

# TRENDOVI

## 1. Pregled

Premda je međugodišnji rast BDP-a u Q1 ubrzao na 4,6%, osnovni makroekonomski trendovi zapravo su dosta slični kao u prethodnoj godini. Naime, na ubrzanje privrednog rasta početkom godine uticali su privremeno dobri rezultati poljoprivrede, građevinarstva i proizvodnje električne energije koji su se poredili sa lošim prvim kvartalom iz prethodne godine. Izuzimajući pomenute sektore, najveći deo privrede nastavio je sličan rast od oko 3% sa kojim je završio 2017. godinu. Taj trend rasta najvećeg dela privrede od 3% osetno je niži od drugih uporedivih zemalja Centralne i Istočne Evrope, tako da privreda Srbije i u 2018. nastavlja suštinski da zaostaje za uporedivim zemljama. Početkom 2018. inflacija je ostala niska i relativno stabilna (na donjoj granici ili nešto ispod ciljnog koridora NBS), a nastavlja se i trend pogoršanja spoljnotrgovinske razmene Srbije. Relativno nizak rast najvećeg dela privrede i povećanje spoljnotrgovinske neravnoteže dovoljne su indikacije da Vlada i NBS reaguju merama ekonomske politike, tj. da se ubrzaju strukturne reforme, da se radi na poboljšanju privrednog ambijenta i da se preispita politika puštanja kursa dinara da jača. Međutim, za sada nema nagoveštaja da će do toga doći. Nosioi ekonomskih politika još uvek se zadovoljavaju makroekonomskom stabilnošću koja je postignuta uspešnim sprovođenjem fiskalne konsolidacije, a, umesto potrebnih reformi, najavljuju se čak i neke fiskalno neodgovorne i ekonomski neefikasne mere poput prekomernog povećanja plata u javnom sektoru i penzija. Započeti pregovori o novom aranžmanu sa MMF-om jesu dobrodošli, ali dobra fiskalna i ekonomska politika u Srbiji ne bi smela da zavisi samo od prisustva MMF-a.

Privredni rast u Q1 iznosio je 4,6% i to predstavlja najveći međugodišnji rast BDP-a u prethodnih deset godina (još izbijanja krize u drugoj polovini 2008. godine). Budući da u narednim kvartalima očekujemo postepeno usporavanje privredne aktivnosti u odnosu na Q1, zadržavamo našu prognozu iznetu u prethodnim izdanjima QM-a da će rast BDP-a na nivou čitave 2018. godine da iznosi oko 4%. Privredni rast Srbije od oko 4%, koliko očekujemo da će da iznosi u 2018, na nivou je proseka prognoziranog privrednog rasta drugih zemalja CIE (v. odeljak 2. „Privredna aktivnost“).

I pored relativno visokog rasta BDP-a u Q1 od 4,6%, tekuće privredne trendove ne možemo oceniti potpuno povoljno. Kao što smo nagovestili, ostvareni privredni rast u Q1 nije potpuno održiv, budući da dobrim delom počiva na snažnom jednokratnom rastu ograničenog broja sektora koji su se poredili sa lošim rezultatima iz prethodne godine. Najveći deo privrede Srbije i dalje ostvaruje stope rasta kao u 2017. od oko 3%, što je osetno niže od uporedivih zemalja. Takođe, struktura rasta BDP-a nastavlja da se pogoršava početkom 2018, budući da domaća tražnja raste osetno brže od rasta BDP-a, a primetno je i preusmeravanje investicija od proizvodnje razmenljivih proizvoda ka ulaganjima u nerazmenljive sektore (trgovina, bankarstvo, građevinarstvo). Sličan model rasta privrede zasnovan na domaćoj tražnji Srbija je već iskusila u periodu 2005–2008. i nije se pokazao kao održiv (ne bi mogao da potraje i da nije bilo svetske ekonomske krize). Zato ne bi bilo dobro da Srbija prolazi ponovo kroz iste greške, odnosno Vlada i NBS ne bi smeli da ignorišu ove indikatore.

