

## SADRŽAJ

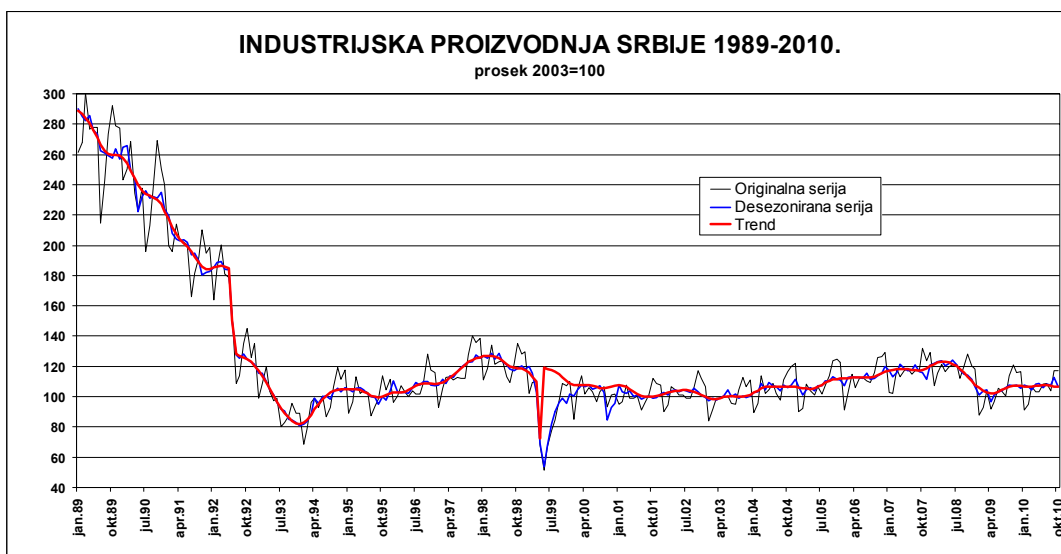
<b>REZIME</b> .....	<b>7</b>
<b>MAKROEKONOMSKI PREGLED</b> .....	<b>13</b>
<b>1. Realni sektor</b> .....	<b>13</b>
1.1. Industrija .....	13
1.2. Građevinska delatnost u trećem kvartalu 2010. godine .....	15
1.3. Promet robe u trgovini na malo.....	16
<b>2. Finansijski i monetarni sektor</b> .....	<b>18</b>
2.1. Budžet .....	18
2.2. Monetarna kretanja.....	19
2.3. Finansijski sektor: Spori rast kreditne aktivnosti i visok nivo problematičnih kredita .....	22
2.4. Finansijska tržišta: Blagi rast indeksa i smanjivanje kapitalizacije .....	27
<b>3. Izvori sredstava za potrošnju stanovništva i cene</b> .....	<b>29</b>
3.1. Zarade.....	29
3.2. Cene.....	33
<b>4. Ekonomski odnosi sa inostranstvom</b> .....	<b>34</b>
4.1. Robna razmena sa inostranstvom.....	34
<b>5. Međunarodna ekonomska kretanja</b> .....	<b>39</b>
5.1. Portugalija: nova evro-kriza? .....	39
5.2. Poresko opterećenje preduzeća u regionu JIE.....	40
<b>KONJUNKTURNI PREGLED</b> .....	<b>43</b>
<b>ZAKLJUČNA RAZMATRANJA</b> .....	<b>47</b>
<b>1. Ponuda i tražnja</b> .....	<b>47</b>
<b>2. U sledeću godinu ulazimo sa većim problemima nego što smo ušli u ovu</b> .....	<b>54</b>
<b>STATISTIČKI PRILOG</b> .....	<b>61</b>

# REZIME

U oktobru uspon privredne aktivnosti iz prethodnih meseci nije nastavljen, a pritiskom inflacije je prekinut realan rast i prosečnih zarada i mase zarada, nagovešten u prethodnim mesecima, te su realne zarade ponovo opale. Posredni indikatori pokazuju da je prekinut i najavljeni uzlet investicija. Rezultati u spoljnoj trgovini su bolji od očekivanih, ali je ukupan platni bilans duboko negativan, čime je uslovljen neprekidan pritisak na deprecijaciju dinara, koji centralna banka delimično amortizuje intervencijama iz deviznih rezervi na međubankarskom tržištu.

