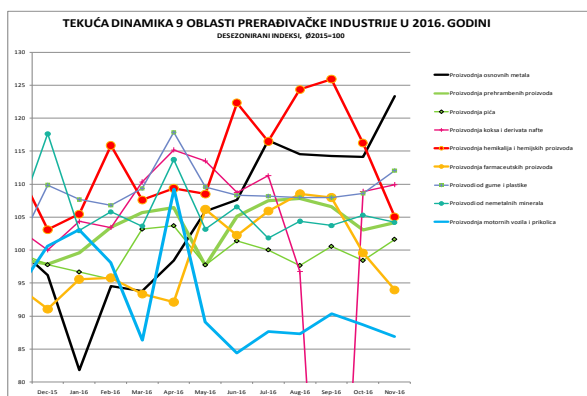
Desezonirani indeksi prerađivačke industrije tokom poslednja dva meseca su rasli, ali je oštar pad tih indeksa u elektroprivredi prebacio smer promena u ukupnoj industriji iz rastućeg u opadajući smer.

Prerađivačka industrija je u novembru imala međugodišnji porast od 4,9%, tako da je kumulativni međugodišnji porast u periodu januar-novembar zadržan na 5,2%.



Desezonirani porast ostvaren je i u oktobru i u novembru (0,8% i 0,5%, respektivno), ali to nije uvelo trend-ciklus u rastući smer; trend je u ovoj godini rastao tokom prvog polugođa, u junu mu je vrednost bila viša nego na kraju prošle godine za 3,8%, ali je njegov rast od sredine godine zaustavljen (beleži se simboličan pad od po 0,1% mesečno), na nivou koji je za oko 4,5% viši od proseka 2015. godine. *Novembar*ski rezultat – bilo da se meri kao međugodišnji porast, bilo kao desezonirani porast u odnosu na prethodni mesec – *osetno je niži od naših očekivanja*. Da bi se ostvario prognozirani rast za celu godinu od 5,5% bilo bi potrebno da međugodišnji porast u decembru iznese između 7,5% i 8%. Da li je to moguće?

Ako se tekuće tendencije prate putem desezoniranih indeksa, videće se da je novembar¹ski pad u dve oblasti bio presudan za podbačaj i međugodišnjeg i desezoniranog rasta prerađivačke industrije u celini. To su *hemijska i farmaceutska industrija*.



¹ Najveći negativni doprinos ukupnom desezoniranom indeksu prerađivačke industrije posle ovih dveju oblasti imala je proizvodnja motornih vozila i prikolica sa

Na jednoj strani, uočljive su: izrazito rastuća tendencija proizvodnje *osnovnih metala* (do nivoa koji za oko 25% premašuje nivo sa kojim je započela 2016. godina), zatim stabilizacija dinamike proizvodnje *prehrambene industrije* na nivou za oko 5% višem od proseka 2015. i ne značajne oscilacije desezoniranih indeksa proizvodnje *motornih vozila i prikolica* u zoni između 10% i 15% ispod tog proseka. Na drugoj strani, desezonirani indeks hemijske industrije opao je u oktobru za 7,3% i u novembru za 9,4%, a indeks farmaceutske industrije za 7,8% u oktobru i za 5,6% u novembru. *Novembar*ski pad desezoniranog indeksa hemijske industrije „*povukao*“ je naniže desezonirani indeks ukupne prerađivačke industrije u tom mesecu za oko 0,6%, a indeks farmaceutske industrije za 0,3%¹.

Drugačije rečeno, da su hemijska i farmaceutska industrija u novembru zadržale svoj desezonirani indeks na približno istom nivou na kome je on bio u oktobru, desezonirani porast proizvodnje prerađivačke industrije u novembru izneo bi blizu 1,5%, a međugodišnji porast u tom mesecu blizu 6%. Odgovor na pitanje koliki će on biti u decembru u velikoj meri zavisi od odgovora na pitanje da li je oštra redukcija dinamike u pomenutim oblastima incidentna, ili je posledica nekih dugoročnih uzroka.

Dinamiku u pet nabrojanih oblasti „na obe strane“ ocenili smo kao presudnu za dinamiku ukupne prerađivačke industrije – čime ne isključujemo značaj ostalih oblasti – kako zbog njihovog zajedničkog učešća (zajednički ponder je 42,5%), tako i zbog promena u njihovoj dinamici tokom ove godine. Ukratko ćemo se osvrnuti na njih.

Prehrambena industrija je uspostavila ravnotežu rasta proizvodnje. Njeno međugodišnje povećanje proizvodnje u novembru je iznelo 7,1%, čime je i kumulativno međugodišnje povećanje u periodu januar-novembar podignuto na 5%. Ubrzan je rast izvoza a zalihe gotovih

manje od 0,1%; najveći pozitivan doprinos ukupnom desezoniranom rastu rastu imala je proizvodnja osnovnih metala sa 0,3%.

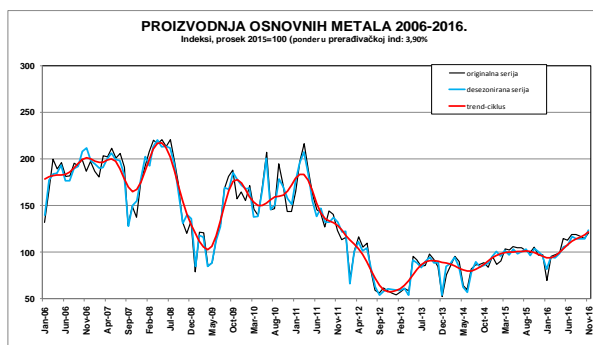
proizvoda su u novembru 2016. bile za 3% veće nego godinu dana ranije. I vrednost trenda u novembru se našla na 5% iznad proseka prethodne godine. Desezonirani indeks u tom mesecu je povećan za 1,1%.

Industrija motornih vozila i prikolica drži svoj ritam proizvodnje na približno stagnatnom trendu, uspostavljenom u junu 2016, koji je za oko 13% ispod proseka prethodne godine. Oko približno istog nivoa – koji je za trećinu manji od maksimalnog, dostignutog sredinom 2013. godine – nebitno osciluju i desezonirani indeksi.



Pri međugodišnjem upoređenju videće se da je obim proizvodnje ove oblasti u periodu januar-novembar međugodišnje smanjen za 7,9% a u novembru za 5,4% (međutim, taj je obim za čak preko 40% manji od maksimalnog nivoa, dostignutog u julu 2013). U tom okviru, međugodišnji pad u grani *motorna vozila* (povremeni prekidi proizvodnje Fijata) izneo je u novembru 23,7%.

Proizvodnja osnovnih metala se, nakon ulaska *Hestila*, povećava.