Početkom 2018. nastavlja se dosta snažno pogoršanje spoljnotrgovinskog deficita. Deficit Srbije u trgovini robom sa inostranstvom povećan je u prva četiri meseca 2018. godine za 450 mln evra (sa 1.250 mln evra na 1.700 mln evra). Do povećanja robnog trgovinskog deficita došlo je zbog gotovo dva puta većeg rasta uvoza od izvoza (uvoz robe u prva četiri meseca 2018. porastao je 13,5%, a izvoz 7,5%). Ovakvi trendovi uvoza i izvoza mogu se delom objasniti objektivnim okolnostima. Zbog loše poljoprivredne sezone 2017. izvoz poljoprivrednih proizvoda u prva četiri meseca 2018. ima snažan međugodišnji pad od preko 30% što je smanjilo suficit koji Srbija ostvaruje u razmeni poljoprivrednih dobara sa svetom za 100 mln evra u odnosu na prethodnu godinu.

Takođe, svetski rast cena energenata doprineo je pogoršanju trgovinskog deficita Srbije za oko 50 mln evra. Međutim, kada se isključe objektivni činioci, vidi se da je pogoršanje spoljnotrgovinske razmene ipak trajniji trend izazvan povećanjem domaće tražnje i preteranim jačanjem dinara.

I pored osetnog pogoršanja spoljnotrgovinske razmene tekući deficit platnog bilansa u Q1 iznosio je 650 mln evra (7% BDP-a), odnosno bio je nešto manji nego u istom periodu prethodne godine (680 mln evra, 8,2% BDP-a). Na poboljšanje tekućeg deficita u Q1 uticali su smanjenje deficita na računu primarnog dohotka i manji porast suficita na računu sekundarnog dohotka (v. odeljak 4. „Platni bilans i spoljna trgovina“). Ono što ovom prilikom ističemo je to da je pogoršanje trendova u trgovinskoj razmeni, po svemu sudeći, trajnije prirode, a da su poboljšanja primarnog i sekundarnog dohotka posledica njihove volatilnosti, odnosno na njihova poboljšanja ne može se računati u dužem roku. Zbog toga poboljšanje tekućeg deficita u Q1 ocenjujemo kao privremeno, odnosno sa sadašnjim spoljnotrgovinskim trendovima ne očekujemo da će poboljšanje tekućeg deficita da se nastavi do kraja godine. Neto SDI su u Q1 iznosile oko 570 mln evra i nisu bile dovoljne da pokriju deficit tekućeg računa.

Dinar je u prvoj polovini 2018. nastavio da realno jača u odnosu na evro (v. odeljak 5. „Cene i devizni kurs“). Od početka godine do sredine juna dinar je blago nominalno ojačao u odnosu na evro za oko 0,8%. Zbog razlika u inflaciji u Srbiji u odnosu na Evrozonu, realno jačanje dinara u prvih pet meseci 2018. iznosilo je oko 1,5%. Ovo jačanje dinara početkom 2018. ne prvi pogled ne izgleda preterano veliko. Međutim, kada se uzme u obzir da se trend realnog jačanja dinara u 2018. nadovezuje na snažnu apresijaciju dinara iz druge polovine 2017, ova ocena je nešto drugačija. Naime, prosečan kurs u prvih pet meseci 2017. iznosio je 123,6 dinara za evro, a u prvih pet meseci 2018. prosečan kurs bio je 118,3 dinara za evro. To znači da je za svega godinu dana dinar realno ojačao u odnosu na evro za oko 5%. Ovako izražena realna apresijacija dinara u prethodnih godinu dana nije bila u skladu s kretanjem produktivnosti domaće ekonomije i ozbiljno narušava cenovnu konkurentnost Srbije, što se odražava na rast spoljnotrgovinskog deficita. Smatramo da bi NBS pri donošenju odluka o monetarnoj politici i intervencijama na međubankarskom deviznom tržištu ubuduće morala više pažnje da obrati na ekonomski nepovoljan trend realnog kursa dinara koji se nastavlja i tokom 2018. godine.

