

TRENDOVI

1. Pregled

Centralna ekonomska tema iz prvog kvartala 2015. godine bila je započeta fiskalna konsolidacija. U Q1 su se pokazali njeni prvi rezultati čije su ocene u javnosti bile podeljene i često pristrasne. S jedne strane, kritičari donetih mera (pre svega umanjnja penzija i plata u javnom sektoru) su ih neutemeljeno ocenjivali ekonomski pogrešnim i neefikasnim. Sa druge strane, učestala su obaveštenja iz Vlade o ogromnom umanjnju deficita države i optimistična tumačenja postignutih rezultata, ne samo iz ugla ozdravljenja javnih finansija, već i širih privrednih kretanja. Podaci koje smo analizirali nesumnjivo pokazuju da se fiskalna konsolidacija u Q1 sprovedi uspešno. Deficit države jeste znatno umanjen u odnosu na prethodnu godinu, čak i osetno više nego što je bilo planirano. Međutim, rezultati nisu toliko spektakularno dobri i javne finansije su još uvek daleko od svog trajnog ozdravljenja. Umanjenje penzija i plata nije značajno pogodilo privredni rast, što je dobro i očekivano. Međutim, još uvek nema ni poboljšanja privrednih kretanja – u Q1 se nastavljaju gotovo nepromenjeni recesioni trendovi započeti još krajem 2013. godine, bez pouzdanih znakova otpočinjanja održivog oporavka privredne aktivnosti. Preostali bitni makroekonomski indikatori su u Q1 gotovo nepromenjeni u odnosu na prethodne kvartale: inflacija je i dalje niska, a tekući deficit od 6% BDP-a identičan onom koji je ostvaren u 2014. godini.

Privredna aktivnost je u Q1 ostvarila relativno dubok međugodišnji pad od 1,8% delom i zbog toga što se kasnilo sa isušivanjem kopova uglja potopljenih u poplavama iz maja 2014. godine. Zbog toga su rudarstvo i proizvodnja električne energije imali veliki međugodišnji pad u Q1 od oko 15%. Međutim kada iz rezultata privrede isključimo rudarstvo i električnu energiju ona i dalje ima pad od preko 1%. Kretanje sezonskog BDP-a dodatno potvrđuje da su suštinski trendovi privredne aktivnosti, nezavisno od uticaja poplava, u Q1 bili nepovoljni. Desezonirani BDP je u Q1 bio u padu od oko 0,5% u odnosu na kvartal koji mu je prethodio – što približno odgovara tempu pada privredne aktivnosti uspostavljenom još u Q4 2013. godine (znatno pre poplava ili početka sprovođenja fiskalne konsolidacije). Recesija u kojoj se privreda Srbije nalazi već godinu i po je dakle prvenstveno posledica strukturnih i srednjoročnih problema domaće privrede: neodržive fiskalne pozicije zemlje, višegodišnjeg smanjenja investicija, nedovoljnog rasta izvoza, niske kreditne aktivnosti privrede i drugo.

Struktura ostvarenog pada privredne aktivnosti u Q1 ne nagoveštava početak održivog oporavka BDP-a. Održivi privredni oporavak naime može biti pokrenut samo visokim rastom (neto) izvoza i investicija, dok će se privatna i državna potrošnja neminovno još nekoliko godina smanjivati. Rezultati neto izvoza i investicija u Q1 su međutim bili dosta neubedljivi. Investicije jesu imale solidan međugodišnji rast od 4,4%, ali taj rast još nije podržan odgovarajućim rastom građevinarstva, pa nismo sigurni da će se nastaviti u narednim kvartalima. Neto izvoz je, umesto očekivanog rasta, u Q1 bio u osetnom padu, budući da je uvoz imao veći rast od izvoza. Privatna i državna potrošnja su, očekivano, u Q1 imale pad (v. odeljak 2. „Privredna aktivnost”).