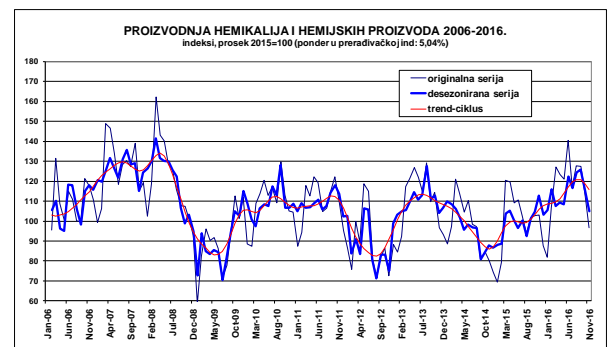


Dostignute vrednosti tek za desetak procenata premašuju polovinu maksimalnog obima proizvodnje iz sredine 2008. godine, ali je bitno da

je uspostavljena tendencija brzog rasta. Trend-ciklus je, počev od marta ove godine u neprekidnom porastu, taj porast iznosi prosečno 2,9% mesečno. Međugodišnji rast je zbog toga visok i ubrzava se: u periodu januar-novembar izneo je 7%, ali je u samom novembru dostigao skoro četvrtinu (tačnije, 24,8%). Unutar toga, međugodišnji porast proizvodnje sirovog gvožđa, čelika i ferolegura u novembru je dostigao 43%. S obzirom na to i na kretanje cena čelika u svetu, perspektiva istovremenog rada obeju visokih peći u Smederevu i dostizanje, pa i premašivanje maksimalne proizvodnje iz 2008. godine sada se više ne čini neostvarivom perspektivom kao pre godinu dana.

Ako kod navedene tri oblasti nema nedoumica oko dinamike u neposrednoj budućnosti, bez obzira na to što je u svakom od tri slučaja ona različita, ostaje pitanje onih dveju oblasti čija je dinamika usporila i ukupnu dinamiku prerađivačke industrije.

Na prvom mestu, to je *hemijska industrija*, sa oštrim padom desezoniranih indeksa koji je i trend- ciklus okrenuo u opadajući smer.



Za ovu oblast je u periodu 2009-2016. godine karakteristično smenjivanje uzlaznih i silaznih perioda u kretanju trenda u granicama između indeksa 83 i 113, kada je prosek 2015=100 (sa jednim relativno stabilnim periodom u 2010. i većem delu 2011. godine). Ove godine vrh toga ciklusa pomenen je naviše, na 20,8% iznad proseka 2015. i to u avgustu 2016. godine. Posle toga, trend je opet u opadanju. Kada je reč o međugodišnjim promenama, hemijska industrija je za prvih jedanaest meseci ove godine zabeležila značajan porast od 16,4%, ali je u novembru

ostvaren pad za 6,3%. Taj pad je izazvan padom proizvodnje u grani *proizvodnja osnovnih hemikalija, veštačkih đubriva i azotnih jedinjenja, plastičnih i sintetičkih masa* za 6,4%. Ne znamo u ovom trenutku pouzdano koliko je taj pad proizvodnje povezan sa problemom rentabilnosti i finansijskog položaja u *Azotari* (Pančevo) i *Metanolsko-sirćetnom kompleksu* (Kikinda) te sa problemom finansijskog položaja u *Petrohemiji* (Pančevo). Rezultati analize o ovome za određena javna preduzeća, među kojima su i ova tri navedena, dati su u prošlom broju MAT-a², uz zaključak da ni jedno od posmatranih preduzeća za sada ne pokazuje sposobnost niti mogućnost dugoročnog, održivog poslovanja i poboljšanja finansijskog položaja. Zbog toga se pad proizvodnje u hemijskoj industriji ne može smatrati incidentnim, a decidan odgovor na pitanje hoće li i kada on biti prevaziđen nemamo.

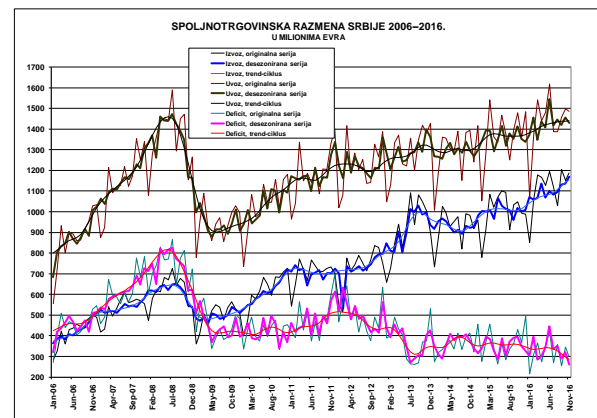
Kada je reč u *farmaceutskoj industriji*, tekući pad proizvodnje se nalazi u okviru uobičajenih oscilacija u ovoj oblasti.

2. Ukupna vrednost spoljnotrgovinske robne razmene u novembru 2016. iznela je 2674 miliona evra, ili 13,6% više nego u istom periodu prethodne godine, a u periodu januar-novembar vrednost te razmene je bila 28001 milion evra, ili 7,9% više. Zadržan je odnos među tekućim tendencijama – izvoz raste brže od uvoza, razlika u brzini rasta se povećava u korist izvoza.

Vrednost *izvoza* u novembru iznela je 1189 miliona evra, tako da je međugodišnja stopa rasta izvoza u novembru iznela 19,8% pa je međugodišnji porast u novembru premašio ovogodišnji rekordni porast iz septembra. Vrednost izvoza u periodu januar-novembar od 12268 miliona evra bila je veća nego u istom periodu prethodne godine za 11%. Vrednost *uvoza* u novembru bila je 1485 miliona evra a u periodu januar-novembar 15733 miliona evra; međugodišnji porasti bili su 9,1% u novembru i 19,8% u periodu januar-novembar. Uvoz je u svih

jedanaest meseci bio pokriven izvozom sa 78%, a u novembru je to pokrile iznelo 80%.

I izvoz i uvoz imaju rastuće kratkoročne trendove, ali je trend izvoza u 2016. godini stabilizovan, sa mesečnim priraštajima od 1,3%, dok se trend uvoza unekoliko usporava: od početka godine njegovi mesečni priraštaji iznose prosečno po 0,4%, a tokom poslednja tri meseca samo po 0,1%. U sezonskoj seriji izvoz je u novembru veći nego u prethodnom mesecu za 2,9%, uvoz je manji za 1,8%.



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

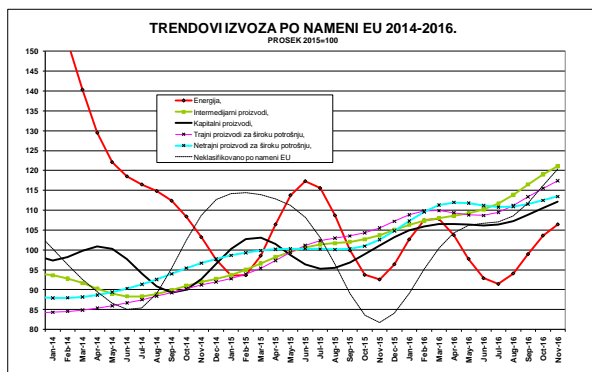
Kratkoročni trendovi svih namenskih kategorija izvoza i dalje su rastući, već u oktobru su svi premašili vrednost prošlogodišnjeg proseka, u novembru je vrednost trenda izvoza energije – koji je najniži – premašila taj prosek za više od 6%.

