

Decembar 2017.

**MAT**  
Broj 275

MAKROEKONOMSKE ANALIZE I TRENDOVI  
MACROECONOMIC ANALYSES AND TRENDS

**Tema broja**

Budžet za 2018. godinu

Ovo istraživanje će biti publikovano u časopisu:  
NACIONALNA POSLOVNA REVIIJA (NPR), decembar 2017. godine



**Koordinator istraživačkog programa**  
STOJAN STAMENKOVIĆ

**Urednik**  
IVAN NIKOLIĆ

**Autori**  
GORDANA VUKOTIĆ-COTIĆ • BOŠKO ŽIVKOVIĆ  
• 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

REGION EVROPE I CENTRALNE AZIJE: EKONOMSKI PREGLED, TRŽIŠTE RADA I MIGRACIJE.....

## OCENA PRIVREDNE AKTIVNOSTI

Autor: Stojan Stamenković

U oktobru je došlo do izvesnog slabljenja dinamike industrijske proizvodnje, što se moglo očekivati nakon prenatlaženog rasta u prethodna dva meseca. Ubrzan je rast spoljnotrgovinske razmene, ali dinamika uvoza ponovo nadmašuje dinamiku izvoza. Raste investiciona aktivnost, zaustavljeno je opadanje trenda prometa u trgovini na malo. Inflacija je umerena i manja od centralne vrednosti inflacionog cilja.

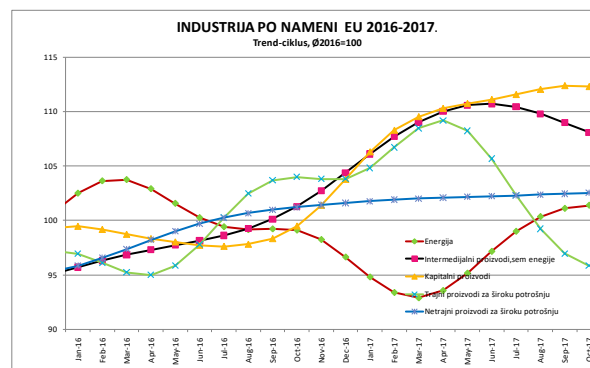
**1. Međugodišnji porast ukupne industrijske proizvodnje u oktobru izneo je 4,4%, što je znatno manji porast od onoga koji je ostvarivan tokom prethodna dva meseca (7,4%). Kumulativni međugodišnji porast za deset meseci ostao je 3,5%.**

Na ovu redukciju međugodišnjeg rasta proizvodnje ukupne industrije nije uticala proizvodnja rudarstva – njen međugodišnji porast u oktobru izneo je 7,9% – već međugodišnji pad proizvodnje elektroprivrede u tom mesecu (povoljni vremenski uslovi) za 3,4% te redukcija međugodišnjeg rasta prerađivačke industrije na 6,1% u oktobru; u periodu januar-oktobar međugodišnji porast iznosi 6,8%.

Kada se industrijska proizvodnja posmatra po nameni EU, zapažaju se osetne promene u dinamici tih kategorija i redosledu po rastu.

Tako je u periodu januar-oktobar međugodišnje pala samo proizvodnja energije i to za 3,3%; uzrok su poznati zastoji početkom godine. U ostalim namenskim kategorijama proizvodnja je međugodišnje povećana i to, redom: netrajnih proizvoda za široku potrošnju za 2,5%, trajnih proizvoda za široku potrošnju za 3,3%, intermedijarnih proizvoda za 9,8% i, najviše, kapitalnih proizvoda za 11,8%. U oktobru je proizvodnja kapitalnih proizvoda zadržala vodeće mesto i imala još viši međugodišnji rast, koji je izneo 17%. Međutim, redosled ostalih kategorija se promenio: pala je proizvodnja trajnih proizvoda za široku potrošnju i to za 6,8%, proizvodnja energije je povećana za 0,3%, netrajnih proizvoda za široku potrošnju za 4,1% i intermedijarnih proizvoda za 6,7%.

Promene su još uočljivije kada se tekuća kretanja prate putem vrednosti trenda.



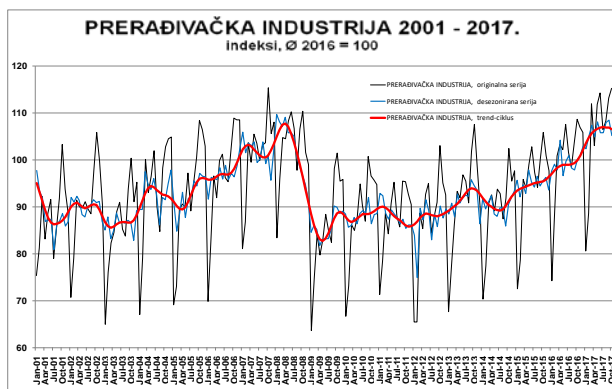
Potpuno stabilan u proteklom delu ove godine je jedino trend proizvodnje intermedijarnih proizvoda; sa priraštajima od 0,5% mesečno on je u oktobru dostigao vrednost koja je za svega 2,5% veća od prošlogodišnjeg proseka (što odgovara i međugodišnjem porastu u tom periodu). Najbrže je rastao trend proizvodnje kapitalnih proizvoda i u oktobru je dostigao vrednost koja je za 12,3% veća od prošlogodišnjeg proseka, s tim što je rast u drugoj polovini proteklog desetomesečnog proizvoda usporen – sa 1,3% prosečno mesečno u prvih pet meseci na 0,4% u drugih pet meseci. Sličan rast i nivo trenda u prvih pet meseci imala je i proizvodnja intermedijarnih proizvoda, ali je u drugoj polovini posmatranog desetomesečnog perioda trend prešao u opadajući smer, tako da je u oktobru njegova vrednost od 8,1% iznad prošlogodišnjeg proseka, iako još uvek relativno visoka, zaostala za trećinu od vrednosti trenda kapitalnih proizvoda sa kojim je u prvom delu godine tekla uporedo. Trend proizvodnje energije se u prvom delu godine našao duboko ispod prošlogodišnjeg proseka (u martu za više od 7%), da bi se kasnije oporavio, u avgustu premašio prošlogodišnji prosek i u oktobru dostigao vrednost 1,4% iznad tog proseka. Najveći pad imala je proizvodnja trajnih proizvoda za široku potrošnju; njen trend je u ovu godinu ušao sa istim nivoom u odnosu na prošlogodišnji prosek kao i trend proizvodnje kapitalnih proizvoda (3,8%), rastao je do aprila i posle toga zauzeo opadajući smer, dospevši na nivo za 6% niži od prošlogodišnjeg proseka.

U svemu, struktura tekuće dinamike industrijske proizvodnje u ovom trenutku nije najpovoljnija,

na to deluje i stagnacija potrošnje, ali će osvrn na prerađivačku industriju pokazati da bi neki kvantitativni problemi mogli biti privremeni.

**Proizvodnja prerađivačke industrije** u oktobru ove godine bila je za 6,1% veća nego u istom mesecu prošle godine; međugodišnji porast u periodu januar-oktobar je 6,8%. Posle izuzetno visokih međugodišnjih porasta između 9% i 10% u avgustu i septembru, za koje smo naglasili da su prenatlaženi<sup>1</sup> (i u određenoj meri incidentni), u oktobru je međugodišnji porast sveden na normalan nivo, mada treba istaći da i ovoga puta ima incidentnih odstupanja u dinamici nekih oblasti u oba pravca (pa se ona međusobno amortizuju).

Kada je reč o tekućoj dinamici, posle porasta u avgustu i septembru desezonirani indeks prerađivačke industrije u oktobru je smanjen za 3%, vrednost trenda je 6,6% iznad prošlogodišnjeg proseka i za samo 0,8% je manja od maksimalne vrednosti trend-ciklusa u martu 2008. godine.



Pri kumulativnom međugodišnjem poređenju proizvodnje u prvih deset meseci ove godine po oblastima, prerađivačka industrija je bila veća u 19 od 24 oblasti. Pad je zabeležen u 5 oblasti, koje dugoročno ili stagniraju, ili imaju nestabilno kretanje.

Kod oblasti koje imaju najveći značaj za formiranje ukupnog Indeksa industrijske proizvodnje, **kumulativni rast** zabeležen je u (prema opadajućem učešću u ukupnoj proizvodnji):

- proizvodnji prehrambenih proizvoda (0,6%) – trend je stagnantan, oko proseka 2016. godine,
- proizvodnja koksa i derivata nafte (5,7%) – rastući trend,
- proizvodnji proizvoda od gume i plastike (14%) - jak rastući trend,
- proizvodnji pića (5,6%) – stagnantan trend, na nivou od oko 5% iznad proseka 2016. godine,
- proizvodnji metalnih proizvoda, osim mašina (11,3%) – trenutno lagano opadajući trend, do nivoa od oko 9% iznad proseka 2016,
- proizvodnji osnovnih farmaceutskih proizvoda i preparata (8,9%) – jak rastući trend,
- proizvodnji hemikalija i hemijskih proizvoda (14,2%) – jak rastući trend,
- proizvodnji električne opreme (11,7%) – do sredine godine rastući, potom izrazito opadajući trend, do nivoa od oko 10% iznad proseka 2016,
- proizvodnji osnovnih metala (10,9%) – opadajući trend, na nivou od oko 11% ispod proseka 2016. godine,
- proizvodnji proizvoda od nemetalnih minerala (1,4%) – stagnantan trend, na nivou proseka 2016. godine,
- proizvodnji papira (10,6%) – jak rastući trend.