Budući da u podacima za Q1 još uvek nismo registrovali sigurne i široko rasprostranjene indikatore održivog privrednog oporavka (mada je bilo nekih pojedinačnih pozitivnih trendova poput rasta prerađivačke industrije), za sada zadržavamo prognozu pada BDP-a u 2015. godini od 0,5-1% koju smo izneli u prethodnim izdanjima QM-a. Do kraja godine ostalo je dosta nepoznanica koje mogu znatno da utiču na rast BDP-a u 2015. godini. Ovo se pre svega odnosi na poljoprivredu koja je pod uticajem nepredvidivih meteoroloških činilaca. Ukoliko bi u 2015. poljoprivredna sezona bila izuzetno uspešna, to bi moglo da doprinese rastu BDP-a za oko 1 p.p, što znači da bi pod takvim okolnostima rast BDP-a u 2015. mogao da bude i pozitivan.

Inflacija u prva četiri meseca 2015. je još uvek ispod donje granice ciljanog koridora NBS od 4±1,5% i na kraju aprila iznosila je 1,8% (međugodišnje). Rast cena jeste bio nešto ubrzan od

februara, ali je ovo ubrzanje bilo izazvano rastom cena voća i povrća i duvanskih proizvoda i nije široko rasprostranjeno na druge proizvode i usluge (v. odeljak 5. „Cene i devizni kurs“). Noseća inflacija (iz koje su isključene cene hrane, alkohola, duvana i energije) je od početka godine do kraja aprila iznosila -0,2%. Zbog toga smatramo da je poslednje ubrzanje ukupne inflacije privremeno i da neće da se nastavi kada se iscrpe efekti povećanja cena pojedinih proizvoda. Niska domaća tražnja, recesija, stabilan kurs dinara, kao i izostanak rasta regulisanih cena dali su glavni doprinos održavanju inflacije na izuzetno niskom nivou, uz dodatni doprinos niskih cena svetske nafte i neprerađene hrane. Vraćanje inflacije u ciljani koridor NBS bi moglo da se desi u drugoj polovini 2015. godine zbog efekta niske baze i najavljenog povećanja cene električne energije, ali je svakako potrebno i odlučnije popuštanje monetarne politike – tim pre što su fiskalni rizici u 2015. značajno smanjeni sprovođenjem fiskalne konsolidacije i sklapanjem aranžmana sa MMF-om.

NBS je od marta počela nešto odlučnije da spušta referentnu kamatnu stopu koja je u više koraka spuštena sa 8% na 6% sredinom juna (v. odeljak 7. „Monetarni tokovi i politika“). To je ujedno i najniža vrednost ove stope od kada je Srbija uvela režim ciljanja inflacije. Međutim, referentna kamatna stopa je i dalje visoka, 4 p.p. iznad inflacije i očekujemo da se njeno dalje spuštanje nastavi i u narednom periodu. Smatramo da je opravdano da NBS nastavi sa smanjenjem restriktivnosti monetarne politike sve dok se stopa inflacije ne stabilizuje oko sredine ciljnog intervala (4%). Smanjenje restriktivnosti monetarne politike predstavlja i adekvatan odgovor NBS na ekspanzivnu politiku ECB, budući da NBS na taj način sprečava ekonomski štetno jačanje dinara u odnosu na evro.

Od druge polovine februara uspostavljen je relativno stabilan kurs dinara u odnosu na evro, koji se kretao u intervalu od 120 do 121 RSD/EUR i od tada pa do sredine juna kurs se održava u tom, veoma uskom, koridoru. Trenutno postoje tržišni pritisci ka jačanju dinara jer je povećana ponuda deviza usled rasta likvidnosti na međunarodnom finansijskom tržištu zbog sprovođenja mera kvantitativnog popuštanja ECB i odlaganja povećanja referentne kamatne stope od strane FED-a. Takođe, odobrenje aranžmana sa MMF-om dodatno je uticalo na smanjenje rizika zemlje i na jačanje dinara. NBS reaguje na ove apresijacijske pritiske kupovinom deviza na međubankarskom deviznom tržištu – od početka godine do sredine juna kupila je 400 mln evra i tako sprečila preterano jačanje dinara. To je dobra mera, jer bi preterano jačanje dinara bilo štetno za domaću privredu i još više bi udaljilo inflaciju od ciljanog koridora NBS. Ipak napominjemo da zbog razlike u inflaciji u Srbiji i Evrozoni nominalno stabilan kurs dinara znači zapravo njegovo realno jačanje u odnosu na evro. Takvo kretanje realnog kursa u dužem periodu ne bi bilo dobro, budući da privreda Srbije i dalje ima veliku neravnotežu u razmeni sa inostranstvom i neodrživo visok tekući deficit od oko 6% BDP-a.