Trenutno najbrže raste, ali je na najnižem nivou, trend *izvoza energije*. Tokom poslednja četiri meseca, nakon opadanja, usledio je brz rast (prosečno po 3,9% mesečno), da bi u oktobru bio „preskočen“ prošlogodišnji prosek i u novembru dostignuta vrednost trenda za 6,4% veća od tog proseka. Pri međugodišnjem upoređivanju izvoz energije je u periodu januar-novembar (jedini) međugodišnje opao za 0,7%, a u novembru je zabeležen međugodišnji porast za 5,7%. Dinamika izvoza energije u velikoj meri zavisi i od viškova

² „Aktuelnosti u ekonomskoj politici“, tačka 2, MAT br. 263.

raspoloživih za izvoz, a njeno učešće od oko 2,5% u ukupnom izvozu marginalizuje njen značaj za dinamiku ukupnog izvoza.

Najviši nivo iznad prošlogodišnjeg proseka dostigao je trend *izvoza intermedijarnih proizvoda*. Rastući tokom ove godine u proseku po 1,3% mesečno i ubrzavajući rast do 2,1% tokom poslednja tri meseca, u novembru je dostigao nivo koji je za 21,1% iznad prošlogodišnjeg proseka. Ubrzanje rasta izvoza odrazilo se i na međugodišnje pokazatelje, pa je u periodu januar-novembar ostvaren porast od 13,1%, a u samom novembru za 20,1%. *Značajnu ulogu u tom ubrzanju izvoza intermedijarnih proizvoda imali su ubrzanje izvoza poljoprivrednih proizvoda i izvoza proizvoda prehrambene industrije.*



Na drugom mestu po dostignutom nivou (17,4%) u odnosu na prosek prethodne godine) imao je trend *izvoza trajnih proizvoda za široku potrošnju*, rastući prosečno po 0,8% mesečno, ali sa prekidom rasta tokom drugog tromesečja i njegovim ubrzanjem na 1,8% tokom poslednja tri meseca. Njegov međugodišnji rast u novembru je 13,9% a za jedanaest meseci 11,3%.

Sličan tekući rast trendnih vrednosti tokom proteklih jedanaest meseci – po 0,7% mesečno – imali su *izvoz kapitalnih proizvoda* i *izvoz netrajnih proizvoda za široku potrošnju* dostigavši i blizak nivo trenda u odnosu na prošlogodišnji prosek: 12%, odnosno 13%, kao i sličan međugodišnji porast u novembru, respektivno 12,5% i 13,9%.

Konstatujemo na kraju i da su u ovogodišnjih jedanaest meseci, u odnosu na prošlogodišnje, opali udeli u ukupnom izvozu u slučaju izvoza

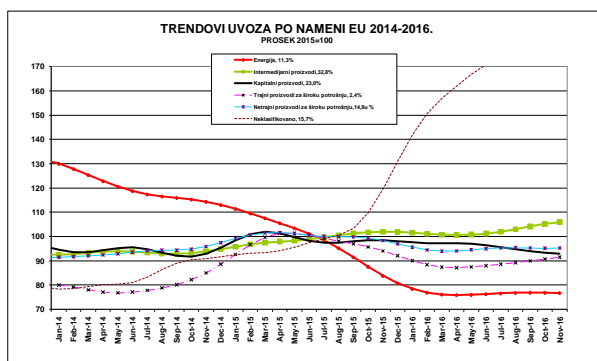
energije (sa 2,9% na 2,6%) i izvoza kapitalnih proizvoda (sa 25,3% na 24,9%). Udeo izvoza trajnih proizvoda za široku potrošnju (5,5%) ostao je nepromenjen, a povećan je udeo izvoza intermedijarnih proizvoda (sa 34,1% na 34,7%) i izvoza netrajnih proizvoda za široku potrošnju (sa 23,6% na 23,9%).

Kada se struktura izvoza posmatra po sektorima i oblastima, može se zapaziti da *prerađivačka industrija* i u prošloj i u ovoj godini učestvuje u ukupnom izvozu sa oko 90%, a *poljoprivreda* sa oko 7%. U periodu januar-novembar 2016. godine, od ukupne vrednosti izvoza od 12268 miliona evra, *prerađivačka industrija* je ostvarila 11075 miliona evra, što je za 1216 miliona evra ili 11% više nego u istom periodu prethodne godine. U isto vreme, izvoz *poljoprivrede, šumarstva i ribarstva* vredeo je 857 miliona evra, što je za 73,5 miliona evra ili 9,4% više. Međutim, međugodišnji porast izvoza prerađivačke industrije je u novembru povećan na 17%, ali je međugodišnji porast izvoza poljoprivrede skočio na 71,5%, *tako da međugodišnji priraštaj vrednosti izvoza poljoprivrede u novembru iznosi 45 miliona evra ili 22% priraštaja vrednosti ukupnog izvoza (202 miliona evra), iako je udeo vrednosti izvoza poljoprivrede u ukupnoj vrednosti izvoza u tom mesecu dostigao tek 9%*. Od 154 miliona evra međugodišnjeg priraštaja vrednosti izvoza u novembru, 25 miliona evra doneo je priraštaj vrednosti izvoza *električne opreme*, 21 milion izvoz *prehrambene industrije* (što je povezano sa popravljanim dinamike proizvodnje), 20 miliona evra izvoz *osnovnih metala* (!), 10 miliona evra gumarska industrija... Dakle, polovinu međugodišnjeg priraštaja vrednosti izvoza u novembru donele su ove četiri oblasti. **Proizvodnja motornih vozila i prikolica još uvek je oblast sa najvećom vrednošću izvoza, ali se više ne svrstava među bitne komponente porasta ukupnog 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 jedanaest meseci ove godine međugodišnje porastao za 72% i dostigao 20% vrednosti

ukupnog uvoza³. Među namenskim kategorijama, za jedanaest meseci međugodišnje je porastao jedino uvoz *intermedijarnih proizvoda* – za 3,1%. Među ostalim namenskim kategorijama, uvoz *kapitalnih proizvoda* i uvoz *netrajnih proizvoda* za široku potrošnju smanjeni su za po oko 4%, uvoz *trajnih proizvoda* za široku potrošnju za 9% i uvoz energije za 22%.

Kada se tendencije mere preko trenda, treba, najpre, naglasiti da je u novembru, kao i u svim mesecima 2016. godine, jedino uvoz *intermedijarnih proizvoda* imao vrednost veću od proseka prethodne godine; njegov smer je izrazito rastući, u novembru je nadmašio prosek prethodne godine za 6%. Trendovi ostalih namenskih kategorija su ispod tog proseka, s tim što je trend uvoza *trajnih proizvoda* za široku potrošnju rastući, trend uvoza *netrajnih proizvoda* za široku potrošnju stagnira, a trend *kapitalnih proizvoda* je opadajući (u novembru su vrednosti ovih trendiva koncentrisani u zoni između 5% i 9% ispod proseka prethodne godine. Trend uvoza *energije* trenutno stagnira na nivou koji je za više od 23% ispod tog proseka.

