

SADRŽAJ

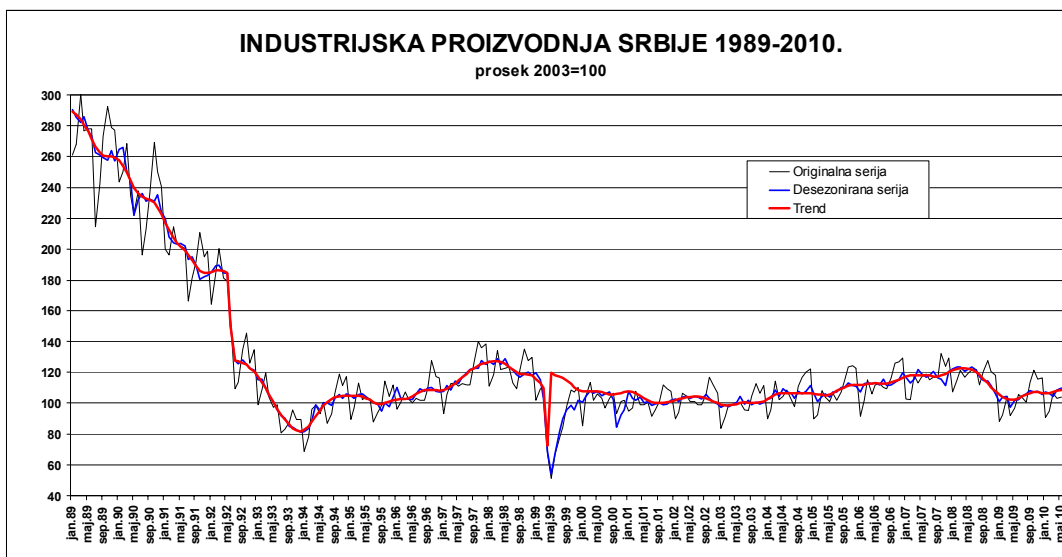
REZIME	5
MAKROEKONOMSKI PREGLED.....	11
1. Realni sektor.....	11
1.1. Industrija.....	11
1.2. Promet robe u trgovini na malo	13
2. Finansijski i monetarni sektor	15
2.1. Budžet	15
2.2. Monetarna kretanja	18
2.3. Finansijski sektor: Zabrinjavajući rast kreditnog rizika sektora preduzeća	20
2.4. Smanjivanje cena akcija u Evropi i u regionu	24
3. Izvori sredstava za potrošnju stanovništva i cene.....	29
3.1. Zarade.....	29
3.2. Cene	33
4. Ekonomski odnosi sa inostranstvom.....	35
4.1. Robna razmena Srbije	35
4.2. Platni bilans Srbije	39
5. Međunarodna ekonomska kretanja.....	41
5.1. Britanski model budžetske stabilizacije	41
5.2. Usporedni prikaz cena pojedinih proizvoda i usluga u zemljama JIE u 2009.....	43
5.3. Srbija i EU: Samit G20 i neslaganja između Evrope i SAD	45
KONJUNKTURNI PREGLED.....	47
ZAKLJUČNA RAZMATRANJA.....	51
1. Ponuda i tražnja	51
2. Neki akutni problemi ekonomske politike.....	58
2.1. Budžetski deficit	58
2.2. Tokovi kratkoročnog kapitala i kurs evra prema dinaru	60
2.3. Zabrinjavajući rast kreditnog rizika sektora preduzeća	63
TEMA MESECA.....	67
Nedoumice oko poreske reforme u smeru povećanja PDV-a.....	67
STATISTIČKI PRILOG.....	69

REZIME

Podaci o industrijskoj proizvodnji u maju nisu potvrdili uspostavljanje rastuće tendencije nagoveštene prethodnog meseca; zaostaje prehrambena industrija, raste proizvodnja u oblastima koje izvoze. Nastavlja se uzlet izvoza, ali se uspostavlja i rastuća tendencija uvoza; sa gledišta domaće proizvodnje ohrabruje rast uvoza intermedijalnih proizvoda, ali je povećan i uvoz trajnih proizvoda za široku potrošnju. Cene za sada miruju, uprkos slabljenju dinara prema evru – niska domaća tražnja preovlađujuće utiče na njihovu dinamiku. Junska anketa o konjunkturi u srpskoj industriji donela je nešto bolje ocene o trenutnom položaju preduzeća u odnosu na maj i lošija tromesečna očekivanja privrednika.