Tekući deficit u Q1 je iznosio 6% BDP-a što je identično učešću tekućeg deficita u BDP-u ostvarenom u 2014. godini. Do kraja godine međutim očekujemo da se tekući deficit postepeno smanjuje zbog prognoziranog bržeg rasta privredne aktivnosti zemalja evrozona, niske cene naftnih derivata i oporavka proizvodnje u poplavom oštećenim kapacitetima elektroenergetskog sistema Srbije (v. odeljak 4. „Platni bilans i spoljna trgovina“). Dok u tekućem delu kapitalnog bilansa u Q1 nije bilo krupnih promena u odnosu na prethodnu godinu, u finansijskom delu došlo je do velikog rasta priliva portfolio investicija. Portfolio investicije su u Q1 dostigle 475 mln evra, što je njihov veći iznos od onog koji je ukupno ostvaren tokom čitave 2014. godine (370 mln evra). Visok priliv portfolio investicija u Q1 posledica je povećanog interesovanja stranih investitora za ulaganja u državne hartije od vrednosti tokom februara i marta, nastalog usled povećane likvidnosti na međunarodnom tržištu i relativno visokog prinosa u Srbiji. Pozitivan signal finansijskim investitorima da ulažu u Srbiju dao je i potpisani aranžman sa MMF-om. Za razliku od ulaganja u državne hartije od vrednosti, kojima se finansiraju fiskalni deficit i otplata dospelog javnog duga, u Q1 nema značajnih promena u prilivu produktivnije usmerenog stranog kapitala. Neto strane direktne investicije su iznosile 235 mln evra, što predstavlja njihovo osetno umanjenje u odnosu na kvartalne prilive SDI iz 2014. godine (kada su takođe bile niske), a nastavlja se i razduživanje privrede i banaka ka inostranstvu (mada u nešto manjoj meri nego tokom prethodne godine).

Kretanja na tržištu rada i dalje je teško pouzdano oceniti budući da su indikatori koje objavljuje RZS u Anketi o radnoj snazi (ARS) poprilično neuverljivi i nekonzistentni sa drugim ekonomskim pokazateljima (v. odeljak 3. „Zaposlenost i zarade“). Prema ARS-u, stopa nezaposlenosti u Q1 je iznosila oko 20%, a stopa zaposlenosti oko 50%. Moguće je da ove stope trenutno odražavaju stvarno stanje zaposlenosti i nezaposlenosti u Srbiji, ali napominjemo da je stopa nezaposlenosti u Srbiji od 2008. imala ekonomski malo verovatne trendove: prvo je porasla sa 14% iz aprila 2008. na preko 26% u aprilu 2012, zatim je do oktobra 2014. smanjena na 17,6%, da bi se sada vratila na 20%. Ovakvi podaci o kretanju zaposlenosti i nezaposlenosti su nekonzistentni sa kretanjem proizvodnje (čija promena bi trebalo da kreira ili smanjuje broj radnih mesta), ali i potrošnje stanovništva (koja bi morala da bude pod snažnim uticajem rasta ili pada broja zaposlenih). Zarade u Q1 nominalno su opale za 1,3% u odnosu na isti period prethodne godine, prvi put posle konstantnog rasta od 2001. godine i to je prvenstveno posledica smanjenja zarada u javnom sektoru za 10% krajem prošle godine.