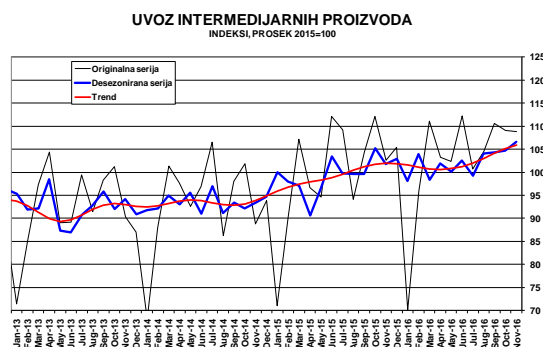


Treba skrenuti pažnju na to da su, zahvaljujući pre svega nižim cenama, vrednosti uvoza sirove nafte i gasa i uvoza naftnih derivata u prvih jedanaest meseci 2016. bile manje nego u istom periodu prethodne godine za 320 miliona evra, te da smo već krajem 2016. suočeni sa tendencijom porasta cena. Teško je da se predvidi koliko će ono biti u 2017. godini – ali to jeste upozorenje na moguće teškoće u platnom bilansu.

³ Pri razvrstavanju po oblastima KD i po SMTK oko 16,5%.

Nejasno je šta je sa *dinamikom investicija*, ako se ima u vidu opadanje uvoza kapitalnih proizvoda, i skroman rast stranih direktnih investicija.

Sa druge strane, ohrabruje *uvoz intermedijarnih proizvoda*, čiji postojani rast ukazuje na rastuću tendenciju industrijske proizvodnje. U samom novembru uvoz u vrednosti od pola milijarde evra nadmašio je uvoz iz istog meseca prethodne godine za 6,1%



Lako je zapaziti da, ne samo što je trend uzlazni, nego je stabilizovan i rast desezoniranih indeksa.

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

Deficit tekućeg računa u periodu januar-oktobar 2016. godine iznosio je 1067,3 miliona evra, što je u odnosu na isti period prethodne godine manje za 14,9%.

U računu robe i usluga ostvaren je deficit u iznosu od 2085 miliona evra i on je manji nego u istom periodu prethodne godine za 21,8%; *izvoz robe i usluga* izneo je 14176,5 miliona evra, ili 9,5% više, a *uvoz* 16261,5 miliona evra, ili 4,2% više nego u prvih deset meseci 2015. godine. Negativan saldo robne razmene iznosio je 2806,0 miliona evra (za 401,2 miliona evra ili za 12,5% manje). Suficit po osnovu trgovine uslugama je iznosio 721,0 milion evra (za 180,9 miliona evra ili za 33,5% više).

Deficit primarnog dohotka je iznosio 1609,3 miliona evra (za 257,2 miliona evra ili za 19,0% više). U okviru *dohotka od direktnih investicija*

zabeležen je *porast neto odliva dohotka po osnovu dividendi* (za 184,5 miliona evra ili za 78,0% više), dok je *neto odliv reinvestirane dobiti* iznosio 592,4 miliona evra (za 68,7 miliona evra ili za 13,1% više). Neto odliv dohotka od portfolio investicija iznosio je 441,4 milion evra (za 14,7 miliona evra ili za 3,4% više).

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

	1-10.2015	1-10.2016	indeks
Tekući račun	-1.254	-1.067	85,1
Prihodi	16.623	17.700	106,5
Rashodi	17.877	18.768	105,0
Roba i usluge	-2.667	-2.085	78,2
Izvoz	12.941	14.176	109,5
Uvoz	15.608	16.261	104,2
Primarni dohodak	-1.352	-1.609	119,0
Sekundarni dohodak	2.765	2.627	95,0
Prihodi	3.125	3.013	96,4
<i>Od čega: Doznake radnika</i>	1.802	1.639	91,0
Rashodi	360	386	107,1
Kapitalni račun	3,9	-1,5	-
Neto pozajmljivanje(+)/neto zaduživanje (-) (Saldo tekućeg računa i računa kapitala)	-1.250	-1.069	85,5
Finansijski račun, neto	896	541	60,4
Direktno investicije	1.448	1.509	104,2
Portfolio investicije	-53	-753	-
Neto povećanje finansijske aktive	-69	-94	-
Neto povećanje finansijskih obaveza	16	-659	-
Vlasničke hartije od vrednosti i hartije od vrednosti investicionih fondova	-80	-10	-
Dužničke hartije od vrednosti	95	-646	-
u tome: Država	95	-646	-
Ostale investicije	-79	-919	-
Gotov novac i depoziti	-210	-414	-
Kreditni	-210	-469	223,2
Neto povećanje finansijske aktive (naši plasmani)	-28	-29	101,6
Neto povećanje finansijskih obaveza (korišćenje)	-182	-441	242,1
Trgovinski krediti i avansi	46	-35	-
Devizne rezerve	-419	705	-
Neto greške i propusti	354	527	148,8

Suficit na računu sekundarnog dohotka iznosio je 2627,0 miliona evra (za 137,8 miliona evra ili za 5,0% manje). *Neto priliv doznaka radnika iz inostranstva* iznosio je 1574,4 miliona evra (za 165,4 miliona evra ili za 9,5% manje).

Neto priliv po osnovu finansijskih transakcija u prvih deset meseci ove godine iznosio je 541,4 miliona evra (za 39,6% 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.

Neto priliv po osnovu stranih direktnih ulaganja nerezidenata u Srbiju iznosio je 1692,0 miliona evra (za 9,9 miliona evra ili za 0,6% manje). *Neto odliv portfolio investicija* iznosio je 746,0 miliona evra (za 690,6 miliona evra više).

Neto odliv po osnovu ostalih investicija je iznosio 919,0 miliona evra (za 839,6 miliona evra više). U okviru ostalih investicija, zabeleženo je *povećanje depozita domaćih poslovnih banaka u inostranstvu* u iznosu od 380,5 miliona evra (u istom periodu prethodne godine zabeleženo smanjenje od 189,2 miliona evra). *Smanjene su neto kreditne obaveze* Narodne banke Srbije (za 23,2 miliona evra), poslovnih banaka (za 387,0 miliona evra) i preduzeća (za 175,3 miliona evra), dok je jedino kod sektora države zabeleženo povećanje zaduživanja (za 144,9 miliona evra). Zabeležen je *porast potraživanja preduzeća po osnovu trgovinskih kredita* u iznosu od 885,1 milion evra (za 428,2 miliona evra više).

Devizne rezerve (platnobilansne promene deviznih rezervi ne uključuju međuvalutne promene i promene vrednosti cene zlata i HoV) su smanjene za 704,8 miliona evra (u periodu januar-oktobar 2015. godine zabeležen rast od 419,2 miliona evra).