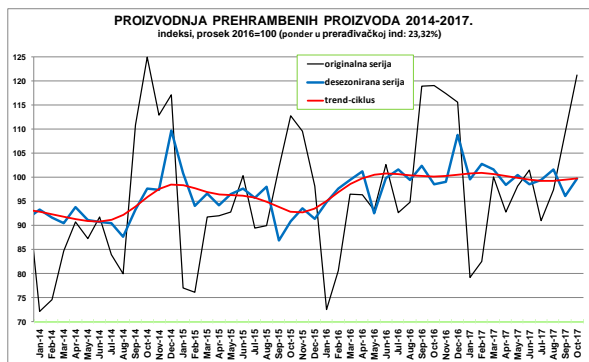
Od oblasti koje su značajne za formiranje ukupnog indeksa industrijske proizvodnje, a u oktobru beleže **kumulativni pad**, izdvaja se **proizvodnja motornih vozila i prikolica** sa kumulativnim padom od 2%, i jakim **međugodišnjim rastom** u oktobru od 11,7%. Preostale četiri oblasti kod kojih je zabeležen kumulativni pad imaju malo učešće u formiranju ukupnog Indeksa industrijske proizvodnje (ukupno učestvuju sa 3,9%), tako da njihove promene nisu relevantne sa aspekta makroekonomske analize.

<sup>1</sup> „Treba naglasiti da su ovi međugodišnji porasti unekoliko prenatlaženi, jer je u avgustu i septembru prošle godine desezonirani indeks smanjen za 2,8% –

za koliko je približno povećan tokom ta dva meseca ove godine“ (MAT 274, Ocena privredne aktivnosti, tačka 1).

S obzirom na značaj za ukupnu proizvodnju prerađivačke industrije i njen izvoz, te na promene dinamike u proteklom delu ove godine, poseban osvrt zaslužuju: *proizvodnja prehrambenih proizvoda, proizvodnja električne opreme, proizvodnja osnovnih metala i proizvodnja motornih vozila i prikolica.*

O problemima sa dinamikom *prehrambene industrije* bilo je reči u prošlom broju MAT-a<sup>2</sup>. U oktobru je, posle dramatičnog septembarskog pada, ostvaren međugodišnji porast za 1,8% (kumulativni porast za deset meseci je 0,6%). Tekuće – ostvaren je desezonirani porast u oktobru za 3,7%, ali i desezonirani indeks i vrednost trenda koji je blizu stagnacije nisu premašili prošlogodišnji prosek.

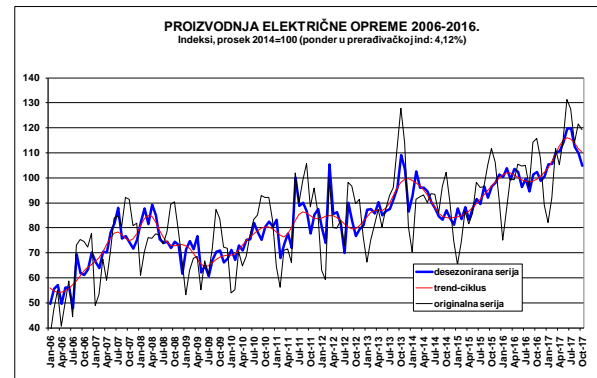


Ono na šta treba posebno ukazati jeste to da je u oktobru – posle šestomesečnog opadanja – međugodišnje za 1% *povećana proizvodnja u grani prerada i konzervisanje mesa i proizvoda od mesa.*

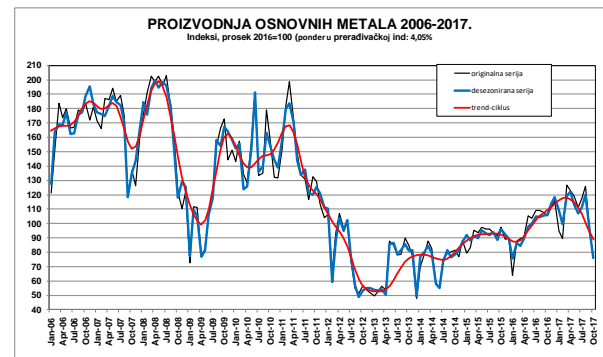
Veliki negativan zaokret dogodio se u oblasti *proizvodnja električne opreme* i on je povezan sa zaokretom u dinamici proizvodnje trajnih proizvoda za široku potrošnju, o kome je bilo reči prilikom razmatranja dinamike industrijske proizvodnje po nameni. U proizvodnji električne opreme u periodu januar-oktobar ostvaren je međugodišnji porast od 11,7%, ali u oktobru od samo 2,9% (vrlo je slična i dinamika izvoza). Pri tome je tokom poslednja četiri meseca, od jula do oktobra, u grani *proizvodnja aparata za*

<sup>2</sup> „Proizvodnja *prehrambene industrije* podložna je turbulencijama zbog uticaja vremenskih uslova na poljoprivredni rod, zbog uslova na tržištu, itd. U celini, njena dinamika u 2017. se redukuje, ali septembarski podatak stvara pogrešan utisak o vanrednoj redukciji proizvodnje... U svemu, nije reč o dramatičnoj redukciji kako to sugerise septembarski međugodišnji pad... U

*domaćinstva* ostvarivan međugodišnji pad proizvodnje u proseku po 15%. Tekuća dinamika u celoj oblasti odražava se i u kontinuiranom opadanju desezoniranih indeksa tokom poslednja tri meseca – za ukupno 13%.



*Proizvodnja osnovnih metala* je u prvom polugođu imala vrlo visok međugodišnji porast – preko 20%. U septembru i oktobru dolazi do ozbilnog međugodišnjeg pada, za 12% pa za 18%. U granskom pregledu može se videti da je ova redukcija međugodišnje dinamike koncentrisana na gvožđe i čelik, a izazvana je redukcijom tekuće dinamike. Desezonirani pad u septembru i oktobru izneo je ukupno 37%.



*Ovde je reč o remontu. Da nije u pitanju redukcija tražnje pokazuje pad zaliha čitave oblasti u septembru i oktobru za oko 20%.*

Na kraju, *proizvodnja motornih vozila i prikolica* odvija se u karakterističnim ciklusima. U oktobru je, nakon pada u septembru za 12%, zabeležen

celoj 2017. godini ne može da se obezbedi prošlogodišnji rast prehrambene industrije (sa posledicama i na rast ukupne prerađivačke industrije).“

međugodišnji porast od 11,7%, ali i pad za 2% u periodu januar-oktobar.



Reč je o zbivanjima u *Fijatu*, u kome se smenjuju periodi pune proizvodnje u dve smene i zaustavljanje proizvodnje u delovima pojedinih meseci. Tako je desezonirani indeks, nakon marta neprekidno opadao, da bi u julu bio za 18% manji nego u martu; sledi (nakon izlaska iz štrajka) porast u avgustu za 24%, pad u septembru za 11%, porast u oktobru za 11%. Trend-ciklus u ovoj godini osciluje oko proseka svojih vrednosti koji je za 1,8% niži od prošlogodišnjeg proseka. Već je najavljeno novo zaustavljanje proizvodnje u Fijatu pre kraja ove godine, tako da će u celoj godini proizvodnja cele oblasti biti nešto manja nego u prošloj godini.

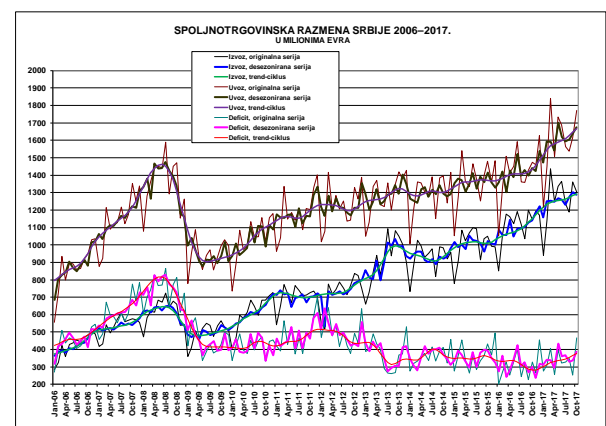
**RZS je objavio podatke o BDP-u trećem tromesečju ove godine.** Rezultat je isti kao i u fleš proceni: realni porast u odnosu na treći kvartal prošle godine za 2,1%. Nosioci ovoga rasta su *proizvodne delatnosti, sem poljoprivrede* koja je zabeležila osetan pad. *Značajan je zaokret u građevinarstvu* – iz međugodišnjeg pada proizvodnje u prvom polugođu, do porasta u trećem kvartalu za 6,1%. **Po agregatima upotrebe BDP-a, najznačajnije je ubrzanje rasta bruto investicija u osnovne fondove – sa 2,5% u prvom polugođu na 6,2% u trećem kvartalu.**

Kada je reč o celoj godini, ostajemo kod ocene koju smo dali u prošlom broju MAT-a<sup>3</sup>.

**2. U spoljnotrgovinskoj razmeni u oktobru nije potvrđena tendencija približavanja međugodišnjeg rasta izvoza i uvoza. Ukupna vrednost spoljnotrgovinske razmene u oktobru je 3074 miliona evra, što je za 17,5% više nego u**

istom mesecu prošle godine. U tom okviru, izvoz je vrednošću od 1304 miliona evra približno zadržao međugodišnju stopu rasta iz prethodnih meseci od 14%<sup>4</sup>, ali je vrednošću od 1770 miliona evra međugodišnji porast uvoza skočio na 20,2%. U periodu januar-oktobar izvoz je vredeo 12556 miliona evra ili 13,5% više nego u istom periodu prošle godine, a uvoz 15920 miliona evra ili 13,9% više. Uvoz je pokriven izvozom sa 78,9%, a u oktobru je ta pokrivenost pala na 73,7%.