Fiskalni deficit u prva četiri meseca 2015. iznosio je 22 mlrd. dinara, što je znatno manji deficit nego u istom periodu prethodne godine, kada je dostigao čak 87 mlrd dinara. Snažno umanjene deficita početkom 2015. je posledica delovanja četiri bitna činioca: 1) manjih izdvajanja države za penzije i plate u javnom sektoru, nakon njihovog smanjenja krajem prošle godine za 5 i 10% (respektivno); 2) nešto bolje naplate javnih prihoda od akciza i PDV-a; 3) jednokratnih činilaca – agresivne naplate dividendi javnih preduzeća, vanrednih prihoda od prodaje licence za 4G mrežu i naplate zaostalog duga EPS-a preko Agencije za osiguranje depozita; i 4) izuzetno neefikasnog izvršenja javnih investicija – u prva četiri meseca izvršeno je svega 15% od planiranih investicija za 2015, a po pravilu se u tom periodu izvrši za trećinu više, između 20 i 25% godišnjih investicija. Ekonomska ocena činilaca koji su doveli do velikog umanjivanja deficita početkom 2015. godine je različita. Sa jedne strane umanjene državnih izdvajanja za plate i penzije je bilo neophodno i dovodi do poželjnog strukturnog umanjivanja deficita na rashodima koji su bili neodrživo visoki. Uz to, kao fiskalno odgovorno i dobro ocenjujemo i bolju naplatu PDV-a i akciza. Sa druge strane, uštede koje su napravljene neefikasnim izvršenjem kapitalnih rashoda su loše i nikako ih ne bi trebalo uključivati u pozitivne fiskalne trendove umanjivanja deficita. Na kraju, povećano naplaćivanje prihoda od javnih preduzeća (po različitim osnovama) ima svoje i dobre i loše strane. Smatramo ipak da ovakav način umanjivanja deficita u osnovi nije dobar, jer ne samo što ne predstavlja trajno, strukturno, poboljšanje fiskalnih tokova, već može napraviti veliku štetu – uzimajući u obzir loše stanje u kom se po pravilu državna i javna preduzeća trenutno nalaze.

U slučaju nastavka postojećih trendova, procenjujemo da bi fiskalni deficit u 2015. mogao iznositi oko 4,5% BDP-a, što je za oko 1,5% BDP bolje od plana (v. odeljak 6. „Fiskalni tokovi i politika“). Ipak, kada uzmemo u obzir i prethodnu analizu, znatan deo tog poboljšanja je jednokratnog ili privremenog karaktera, tako da trajno (strukturno) poboljšanje u odnosu na planirani visok deficit u 2015. od 5,9% BDP-a iznosi svega oko 0,6% BDP. Zbog toga bi trebalo biti veoma oprezan u tumačenju povoljnijih fiskalnih trendova početkom 2015. godine i trenutno izuzetno niskog deficita, jer su javne finansije Srbije još uvek veoma daleko od svog trajnog ozdravljenja. Razmatranje eventualnog povećanja penzija i plata u javnom sektoru u odnosu na njihov trenutni nivo nema nikakvog ekonomskog opravdanja.

Javni dug (uključujući i dug lokalnih samouprava) je na kraju aprila iznosio oko 24,5 mlrd evra ili nešto preko 75% BDP-a. Od početka godine do kraja aprila javni dug je porastao za 1,3 mlrd. evra, što je vrlo veliki porast posebno imajući u vidu da je u isto vreme fiskalni deficit bio nešto manji od 200 miliona evra. Do većeg rasta javnog duga od fiskalnog deficita došlo je zbog snažne apresijacije dolara u odnosu na evro (efekat na rast javnog duga oko 700 miliona evra) i zaduživanja države unapred (pod trenutno povoljnim tržišnim okolnostima), radi finansiranja budućeg deficita i otplate glavnice postojećih dugova. U nastavku godine zbog povećanja državnih depozita javni dug će nešto sporije da raste, ali procenjujemo da će na kraju godine ipak da se približi nivou 80% BDP-a.