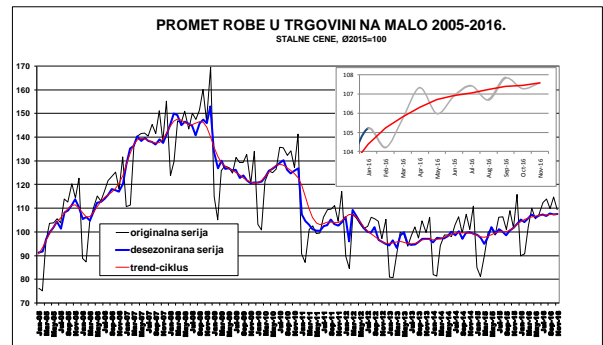
Ono što je karakteristično za oktobar 2016. godine jeste **rast izvoza robe** u odnosu na isti mesec prethodne godine (za 79,3 miliona evra ili za 8,0% više). U okviru priliva po osnovu stranih direktnih ulaganja nerezidenata u Srbiju zabeležen je **značajan porast međukompanijskog zaduživanja** od 251,2 miliona evra (za 186,0 miliona evra više nego u oktobru 2015. godine). Kao posledica ovog priliva, u oktobru je došlo do značajnijeg povećanja depozita domaćih poslovnih banaka u inostranstvu (115,3 miliona evra). **Neto kreditne obaveze države** povećane su za 192,8 miliona evra. Budući da se dobar deo ovog povećanja odnosi na zaduženje za potrebe budžeta, to je uticalo na povećanje deviznih rezervi koje su u oktobru porasle za 115,6 miliona evra.

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

procenio da su one u 2016. realno povećane za 6,1%.

Podaci o prometu robe u trgovini na malo pokazuju da je međugodišnji porast vrednosti tog prometa u novembru ubrzan, ali to nije slučaj i sa tim prometom u stalnim cenama. Naime, vrednost prometa u tekućim cenama u periodu januar-novembar 2016. povećana je za 7,3%, ali je u samom novembru povećanje vrednosti iznelo 8,7%. Međutim, dinamika cena u tom prometu se menja, pa je porast vrednosti u stalnim cenama u celom jedanaestomesečnom periodu veći od porasta nominalne vrednosti, iznevši 7,8%, ali je u novembru međugodišnji porast vrednosti u stalnim cenama izneo 7,4%, što je manje i od realnog povećanja za jedanaest meseci i od porasta nominalne vrednosti u novembru (koja je iznela 7,8%).

Interesantna je struktura. U *trgovini hranom, pićem i duvanom* međugodišnji realni porast je 7,9% i jednak je i u jedanaestomesečnom periodu i u novembru; u oba slučaja on je manji od nominalnog porasta vrednosti, koja za devet meseci iznosi 8,8% a u novembru 9,7%. To znači da je porast cena za promet hrane tokom godine bio više raširen nego porast cena ukupnog prometa u trgovini na malo te da je rast tog prometa brži od rasta ukupnog prometa. Osnovni razlog je u *prometu motornih goriva* – u periodu januar-novembar njegova vrednost je međugodišnje povećana za samo 0,6%, ali je to predstavljalo realan rast od 5,9%. U novembru je rast prometa motornih goriva u stalnim cenama smanjen na 4,5%, ali je vrednost toga prometa međugodišnje povećana za 5,4% – efekat pada cena goriva se iscrpljuje. Na kraju, međugodišnji porast vrednosti peometa neprehrambenih proizvoda jednak je i u periodu januar-novembar i u novembru 9,5% ali se zaostajanje realnog za nominalnim rastom povećava.

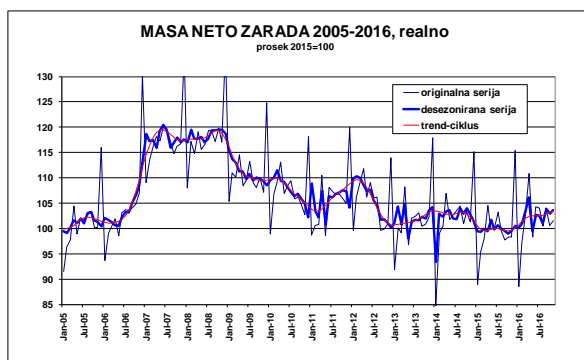


Kada je reč o tekućim tendencijama, rastući trend prometa u trgovini na malo se održava uz određene oscilacije u dinamici desezonirane serije. Trend tokom meseci drugog polugođa 2016. raste po 0,1% mesečno. **Taj je porast važan sa gledišta podrške privrednoj aktivnosti, ali je nedovoljan.**

Međugodišnji porast **prosečnih neto zarada** na celom uzorku u periodu januar-novembar iznosi 3,7% ili, realno, 2,6%. Rast zarada u *privatnom sektoru* je znatno brži (5,1%), a u *javnom sektoru* prosečne neto zarade su rasle sporije: međugodišnji porast u svih jedanaest meseci izneo je 1,9%, u novembru 2%.

Međugodišnji rast *mase zarada* u periodu januar-novembar izneo je 3,2% i bio je niži od rasta prosečnih zarada. Međutim, *porastom broja zaposlenih (za 1%), u novembru se dolazi do drugačijeg odnosa – masa zarada je povećana brže od prosečnih zarada*, njen porast izneo je 4,7%. **U privatnom sektoru masa zarada je rasla (10,8% u jedanaest meseci) znatno brže od prosečnih zarada i taj rast je, ubrzavanjem zapošljavanja u novembru (8,1%) bio veći nego u periodu januar-novembar.** 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.

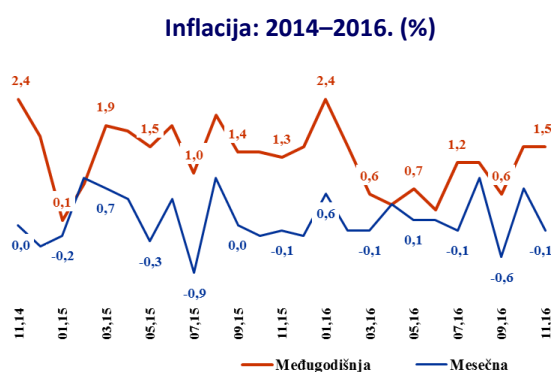


Prosečni priraštaji trenda mase realnih zarada tokom proteklih jedanaest meseci 2016. godine iznosili su 0,3% mesečno. Desezonirani indeks u novembru povećan je za 0,7%, našao se na nivou koji je za 3,7% iznad proseka prethodne godine – vrlo blizu nivoa trenda (3,5%).

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

5. U novembru 2016. ispoljena je mesečna deflacija i nepromenjena međugodišnja inflacija⁴.

U oktobru i novembru 2016. zabeležena je mesečna inflacija od 0,7% i -0,1% respektivno, i međugodišnja inflacija od po 1,5%. Najveći doprinos međugodišnjoj inflaciji od 1,5% i u oktobru i novembru 2016. dala je mesečna inflacija od 0,9% iz avgusta 2016, i to ponajviše zbog rasta cena prehrambenih proizvoda od 2,3%.