Uspostavljen je i inverzni odnos tekućeg rasta izvoza i uvoza u odnosu na onaj koji je bio uspostavljen tokom trećeg tromesečja.



Trend uvoza sada raste osetno brže nego trend izvoza: tokom četiri protekla meseca drugog polugođa (jul-oktobar) prosečni mesečni priraštaji su kod uvoza bili 1,1%, a kod izvoza 0,7%. trend deficita spoljnotrgovinske razmene ponovo je rastući.

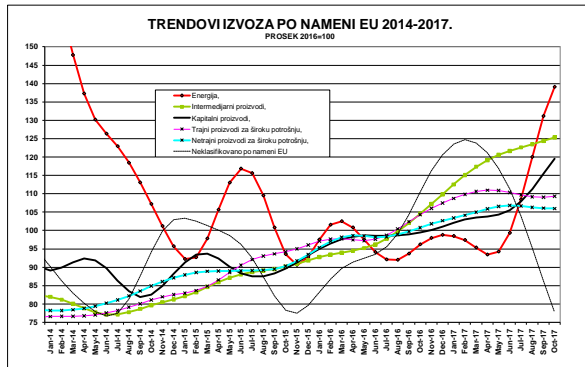
*Kada se izvoz posmatra po nameni EU, na prvi pogled se zapaža uzlet trenda izvoza energije (posle opadanja u prvom delu ove godine, zaključno sa aprilom) do nivoa koji je za blizu 40% iznad prošlogodišnjeg proseka (manji udeo izvoza električne energije u tom rasti i veći udeo izvoza naftnih derivata). Međutim, ova namenska kategorija, zbog svoga niskog učešća, nije presudna za dinamiku ukupnog izvoza. Presudni su izvoz intermedijarnih proizvoda sa stab ilnim rastućim trendom počev od sredine 2014. godine, čija je vrednost u oktobru 2017. dostigla preko 25% proseka prethodne godine, i izvoz kapitalnih proizvoda, čiji trend sada najbrže raste i koji je u*

<sup>3</sup> BDP u četvrtom kvartalu imao bi međugodišnji porast od oko 3%, a u celoj godini jedva 2% (1,9% do 2%).

<sup>4</sup> avgust 14,6%, septembar 13,4%...

oktobru dostigao blizu 20% prošlogodišnjeg proseka. Ova dva namenska sektora zahvataju oko 60% ukupne vrednosti izvoza.

Na drugoj strani, trendovi izvoza proizvoda za široku potrošnju stagniraju – *trajnih proizvoda za široku potrošnju* na nivou od oko 9% i *netrajnih* na oko 6% iznad prošlogodišnjeg proseka.

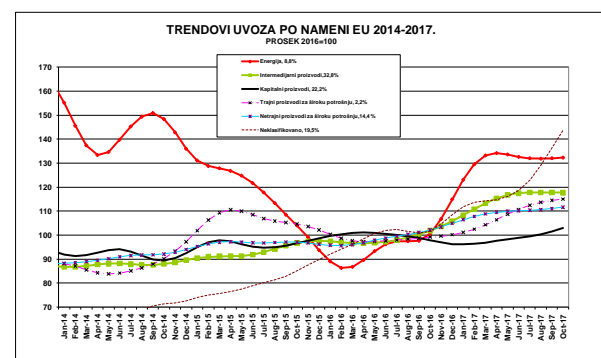


Posmatrano po oblastima, na prvom mestu po vrednosti izvoza u oktobru, sa 183 miliona evra, je *proizvodnja motorih vozila i prikolica*, koja je u tom mesecu izuzetno međugodišnje povećala izvoz za 28% (u periodu januar-oktobar taj izvoz je imao porast od svega 1,5%). Na drugom mestu je *prehrambena industrija* (134 miliona evra), koja u oktobru nema međugodišnjeg povećanja izvoza (u periodu januar-oktobar povećanje iznosi 7,2%). Treća po vrednosti izvoza u oktobru (114 miliona) je *proizvodnja proizvoda od gume i plastike*, koja je ostvarila i izuzetan međugodišnji porast – u periodu januar-oktobar 28% i u oktobru 31%, tako da je na drugom mestu po povećanju vrednosti izvoza u tom mesecu. Sledi *proizvodnja električne opreme*, sa vrednošću izvoza u oktobru od 113 miliona evra i skromnim međugodišnjim porastom od 1,6% (kumulativni porast za deset meseci je preko 8,4%). Poslednja oblast sa vrednošću izvoza u oktobru od preko 100 miliona evra je *proizvodnja osnovnih metala* (107 miliona evra, međugodišnji porast u oktobru za 26%, a u periodu januar-oktobar čak 42,8%).

Vrednost izvoza ovih pet oblasti u oktobru iznosi 651 milion evra ili tačno 50% ukupne vrednosti izvoza, odnosno 53% vrednosti izvoza prerađivačke industrije u tom mesecu, a u periodu januar-oktobar 6198,6 miliona evra, ili 49,4% ukupnog izvoza, odnosno preko 54% ukupnog izvoza. Povećano je učešće prerađivačke industrije u ukupnom izvozu, a promenjen je redosled pet najvećih oblasti u pogledu doprinosa

izvozu: proizvodnja osnovnih metala je pala sa trećeg na peto mesto. Ako se imaju u vidu dve okolnosti – prva, da je pet oblasti koje su u oktobru zahvatale 53% vrednosti izvoza prerađivačke industrije donelo samo 48% međugodišnjeg povećanja vrednosti izvoza prerađivačke industrije i, druga, da je najveći doprinos u oktobru dalo incidentno povećanje vrednosti izvoza motornih vozila i prikolica i da bi bez toga (pri normalnoj dinamici izvoza motornih vozila i prikolica) doprinos povećanju vrednosti izvoza prerađivačke industrije bio osetno manji – *ima mesta izvesnoj zabrinutosti u vezi sa održavanjem postojeće dinamike izvoza i pokrivenosti uvoza izvozom.*

**Bilo da se posmatraju tekuće tendencije putem trenda i desezoniranih podataka, bilo putem međugodišnjih promena, kada se razloži na kategorije po nameni EU, najbrže raste uvoz proizvoda neklasifikovanih po nameni EU.** Učešće toga uvoza je u oktobru 2017. dostiglo preko 17% ukupne vrednosti uvoza. Međugodišnji porast u oktobru izneo je 46,6% (!), u periodu januar-oktobar 22,1%, priraštaji trenda u proteklom delu ove godine iznose po 2,8% prosečno mesečno i ubrzavaju se, nivo trenda u oktobru je dostigao 46% prošlogodišnjeg proseka, skoro polovina trgovinskog deficita (tačnije, takođe 46%) smešteno je u ovu kategoriju.



Kada je reč o namenski identifikovanom uvozu, *stagiraju uvoz energije* (na nivou za 32% iznad prošlogodišnjeg proseka) i *uvoz intermedijarnih proizvoda* (na 33%, sa međugodišnjim porastom u deset meseci od 17%). Rastuće trendove imaju: *uvoz trajnih proizvoda za široku potrošnju* (po 1,4% mesečno u ovoj godini, do nivoa 15% iznad prošlogodišnjeg proseka), *uvoz netrajnih proizvoda za široku potrošnju* (po 0,6% mesečno do 11%) i *uvoz kapitalnih proizvoda* (po 0,7%, do 3% iznad prošlogodišnjeg proseka). Interesantno



je da *uvoz kapitalnih proizvoda* u periodu januar-oktobar ima međugodišnji pad za skoro 2%, a porasti *uvoza proizvoda za široku potrošnju (trajnih i netrajnih)* su 9% i 12%.

Kada se uvoz posmatra po oblastima, stvari su malo jasnije. Međugodišnje povećanje uvoza u periodu januar-oktobar za 13,9% znači da je njegova vrednost u tom periodu ove godine bila veća nego u istom periodu prošle godine za 1939,3 miliona evra. *Prosečno mesečno povećanje je prema tome 193,9 miliona evra.* Međutim, **rast uvoza je ubrzan** i u oktobru je međugodišnje povećanje vrednosti ukupnog uvoza iznelo 299,7 miliona evra – **oktobarsko povećanje vrednosti uvoza premašilo je prosečno mesečno povećanje tokom prvih deset meseci ove godine za 105,8 miliona evra.** Uvećanje prosečnog povećanja vrednosti uvoza u oblasti *eksploatacija sirove nafte i gasa* iznelo je 15,9 miliona evra (uključuje i uticaj povećanja cena), a u *poljoprivredi* 14,2 miliona evra. Po oblastima prerađivačke industrije, to je iznelo: 24,4 miliona u *proizvodnji nepomenutih mašina i opreme*, 19,4 miliona u *proizvodnji ostalih saobraćajnih sredstava*, 11,4 miliona u *proizvodnji električne opreme* (supstitucija izvoza uvozom zbog promene strukture tražnje?), i po oko 9-10 miliona evra u *proizvodnji osnovnih metala, hemijskoj i prehrambenoj industriji*. Zajedno – nabrojanih osam oblasti podiglo je međugodišnje povećanje vrednosti uvoza u oktobru za 113 miliona evra, za koliko je približno ukupno oktobarsko povećanje vrednosti uvoza premašilo prosečno mesečno povećanje od početka ove godine. **Te su oblasti osnovni nosioci ubrzanja rasta uvoza.**

### 3. Objavljeni su podaci o izvršenju platnog bilansa u prvih devet meseci 2017. godine.

**Deficit tekućeg računa** u periodu januar-septembar 2017. godine iznosio je 1221,8 miliona evra (za 394,1 milion evra ili za 47,6% više nego u istom periodu prethodne godine). Negativan saldo *robne razmene* iznosio je 2633,1 milion evra (za 404,0 miliona evra ili za 18,1% više). Suficit po osnovu *trgovine uslugama* je iznosio 610,2 miliona evra (za 39,3 miliona evra ili za 6,0% manje).