Osnovni makroekonomski trendovi

1. Realni sektor. – Fizički obim *industrijske proizvodnje* je u maju bio gotovo na aprilskom nivou (rast za 0,4%), dok je u desezoniranoj seriji zabeležen umereni pad (0,9%).



Nije nastavljen desezonirani oporavak iz prošlog meseca, niti je linija trenda zauzela rastući smer. Prosečna desezonirana proizvodnja u prvih pet meseci ove godine jednaka je prosečnoj proizvodnji u poslednjem kvartalu prethodne godine. U odnosu na maj prošle godine tekuća proizvodnja je veća za 7,0%. Nakon pet meseci, kumulativni godišnji rast proizvodnje iznosi 5,4%. U letnjim mesecima u bazu za poređenje rezultata ulaze nešto veće vrednosti, pa će održavanje relativno visokih međugodišnjih stopa rasta pretpostavljati poboljšanje konjunktura industrijske proizvodnje. Iz krize prvenstveno izlaze oblasti koje su i pre ulaska u krizu bile propulzivne. Reč je o oblastima sa izraženim stranim direktnim investicijama i orijentacijom ka izvozu. Vrednost *prometa robe u trgovini na malo* u tekućim cenama u maju 2010. godine veća je za 2,2% u odnosu na nivo u maju 2009. godine, ali je u stalnim cenama manja za 3,3%. U prvih pet meseci ove godine promet robe na malo u odnosu na isti period 2009. godine manji je za 0,9% u tekućim cenama, a za 6,2% u stalnim cenama.

2. Finansijski i monetarni sektor. – Primanja budžeta Republike Srbije su u maju 2010. godine bila na nivou od 52,3 milijarde dinara, što je za oko 0,8 milijardi dinara više nego u prethodnom mesecu. Prihodi od PDV-a su sniženi u odnosu na april za 2,2 milijarde dinara i iznosili su 24,4 milijarde dinara, od čega je 16,2 milijarde dinara PDV pri uvozu (oko 600 miliona dinara više nego u aprilu), a ostatak od 8,2 milijarde dinara je PDV sa domaćeg tržišta. U prvih pet meseci tekuće godine primanja budžeta zabeležila su apsolutni porast od 16,5 milijardi dinara u odnosu na isti period 2009. godine i iznosila su ukupno 248,1 milijardu dinara. Ovo povećanje predstavlja i realni porast od 2,7%. Pri tome prihodi od PDV-a u prvih pet meseci ove godine pokazuju oporavak, tj. realan porast za 3,6% u odnosu na isti period prethodne godine, dok su prihodi od carina niži za gotovo 17% realno. Izdaci budžeta u maju su iznosili 63,5 milijardi dinara i bili su za 0,4 milijarde dinara manji nego u aprilu. U odnosu na maj prethodne godine izdaci budžeta su povećani za 5,3 milijarde dinara, odnosno za 5,1% realno. Pri tome značajniji apsolutni rast pokazuju izdaci za subvencije (za 2,2 milijarde dinara), transferi ostalim nivoima vlasti (za 1,9 milijardi dinara) i izdaci namenjeni socijalnoj zaštiti iz budžeta (za 1,8 milijardi dinara), dok transferi OOSO imaju pad od jedne milijarde dinara. Od početka godine izdaci budžeta su veći za 17,7 milijardi dinara u odnosu na isti period prethodne godine, što je realni porast od 2%, i u prvih pet meseci iznose ukupno 293,5 milijardi dinara. Deficit budžeta je u maju bio nešto niži nego u aprilu i iznosio je 11,2 milijarde dinara, te je ukupan deficit u 2010. godini dostigao vrednost od 45,4 milijarde dinara. Međutim, krajem maja, a naročito u toku juna, otvoreno je pitanje održivosti deficita – tačnije, njegovog finansiranja. Naime, od kada je referentna kamatna stopa na dvonedeljne repo papire 11. maja smanjena sa 8,5% na 8%, kamatna stopa na trezorske zapise raste (nezavisno od njihove ročnosti), ali tražnja za njima opada, te je početkom juna, samo na dve aukcije, prodana ukupna emisija zapisa. U *monetarnoj politici*, nakon smanjenja referentne kamatne stope za 50 baznih poena u maju, NBS tokom juna nije menjala tu stopu i ona je trenutno na nivou od 8% godišnje. Dinarski primarni novac je ostao gotovo nepromenjen u maju u odnosu na nivo sa kraja aprila. Međutim, budući da je u istom periodu NBS intervenisala na međubankarskom deviznom tržištu prodajom 369 miliona evra, smanjen je stok repo prodatih hartija od vrednosti NBS u portfelju banaka za oko 22 milijarde dinara. U toku maja povećana je ponuda novca bankarskog sektora, merena svim monetarnim agregatima (M1, M2 i M3). Novčana masa M1 povećana je za 3,4 milijarde dinara i iznosi 232,8 milijardi dinara, novčana masa M2 povećana je za 8,6 milijardi dinara i iznosi 419,4 milijarde dinara, dok je novčana masa M3 povećana za 52,3 milijarde dinara i iznosi 1.278,8 milijardi dinara. Paralelno sa povećanjem novčane mase zabeleženo je povećanje *dinarskih plasmana banaka* od 64,5 milijardi dinara tokom maja. Najveći deo povećanja ovih plasmana odnosi se na plasmane privredi (34,6 milijarde dinara), zatim sledi sektor stanovništva (20,7 milijardi dinara), te država (oko 3 milijarde dinara). Ukupne devizne rezerve zemlje u toku maja ostale su gotovo nepromenjene u odnosu na kraj prethodnog meseca i iznose 11.760 miliona evra, pri čemu je pokrivenost novčane mase deviznim rezervama povećana i iznosi oko 473%.