## Osnovni makroekonomski trendovi

**1. Realni sektor.** – Nakon tromesečnog desezoniranog porasta i rekordne *industrijske proizvodnje* u dvogodišnjem periodu, u oktobru je zabeležen značajan pad proizvodnje u desezoniranoj seriji: za 3,2%.



Prvi put u toku ove godine međugodišnji mesečni rezultat je negativan, a proizvodnja je opala do nivoa koji je gotovo najniži u 2010. godini. Kumulativni porast u 2010. godini nakon deset meseci iznosi 3,7% – i sada izgleda da će godišnji rezultat biti manji od 4%. Analiza rezultata po oblastima otkriva da su za pad proizvodnje prerađivačke industrije najodgovornije redukcije prehrambene industrije, hemijske industrije i naftne industrije. Vrednost ukupno izvedenih *građevinskih radova* izvođača iz Srbije u trećem kvartalu 2010. godine u odnosu na isti kvartal 2009. godine smanjena je u tekućim cenama za 7,9%. To je bolji rezultat nego u prva dva tromesečja ove godine (u periodu januar–septembar 2010. vrednost građevinskih radova je u odnosu na isti period 2009. smanjena za 13,6%), ali je pad još uvek dubok. Ohrabrujuće deluje porast vrednosti ugovorenih radova. Vrednost *prometa robe* u trgovini na malo u Srbiji u tekućim cenama u oktobru 2010. veća je za 14,6% nego u oktobru 2009. Izražen u stalnim cenama, promet je u istom

periodu bio veći za 4,4%. U odnosu na septembar ove godine, promet u trgovini na malo u oktobru je veći za 6,8% u tekućim cenama, a za 5,4% u stalnim cenama. U prvih deset meseci tekuće godine promet robe na malo u odnosu na isti period prošle godine veći je za 5,0% u nominalnom izrazu, a manji je za 1,8% u realnom izrazu.

**2. Finansijski i monetarni sektor.** – Krajem novembra usvojen je *rebalans budžeta* za 2010. godinu. Rebalansom je planirano da ukupni prihodi u 2010. godini dostignu 659,6 milijardi dinara, što je za 3,6 milijarde više nego po Zakonu o budžetu. Izuzimanjem donacija dolazi se do prihoda koji su niži od onih predviđenih Zakonom za oko 1,4 milijarde dinara. Usled znatno veće inflacije od projektovane, realno zaostajanje budžetskih prihoda je još izraženije. I pored veće inflacije, prihodi od PDV-a su očigledno podbacili, te su u rebalansu sniženi sa 325,2 milijarde dinara na 321 milijardu dinara, odnosno za 4,2 milijarde dinara. Rashodna strana budžeta je rebalansom povećana sa 763 milijarde dinara na 779,7 milijardi dinara, tj. za 16,7 milijardi dinara, pri čemu su u najvećoj meri povećani izdaci za socijalnu zaštitu iz budžeta. Sa druge strane, kapitalni izdaci su rebalansom sniženi sa 33,2 milijarde dinara (koliko je bilo planirano Zakonom) na 26,8 milijardi dinara, odnosno za 6,4 milijarde dinara. Tako je deficit rebalansom podignut na 120,1 milijardu dinara. U *monetarnoj politici*, NBS je tokom oktobra dodatno povećala referentnu kamatnu stopu, i to za 50 baznih poena, te je ova stopa krajem oktobra iznosila 9,5% na godišnjem nivou. U toku novembra usledilo je još jedno povećanje referentne kamatne stope, ovog puta za dodatnih 100 baznih poena; tako referentna kamatna stopa sada iznosi 10,5% godišnje. Povećanje referentne kamatne stope motivisano je, pored ostalog, rastom inflacije i inflatornih očekivanja te inflatornim pritiscima po osnovu deprecijacije kursa dinara i očekivanog povećanja agregatne tražnje. Svi monetarni agregati su povećani tokom oktobra. Primarni novac je povećan za 10,2 milijarde dinara, i krajem oktobra iznosi 195,8 milijardi dinara. Novčana masa M1 je povećana za 6 milijardi dinara, i krajem oktobra iznosi 248,9 milijardi dinara. Novčana masa M2 je povećana za 9,2 milijarde dinara, i krajem oktobra iznosi 412 milijardi dinara. Najširi monetarni agregat M3 je povećan je za 24,2 milijarde dinara, i krajem oktobra iznosi 1.330,2 milijarde dinara. Povećanje novčane mase M3 prouzrokovano je ne samo povećanjem novčane mase M2 – nego i povećanjem deviznih depozita za 15 milijardi dinara. Dinarski plasmani banaka su povećani za 23,3 milijarde dinara, i krajem oktobra iznose 1.662,3 milijarde dinara. U odnosu na isti mesec prethodne godine, ovi plasmani su povećani za nešto manje od 400 milijardi dinara. U toku oktobra, najveći priraštaj je evidentiran kod kredita odobrenih privredi: ovi krediti su povećani za 23,7 milijardi dinara. Plasmani stanovništvu su povećani za 6,6 milijardi dinara, a plasmani državi su smanjeni za 7,1 milijardu dinara. Disponibilne devizne rezerve kojima rukuje NBS smanjene su tokom oktobra za dodatnih 155 miliona evra, i krajem istog meseca iznose 9.721 milion evra. *Kreditna aktivnost bankarskog sektora* predstavlja jedan od osnovnih indikatora stanja u ekonomiji. Ukupni plasmani banaka u aprilu su dostigli nivo od 1.769,9 milijardi dinara. U drugoj polovini 2010. godine došlo je do nominalnog povećanja od 87,3 milijarde dinara, odnosno od 5,2%. Povećanje nivoa plasmana u odnosu na kraj prethodne godine iznosi 346,7 milijardi dinara, odnosno 24,2%, i posledica je ne samo efekta snažne deprecijacije dinara tokom godine nego i realnog povećanja kreditne aktivnosti zabeležene tokom drugog kvartala. Dinamika rasta kredita (kvartalna i međugodišnja) je nešto nepovoljnija u odnosu na prethodni period godine. Naime, realna stopa rasta kredita od 2,9% tokom trećeg kvartala ukazuje na usporavanje kreditne aktivnosti nakon ostvarenog rasta od 5,0% tokom drugog kvartala. Takođe, međugodišnja realna stopa rasta kredita na kraju trećeg kvartala iznosi 12,9%, što je za 0,4 procentna poena niže u odnosu na prethodni kvartal. Ipak, međugodišnji realan rast plasmana je za oko 4 procentna poena viši od rasta zabeleženog u drugoj polovini 2009. i u