Rast cena u prvih pet meseci 2018. iznosio je 1,7%, što je odgovarajući trend inflacije za Srbiju (v. odeljak 5. „Cene i devizni kurs“). Međugodišnja inflacija u tom periodu uglavnom se kretala na donjoj granici ciljnog koridora NBS ( $3 \pm 1,5\%$ ), a u martu i aprilu je zbog visoke baze iz prethodne godine privremeno bila ispod donje granice ciljnog koridora. Na rast cena u prvih pet meseci 2018. uticalo je povećanje cena prehrambenih proizvoda, ali ocenjujemo da je ovo povećanje sezonske prirode. Nešto trajnije moglo bi da bude ubrzanje cena energenata zbog svetskog rasta cena nafte i nedavnog jačanja kursa dolara. Uz ova dva činioca na ubrzanje inflacije početkom 2018. delovao je rast domaće tražnje i relaksacija monetarne politike NBS. Sa druge strane, rast cena je usporavala apresijacija dinara. Uzimajući sve navedeno u obzir, ipak ocenjujemo da je inflacija u Srbiji stabilno niska i pod kontrolom, i ne očekujemo neke značajnije promene u narednim mesecima.

Na tržištu rada u Q1 2018. dolazi do nespornih poboljšanja (v. odeljak 3. „Tržište rada“). Po Anketi o radnoj snazi (ARS) rast zaposlenosti u odnosu na isti period prethodne godine iznosio je 1,1% i bio je (u skladu sa ekonomskim očekivanjima) niži od rasta BDP-a. Takođe, formalna zaposlenost po ARS-u (bez poljoprivrede) imala je konzistentan rast sa kretanjem uporedive registrovane zaposlenosti koja se nezavisno prati na osnovu podataka iz Centralnog registra obaveznog socijalnog osiguranja (CROSO) – oba indikatora pokazuju rast registrovane/formalne zaposlenosti (bez poljoprivrede) od nešto preko 3% međugodišnje. Veoma važna vest, uz poboljšanja kretanja na tržištu rada, dakle je i to što ARS po prvi put posle duže vremena daje ekonomski očekivane podatke koji su konzistentni sa drugim, nezavisnim izvorima. To bi mogla biti dobra naznaka poboljšanja kvaliteta podataka iz ove važne Ankete.

Prosečna neto zarada u prva tri meseca 2018. imala je nominalni rast od 5,5% (realno od 3,8%). Na rast prosečne neto zarade u 2018. utiče više različitih činilaca, od kojih neki nisu tržišni. Na

primer, nešto većem rastu prosečne zarade doprinele su zarade zaposlenih u opštoj državi kojima su u 2018. povećane zarade za 9% (u proseku), što je znatno iznad nominalnog rasta BDP-a, ali i rasta plata u privatnom sektoru. Takođe, država je propisala i relativno snažno (za 10%) povećanje minimalne zarade u 2018, što takođe utiče na ubrzanje rasta prosečne zarade. I pored solidnog rasta prosečne zarade u prva tri meseca 2018, nije realno očekivati da će do kraja godine prosečne plate dostići nivo od 500 evra (što se u javnosti najavljuje). Naime, sa sadašnjim kursom od oko 118 dinara za evro, to bi značilo da u decembru 2018. prosečne plate međugodišnje porastu za oko 20%, za šta niti ima ekonomskog utemeljenja, niti ima naznaka da bi se moglo desiti (nominalni rast zarada u prva tri meseca je iznosio 5,5%). Čak i ukoliko bi se to, malo verovatno, povećanje prosečnih neto zarada do kraja godine na 500 evra desilo, ono bi bilo ekonomski veoma štetno. Naime, zbog apresijacije dinara, prosečna neto plata u prva tri meseca 2018. već je porasla u evrima u odnosu na prethodnu godinu za oko 10% (dostigla je nivo od 415 evra). Rad predstavlja najvažnije nerazmenljivo dobro u privredi, pa je ovako visoko povećanja zarada u evrima (znatno iznad rasta produktivnosti), već značajno pogoršalo međunarodnu konkurentnost ekonomije Srbije, a dalji nastavak i pojačavanje ovog trenda bio bi veoma ekonomski opasan.