3. Zarade i cene. – Prosečna mesečna *neto zarada* isplaćena u maju 2010. godine u Srbiji iznosi 33.463 dinara i u odnosu na prosečnu zaradu isplaćenu u aprilu nominalno je manja za 4,3%, a realno je manja za 5,5%. Ukupno isplaćena neto masa zarada manja je za 2,8% nominalno i za 4,1% realno. U javnom sektoru je u maju, u odnosu na april 2010, zabeleženo slično kretanje prosečne zarade i isplaćene neto mase zarada: nominalni pad od oko 4% i realni pad od 5,2% (zaposlenost se nije značajnije menjala). Prosečna mesečna neto zarada u periodu januar–maj 2010. godine iznosi 32.826 dinara, što je za 6,6% nomi-

nalno i za 2,4% realno više nego u istom periodu prethodne godine. Ukupno isplaćena neto masa zarada nominalno je veća za 1,2%, a realno je manja za 2,8% (zaposlenost, u uzorku, u tom periodu je manja za 5,1%). U javnom sektoru je u periodu januar–maj 2010. godine isplaćena prosečna neto zarada od 38.123 dinara i u odnosu na isti period prethodne godine nominalno je veća za 2%, a realno je manja za 2%. Isplaćena neto masa zarada nominalno je veća za 0,5%, a realno je manja za 3,4% (zaposlenost je smanjena za 1,5%). **Prema procenama RZS, broj zaposlenih kod pravnih lica je u maju u odnosu na april manji za oko 2.500 lica ili za 0,2%. Posle stagnacije u aprilu, pad zaposlenosti je nastavljen u maju, pa je u odnosu na decembar 2008. godine registrovana zaposlenost kod pravnih lica manja za 1,4%.** U maju je Srbija imala najveći mesečni porast *potrošačkih cena* od početka 2010. godine: 1,5%. Promene potrošačkih cena u EU kretale su se, pak, od -0,2% u Finskoj, preko 0% u Bugarskoj i Letoniji, do +1,2% na Malti. U odnosu na prosek prošle godine, inflacija u Srbiji je više ubrzana u maju te godine nego u maju ove godine. Zato je ona u maju ove godine usporena na međugodišnjem nivou. U maju je registrovana međugodišnja inflacija od 3,7% u Srbiji, a od 2,0% u EU. Veću međugodišnju inflaciju od Srbije imale su samo Rumunija (4,4%), Mađarska (4,9%) i Grčka (5,3%). U Srbiji su u prvih pet meseci 2010. godine sve cene porasle za 4,1%, regulisane cene za 7,7%, a tržišne cene za 2,8%. Od zemalja EU, samo je Malta tokom prvih pet meseci ove godine imala veći rast i svih cena (4,9%), i regulisanih cena (11,9%), i tržišnih cena (4,5%) od Srbije. U Srbiji su potrošačke cene u junu, sudeći po kretanju troškova života, mirovale u odnosu na maj.