prvom kvartalu 2010. godine – ali je i dalje nedovoljan da bi se zaključilo da dolazi do oporavka najvažnijeg segmenta poslovanja banaka. Poređenja radi, međugodišnje stope rasta ukupnih plasmana tokom 2008. godine iznosile su i do 25,0%. U odnosu na početak kriznog perioda (treći kvartal 2008. godine) registruje se nominalan rast problematičnih kredita (Non Performing Loans = NPL) od 176,0 milijardi dinara, uz rast učešća u ukupno odobrenim kreditima od 7,6 procentnih poena. Značajan i opasan rast kreditnog rizika potvrđuje i analiza kretanja učešća NPL u kreditima ukupno odobrenim najznačajnijim segmentima klijenata. Naime, učešće NPL u ukupno odobrenim kreditima privredi povećano je od početka godine sa 20,9% na 23,2%. U segmentu stanovništva zabeležena je nešto blaža tendencija rasta učešća NPL u ukupno odobrenim kreditima sa 8,1% na 8,2%, pre svega usled činjenice da sve vrste subvencionisanih kredita obavezno imaju period počeka do početka otplate od 12 meseci. Sa aspekta stabilnosti finansijskog sektora, rast kreditnog rizika je najopasniji rezultat ekonomske krize. Upravo činjenica da je udeo NPL u ukupnim kreditima u Srbiji značajno veći nego u uporedivim zemljama – sugeriše potrebu promene strategije alokacije kredita bankarskog sektora. Podaci pokazuju da je bankarski sistem Srbije izložen daleko većem nivou kreditnog rizika nego bankarski sistem Hrvatske, a potonji sistem su evropske monetarne vlasti ocenile kao vrlo problematičan. Na prostoru Evrope, osim Srbije i Crne Gore, udeo NPL u ukupnim kreditima iznad 15,0% beleže još samo dve zemlje Baltika: Letonija i Litvanija. Visok nivo NPL objašnjava visok nivo averzije banaka prema kreditiranju korporativnog sektora. Smanjenje kreditnog rizika je moguće ukoliko se realni sektor brzo oporavi. Kako se to ne može postići u kratkom roku, neophodan je novi skup mera za ublažavanje negativnih efekata ove opasne pojave.