*Deficit primarnog dohotka* je iznosio 1699,7 miliona evra (za 95,8 miliona evra ili za 6,0% više).

U okviru dohotka od direktnih investicija zabeležen je *neto odliv dohotka po osnovu dividendi* u iznosu od 478,5 miliona evra (za 94,1 milion evra ili za 24,5% više), dok je *neto odliv reinvestirane dobiti* iznosio 744,9 miliona evra (za 93,6 miliona evra ili za 14,4% više). *Neto odliv kamata po osnovu portfolio investicija* iznosio je 366,2 miliona evra (za 51,3 miliona evra ili za 12,3% manje), dok je *neto odliv kamata po osnovu ostalih investicija* iznosio 291,2 miliona evra (za 29,6 miliona evra ili za 9,2% manje).

Platni bilans Republike Srbije, januar-septembar 2016-2017. (u mil. EUR)

	2016	2017	indeks
<b>Tekući račun</b>	-828	-1.222	147,6
<b>  Prihodi</b>	15.933	17.588	110,4
<b>  Rashodi</b>	16.760	18.810	112,2
<b>  Roba i usluge</b>	-1.580	-2.023	128,1
Izvoz	12.764	14.278	111,9
Uvoz	14.344	16.301	113,6
<b>  Primarni dohodak</b>	-1.604	-1.700	106,0
<b>  Sekundarni dohodak</b>	2.356	2.501	106,2
Prihodi	2.702	2.920	108,1
<i>Od čega: Doznake radnika</i>	1.473	1.560	105,9
Rashodi	346	419	121,0
<b>Kapitalni račun</b>	0	22	-
<b>Neto pozajmljivanje(+)/neto zaduživanje (-) (Saldo tekućeg računa i računa kapitala)</b>	-828	-1.200	144,9
<b>Finansijski račun, neto</b>	376	870	231,6
<b>Direktne investicije</b>	1.457	1.640	112,6
Neto povećanje finansijske aktive	-178	-120	67,4
Neto povećanje finansijskih obaveza	1.634	1.760	107,7
<b>Portfolio investicije</b>	-691	-83	12,0
Neto povećanje finansijske aktive	-67	33	-
Neto povećanje finansijskih obaveza	-624	-116	18,6
Vlasničke hartije od vrednosti i hartije od vrednosti investicionih fondova	-11	-1	11,8
Dužničke hartije od vrednosti	-610	-115	18,8
u tome: Država	-610	-115	18,8
<b>Ostale investicije</b>	-1.210	142	-
Gotov novac i depoziti	-319	652	-
Kredit	-576	-44	7,6
Neto povećanje finansijske aktive (naši plasmani)	-30	-92	306,7
Neto povećanje finansijskih obaveza (korišćenje)	-546	47	-
Trgovinski krediti i avansi	-315	-466	147,9
<b>Devizne rezerve</b>	820	-828	-
<b>Neto greške i propusti</b>	455	329	72,3

*Suficit na računu sekundarnog dohotka* iznosio je 2500,8 miliona evra (za 145,0 miliona evra ili za 6,2% više). *Neto priliv doznaka radnika iz inostranstva* iznosio je 1483,4 miliona evra (za 69,7 miliona evra ili za 4,9% više).

**Neto priliv po osnovu finansijskih transakcija** iznosio je 870,9 miliona evra (za 497,9 miliona evra višenego u prvih devet meseci 2016. godine).

*Strana direktna ulaganja* nerezidenata u Srbiju iznosila su 1759,5 miliona evra (za 125,1 milion evra ili za 7,7% više). *Neto odliv portfolio investicija* iznosio je 98,8 miliona evra (za 586,1 milion evra ili za 85,6% manje). *Neto priliv po*

osnovu ostalih investicija je iznosio 142,7 miliona evra (u istom periodu prethodne godine zabeležen je neto **odliv** u iznosu od 1212,6 miliona evra).

U okviru *ostalih investicija*, zabeleženo je  **smanjenje depozita domaćih poslovnih banaka u inostranstvu** u iznosu od 437,4 miliona evra. Zabeleženo je *smanjenje neto kreditnih obaveza NBS* (za 8,5 miliona evra), *države* (za 19,8 miliona evra) i *preduzeća* (za 20,9 miliona evra), dok je jedino kod *poslovnih banaka zabeleženo povećanje zaduživanja* (za 96,7 miliona evra).

**Devizne rezerve** (platnobilansne promene deviznih rezervi ne uključuju međuvalutne promene i promene vrednosti cene zlata i HoV) su povećane za 828,2 miliona evra (u periodu januar-septembar 2016. godine zabeleženo je smanjenje od 820,4 miliona evra).

**Kada je reč o najvažnijim promenama u septembru 2017. godine u odnosu na isti mesec prethodne godine**, treba istaći **povećanje deviznih rezervi** u iznosu od 338,1 milion evra. Devizne rezerve su u septembru, u najvećoj meri, povećane po osnovu intervencija NBS kupovinom deviza na međubankarskom deviznom tržištu (priliv od 165,0 miliona evra). Pored toga, na povećanje deviznih rezervi uticali su i neto prilivi po osnovu veće prodaje od dospeća deviznih hartija od vrednosti (60,9 miliona evra), donacija i povećanja izdvajanja devizne obavezne rezerve (ukupno 48,9 miliona evra), kao i po drugim osnovima (ukupno 69,6 miliona evra). U istom mesecu, zabeležen je porast **potraživanja preduzeća po osnovu trgovinskih kredita** u iznosu od 211,1 milion evra (za 138,3 miliona evra više u odnosu na septembar 2016. godine), što je prevashodno posledica nenaplaćenih potraživanja po osnovu izvoza robe.

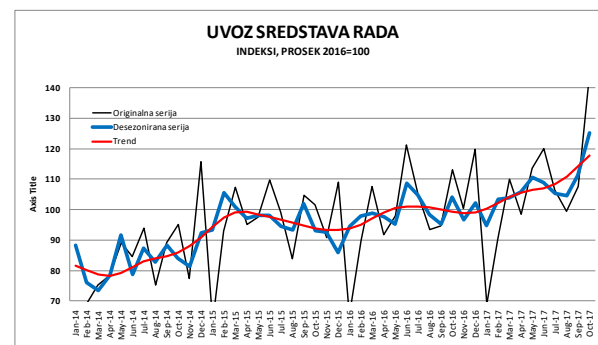
**4. (a) Dinamika investicija se popravlja i one postaju vodeći faktor upotrebe BDP-a u podršci njegovom rastu. Dinamika je još uvek nedovoljna u odnosu na potrebe, ali je važno da je proces započeo.**

RZS je objavio podatke o BDP-u u trećem kvartalu 2017. godine. Na jednoj strani, u obračunu preko

<sup>5</sup> U domaćoj proizvodnji izrazito se ubrzava rast proizvodnje kapitalnih proizvoda, ali ti je umešana i proizvodnja automobila (nema jasno izdvojenih

bruto dodate vrednosti, evidentan je *oporavak proizvodnje građevinarstva*. Posle realnog međugodišnjeg pada u prvom i drugom kvartalu za 3,7% i 2,0%, građevinarstvo u trećem kvartalu beleži porast za 6,1%. Budući da je u četvrtom kvartalu 2016. zabeležen međugodišnji pad za 3,5%, može se očekivati da u četvrtom kvartalu ove godine rast bude dalje povećan.

U okviru spoljnotrgovinske razmene *ubrzava se rast uvoza sredstava rada*. Zaključno sa julom, prosečan međugodišnji porast ovog uvoza iznosio je 4,5%. U avgustu on je podignut na 6,2%, u septembru na 13,7% i u oktobru na 26,7%.



Priraštaji rastućeg trenda uvoza sredstava rada u ovoj godini se ubrzavaju od sredine godine<sup>5</sup>, tako da je on u oktobru dostigao nivo za blizu 18% viši od prošlogodišnjeg proseka; desezonirani indeks je u septembru povećan za 6,5%, a u oktobru za još 12,5%.

Dakle, i **podaci o građevinarstvu i podaci o sredstvima rada ukazuju na oživljanje investicija**. I zaista, iz podataka o upotrebi BDP vidi se da je međugodišnja stopa realnog rasta investicija podignuta, sa oko 2,5% u prvom polugođu, na 6,2% u trećem tromesečju.

Upotreba bruto domaćeg proizvoda, stope realnog rasta				
(promene, prema istom periodu prethodne godine)				
	2016			
	I	II	III	IV
BRUTO DOMAĆI PROIZVOD (BDP)	4,0	2,0	2,8	2,5
Izdaci za finalnu potrošnju domaćinstava	0,8	1,0	0,5	0,9
Izdaci za finalnu potrošnju države	2,3	3,7	0,9	2,3
Bruto investicije u osnovne fondove	6,9	4,6	6,5	2,7
Izvoz robe i usluga	12,5	10,8	10,9	14,0
Izvoz robe i usluga (-)	6,5	13,4	8,0	8,1

Na osnovu daljeg ubrzavanja uvoza sredstava rada i pojačane dinamike proizvodnje cementa u oktobru, kao i smanjenja međugodišnjeg porasta investicija u četvrtom kvartalu 2016. godine,

sredstava rada kao kod uvoza), pa ovu kategoriju ne navodimo kao argument

može se pretpostaviti da će u četvrtom tromesečju 2017. međugodišnji rast investicija biti dalje pojačan. Porast bruto investicija u osnovne fondove u celoj 2017. mogao bi izneti 5% do 5,5%.