4. Ekonomski odnosi sa inostranstvom. – U oblasti *robne razmene*, u maju ove godine izvoz je vredeo 616 miliona evra, uvoz 1.006 miliona evra, a deficit, posledično, 390 miliona evra. U odnosu na maj prošle godine, izvoz je povećan za 17,8%, a uvoz za 15,1% – te je deficit smanjen za 11,1%. Pokrivenost uvoza izvozom iznela je 61,2%, a u maju prošle godine iznosila je 59,8%. Vrednost izvoza u maju je najveća od oktobra 2008. godine, ali je još uvek daleko ispod rekordne vrednosti iz jula 2008. godine, kada je izvoz vredeo 727 miliona evra. U periodu januar–maj vrednost izvoza iznela je 2.666 miliona evra (rast za 18,1%), vrednost uvoza 4.753 miliona evra (rast za 1,6%), a vrednost deficita od 2.087 miliona evra (pad za 13,8%). U oblasti *platnog bilansa*, u aprilu 2010. godine ostvaren je deficit tekućeg računa u iznosu od 55 miliona evra, što predstavlja smanjenje za 58,7% u odnosu na april prošle godine. Deficit tekućeg računa bio je posledica deficita na poziciji robe i usluga (351 milion evra) i deficita na poziciji dohotka (7 miliona evra), te suficita tekućih transfera (303 miliona evra). Ukupan bilans je bio u suficitu (rast deviznih rezervi) od 261 miliona evra jer je, pri deficitu tekućeg računa od 55 miliona evra, suficit finansijskog i kapitalnog računa izneo 319 miliona evra, a deficit na poziciji „greške i propusti” 4 miliona evra.

5. Konjunktorni barometar. – Junska anketa o konjunkturi u srpskoj industriji donela je nešto bolje ocene o trenutnom položaju kompanija u odnosu na maj i lošija tromesečna očekivanja privrednika. U junu je zabeležen ponovni pad indikatora očekivane prodaje kompanija, nakon relativno visoke vrednosti zabeležene u maju (u junu je indikator imao vrednost od 24,4 procentna poena, naspram 35,7 procentnih poena iz maja). *Ovaj indikator ostaje jedan od najvažnijih ranih signala izlaska iz krize; sadašnje vrednosti ukazuju na postepeni i relativno spor oporavak* (imajući u vidu da je u periodu jake konjunktore indikator očekivane prodaje beležio vrednosti od oko 40 procentnih poena). Dalje slabljenje dinara dovelo je i do očekivanog *rasta inflacionih očekivanja* – 68,4% firmi očekuje rast cena svojih inputa u naredna tri meseca (u maju 72,2%), uz 36,8% firmi koje očekuju rast cena svojih gotovih proizvoda u istom periodu (u maju 30,5%). Time je registrovan

najveći procenat firmi koje očekuju rast cena svojih gotovih proizvoda još od maja 2006. godine! U prethodnom periodu slabljenje domaće valute delom je kompenzirano iz prethodno visokih marži i profita mnogih uvoznika koji zbog slabe tražnje nisu mogli da prebace teret na kupce i rizikuju gubitak tržišnog učešća. Značajnije slabljenje dinara moglo bi da dovede do napuštanja ove strategije i prebacivanja tereta na kupce u većoj meri. Na slabiji oporavak privrede od početka godine ukazuje i sledeći nalaz – prosečno korišćenje proizvodnih kapaciteta u privatnom sektoru u prvih šest meseci 2010. bilo je 61,6%, što je pad u odnosu na isti period 2009 (63,3%) i u odnosu na prvih pet meseci 2008 (66,7%). Kao negativan signal iz junske ankete treba istaći *pesimizam u pogledu očekivanih domaćih i stranih investicija*, a i to da se ponovo *relativno visok procenat od 14,1% firmi izjasnio da planira da otpušta radnike u naredna tri meseca*.