**3. Zarade i cene.** – U oktobru 2010. godine u Srbiji je isplaćena prosečna mesečna neto zarada od 34.422 dinara, koja je u odnosu na prethodni mesec manja za 0,4% nominalno i za 1,6% realno; isplaćena neto masa zarada je, pak, nominalno veća za 0,5% – dok je realno manja za 0,6%. Istovremeno je u javnom sektoru evidentiran pad prosečne mesečne neto zarade od 1,3% u nominalnom izrazu i od 2,3% u realnom izrazu; pri tom je pad isplaćene neto mase zarada izneo 0,9% nominalno i 2,0% realno (broj zaposlenih je bio veći za 0,4%). Prosečna mesečna neto zarada isplaćivana u periodu januar–oktobar 2010. godine iznosi 33.576 dinara i ona je, u odnosu na isti period 2009. godine, nominalno veća za 7,4%. Kako su troškovi života u istom periodu porasli za 5,1%, to je realan rast zarada izneo 2,2%. Ukupno isplaćena neto masa zarada je nominalno veća za 1,7%, a realno je manja za 3,2% (broj zaposlenih je manji za 5,3%). U javnom sektoru je u periodu januar–oktobar 2010. godine isplaćena prosečna mesečna neto zarada od 39.260 dinara, koja je u odnosu na isti period prethodne godine nominalno veća za 2,2% – a realno manja za 2,8%. Isplaćena neto masa zarada je nominalno veća za 0,8%, a realno je manja za 4,0% (broj zaposlenih je manji za 1,3%). Kako RZS još nije objavio podatke o promenama *potrošačkih cena* u novembru 2010. godine, to smo te promene procenili na osnovu promena cena na malo u istom mesecu. Prema našoj proceni, potrošačke cene su u novembru 2010. godine u proseku porasle za 1,5% u odnosu na prethodni mesec – i za 9,9% u odnosu na decembar prethodne godine. Poskupljenje hrane je u oba slučaja bilo osnovni uzročnik inflacije. Tako će ova godina – usled poskupljenja hrane, u prvom redu – proteći uz dvocifrenu inflaciju.

**4. Ekonomski odnosi sa inostranstvom: Robna razmena.** – Izvoz Srbije je u oktobru 2010. godine vredeo 682,3 miliona evra, što je za 20,6% veća vrednost nego u oktobru 2009. godine. Ukupna vrednost izvoza u periodu januar–oktobar 2010. iznela je 5.957,8 miliona evra, i bila je veća za 21% nego u istom periodu 2009. godine. Uvoz je u oktobru ove godine vredeo 1.033,4 miliona evra, i bio je za 1,9% veći nego u oktobru prošle godine. U periodu januar–oktobar ove godine uvoz je izneo 10.230,4 miliona evra, i bio je

veći za 8,2% nego u istom periodu prošle godine. *Deficit* u robnoj razmeni u oktobru ove godine od 351,1 miliona evra bio je manji za 21,6% nego u oktobru prošle godine. U periodu januar–oktobar ove godine deficit je izneo 4.272,6 miliona evra, i bio je manji za 5,6% nego u istom periodu prošle godine. Pokrivenost uvoza izvozom iznela je 66% u oktobru ove godine, a 55,8% u oktobru prošle godine. Izvoz je u periodu januar–oktobar 2010. godine, u odnosu na isti period 2009. godine, povećan za 1.034 miliona evra. Izvoz gvožđa i čelika i obojenih metala doprineo je u iznosu od gotovo dve petine (tj. za 39,2%) ostvarenom rastu izvoza. Zbirna vrednost izvoza gvožđa i čelika i obojenih metala povećana je za 22% u oktobru ove godine u odnosu na isti mesec prošle godine. Po odbitku ova dva trgovinska odseka, ostatak izvoza je vredeo 572 miliona evra i bio je povećan za 19,9% u odnosu na vrednost u oktobru prošle godine. Izvoz po odbitku gvožđa i čelika i obojenih metala premašio je u oktobru svoju rekordnu vrednost iz jula 2008. godine od 564 miliona evra. Izvoz električnih mašina i aparata dobija sve veći i apsolutni i relativni značaj za izvoznju ekspanziju. Nakon izvoza gvožđa i čelika (od 603 miliona evra) i izvoza obojenih metala (od 439 miliona evra) – izvoz električnih mašina, aparata i uređaja (od 355 miliona evra) postao je treći izvozni odsek, ispred izvoza povrća i voća (od 313 miliona evra), izvoza žitarica (od 297 miliona evra) i izvoza odeće (od 251 miliona evra).