**(b) Izvršenje budžeta** do septembra ove godine znatno je premašilo očekivanja iz Zakona o budžetu za 2017. te je u prvih deset meseci ostvaren suficit od 66,6 mlrd dinara, dok je Zakonom za 2017. planiran deficit u iznosu od 69,1 mlrd dinara.

Prema procenama koje je MAT uradio na bazi kretanja pojedinačnih stavki unutar budžeta tokom prethodne godine, *procenjujemo da će suficit na kraju 2017. godine biti oko 31,3 mlrd dinara*, pri čemu u procenu nije uključena planirana jednokratna pomoć penzionerima u iznosu od 5.000 dinara (za oko 1,7 milion penzionera), kao ni drugi eventualni vanredni rashodi i prihodi. Pri tome, prihode smo procenili na 1.121,6 mlrd dinara, dok su rashodi procenjeni na 1.090,2 mlrd dinara. Sa druge strane, prema proceni Ministarstva finansija, ukupni prihodi će u 2017. iznositi 1.156,2 mlrd. dinara dok su izdaci planirani Zakonom za 2017. na nivou od 1.162 mlrd što čini deficit od 5,8 mlrd dinara. Međutim, u obrazloženju Zakona se navodi da će u 2017. biti ostvaren blagi suficit, ali ne raspoložemo projekcijama Ministarstva finansija rashodne strane za 2017. godinu

**(c) Promet robe u trgovini na malo** u periodu januar-oktobar ove godine međugodišnje je povećao vrednost za 8,4%, a u stalnim cenama za 3,9%. U septembru je došlo do ozbiljne redukcije međugodišnjeg rasta – nominalna vrednost je povećana za 6,4%, a realna (stalne cene) za 2,6%. Sličan odnos je u celini zadržan i u oktobru, u kome je nominalna vrednost međugodišnje povećana za 5,9% a realna za 2,5%. Kumulativni porasti za deset meseci su znatno veći: 8,4% nominalno i 3,9% realno.

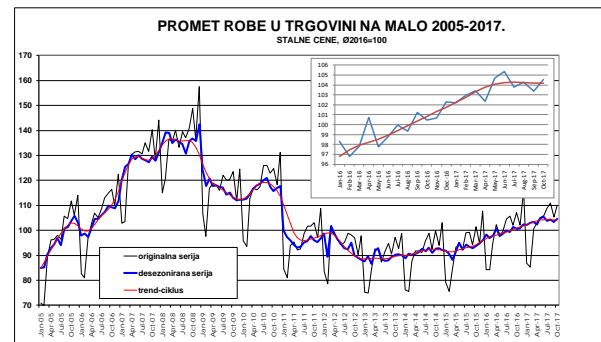
Međutim, promenjen je odnos u dinamici pojedinih kategorija. Dok je u septembru *promet neprehrambenih proizvoda* nije redukovao dinamiku iz prethodnih meseci, pa je svojim međugodišnjim rastom (9,2%) osetno premašio ukupan rast prometa, u oktobru rast vrednosti prometa ove kategorije (6,4%) nebitno premašuje rast vrednosti ukupnog prometa, mada je realan

rast prometa neprehrambenih proizvoda u tom mesecu (4,6%) osetno veći od ukupnog. Kumulativno, za deset meseci nominalni rast je sličan kao i kod ukupnog prometa, ali je realan rast znatno veći (6,2%).

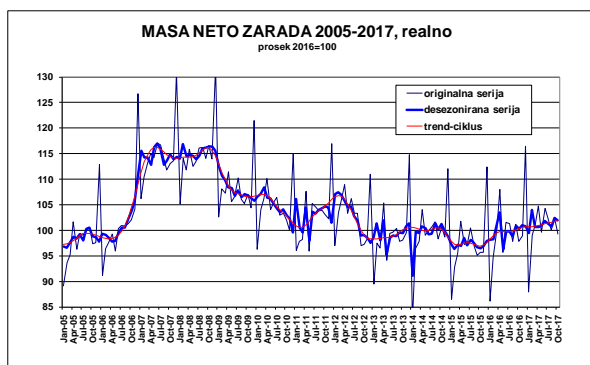
Oscilacije cena se izgleda odražavaju na *promet motornih goriva*. U septembru je taj promet imao realan međugodišnji pad za 2,7%, u oktobru porast za 1,4% pri čemu je nominalna vrednost tog prometa povećana za samo 6,3%.

Najzad *promet hrane, pića i duvana* je u oktobru međugodišnje povećan za 5,3% nominalno i 1,4% realno (kumulativno 7,6% i 3,7%). Dakle, *nominalni rast vrednosti prometa u trgovini na malo se ujednačava*, u oktobru je smešten u interval između 5,3% i 6,3% (u periodu januar-oktobar taj interval je 7,6% do 10,7%).

**Pokazatelji tekućih tendencija prometa u trgovini na malo pokazuju da je on trenutno u stagnaciji** – što je ipak bolja vest od opadanja koje je bilo karakteristično do prošlog meseca. Desezonirani indeks je porastom za 1,2% u oktobru knadoknadio pad u prethodnom mesecu, ternd stagnira na nivou koji je za 4,2% iznad prošlogodišnjeg proseka.



**(d) U skladu sa ovim je i realna masa zarada, čiji je trend blizu stagnacije** (formalno on raste po 0,1% mesečno, u oktobru je stigao do nivoa koji je za 1,9% iznad prošlogodišnjeg proseka.



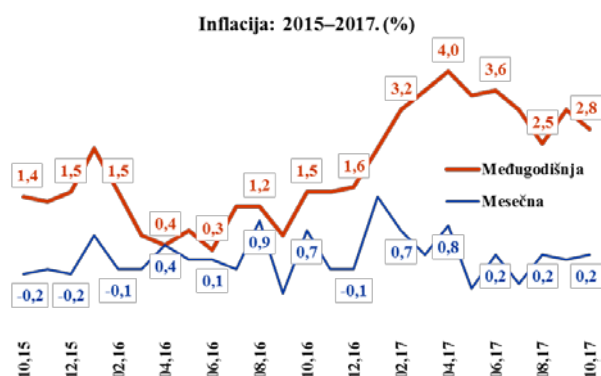
Pri međugodišnjem upoređenju, vidi se da su *neto prosečne zarade* u oktobru bile veće nego godinu dana ranije za 3,5%, ili 0,7% realno. U tom okviru su *zarade u privatnom sektoru* povećane za 4,1% a u javnom sektoru za 2,8%. Porast u javnom sektoru je lociran, pre svega, u obrazovanju i kulturi i u zdravstvu, gde je porast izneo, respektivno, 4,7% i 4,4%; ali, ne treba propustiti da se zapazi i povećanje u administraciji za 3,1%. U periodu januar-oktobar međugodišnja povećanja su: ukupno 4,1%, u privatnom sektoru 5,3%, u javnom sektoru 3,2%.

Dakle, međugodišnja povećanja zarada u oktobru su u svim sektorima bila manja nego u periodu januar-oktobar, ali te promene nisu bitne i teško je tačno oceniti koliko su na njih uticale promene rasporeda dinamike isplata po mesecima, a koliko stvarna redukcija međugodišnjeg rasta zbog tekućeg rasta u drugom delu prošle godine.

Rast *neto mase zarada* je u javnom sektoru bio sporiji od rasta prosečnih zarada zbog smanjenja broja zaposlenih za nešto više od 1%, a u privatnom sektoru znatno brži (8,1% u oktobru i 10,5% u periodu januar-oktobar) zbog povećanja broja zaposlenih za 4% do 5%.

**5. Inflacija<sup>6</sup> je povišena na mesečnom, a snižena na međugodišnjem nivou u oktobru u odnosu na septembar 2017.** U septembru i oktobru 2017. inflacija je respektivno iznela 0,1% i 0,2% na mesečnom, a 3,2% i 2,8% na međugodišnjem nivou. Međugodišnja inflacija je,

tako, i u oktobru 2017. bila u granicama cilja utvrđenog za 2017. i 2018. godinu (3,0% ± 1,5 p.p.). Ona bi štaviše – prema rezultatima ankete agencije Ninamedija o inflacionim očekivanjima finansijskog sektora, privrede i sindikata iz oktobra 2017. – trebalo da bude u granicama aktuelnog cilja ne samo u kratkom nego i u srednjem roku.<sup>7</sup> S druge strane, međugodišnja inflacija je i u oktobru 2017. bila pod znatnim uticajem rasta cena podložnih velikim kratkoročnim oscilacijama usled šokova ponude jer je bazna inflacija<sup>8</sup> u tom mesecu iznela svega 1,4% na međugodišnjem nivou – što je, ujedno, bila i njena najniža vrednost u ovoj godini.