Neki akutni problemi ekonomske politike

Nezavisno od dugoročnih projekata i planova o privrednoj aktivnosti i sistemskog prilagođavanja tom cilju, ekonomska politika je na početku drugog polugodišta 2010. suočena sa problemima koji zahtevaju hitno reagovanje sa relativno brzim efektima. Ovde možemo navesti pet, međusobno povezanih problema:

- finansiranje budžetskog deficita,
- pojačana tražnja za devizama te ubrzano povećavanje vrednosti evra,
- relativno veliki obim prodaje evra na deviznom tržištu od strane centralne banke,
- jačanje nelikvidnosti i sve veći broj firmi u blokadi,
- zastoj u kreditiranju privrede.

Osvrnućemo se ukratko na ove probleme u tri tematska bloka: *finansiranje deficita budžeta, pojačana tražnja za devizama, i zabrinjavajući rast kreditnog rizika sektora preduzeća*.

1. Budžetski deficit

Iako je Ministarstvo finansija u junu planiralo da prodajom trezorskih zapisa prikupi 29 milijardi dinara, ukupan iznos prikupljenih sredstava dostigao je samo 16,8 milijardi dinara.

Već nakon prve sedmice juna, sve aukcijske prodaje karakteriše opadajuća zainteresovanost banaka za kupovinu trezorskih zapisa, odnosno vrlo snažan porast kamatnih stopa. Tako je koeficijent uspešnosti prodaje na poslednjoj junskoj aukciji osamnaestomesečnih zapisa iznosio samo 17,5%, a kamatna stopa je skočila već na 10,99% (sa 9,49%, koliko je iznosila početkom maja).

Ukupne obaveze Trezora Republike Srbije po osnovu ranije emitovanih kratkoročnih zapisa u periodu jul–decembar 2010. godine iznose 85,6 milijardi dinara, s tim da ovde treba dodati i 10,9 milijardi dinara za dugoročne obveznice koje dospevaju 31. decembra 2010 (a koje je NBS trajno prodala na aukciji 19. aprila ove godine). Dakle, ukupan iznos dospeća do kraja ove godine samo po osnovu ranije emitovanih obveznica iznosi 96,5 milijardi dinara.

Banke su prestale da unose kratkoročne pozajmice od svojih matica, koje su prethodnih godina intenzivno koristile za plasmane u repo transakcije NBS. Ne moraju se nabrajati

argumenti zbog čega investitori neće da ulažu u dinarima na duži rok, od, recimo, 18 meseci, i dobiju nominalnih 10% na godišnjem nivou. Za sve sistemske promene treba vremena, a budžet mora da izvršava svoje obaveze. Najavljeni odgovor iz Uprave za javni dug Ministarstva finansija jeste povratak na tromesečne zapise. To je neizbežan ustupak bankama kao glavnim izvorima tražnje za ovim instrumentima. Pokušaj da se vanrednim aukcijama popuni nedostatak nije uspeo. Izgleda da će se, i sa povratkom na emitovanje zapisa kraće ročnosti, ipak dogoditi povećanje kamatnih stopa. Nastavak strategije finansiranja deficita emisijom trezorskih zapisa pretežno je uslovljen stabilizacijom deviznog tržišta odnosno kursa dinara.

Ako se to ima u vidu, bez dramatične konsolidacije budžeta u kratkom roku koja bi sa jedne strane mogla sadržati podizanje stope PDV-a, a sa druge dalje kresanje rashoda – što bi se sada verovatno svelo i na nominalno smanjenje plata, pa možda i penzija – izlazi da bi jedino alternativno rešenje na kratak rok bilo podizanje repo stope, čime bi se povećao priliv kratkoročnog spekulativnog kapitala iz inostranstva. Treba ukazati i na kontroverzne izjave iz Vlade u vezi sa podizanjem stope PDV-a.

U svakom slučaju, naslov treće tačke iz prošlog broja MAT&KB-a „Da li nam predstoji rast kamatnih stopa?” sada dobija potvrđan odgovor.

2. Tokovi kratkoročnog kapitala i kurs evra prema dinaru

NBS je do sada prodala na međubankarskom tržištu skoro 1,5 milijardi evra da bi usporila deprecijaciju dinara. Pad kursa nacionalne valute nije zaustavljen, premda je usporen. U našem finansijskom prostoru možemo konstatovati prisustvo dve uporedne pojave, a svaka na svoj način ne doprinosi stabilizacijskim naporima. Prva je da su banke veoma uzdržane u odobravanju novih kredita preduzećima, što je posledica njihove bojazni da preduzeća neće biti u stanju da vrate pozajmljena sredstva jer se privreda još nije otrgla recesijskim pritiscima. Nezaposlenost je povećana, a uzdržanost potrošača veoma izražena (ili, naprosto, njihova mogućnost da povećaju potrošnju je sužena usled smanjenih dohodaka).