**5. Konjunktorni barometar.** – Anketa o konjunkturi u novembru donela je uglavnom *loše ocene o poslovnoj klimi*, pre svega usled niskih tromesečnih očekivanja privrednika. Indikator tromesečnih očekivanja u novembru imao je vrednost od 0,3 procentna poena, što je najniža vrednost od početka 2010. godine; od avgusta 2004. godine svega je tri puta zabeležena niža vrednost ovog pokazatelja! Loš sentiment privrednika u novembru je upotunio i indikator očekivane prodaje, koji je zabeležio pad od 3,3 procentna poena u odnosu na oktobar. *Inflaciona očekivanja su porasla*, pa se rekordnih 81,5% firmi izjasnilo da očekuje rast cena svojih inputa u naredna tri meseca (u oktobru je takvih firmi bilo 69,9%), uz 37,3% firmi koje očekuju rast cena svojih gotovih proizvoda u istom periodu (u poređenju sa 34,5% takvih firmi u oktobru). *Prosečno korišćenje proizvodnih kapaciteta u privatnom sektoru ukazuje na slabiji oporavak privrede*: ono je za prvih jedanaest meseci ove godine iznosilo 61,7%, što je pad ne samo u odnosu na isti period 2009. godine (kada je bilo 63,1%) nego i u odnosu na isti period 2008. godine (kada je bilo čak 67,3%). U novembru se ponovo relativno visok procenat firmi (15,2%) izjasnilo da im je najveći problem u poslovanju nedostatak rezervnih delova i repromaterijala iz uvoza. Pored toga, zabeležen je ne samo *pesimizam po pitanju očekivanih stranih i domaćih investicija* nego i *rast rizika u poslovanju* u naredna tri meseca.

## **U sledeću godinu ulazimo sa većim problemima nego što smo ušli u ovu**

---

*Prema procenama za celu 2010. godinu koje je bilo moguće sačiniti na osnovu objavljenih podataka za deset meseci, ostvariće se ranije očekivani porast BDP-a od oko 1,5% (kolika je bila i procena MMF-a prilikom poslednje revizije tekućeg stand-by aranžmana), na čemu su bile zasnovane i projekcije javne potrošnje te politika ograničavanja rasta zarada u javnom sektoru i penzija. Trgovinski deficit (deficit robe i usluga) u ovoj godini će, prema našoj proceni, biti čak manji nego u 2009. za oko 350 miliona evra. Međutim, ovi rezultati su praćeni neočekivano visokom inflacijom, deprecijacijom kursa di-*

*nara izazvanom velikim podbačajem u bilansu finansijskih odnosa sa inostranstvom (kako u odnosu na očekivanja sa početka godine tako i u odnosu na minimum potreba da bi se očuvala interna i eksterna stabilnost), smanjivanjem deviznih rezervi, rastućim teškoćama u finansiranju budžetskog deficita, daljim padom investicione aktivnosti i, najzad – s obzirom na to da se očekivanja u EU za narednu godinu revidiraju naniže – pogoršanim uslovima u pogledu privrednog rasta, zapošljavanja, porasta tražnje i njene željene strukture i u narednoj godini.*

---

**1.** Prema raspoloživim podacima o izvršenju *platnog bilansa* u periodu januar–septembar 2010. godine, procenili smo: da će kreditni bilans u 2010. biti negativan (ne zna se tačno u kojoj meri, zbog nepoznatog roka realizacije kredita čije je odobravanje najavljeno); da će neto priliv od stranih (direktnih i portfolio) investicija izneti svega oko 2,5% BDP-a (do 800 miliona evra, prema prošlogodišnje 1,3 milijarde evra); da će registrovani priliv od doznaka biti niži od prošlogodišnjeg za oko 600 miliona evra; da će devizne rezerve u toku 2010. biti smanjene za preko 1,5 milijardi evra.