**Od osnovnih kategorija potrošačke korpe, samo su prehrambeni proizvodi pojeftinili na mesečnom nivou u oktobru 2017.** Ovi proizvodi su pojeftinili za 0,1% – a neprehrambeni proizvodi bez energije, energija i usluge su respektivno poskupeli za 0,4%, 0,8% i 0,1%. *Prehrambeni proizvodi* su pojeftinili pre svega zato što je sveže voće, usled nižih cena uvoznog voća, pojeftinilo za 5,4%. *Neprehrambeni proizvodi bez energije* su poskupeli pre svega zato što je obuća, nakon letnjih rasprodaja, poskupela za 4,5%. *Energija* je poskupela pre svega zato što je električna energija za domaćinstva poskupela za 2,1%. Naposletku, *usluge* su poskupele pre svega zato što je održavanje tekućih računa u bankama poskupelo za 4,5%.

granice aktuelnog cilja: i to međugodišnju inflaciju od 5,0% i u oktobru 2018. i u oktobru 2019.

<sup>8</sup> Reč je o baznoj inflaciji u najužem smislu, tj. o inflaciji koja ne obuhvata rast cena: energije, prehrambenih proizvoda (hrane i bezalkoholnih pića), alkoholnih pića niti cigareta.

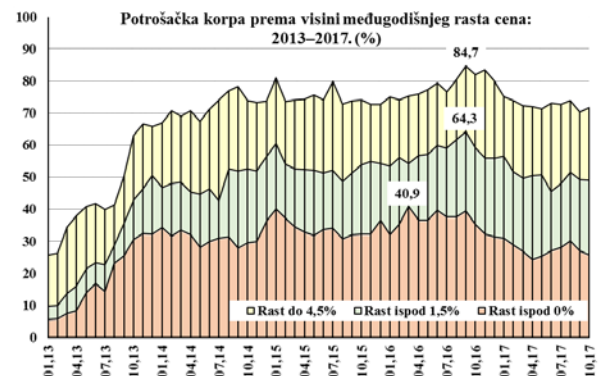
<sup>6</sup> Autor priloga o inflaciji je Gordana Vukotić-Cotić.

<sup>7</sup> Prema rezultatima ankete agencije Ninamedija iz oktobra 2017: finansijski sektor, privreda i sindikati očekuju međugodišnju inflaciju od respektivno 3,0%, 3,5% i 3,4% u oktobru 2018; a od respektivno 3,1%, 4,0% i 3,5% u oktobru 2019. Jedino stanovništvo, kao i do sada, očekuje međugodišnju inflaciju iznad gornje

**Međugodišnja inflacija je u oktobru 2017. proistekla iz poskupljenja svih osnovnih kategorija potrošačke korpe.** Poskupljenje je iznelo 3,4% za prehrambene proizvode, 2,0% za neprehrambene proizvode bez energije, 4,0% za energiju i 2,2% za usluge. *Prehrambeni proizvodi* su poskupeli pre svega zato što je sveže povrće, koje je usled suše slabije rodilo ove nego prošle godine, poskupelo za 10,8%. *Neprehrambeni proizvodi bez energije* su poskupeli pre svega zato što su cigarete poskupele za 8,9%, jer su one na mesečnom nivou, usled povećanja akciza, poskupele za 4,5% u januaru i za 4,3% u julu 2017.<sup>9</sup> *Energija* je poskupela pre svega zato što su motorna goriva, usled rasta svetskih cena sirove nafte, poskupela za 5,0%. Na kraju, *usluge* su poskupele pre svega zato što su usluge mobilne telefonije, čije su cene na mesečnom nivou mirovale od aprila 2015, jednokratno poskupele za 12,3% u martu 2017.

**Sastav potrošačke korpe prema visini međugodišnjeg rasta cena poboljšan je u oktobru u odnosu na septembar 2017.** Prvo, učešće stavki s međugodišnjim rastom cena u granicama inflacionog cilja *povećano* je za 1,6 p.p. (od 21,0% u septembru na 22,6% u oktobru). Drugo, učešće stavki s međugodišnjim rastom cena iznad gornje granice inflacionog cilja  *smanjeno* je za 1,4 p.p. (od 29,7% u septembru na 28,3% u oktobru). Treće, učešće stavki s međugodišnjim rastom cena ispod donje granice inflacionog cilja  *smanjeno* je za 0,2 p.p. (od 49,3% u septembru na 49,1% u oktobru) – i to zato što je učešće stavki s negativnim međugodišnjim rastom cena  *smanjeno u većoj meri* nego što je  *povećano* učešće stavki s niskim međugodišnjim rastom cena: prvopomenuto učešće je smanjeno

za 1,3 p.p. (od 27,0% u septembru na 25,7% u oktobru), dok je drugopomenuto učešće povećano za 1,1 p.p. (od 22,3% u septembru na 23,4% u oktobru).



**Napomene:** 1) Procentualne vrednosti potrošačke korpe u jedinicama ciljane inflacije koja je važila od januara 2013. do decembra 2016. ( $4,0\% \pm 1,5$  p.p.) preračunate su u jedinice ciljane inflacije koja važi od januara 2017. ( $3,0\% \pm 1,5$  p.p.). 2) Na slici su navedene maksimalne procentualne vrednosti potrošačke korpe od januara 2013. do oktobra 2017. za međugodišnji rast cena: do gornje granice aktuelnog cilja, ispod donje granice aktuelnog cilja, i ispod 0%.

**Položaj Srbije spram zemalja Evropske unije u pogledu međugodišnje inflacije minimalno je poboljšan u oktobru u odnosu na septembar 2017.** U septembru i oktobru inflacija je – kao procentualna promena harmonizovanog indeksa potrošačkih cena – iznela 1,8% i 1,7% u Evropskoj uniji, a 3,3% i 2,8% u Srbiji na međugodišnjem nivou.<sup>10</sup> Srbija je imala *manju* međugodišnju inflaciju od dve zemlje Evropske unije u septembru, a samo od tri zemlje Evropske unije u oktobru.<sup>11</sup>

<sup>9</sup> Međugodišnji indeks za dati mesec može se izračunati i kao umnožak mesečnog indeksa za taj mesec i mesečnih indeksa za prethodnih jedanaest meseci, a ne samo kao količnik baznog indeksa za taj mesec i baznog indeksa za isti mesec prethodne godine.

<sup>10</sup> Poređenje inflacije u Evropskoj uniji zasniva se na jedinstvenom konceptu: harmonizovanom indeksu potrošačkih cena. Zato je za Srbiju – umesto

nacionalnog koncepta: indeksa potrošačkih cena – u obzir uzet harmonizovani indeks potrošačkih cena, koji RZS eksperimentalno obračunava od januara 2013.

<sup>11</sup> Zemlje Evropske unije koje su u septembru imale *veću* međugodišnju inflaciju od Srbije bile su Estonija (3,9%) i Litvanija (4,6%), a one koje su u oktobru imale *veću* međugodišnju inflaciju od Srbije bile su Velika Britanija (3,0%), Estonija (4,0%) i Litvanija (4,2%).

## AKTUELNOSTI U EKONOMSKOJ POLITICI

U Skupštini je počela rasprava o Zakonu o budžetu za 2018. godinu. To je danas najaktuelnije zbivanje u ekonomskoj politici u Srbiji, pa je njemu posvećena prva tačka našeg redovnog pregleda aktuelnosti u ekonomskoj politici. Kako se budžet ne može posmatrati izolovano, bez sagledavanja uticaja užeg i šireg okruženja na našu ekonomsku politiku i budžet, u drugoj tački se daje osvrt na aktuelnosti u svetskom okruženju, a treća tačka je svojevrsni pogled na promene koje predstoje, pre svega na proces normalizacije monetarnih politika i na efekte i rizike koji će uslediti..

### 1. O budžetu za 2018. godinu

Prilikom projekcije **prihoda za 2018.** imalo se vidu kretanje iz 2017. uz očekivanje da se nastavi pozitivan trend u njihovom kretanju. Planirani prihodi za 2018. iznose 1.178,5 mlrd dinara, što je za oko 1,9% više nego što je procenom Ministarstva finansija planirano za 2017. Pri tome, poreski prihodi nominalno rastu za 2,1%, dok neporeski opadaju za 3,1%. Najznačajniji porast, u apsolutnom smislu, očekuje se kod prihoda od PDV-a koji će porasti za 4,9%, odnosno za oko 23,4 mlrd. dinara. Kako se u obrazloženju Ministarstva finansija navodi, glavna determinanta kretanja PDV-a je domaća tražnja, a kao glavne razloge za bolju naplatu PDV-a tokom 2017. od planirane navode se:

- povoljna kretanja na tržištu rada u vidu rasta zarada i zaposlenosti koja su dovela do rasta domaće tražnje,
- napredak u domenu kontrole i efikasnije naplate,
- rast potrošnje akciznih proizvoda (pre svega naftnih derivata),
- iznos isplaćenih povraćaja PDV-a je manji od očekivanog (kao rezultat temeljnih kontrola).

Očekuje se da će se trend bolje naplate nastaviti i u 2018, što će povoljno uticati na naplatu PDV-a.

Planirani prihodi od akciza za 2018. iznose 286,3 mlrd. dinara, što je za 2,4% više nego što će, po proceni Ministarstva, biti ostvareno u 2017. Projekcija prihoda od akciza za 2018. sačinjena je na osnovu važeće akcizne politike, očekivane potrošnje akciznih proizvoda (naftnih derivata, duvanskih proizvoda, alkohola, kafe i električne energije) i redovnog usklađivanja nominalnog iznosa akciza na pojedinačne proizvode.