Srbija: izabrani makroekonomski pokazatelji, 2005–2014

	Annual Data		Godišnji podaci												2014				2015
	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1			
Priivredna aktivnost																			
BDP (u mlrd. dinara)	1.451,4	1.751,4	2.055,2	2.355,1	2.744,9	2.880,1	3.067,2	3.407,6	3.584,2	3.876,4	3.884,0	...	...	...	...	...
BDP	9,0	5,5	4,9	5,9	5,4	-3,1	0,6	1,4	-1	2,6	-1,8	-0,1	-1,2	-4,0	-1,8	-1,8			
Nepoljoprivredna BDV	7,2	6,2	5,1	6,9	4,4	-3,3	0,2	1,5	1,1	1,6	-2,4	-0,3	-1,8	-4,9	-2,4	-1,8			
Industrijska proizvodnja	6,5	0,6	4,2	4,1	1,4	-12,6	2,5	2,2	-2,9	5,5	-6,5	2,1	-4,3	-14,2	-9,5	-2,0			
Prerađivačka industrija	8,3	-1,0	4,5	4,7	1,1	-16,1	3,9	-0,4	-1,8	4,8	-1,4	4,2	-1,3	-6,0	-2,8	4,2			
Prosečna mesečna neto plata (u din.) ²⁾	14.108	17.478	21.745	27.785	29.174	31.758	34.159	...	...	...	...	41.825	44.971	...	...	41.718
Ukupno zaposlenih, bez poljoprivrede (mil.)	2.047	2.056	2.028	1.998	1.997	1.901	1.805	...	...	...	...	1.697	1.697	...	...	1.697
Fiskalni podaci																			
Javni prihodi	41,2	42,1	42,4	42,1	41,5	38,6	-1,5	-4,6	0,6	-3,0	-0,8	4,3	3,5	5,4	7,6	7,6			
Javni rashodi	40,0	39,7	42,7	42,8	43,7	42,7	-1,7	3,3	3,6	-5,7	4,4	3,7	-3,0	14,8	-5,1	-5,1			
Konsolidovani bilans (def. GFS) ³⁾	17,5	14,8	-33,5	-58,2	-68,9	-121,8	-136,4	-158,2	-217,4	-178,7	-68,1	-45,0	-39,8	-105,2	-21,1	-21,1			
Platni bilans																			
Uvoz robe ⁴⁾	-8.302	-8.286	-10.093	-12.858	-15.917	-11.096	-12.176	-13.758	-14.028	-14.693	Januar-Novembar	3.384	3.759	3.731	-2.476	-3.641			
Izvoz robe ⁴⁾	2.991	4.006	5.111	6.444	7.416	5.978	7.402	8.440	8.394	10.540	-13.393	9.732	2.510	2.769	2.656	1.794			
Bilans tekućeg računa ⁵⁾	-2.197	-1.805	-3.137	-4.994	-7.054	-2.084	-2.082	-2.870	-3.639	-2.092	9.732	-503	-495	-502	-312	-450			
u % BDP ⁶⁾	-11,6	-8,6	-12,9	-17,2	-21,6	-7,2	-7,4	-9,1	-12,3	-6,5	-6,1	-6,3	-5,8	-6	-6	-6,0			
Bilans finansijskog računa ⁵⁾	2.377	3.863	7.635	6.126	7.133	2.207	1.986	2.694	3.486	1.917	1.517	496	372	337	272	366			
(+) znači priliv kapitala, (-) rasit obaveza																			
Strane direktne investicije ⁷⁾	773	1.248	4.348	1.942	1.824	1.372	860	1.827	669	1.229	1.210	316	397	334	152	235			
(+) znači priliv kapitala, (-) rasit obaveza																			
NBS bruto devizne rezerve	349	1.675	4.240	941	-1.687	2.363	-929	1.801	-1.137	697	-1.332	-800	-370	509	-671	110			
(+) znači povećanje																			
Monetarni podaci																			
NBS neto sopstvene rezerve ⁸⁾	103.158	175.288	302.783	400.195	475.110	578.791	489.847	606.834	656.347	757.689	788.293	696.802	756.996	787.778	788.293	854.636			
NBS neto sopstvene rezerve ⁸⁾ , u mil.levra	1.291	2.050	3.833	5.051	5.362	6.030	4.609	5.895	5.781	6.605	6.486	6.015	6.513	6.641	6.486	7.094			
Kreditni nedržavnom sektoru	342.666	518.298	609.171	842.512	1.126.111	1.306.224	1.660.870	1.784.237	1.958.084	1.870.916	1.927.668	1.815.004	1.842.407	1.888.471	1.925.584	1.919.958			
Devizna štednja stanovništva	110.713	190.136	260.661	381.687	413.766	565.294	730.846	775.600	909.912	933.839	998.277	937.875	949.418	976.865	998.277	1.004.948			
M2 (12-m realni rast, u %)	10,4	20,8	30,6	27,8	2,9	9,8	1,3	2,7	-2,2	2,3	6,7	1,9	3,5	4,3	6,7	6,4			
Kreditni nedržavnom sektoru	27,3	28,6	10,3	24,9	25,2	5,2	13,9	0,5	-2,1	-8,3	1,2	-8,3	-5,7	-3,3	1,1	3,7			
(12-m realni rast, u %)																			
Kreditni nedržavnom sektoru, u % BDP	23,9	29,6	28,6	35,0	42,0	45,8	54,0	52,4	54,7	48,3	49,5	48,5	46,8	48,6	49,7	49,2			
Cene i kurs																			
Indeks potrošačkih cena ⁷⁾	10,1	16,5	6,5	11,3	8,6	6,6	10,2	7,0	12,2	2,2	1,8	2,3	1,2	2,1	1,8	1,8			
Realni kurs dinar/evro (prosek 2005=100) ⁸⁾	100,5	100,0	92,1	83,9	78,5	83,9	88,0	80,43	85,3	80,2	81,8	80,7	80,9	81,8	83,9	83,8			
Nominalni kurs dinar/evro ⁸⁾	72,62	82,92	84,19	79,97	81,46	93,90	102,90	101,88	113,03	113,09	117,25	115,8	115,6	117,4	120,29	121,6			