⁴⁴ Autor: Gordana Vukotić-Cotič

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

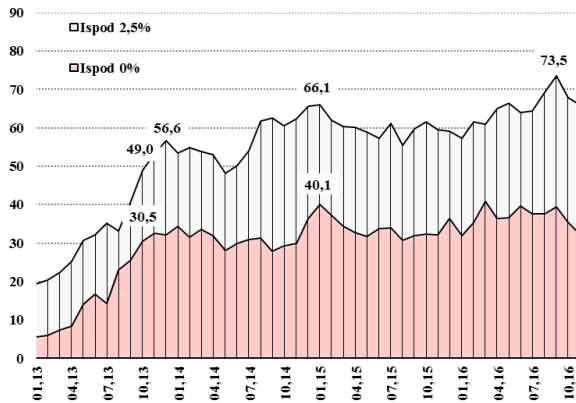
Od osnovnih kategorija potrošačke korpe, samo su prehrambeni proizvodi pojeftinili na mesečnom nivou u novembru 2016. Ovi proizvodi su pojeftinili za 0,7%; a energija, neprehrambeni proizvodi bez energije i usluge respektivno su poskupeli za 0,4%, 0,2% i 0,1%. Prehrambeni proizvodi su pojeftinili pre svega zato što je sveže voće pojeftinilo za 13,1%, i to ponajviše zbog pojeftinjenja pomorandži od 42,9%. Nasuprot tome: energija je poskupela pre svega zato što je energija za domaćinstva, usled povećanja cena čvrstih goriva i daljinskog grejanja, poskupela za 0,5%; neprehrambeni proizvodi bez energije su poskupeli pre svega zato što je obuća sezonski poskupela za 1,6%; dok su usluge poskupele pre svega zato što je popravka vozila, posle dužeg vremena, poskupela – i to za 1,8%.⁵

Na međugodišnjem nivou u novembru 2016. poskupele su sve osnovne kategorije potrošačke korpe. Neprehrambeni proizvodi bez energije, usluge, energija i prehrambeni proizvodi respektivno su poskupeli za 2,5%, 1,6%, 1,6% i 0,7%. Neprehrambeni proizvodi bez energije 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 aranžmani za inostranstvo poskupeli za 29,7%, jer domaći turisti sad preferišu, po svoj prilici, bezbednije a skuplje inostrane destinacije. Energija je poskupela pre svega zato što je električna energija poskupela za 3,8% (električna energija je, zapravo, od decembra 2015. do novembra 2016. jednokratno poskupela za 3,8% u oktobru 2016). Naposletku, prehrambeni proizvodi su poskupeli pre svega zato što je sveže

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

svinjsko meso⁶ poskupelo za 13,2% (i to ponajviše zato što je ono, usled velikog rasta cena tovljenika, poskupelo na mesečnom nivou za 27,4% u avgustu 2016).

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.

Promene sastava potrošačke korpe prema visini međugodišnjeg rasta cena njenih pojedinačnih stavki bile se povoljnije u novembru nego u oktobru 2016. Deo potrošačke korpe s međugodišnjim rastom cena ispod donje granice

inflacionog cilja smanjen je i u oktobru i u novembru; ali je u oktobru smanjen i deo potrošačke korpe s negativnim međugodišnjim rastom cena i deo potrošačke korpe s niskim međugodišnjim rastom cena, dok je u novembru smanjen deo potrošačke korpe s negativnim međugodišnjim rastom cena – a povećan deo potrošačke korpe s niskim međugodišnjim rastom cena (pri tom treba znati da je niska inflacija bolji ishod od deflacije). Uz to je deo potrošačke korpe s međugodišnjim rastom cena u granicama inflacionog cilja povećan i u oktobru i u novembru, dok je deo potrošačke korpe s međugodišnjim rastom cena iznad gornje granice inflacionog cilja povećan u oktobru – a smanjen u novembru.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 od 73,5% u septembru na 67,8% u oktobru i na 66,1% u novembru. Pri tom je deo potrošačke korpe s međugodišnjim rastom cena ispod 0% smanjen od 39,5% u septembru na 35,3% u oktobru i na 32,3% u novembru; dok je deo potrošačke korpe s

međugodišnjim rastom cena od 0% do 2,4% smanjen od 34,0% u septembru na 32,5% u oktobru – a povećan na 33,8% u novembru. Uz to je deo potrošačke korpe s međugodišnjim rastom cena od 2,5% do 5,5% povećan od 12,9% u septembru na 16,1% u oktobru i na 18,8% u novembru; dok je deo potrošačke korpe s međugodišnjim rastom cena iznad 5,5% povećan od 13,6% u septembru na 16,1% u oktobru – a smanjen na 15,1% u novembru.

AKTUELNOSTI U EKONOMSKOJ POLITICI

Osvrnućemo se ovde na tri pitanja koja su bitna za razmatranje uticaja ekonomske politike na budući privredni rast. Prvo je pitanje razloga zbog kojih Fed podiže kamatne stope i posledica po rastuće i ekonomije u razvoju. Drugo se odnosi na stav eksperata MMF-a u pogledu režima deviznog kursa i, u krajnjoj liniji, tiče se i validnosti našeg režima deviznog kursa. Treće se odnosi na nedoumice koje ima Fiskalni savet u pogledu naše statistike o zaposlenosti.

1. Fed podiže kamatne stope po drugi put od početka krize iz 2008. Fed je, 14. decembra 2016. po drugi put⁸ od izbijanja svetske ekonomske krize 2008. godine, podigao referentne kamatne stope na nivo od 0,5%-0,75% (sa 0,25-0,5%), pozivajući se na zdrav napredak američke ekonomije, pre svega na nisku stopu nezaposlenosti (4,6%), ali i na stabilnost ostalih fundamenata. Ovako niska stopa nezaposlenosti je, u trenutnim okolnostima, *prirodna stopa nezaposlenosti*, koja mora da postoji na zdravom tržištu rada, gde ljudi cirkulišu i menjaju poslove, a biznisi se pojavljuju i nestaju. Međutim, na tržištu rada evidentan je tzv. *tightening* - situacija kad je tražnja za radnom snagom veća od njene ponude. U takvim uslovima rast zarada bi „pogurao“ inflaciju naviše. Da bi se sprečila prebrza ekspanzija, tj. neželjen tempo inflacije, prema rečima Dženet Jelen, u 2017. godini se planira dalji rast kamatnih stopa, koje bi trebalo na kraju godine da dostignu nivo od 1,4%. Iako beleži blagi porast u poslednjih šest meseci, inflacija u SAD je trenutno i dalje ispod cilja od 2%, uglavnom zahvaljujući niskim cenama nafte i uvoznih proizvoda. Međutim, Fed očekuje u 2017. godini rast inflacije, kako zbog jačanja ekonomije i već spomenutog *tightening* efekta na tržištu rada, tako i zbog postepene normalizacije cena nafte. Upravo zbog toga Fed planira povećanje kamatnih stopa u tri navrata u 2017. godini, u skladu sa kretanjima najvažnijih pokazatelja. Što se tiče BDP-a, za 2016. očekuje se rast od 1,9%, a u 2017. godini 2,1%.