Niska inflacija uz izbalansiran budžet države, omogućili su NBS da nastavi sa popuštanjem monetarne politike (v. odeljak 7. „Monetarni tokovi i politika“). Referentna kamatna stopa u 2018. smanjena je dva puta tako da sada iznosi rekordno niskih 3% (što je i sredina ciljnog koridora inflacije). Ovo ocenjujemo kao ispravnu politiku NBS-a. Uz to, bankarski sektor je na uzlaznoj putanji. Za sada se to najbolje vidi po porastu kreditnih plasmana stanovništvu, dok su podaci o stvarnoj kreditnoj aktivnosti privrede još uvek zamagljeni otpisom i prodajom loših kredita koji su bili u bilansima banaka. Procenat loših kredita po prvi put od izbijanja krize u 2008. godine smanjen je na jednocifrenu vrednost. Budući da je bankarski sektor u Srbiji sada konsolidovan, u načelu zdrav (relativno nizak udeo nenaplativih kredita), nema rizika od makroekonomske nestabilnosti nakon sprovođenja fiskalne konsolidacije, a kamatne stope su i dalje veoma niske – do kraja godine mogla bi se očekivati postepena ekspanzija kreditne aktivnosti u Srbiji.

Fiskalni trendovi u prva četiri meseca 2018. načelno su slični kao u prethodnoj godini (v. odeljak 6. „Fiskalni tokovi i politika“). Naime, i javni prihodi i javni rashodi imaju relativno sličan rast u odnosu na isti period prethodne godine (5,5 i 8%), tako da je fiskalni rezultat ostao u blagom suficitu (oko 7 mlrd dinara, približno 0,4% uporedivog BDP-a). Na strani javnih prihoda, snažan rast imaju porez na dobit, akcize i doprinosi, dok je naplata neto PDV-a nešto smanjena u odnosu na prethodnu godinu. Na strani javnih rashoda, najznačajniji rast imaju kapitalni rashodi (prvenstveno zbog poređenja sa niskom bazom iz prethodne godine), nabavka robe i usluga i rashodi za zarade zaposlenih. U odnosu na prethodnu godinu osetno su smanjeni javni rashodi za kamate (smanjenje javnog duga, pad kamatnih stopa, apresijacija dinara) i za otplatu garantovanog duga javnih preduzeća (najveći deo duga Srbijagasa koji je umesto ovog preduzeća vraćala država otplaćen je do kraja 2017. godine).

Uspešan završetak fiskalne konsolidacije otvara mogućnost Vladi da izađe iz privremenih mera štednje – pre svega da ukine Zakon o privremenom umanjenju penzija. Ono što, međutim, nije dobro je to što se uz ukidanje ovog privremenog Zakona najavljuje i vanredno povećanje samo ispodprosečnih penzija. Ovakav pristup ekonomski je pogrešan, budući da bi se narušila veza između isplaćenih penzija i uplaćenih doprinosa. Zbog toga je daleko bolje preostali fiskalni prostor (nakon ukidanja Zakona o umanjenju penzija) ravnopravno rasporediti na sve penzionere. Penzijski sistem u Srbiji, baš kao u drugim evropskim zemljama, uređen je na osnovu jasnih i objektivnih parametara i to je deo javnih finansija koji nikako ne bi smeo da se proizvoljno (i trajno) narušava u zavisnosti od političkih prioriteta.

Javni dug na kraju aprila iznosio je 23,6 mlrd. evra (61,5% BDP-a), što predstavlja rast za skoro pola milijarde evra u odnosu na kraj 2017. godine. Na rast javnog duga u prva četiri meseca 2018. uticalo je zaduživanje države radi finansiranja budućih obaveza, dok je nastavak apresijacije dinara imao suprotan efekat. Povećanje javnog duga početkom 2018. je privremeno, jer je budžet u načelu uravnotežen (verovatan je i blagi suficit u 2018. godini) – a izbalansiran budžet vodi ka trajnijem trendu smanjenja javnog duga u odnosu na BDP. Trend smanjenja javnog duga u