*Ocenjujemo da je planirani porast prihoda umeren i realan u odnosu na projekciju prihoda za 2017. Ostaje pitanje da li će prihodi zaista dostići nivo od 1.156,2 mlrd. dinara ili će biti bliži proceni MAT-a (1121,6 mlrd).*

Kada su u pitanju **rashodi budžeta**, oni su od početka godine, zaključno sa septembrom, realizovani na nivou od 767,6 mlrd dinara, odnosno 66% ukupno planiranih za 2017. godinu. Prema proceni MAT-a, do

kraja godine ukupni izdaci budžeta će biti na nivou od 1.090 mlrd dinara. Predlogom Zakona za 2018. godinu predviđeno je da ukupni izdaci u 2018. budu na nivou od 1.207,1 mlrd dinara što je 4% više u odnosu na izdatke Zakonom planirane za 2017. godinu. Najveće povećanje u 2018. u odnosu na Zakon o budžetu za 2017. je kod *kapitalnih izdataka* koji su planirani na nivou koji je za 33% viši nego što je planirano za 2016. i iznosiće 127 mlrd dinara. Međutim u prvih 9 meseci realizovano je tek 52% planiranih kapitalnih izdataka, te će biti teško da se ovi izdaci planirani za 2017. realizuju u punom iznosu – pre svega, zbog ulaska u deo godine koji nije pogodan za građevinske radove. Dakle, *po oceni MAT-a, kapitalni izdaci za 2018. planirani su na višem nivou nego što je realno da će se realizovati.*

Sa druge strane, imajući u vidu da je cilj fiskalne konsolidacije za 2018. godinu snižavanje deficita i zaustavljanje rasta javnog duga te uspostavljanje trenda njegovog opadanja, *najveće smanjenje je planirano kod rashoda za otplatu kamata* i to, sa 134 mlrd koliko je planirano za 2017, na 118 mlrd u 2018.

Kao rezultat planiranih prihoda i izdataka za 2018, ukupni **deficit** bi iznosio 28,6 mlrd. dinara, odnosno više nego upola manje od onoga što je Zakonom o budžetu za 2017. planirano. Međutim, treba imati u vidu da je tokom 2017. ostvaren značajno bolji rezultat nego što je Zakonom planirano, te možemo reći da je *ukupan rezultat za 2018. lošiji nego što će biti slučaj u 2017.* Ostaje da se vidi kakva će realizacija biti do kraja godine kako bi se preciznije uporedili rezultat iz 2017. i deficit planiran za 2018.

**Tabela 1. Uporedni prikaz Zakona za 2017. i 2018.**

	Zakon 2017.	Zakon 2018.
<b>I PRIMANJA BUDŽETA</b>	<b>1,092,883.5</b>	<b>1,178,531.6</b>
<b>1. Poreski prihodi</b>	<b>916,800.0</b>	<b>988,600.0</b>
Porez na dohodak građana	56,000.0	56,700.0
Porez na dobit preduzeća	74,400.0	88,000.0
PDV	466,000.0	503,400.0
Akcize	271,400.0	286,300.0
Carine	38,600.0	42,900.0
Ostali poreski prihodi	10,400.0	11,300.0
<b>2. Neporeski prihodi</b>	<b>162,606.5</b>	<b>175,715.6</b>
od čega: naplaćene kamate	0.0	0.0
<b>3. Donacije</b>	<b>13,477.0</b>	<b>14,216.1</b>
<b>II IZDACI BUDŽETA</b>	<b>1,161,983.5</b>	<b>1,207,096.8</b>
<b>1. Tekući rashodi</b>	<b>1,028,986.8</b>	<b>1,053,486.3</b>
Rashodi za zaposlene	253,663.4	271,670.6
Rashodi za kupovinu roba i usluga	105,872.9	118,789.2
Rashodi po osnovu otplate kamata	133,966.4	117,820.5
Subvencije	84,413.7	87,646.9
Dotacije međunarodnim organizacijama	3,397.4	3,772.3
Transferi ostalim nivoima vlasti	73,436.0	78,854.1
Transferi OOSO	232,962.5	225,803.1
Socijalna zaštita iz budžeta	115,571.4	114,932.4

Ostali tekući rashodi	25,703.2	34,197.2
<b>2. Kapitalni izdaci</b>	<b>94,208.8</b>	<b>126,990.4</b>
<b>3. Nabavka finansijske imovine</b>	<b>3,987.8</b>	<b>5,670.1</b>
<b>4. Otplata glavnice po garancijama</b>	<b>34,800.0</b>	<b>20,950.0</b>
<b>REZULTAT</b>	<b>-69,100.0</b>	<b>-28,565.1</b>

**Tabela 2. Račun finansiranja**

	U dinarima
Neto finansiranje (defiict)	28,565,132,000
<b>Primanja od zaduživanja i primanja od prodaje domaće finansijske imovine</b>	<b>676,500,000,000</b>
Primanja od zaduživanja	675,700,000,000
Primanja od emitovanja držanih HoV na domaćem tržištu	425,000,000,000
Primanja od emitovanja držanih HoV na međunarodnom tržištu	121,700,000,000
Primanja od zaduživanja	129,000,000,000
Primanja od prodaje domaće finansijske imovine	800,000,000
<b>Izdaci za otplatu glavnice i nabavku finansijske imovine</b>	<b>647,336,529,000</b>
Promena stanja na računu (pozitivna – povećanje gotovinskih sredstava)	598,339,000

*Finansiranje deficita*, kao i obaveza koje dospevaju na naplatu (otplata glavnice) biće obezbeđeno u najvećoj meri kroz *emitovanje državnih HoV* na domaćem i međunarodnom tržištu, u vrednosti 546,7 mlrd. dinara, kao i kroz kredite, u vrednosti od 129 mlrd. dinara.

**Planirana primanja po osnovu zaduživanja veća su od sredstava potrebnih za finansiranje deficita, otplatu duga i nabavku finansijske imovine usled čega dolazi do povećanja stanja na računu u iznosu od 598,3 miliona dinara.**

## **2. Aktuelnosti u svetskom okruženju**

**a) Globalna likvidnost i zemlje u razvoju** - Pre tačno devet godina - krajem novembra 2008. godine - započela je prva etapa kvantitativnih olakšica (QE) u SAD, čime je predefinisana i preokrenuta pravac monetarne politike u celom svetu. Naime, od momenta kada je Fed u prvoj fazi QE izvršio otkup hipotekarskih dugova u vrednosti od 600 milijardi dolara, nastupila je era globalne likvidnosti i politike jeftinog novca, čiji cilj je bio podizanje američke ekonomije iz, do sada najveće recesije posle one iz 1929-1933., i to preko stimulisanja tražnje putem smanjenja kamatnih stopa.

Međutim, promene u globalnim finansijskim uslovima imale su jak uticaj na svetsku ekonomiju, što je i očekivano, zbog velike integrisanosti svetskog finansijskog tržišta. S obzirom na specifičnost novonastale



situacije, MMF je u nekoliko navrata vršio analizu uticaja kvantitativnih olakšica na rastuće i ekonomije u razvoju. U najnovijem radnom dokumentu vezanom za ovu problematiku<sup>12</sup> navode se sledeći rezultati:

- prvo, tzv. *policy-driven* šok priliva likvidnosti, izazvan diskrecionim merama monetarnih autoriteta (gde spadaju spomenute kvantitativne olakšice) donosi zemljama u razvoju rast BDP-a od oko 0,25 p.p. tri godine nakon inicijalne faze priliva kapitala. U istom periodu dolazi do rasta cena akcija za oko 6,5 p.p. Međutim, *neminovno dolazi i do aprecijacije domaće valute i porasta domaće tražnje, što virši pritiske na saldo tekućeg računa*. Inflacija takođe raste, ali njeni pozitivni efekti su kratkotrajni, zbog dezinfatornih efekata aprecijacije valute. *Centralna banka reaguje na ove fenomene tako što spušta referentnu kamatnu stopu, čime apsorbuje deo viška likvidnosti i pretvara je u rezerve*.
- drugo, u slučaju naglašene averzije investitora prema riziku, kada dolazi do ponovnog preokreta u kretanju novca, ali ovaj put u suprotnom smeru – od nerazvijenih ka razvijenim ekonomijama – javljaju se suprotni efekti: BDP se redukuje, kao i cene akcija i inflacija, a domaća valuta naglo slabi. Zbog slabe domaće apsorpcije i deprecijacije valute, raste izvoz, što poboljšava saldo tekućeg računa. Kao odgovor na ovakav šok, centralne monetarne vlasti mogu aktivirati stok deviznih rezervi ili podići referentnu kamatnu stopu, međutim, nije svaka ekonomija u stanju da odgovori na taj način. Odgovor zavisi od raspoloživosti monetarnog prostora i zatečenog stanja fundamenata, ali većina zemalja nije adekvatno pripremljena na ovakve šokove.