Takođe, po prvi put u poslednjih nekoliko godina očekuju se i radikalni potezi u fiskalnoj sferi – predsednik Trump je najavio ekonomski stimulans u vidu smanjenja poreskih stopa i povećanih infrastrukturnih radova. Što je veći stimulans, veće su šanse za ubranu inflaciju, pa će biti veće šanse i za podizanje kamatnih stopa. Dženet Jelen je naznačila⁹ da „u ovom momentu nije neophodan fiskalni stimulans ekonomije“, pa se povećanje kamatnih stopa u pojedinim medijima tumači i kao plan Feda da delimično

⁸ Referentna kamatna stopa u SAD je, od juna 2016. godine, kada je podignuta na 5,25%, prvo stagnirala do avgusta 2007. godine, a zatim je postepeno opadala, dostigavši u decembru 2008. istorijski nizak nivo od 0%-0,25%. Nakon sedmogodišnjeg stagniranja na tom nivou, referentna kamatna stopa je prvi put povećana u decembru 2015. na nivo 0,25%-0,5%, i ponovo u decembru 2016. godine na nivo 0,5%-0,75%.

⁹ https://www.washingtonpost.com/news/wonk/wp/2016/12/14/federal-reserve-expected-to-announce-higher-interest-rates-today/?utm_term=.ee877d2f7317

izbalansira fiskalnu ekspanziju. U svakom slučaju, u 2017. se očekuje „tenzija“ na relaciji monetarna-fiskalna politika.

Kao i uvek kad su u pitanju strateški potezi Fed, nameće se pitanje – kako će oni uticati na rastuće i ekonomije u razvoju? U dosadašnjim sličnim epizodama, svaki porast cene novca SAD izazivao je odliv kapitala iz rastućih ekonomija i njegovo ulaganje u kapital SAD. Naime, investitori nakon ere nultog kamatnog ograničenja i najmanji rast kamata percipiraju kao mini ekonomski bum, a naročito kada je u pitanju najsigurnija i najjača ekonomija na svetu.

Odliv kapitala iz rastućih ekonomija predstavlja direktan udarac na njihove valute i dovodi do talasa deprecijacija u ovim zemljama. Dolar je već znatno ojačao u poslednjoj fazi izbora u Americi, a naročito posle Trampove pobeđe i najave stimulaturnih fiskalnih mera. **Prinosi na američke obveznice su takođe porasli, i očekuje se njihov dalji rast, što će dovesti i do rasta cene zaduživanja za ostatak sveta i time ugroziti one kojima je kapital najpotrebniji, tj. one koje se oslanjaju na strani kapital za pokrivanje fiskalnog i deficita platnog bilansa, tzv. *twin-deficit*. Pored toga, jak dolar nominalno će povećati nivo duga i otežati njegovo servisiranje, što sve zajedno predstavlja veliki rizik za zemlje u razvoju.**

Podaci platnog bilansa u Srbiji za period januar-oktobar 2016. godine pokazuju značajan neto odliv portfolio investicija (portfolio investicije obuhvataju ulaganja u vlasničke i dužničke HoV – u našem slučaju portfolio investicije se najvećim delom odnose na ulaganja u dužničke HoV sektora države) u iznosu od 746,0 miliona evra (što je za 690,6 miliona evra više nego u istom periodu 2015. godine). **Ovakvo kretanje portfolio investicija rezultat je povlačenja nerezidenata (pre svega investicionih fondova iz SAD) iz HoV države i započelo je upravo krajem 2015. godine, kada je Fed povećao kamatne stope prvi put nakon krize¹⁰.** 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. Kao rezultat intervencija NBS na međubankarskom tržištu deviza, u istom periodu (januar-oktobar 2016.) zabeleženo je i **smanjenje deviznih rezervi** od 704,8 miliona evra (dok je u periodu januar-oktobar 2015. godine zabeležen rast od 419,2 miliona evra).

2. Fiskalna disciplina i devizni kurs. Pitanje koje se često postavlja u makroekonomiji jeste koji režim deviznog kursa je bolji za postizanje fiskalne discipline. Postoje dva osnovna režima deviznog kursa: fiksni i fleksibilni. Pri **fiksnom** deviznom kursu monetarne vlasti određuju paritet, odnosno zvaničnu vrednost

¹⁰ Ovo je najveći razlog povlačenja nerezidenata iz HoV Srbije, ali deo tog povlačenja se pripisuje 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.

strane valute izražene u jedinicama nacionalne valute¹¹. Centralna banka je obavezna da po ovom kursu kupuje sav višak deviza na deviznom tržištu u zemlji, odnosno da prodaje za dinare svu onu količinu deviza koju traže privredni subjekti.¹² Kod ovog režima deviznog kursa, centralna banka ne može da vodi autonomnu monetarnu politiku, odnosno ne može da odlučuje o ponudi novca.

U režimu **fleksibilnog** deviznog kursa, kurs se formira na tržištu (bez intervencija centralne banke¹³) i zavisi od ponude i tražnje za stranom valutom. U čisto teorijskom slučaju, država uopšte i nema potrebu za međunarodnim rezervama (osim nekog operativnog minimuma), budući da se celokupno prilagođavanje u platnom bilansu odvija promenom kursa.¹⁴ Ovaj režim deviznog kursa omogućava vođenje autonomne i nezavisne monetarne politike.

Prihvaćeno je tradicionalno mišljenje da je režim fiksnog deviznog kursa povezan sa većom fiskalnom disciplinom – naime, fiskalna disciplina se vezuje uglavnom za potrošnju, tj. fiskalni deficit, koji se finansira ili zaduživanjem, ili primarnom emisijom novca. Prekomerna ponuda domaće valute (u slučaju finansiranja duga primarnom emisijom) ili tražnja za stranom valutom (u slučaju prekomernog zaduživanja) vode do poremećaja kursnih pariteta i deficita platnog bilansa. Zato bi fiksiranje kursa predstavljalo jedan oblik monetarnog sidra i kontrole državne potrošnje, s obzirom na to da fiksni kurs ne dozvoljava širenje monetarne baze izvan nivoa deviznih rezervi. Međutim, MMF u svom radnom dokumentu iz novembra 2016. godine¹⁵ navodi da teorijski i određeni empirijski dokazi ukazuju na to da je i u režimu fleksibilnog deviznog kursa moguće imati zdrave javne finansije.

Prema gledištu autora, postojeći modeli se fokusiraju na ekonomske troškove usled fiskalne nediscipline, ali se ne bave detaljnije političkom dimenzijom. Ova politička dimenzija podrazumeva da kreatori ekonomske politike, pri donošenju odluka, takođe uzimaju u obzir vreme koje je preostalo do sledećih izbora i vreme provedeno na vlasti, ali i da vode računa o stepenu političke fragmentacije. Na osnovu pomenutih faktora, koji utiču na donosiocima odluka, autori studije prave distinkciju između sledeće dve komponente:

¹¹ Evropska konvencija izražavanja deviznog kursa. Kod britanske konvencije, iznos inostranog novca se izražava po jedinici domaće valute.

¹² Labus, M., (1999), *Osnovi ekonomije*, Stubovi kulture, Beograd, str. 289.

¹³ U pitanju je potpuno plivajući devizni kurs. Između fiksnog i potpuno plivajućeg deviznog kursa postoje i druge vrste kontrolisanog plivajućeg kursa, gde centralna banka ne pokušava da održi određeni nivo kursa, ali intervencijom na deviznom tržištu sprečava njegove nagle fluktuacije.