Izvor: FREN.

- 1) Ukoliko drugačije nije naznačeno.
- 2) Podaci od 2008. godine predstavljaju korigovane podatke na osnovu proširenog obuhvata uzorka za računanje prosečne zarade. Time su nominalne vrednosti zarada za 2008. godinu uporedive sa nominalnim vrednostima za 2009. i 2010, ali nisu uporedive sa prethodnim godinama.
- 3) Pratimo ukupni fiskalni rezultat (overall fiscal balance po GFS 2001) - Konsolidovani suficit/deficit korigovan za "budžetske kredite" (lending minus repayment prema starom GFS).
- 4) Republički zavod za statistiku je promenio metodologiju spoljnotrgovinske razmene. U Srbiji je od 01.01.2010. godine, po preporukama odeljenja za statistiku UN, počeo da se primenjuje opšti sistem trgovine, koji predstavlja širi koncept od prethodnog, radi bolje prilagodivosti kriterijumima datim u Platnom bilansu i Sistemu nacionalnih računa. Detaljnije objašnjenje je dato u QM20, odeljak 4, Platni bilans i spoljna trgovina. Prema novoj metodologiji NBS iz Q2 2014 (u skladu sa BPM6) izuzimaju se sve transakcije vezane za izvoz i uvoz robe na doradu. Usluge dorade će se po novoj metodologiji beležiti u okviru računa usluga. Detaljnije objašnjenje je dato u QM37, odeljak 4, Platni bilans i spoljna trgovina. Podaci su preračunati i dati po novoj metodologiji (IMF BPM6) počevši od 2012. godine.
- 5) Narodna banka Srbije je u Q1 2008 i u Q2 2014. promenila metodologiju po kojoj izrađuje platni bilans. Promena metodologije 2008. dovela je do manjeg deficita tekućeg računa, i do manjeg salda kapitalnog računa. Detaljnije objašnjenje je dato u QM12, odeljak 6, Platni bilans i spoljna trgovina. Promena metodologije 2014 (u skladu sa šestim izdanjem IMF's Balance of Payments and International Investment Position Manual - BPM6) dovela je do većeg deficita tekućeg računa, i do većeg finansijskog računa usled višeg iznosa SDI. Detaljnije objašnjenje je dato u QM37, odeljak 4, Platni bilans i spoljna trgovina. Podaci su preračunati i dati po novoj metodologiji (IMF BPM6) počevši od 2012. godine.
- 6) NBS neto sopstvene rezerve predstavljaju razliku između neto deviznih rezervi NBS i zbira deviznih depozita poslovnih banaka i deviznih depozita države. Detaljnija objašnjenja data su u odeljku Monetarni tokovi i politika.
- 7) Podaci za 2004, 2005. i 2006. godinu bazirani su na Indeksu maloprodajnih cena. RZS je prešao na obračun inflacije Indksom potrošačkih cena od 2007. godine.
- 8) Računica zasnovana na 12-m prosejima za godišnje podatke, i na tromesečnim prosejima za kvartalne podatke.