*U suštini, efekti politike jeftinog novca su pozitivni, ali ovakva situacija ne može trajati beskonačno. Bankarski sistem je već dugo ugrožen zbog gubitka profita, a prisutan je i rast ekonomskog ciklusa, što sve zajedno ukazuje na neophodnost zaokreta u monetarnoj politici. U takvim turbulentnim uslovima, rastuće i ekonomije u razvoju moraju da traže način da prilagode svoju monetarnu politiku globalnim kretanjima.*

**b) Makroekonomski i distributivni efekti javnih investicija u zemljama u razvoju** – poznato je da su javne investicije u infrastrukturu jedna od ključnih poluga rasta u zemljama u razvoju. Prema podacima McKinsey Global Institute, svet bi trebalo da investira u infrastrukturu 3,8% BDP-a godišnje u periodu 2016-2030., samo radi dostizanja projektovanih stopa rasta. Istražujući magnitudu efekata javnih institucija i potencijalne mogućnosti za njihovo bolje iskorišćenje, MMF<sup>13</sup> iznosi sledeće zaključke:

---

<sup>12</sup> IMF Working Paper 17/222: “Global Liquidity Transmission to Emerging Market Economies, and Their Policy Responses”, Woon Gyu Choi, Taesu Kanf, Geun-Young Kim, Byongju Lee; IMF, October 2017

<sup>13</sup> IMF Working Paper 17/217: “The Macroeconomic (and Distribution) Effect of Public Investment in Developing Economies”, Davide Furceri, Bin Grace Li

- *prosečan fiskalni multiplikator javnih investicija u zemljama u razvoju iznosi od 0,2% do 0,6%, i veći je od multiplikatora državne potrošnje. Takođe, u kratkom roku dolazi do porasta zaposlenosti i crowd-in privatnih investitora efekta (tj. njihovog involviranja u projekte javnih investicija);*
- *uloga ekonomskog ciklusa ima veliki značaj - pozitivni efekti javnih investicija veći su u periodima slack-a (neiskorišćenih kapaciteta);*
- *istraživanja su pokazala da je makroekonomski efekat javnih investicija veći u zemljama koje imaju fiksni kursni režim;*
- *pozitivni efekti su manji u zemljama gde postoji visoka sklonost uvozu, zbog toga što deo benefita odlazi na finansiranje uvoza;*
- *Inicijalna zaduženost je veoma signifikantna – nisko zadužene zemlje imaju veći fiskalni prostor za zaduživanje u toku trajanja investicione faze, dok kod visoko zaduženih može doći do pritiska na dalje zaduživanje;*
- *efikasnost implementacije investicionih projekata takođe je pozitivno korelisana sa kratkoročnim dobicima od investicionih projekata;*
- *distributivni efekti javnih investicija nisu zanemarljivi – 10% povećanja javnih investicija smanjuje nejednakost za oko 0,2%.*

**c) Javna preduzeća u rastućim ekonomijama** – *Javna preduzeća u rastućim i nerazvijenim ekonomijama imaju važnu, dvostruku ulogu – ona, s jedne strane, imaju tržišnu ulogu snabdevača društva određenim proizvodima i uslugama, s druge, imaju naglašenu odgovornost prema državi i pojedincima. Javna preduzeća zapošljavaju veliki broj lica i generišu veliki deo BDP-a, naročito u kompleksnim sektorima kao što su transport, energetika, upravljanje vodama itd. Istovremeno ona generišu i ogroman dug i gubitak, čime ugrožavaju makroekonomsku stabilnost cele zemlje. Zbog toga njihovo poslovanje uvek izaziva pažnju i javnu debatu.*

Rezultati istraživanja MMF-a<sup>14</sup> sprovedenom na 11 rastućih evropskih ekonomija pokazuju brojne slabosti javnih preduzeća. Pre svega, po pitanjima profitabilnosti i efikasnosti ona daleko zaostaju za privatnim preduzećima. Praksa gomilanja dugova delom je nasleđena, a delom posledica loše i nekonzistentne privatizacije, ali se nastavlja i dalje. Profitabilnost, merena prinosom na kapital (ROE – Return on Equity), koji pokazuje dobit u odnosu na uloženi akcijski kapital, daleko je ispod privatnih kompanija. I efikasnost, merena prinosom na angažovani kapital (ROCE – Return on Capital Employed) koji ukazuje na efikasnost generisanja profita uloženim kapitalom, indicira na veliku neefikasnost uloženog kapitala, u poređenju sa

---

<sup>14</sup> IMF Working Paper 17/221: “State-Owned Enterprises in Emerging Europe – The Good, the Bad and the Ugly“, Uwe Böwer, IMF, October 2017

privatnim sektorom. I efikasnost radne snage je niska, jer troškovi po zaposlenom premašuju one u privatnom sektoru, dok je istovremeno kvalitet outputa u većini slučajeva znatno lošijeg kvaliteta.

Ekonomski rizici ovakvih performansi mogu se klasifikovati u tri grupe:

- u prvu spadaju rizici po javne finansije: nagomilane potencijalne obaveze (nerešeni i potencijalni sudski slučajevi, tužbe, garancije i sl.) figurišu kao stalni rizik za javni dug, što ozbiljno ugrožava nacionalne fiskalne pozicije;
- u drugoj su rizici za finansijski sektor, vezani uglavnom za banke koje su u državnom vlasništvu;
- i treće, vezano za javna preduzeća figurišu i rizici za produktivnost i rast – naime, često su javna preduzeća u lancu proizvodnje vezana za čitavu mrežu drugih preduzeća, u raznim oblastima, koja su im ili dobavljači, ili se oslanjaju na njihove međufazne proizvode. Svako usporavanje u javnom sektoru preliva se i na usporavanje u ostalim, konektovanim sektorima, i obrnuto, čime dolazi do promena u ukupnoj faktorskoj produktivnosti. Zato se često preporučuje otvaranje javnih preduzeća ka stranim investitorima i konkurenciji.

MMF ističe da je *loše upravljanje glavna prepreka u poslovanju javnih preduzeća*. Pre svega, vlasnička politika u velikom broju slučajeva nije jasno definisana – upravljački ciljevi su dvosmisleni, a zakonodavne odredbe nejasne, što rezultira fragmentisanim odgovornostima, bez jasne linije upravljanja.

Dalje, finansijski nadzor, takođe u sprezi sa upravljanjem, često je sastavljen od nedovoljnog broja neadekvatno zaposlenih lica, sa nedovoljno dugim mandatima i nepreciznom odgovornošću. Sistem nagrađivanja je nepredvidiv i nepravilan, a posledice nedefinisane i neodređene. Imenovanje upravnog odbora nije transparentno i ne podleže kompetitivnim selekcionim procedurama, već je često predmet političke odluke.

*Javni sektor, navodi u zaključku MMF, urgentno mora pristupiti reformama*. Konkretno, potrebno je krenuti od definisanja vlasništva i odgovornosti, zatim zakonski (de jure i de facto) regulisati finansijski i izvršni nadzor, i izvršiti profesionalizaciju kadrova, tako što će se obezbediti transparentna procedura selekcije i odvajanje politike, u što je većoj meri moguće, iz javnog sektora.

### **3. Snižavanje opšteg nivoa finansijskih rizika na kratak rok – šta sledi?**

MMF je u oktobru objavio svoj redovni kvartalni izveštaj o finansijskoj stabilnosti. Osnovna dijagnoza jeste promena trenda uvećanja opšteg nivoa finansijskih rizika, koji je formiran tokom krize 2008.godine. Glavni argumenti MMF-a se navode u nastavku.

Prvo, globalni finansijski sistem je stabilizovan zahvaljujući neortodoksnim politikama i vanrednim merama državne podrške. Regulatorni sistemi su unapređeni. Privredna aktivnost se u većini zemalja ubrzava. Finansijsko stanje banaka u razvijenim zemljama je poboljšano. Ovi procesi smanjuju verovatnoću pojave poremećaja i povećavaju poverenje transaktora.

Drugi skup faktora koji deluju u suprotnom smeru je povezan sa ekspanzivnim monetarnim politikama koji se još uvek nastavljaju u razvijenim zemljama. Brzi rast ponude novca je doveo do povećanja vrednosti investicione imovine i povećanja zaduženosti svih sektora (preduzeća, države i stanovništva). Rizici finansijske stabilnosti se, u ovim okolnostima, sele iz banakarskog u druge sektore. Visok nivo i očekivano povećanje zaduženosti nefinansijskih sektora može otežati nužnu normalizaciju monetarnih politika. Povećanje baznih kamatnih stopa, bez obzira na istorijski niske vrednosti, može aktivirati rizike u nefinansijskim sektorima. Zbog toga će period normalizacije monetarnih politika potrajati nekoliko narednih godina. Alternativni koncept brzog uvećanja kamatnih stopa može biti rizičan jer može izazvati snažne potrese na finansijskim tržištima. Povećanje nivoa finansijskog leveridža nefinansijskih sektora u zemljama G20 je bilo podsticajno za privredni rast ali je dovelo do povećanja rizika destabilizacije. Okidač ovog procesa može biti brzo uvećanje kamatnih stopa. U nekim zemljama iz ove grupe (Australija, Kanada, Kina, Južna Koreja) već se registruju teškoće u servisiranju unutrašnjih dugova bez obzira na trenutno nizak nivo kamatnih stopa. Monetarne politike ovih zemalja su suočene sa problemom moguće destabilizacije i usporavanja privrednog rasta.

*Proces normalizacije monetarnih politika će verovatno uskoro početi u SAD. Ovaj trend će slediti i druge centralne banke iz zemalja G20. Glavni rizik brzog povećanja kamatnih stopa u SAD jeste visoka zaduženost sektora stanovništva. Na taj problem je upozorila Dženet Jelen, odlazeći predsednik FED-a. Problem je ne samo u intenzitetu promene baznih kamatnih stopa nego i transferu rizika koji će ovaj proces aktivirati na nerazvijene zemlje. MMF smatra da će posledice normalizacije monetarne politike u SAD biti neproporcionalno visoke u zemljama u razvoju. Povećanje baznih kamatnih stopa u SAD će, prema procenama MMF, imati za posledicu smanjivanje dotoka portfolio investicija u zemljama u razvoju na nivou od oko 100 milijardi dolara na godišnjem nivou. Najveći udar će pretrpeti zemlje sa visokim leveridžom u kojima banke imaju visoku izloženost preme visoko zaduženim sektorima stanovništva i preduzeća.*