¹⁴ Živković, A., Kožetinac, G., (2012), *Monetarna ekonomija*, Centar za izdavačku delatnost Ekonomskog fakulteta u Beogradu, Beograd, str. 412.

¹⁵ Jalles, J. T., Mulas-Granados, C., Tavares, J., (2016), *Fiscal Discipline and Exchange Rates : Does Politics Matter?*, IMF Working Paper (<https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2016/wp16230.pdf>).

- *politički horizont* – ova dimenzija uzima u obzir vreme koje kreatori politike imaju do sledećih izbora (ili promene režima u apsolutističkim režimima). Političari pred kojima je „duži“ horizont imaju manju potrebu za prekomernom potrošnjom i samim time pridržavaju se fiskalne discipline.
- *politička kohezija* – ova dimenzija uzima u obzir broj političkih aktera koji učestvuju u donošenju budžeta, i koji često iskazuju različite stavove u pogledu budžetskih zahteva. Ovi akteri mogu biti članovi vlade, ili opozicije, ili neke druge interesne grupe. Konkretno, jača politička kohezija je, između ostalog, povezana sa parlamentarnom većinom koja podržava vladu, manjom fragmentacijom vlasti i slabom opozicijom. Pretpostavlja se da će političari koji donose odluke u više koherentnom političkom okruženju biti povezani sa čvršćom fiskalnom disciplinom.

Jaka politika (dug horizont za donosiocce odluka i veća kohezija političkog okruženja) daje kredibilitet režimu fleksibilnog deviznog kursa, što dovodi do fiskalne discipline.

Za testiranje teorijskih pretpostavki autori su koristili nebalansirani panel¹⁶, sa podacima za 79 zemalja (uključujući podatke za 31 razvijenu zemlju, i podatke za 48 zemalja koje su u razvoju i sa niskim prihodima), između 1975. i 2012. godine. Na osnovu empirijskih dokaza autori zaključuju da je, za razliku od tradicionalnih argumenata, *fleksibilni* (a ne fiksni) režim deviznog kursa povezan sa većom fiskalnom disciplinom. Međutim, fiskalne implikacije izbora režima deviznog kursa, takođe zavise i od specifičnosti političkog okruženja. **Autori navode da je jako političko okruženje, koje karakteriše dug politički horizont i veća politička kohezija među kreatorima politike (tj. kada nema predstojećih izbora i gde je mala politička fragmentacija), povezano sa boljim fiskalnim rezultatima.**

3. Kada je u pitanju tržište rada, nastavlja se povećanje zaposlenosti i smanjenje nezaposlenosti, što još jednom izaziva reakciju Fiskalnog saveta. I ovog puta Fiskalni savet, u naučnom radu „*Fish that fly do exists, but are rare: are the official labour market data mislead or unreliable?*“ objavljenom u časopisu *Ekonomika preduzeća*¹⁷, nastavlja sa osporavanjem pouzdanosti Ankete o radnoj snazi samo zato što ne uspeva da uoči direktnu vezu između rasta zaposlenosti, izmerenog Anketom, i kretanja BDP-a, lične potrošnje, naplaćenih poreza i doprinosa po osnovu rada itd, pri čemu nastavlja da ignoriše postojanje administrativnih podataka koji pokazuju isti trend kretanja zaposlenosti a na koje je *MAT* u više navrata ukazivano tokom prošle godine.

¹⁶ Nedostajući podaci za pojedine periode utiču na to da vremenske serije za različite jedinice posmatranja budu nejednake dužine. Takve podatke nazivamo nebalansiranim panelima. (Jovičić, M., Dragutinović Mitrović, R., (2011), *Ekonometrijski metodi i modeli*, Centar za izdavačku delatnost Ekonomskog fakulteta u Beogradu, Beograd, str. 217.)

¹⁷ Pavle Petrović, Danko Brčerević, Slobodan Minić (2016). *Fish that fly do exists, but are rare: are the official labour market data mislead or unreliable?*, *Ekonomika preduzeća*, 65 (9-10), 315-331.

Naime, registrovana zaposlenost koju RZS od 2015. godine prati na osnovu podatka iz Centralnog registra obaveznog socijalnog osiguranja, takođe beleži rast, tako da u povećanje zaposlenosti više ne bi trebalo da ima sumnje. Povećanje registrovane zaposlenosti je, doduše, manjeg obima (za 30.000 u periodu III kvartal 2015 – III kvartal 2016) od povećanja neformalne zaposlenosti, koja se većinski odnosi na nisko produktivne, ne-tržišno orijentisane poljoprivredne delatnosti. S tim u vezi, tačna je pretpostavka Fiskalnog saveta da je produktivnost značajno smanjena ali to se ne odnosi na sve delatnosti. U trećem kvartalu 2016. godine u odnosu na isti period prošle godine, produktivnost je najznačajnije smanjena u sektoru delatnosti *domaćinstva* koja proizvode robu i usluge za sopstvene potrebe, gde se broj zaposlenih značajno povećao pri čemu taj sektor ima izuzetno nisku bruto dodatu vrednost. S druge strane, u sektorima delatnosti *građevinarstvo, poljoprivreda, šumarstvo i ribarstvo*, kao i *finansijske* delatnosti i delatnost *osiguranja*, gde je stopa rasta bruto dodate vrednosti bila veća od rasta broja zaposlenih, došlo je do povećanja produktivnosti u pomenutom periodu. Kad se tome doda činjenica da povećanje zaposlenosti još od 2012. godine nije praćeno povećanjem broja radnih sati već naprotiv, što znači da se rast zaposlenosti prvenstveno odnosi na privremene i povremene poslove, koji po svojoj prirodi imaju slabiji efekat na BDP, postaje sasvim jasno zašto nema jake korelacije između kretanja ukupne zaposlenosti i BDP-a. Jedino iznenađenje u ovom slučaju predstavlja Fiskalni savet koji na bazi površnih i neutemeljenih tvrdnji nipodaštava kvalitet zvaničnih statističkih podataka.

Između ostalog, Fiskalni savet iznosi dezinformacije da se lična potrošnja i porezi i doprinosi koje država naplati po osnovu rada smanjuju, što se kosi sa zvaničnim statističkim podacima. Lična potrošnja, merena prometom u trgovini na malo, povećava se još od 2013. godine. Kretanje ostvarenih prihoda države od doprinosa za penzijsko i zdravstveno osiguranje na teret zaposlenih i poslodavaca je teže izmeriti zbog promena u stopama tih doprinosa tokom 2014. godine ali je zato sasvim jasno da su prihodi od poreza na zarade i od doprinosa za slučaj nezaposlenosti bili veći u 2015. u odnosu na 2014. godinu za 1% (1,078 milijardi dinara), odnosno za 1,4% (109,9 miliona dinara) respektivno.

Celovitu analizu navedenog naučnog rada u kojem Fiskalni savet dovodi u sumnju pouzdanost Ankete o radnoj snazi objavićemo u sledećem izdanju MAT-a.