Suština problema u ovom trenutku je u tokovima kratkoročnog kapitala.

Dominantan uticaj na kurs dinara u poslednjih nekoliko meseci imaju tokovi kratkoročnih kapitalnih transfera. Naime, dve važne promene u ovim tokovima koincidiraju sa deprecijacijom dinara.

Prva važna promena jeste smanjivanje kratkoročnih obaveza banaka prema inostranstvu. Povlačenje kratkoročnih plasmana banaka iz Srbije generiše rast tražnje za evrom na deviznom tržištu, što, uprkos masivnim intervencijama iz deviznih rezervi, izaziva deprecijaciju. Ova pretpostavka je zasnovana na nalazu da postoji visoka korelacija između promena nivoa kratkoročnih obaveza banaka prema inostranstvu i promena vrednosti stoka njihovih plasmana u državne hartije od vrednosti. **Ključni faktor koji je izgleda pretao da deluje jeste kreditna aktivnost banaka prema sektoru preduzeća.**

Druga važna promena jeste smanjivanje nivoa spoljnih dugova sektora preduzeća. Izgleda da ovaj faktor ne deluje toliko snažno na rast tražnje za evrom koliko prilivi i kreditne relacije banaka sa njihovim maticama u inostranstvu.

3. Zabrinjavajući rast kreditnog rizika sektora preduzeća

Registruje se značajan i opasan rast kreditnog rizika. Učešće problematičnih kredita (NPL kredita) u ukupno odobrenim kreditima privredi povećano je u periodu od trećeg kvartala 2008. do prvog kvartala 2010. godine sa 13,5% na 21,9%. Unutar ovog segmenta, najveći problemi beleže se u sledećim sektorima: vađenje ruda i kamena, prerađivačka industrija, trgovina na veliko i malo, i građevinarstvo. U istom periodu došlo je do porasta učešća NPL kredita u ukupno odobrenim kreditima preduzetnicima sa 5,7% na 17,7%. I u segmentu stanovništva zabeležena je ista tendencija: porast učešća NPL kredita u ukupno odobrenim kreditima sa 5,9% na 8,0%.

Sa aspekta stabilnosti finansijskog sektora, **rast kreditnog rizika je najopasniji rezultat ekonomske krize**. Smanjenje ovog rizika je moguće ukoliko se realni sektor brzo oporavi. Ukoliko to nije mogući ishod u kratkom roku biće potreban novi skup mera za ublažavanje negativnih efekata ove opasne pojave. Pronalaženje pravih mera i njihovo implementiranje zahteva poznavanje osnovnih uzroka krize u koju su zapali pre svega sektor malih i srednjih preduzeća (MSP) i finansijski sektor. Uspešnost u poslovanju pomenutih sektora i njihova povezanost su od esecijalnog značaja za oporavak čitave ekonomije jedne zemlje.

Potencijalni prestanak funkcionisanja programa za ublažavanje negativnih efekata ekonomske krize značajno će produbiti problem jer srpska privreda zbog svoje strukture nije u stanju da se samostalno oporavi. Postoji visoka verovatnoća da će se kreditni rizik i dalje ubrzano uvećavati. Ukoliko se ne dogodi brza obnova aktivnosti u realnom sektoru biće neophodno ili produžiti postojeći program izdvajanjem dodatnih sredstava, ili usvojiti novi.

Smatramo da je bolje formulisati novi program, koji bi se pretežno ili isključivo fokusirao na problem likvidnosti realnog sektora. Novi program mora imati za cilj ostvarenje pozitivnih efekata na dug rok revitalizacijom i restrukturiranjem privrednog sektora. Podsticaj finansiranja izvoznih poslova i novih investicionih aktivnosti u svim sferama ekonomije najefikasniji su način postizanja željenog cilja. Za pronalaženje adekvatnog programa mera neophodno je analizirati strukturu tražnje privrednih društava za kreditima, njihov izvozni potencijal, prednosti i nedostatke promena određenih poreskih stopa.