Za 2011. godinu procenu BDP-a usaglasili smo sa procenom koja je dogovorena sa MMF-om (3%), mada je pitanje da li se ona može ostvariti kada se uzmu u obzir revidirane procene u okruženju. Za inflaciju smo uzeli optimističku procenu od 6%, uz pretpostavku da će kurs evra pratiti domaće cene (realna deprecijacija dinara za razliku u rastu cena u nas i u zoni evra). Procenili smo rast neto priliva od stranih investicija u iznosu od preko 1,8 milijardi evra (6% BDP-a); ova procena izgleda vrlo optimistička, ali treba imati u vidu da je tu uračunat i priliv od prodaje dela Telekoma. Pretpostavlja se da bi neto priliv kredita bio približno neutralan (mali negativni saldo dugoročnih kredita pokrio bi se pozitivnim saldonom kratkoročnih i trgovinskih kredita). Deficit robe i usluga zadržao bi ovogodišnji udeo u BDP-u (oko 14,5%), što znači da bi bio povećan za manje od 100 miliona evra. Devizne rezerve opale bi za daljih 400 miliona evra, te bi se pokrivenost uvoza deviznim rezervama svela na oko 7 meseci.

S obzirom na ovogodišnji pad investicija, početak realizacije desetogodišnjeg razvojnog plana zahtevao bi realan porast fiksnih investicija u 2011. godini za 12%–15%. Ali, to bi zahtevalo rast ukupne potrošnje u toj godini u zoni od samo 0,5% do 1%, pri čemu bi potrošnja države morala realno da opadne za 2%.

---

*Da li su ovi zahtevi realistični u predizbornoj godini? Verovatno nisu, a račun će biti ispostavljen godinu ili dve posle izbora. Jer alternativa postavljenim uslovima može biti rast standarda na teret investicija, veći spoljnotrgovinski deficit i jači inflatorni pritisci, sa pritiskom na devizni kurs i eroziju deviznih rezervi sličnu ovogodišnjoj.*

---

**2.** Šta pokazuje *rebalansirani budžet* za 2010?

Prvo, prihodi su ostali na manje-više istom nominalnom nivou u odnosu na plan. Realni nivo je, međutim, veći zbog neplaniranog inflacionog efekta (plan je kalkulirao sa inflacijom od 6%, a rebalans kalkuliše sa inflacijom većom od 10%). PDV, kao najvažnija stavka na strani prihoda, je „zatajio”, jer su prihodi u rebalansu sniženi za 4,2 milijarde dinara – dok je njihova struktura pogoršana u korist uvoza, a na račun domaćeg tržišta.

Uzme li se u obzir i inflacija, ne može se izbeći utisak da je znatan deo prometa pobegao u „sivu zonu”. Rashodi su u odnosu na plan nominalno uvećani za 16,7 milijardi dinara, zbog čega je deficit budžeta uvećan sa planiranih 107 na 120 milijardi dinara. Najveći deo uvećanja je usmeren na povećanje izdataka za socijalnu zaštitu (računajući i jednokratnu pomoć penzionerima), dok su kapitalni izdaci smanjeni – sa skromno planirane 33,2 milijarde dinara na 26,8 milijardi dinara – uglavnom zbog slabog intenziteta investicionih radova (nedovršeni projekti, zastoje u eksproprijaciji zemljišta, izmeštavanje druge infrastrukture, pripremni radovi, itd.). Nivo investicionog budžeta za infrastrukturu je daleko od poželjnih 1,5–2,5 milijardi evra u narednim godinama, koje se proklamuju kao godine reformi i promene ekonomskog modela rasta.

---

*Socijalna karakteristika rebalansa je jasna kao i u slučaju budžeta za 2011. godinu – na osnovu do sada saopštenih propozicija i zakonom utvrđenih pravila fiskalne odgovornosti, kojima se, ugradnjom privremenog pravila o usklađivanju plata u javnom sektoru i penzija u januaru sa polugodišnjom inflacijom, preteralo. Stoga izgleda da je saglasnost od MMF-a dobijena samo za 2% rasta u januaru, što je svakako doprinelo uravnoteženju. Ne bi valjalo da nema ograničenja.*

---

Drugo, rebalans pokazuje da je neto finansiranje budžetskog deficita iz do sada glavnog izvora, tj. prodajom trezorskih zapisa, ostalo na nivou od 60 milijardi dinara. Budući da je to bilo nedovoljno, država je morala da posegne za direktnim pozajmicama od banaka, što ukazuje na povećanje valutnog rizika sa kojim banke računaju kada se radije opredeljuju za direktne devizne pozajmice nego za transakcije na finansijskom tržištu. I na ovo smo u *MAT&KB*-u već upozorili.