

TRENDOVI

1. Pregled

Nepovoljni makroekonomski trendovi se nastavljaju. Ključni problemi domaće ekonomije se odnose na nizak privredni rast i neodrživu fiskalnu poziciju zemlje i ti problemi se u prvoj polovini 2014. godine dodatno povećavaju. Privreda je u stagnaciji i moguće je da će ponovo ući u recesiju – što bi bilo već treći put od 2008. godine. Razlozi za nepovoljne trendove i izostanak trajnog oporavka privredne aktivnosti su dublji i trajniji ekonomski trendovi, a ne posljednje poplave. Fiskalni deficit se povećava i do kraja godine će verovatno premašiti 8% BDP-a, a javni dug 70% BDP-a, pa je rizik od izbijanja krize javnog duga sve veći. Za sada izostaju mere ekonomske politike koje bi mogle da ublaže ove loše trendove – reformske mere koje će poboljšati privredni ambijent su u fazi najava, a ne i realizacije, a Vlada još uvek odbija da kao neizbežno prihvati umanjene ubedljivo najvećih javnih rashoda – penzija, NBS nedovoljno popušta restriktivnost monetarne politike.

Privredna aktivnost u Q1 ulazi u stagnaciju, što smo i najavljivali u prethodnim izdanjima *QM*-a. Ostvarena međugodišnja stopa rasta u Q1 od 0,4% zapravo znači da je desezonirani BDP ostao nepromenjen u odnosu na Q4 2013. godine (v. odeljak 2. „Privredna aktivnost”). Ukoliko bi se sličan trend produžio do kraja 2014. godine, u čitavoj godini bi se ostvario rast privredne aktivnosti od oko 0%. Stagnacija privrednog rasta nije neočekivana, premda joj je prethodio sasvim solidan rast BDP-a od 2,5% u 2013. godini. Međutim, tokom 2013. godine poljoprivreda je imala visok rast od preko 20% (jer se poredila sa izuzetno sušnom 2012. godinom), a kompanija Fiat automobili Srbija (FAS) je višestruko povećala svoju proizvodnju. Bez ova dva činioca, ostatak privrede bi bio u padu od oko 0,5%. Pošto je u 2014. visok rast poljoprivrede završen, a FAS je dostigao pune proizvodne kapacitete, stagnacija rasta BDP-a, započeta u Q1, je otkrila stvarne nepovoljne trendove privredne aktivnosti koji su bili prisutni, ali prikriveni i tokom 2013. godine.

Poslednje poplave su iza sebe ostavile katastrofalne posledice na područjima koja su im bila izložena. Pa ipak, negativan uticaj poplava na ukupni BDP u 2014. godini je ograničen i procenjujemo ga (uzimajući u obzir i efekte obnove) na najviše 0,5 p.p. BDP-a (v. Osvrt 2). Potrebno je razdvojiti uticaj koji poplave imaju na imovinu (koji se trenutno procenjuje na oko milijardu evra ili oko 3% BDP-a) od uticaja koje poplave imaju na dohodak i BDP. Poplavljena kuća na primer ima veliku štetu na imovini, ali vrlo mali uticaj na dohodak i BDP. Nešto drugačiji primer je poplava poljoprivrednih površina. Ona ima relativno mali uticaj na imovinu, jer će te površine biti u najvećem delu jednako upotrebljive u narednoj poljoprivrednoj sezoni (a neke je verovatno moguće iskoristiti i u ovoj), ali relativno veliki uticaj na proizvodnju, jer je na njima upropašćen rod u 2014. godini.

Zadržaćemo se na još jednom ilustrativnom primeru koji verovatno i najbolje pokazuje zašto poslednje poplave neće značajno uticati na BDP. Sektor privrede koji je možda i najviše pogođen poplavama je poljoprivreda. Po trenutno dostupnim podacima poplavljeno je oko 80.000 hektara poljoprivrednog zemljišta. To međutim predstavlja svega 3% zasejanih poljoprivrednih površina u Srbiji (Vojvodina je uglavnom bila pošteđena). Ukoliko uzmemo u obzir da poljoprivredu osim ratarstva čini i stočarstvo (koje je bilo pogođeno u nešto manjem procentu), ali i da će na određenim poplavljenim površinama moći već ove godine da se zaseju neke nove poljoprivredne kulture – zaključujemo da pad poljoprivredne proizvodnje zbog poplava nikako ne bi trebalo da premaši 2%, a pad BDP-a po ovom osnovu 0,2 p.p. Interesantno je primetiti da je suša iz 2012. godine umanjila poljoprivrednu proizvodnju za preko 17%, a BDP za preko 1,5 p.p. što donekle relativizuje tezu o izuzetno velikim gubicima ukupne poljoprivrede u poslednjim poplavama. Mikroekonomski posmatrano velika individualna šteta na pojedinačnim poljoprivrednim gazdinstvima je nesporna i određena podrška države je u tim slučajevima potrebna, ali uz paralelno razvijanje tržišta osiguranja poljoprivrednih površina.

Nešto više prostora u ovom Pregledu smo posvetili poplavama kako bismo dodatno naglasili prave razloge zbog kojih će privredna aktivnost u 2014. verovatno biti u stagnaciji ili blagoj recesiji. To su preovlađujući negativni makroekonomski trendovi – neodrživa fiskalna pozicija (visok i rastući javni dug i visok deficit), smanjenje stranih i domaćih investicija, niska kreditna aktivnost, usporavanje izvoza i drugo – a ne poplave. Analiza *QM*-a ukazuje da će poplave imati vrlo ograničen nepovoljan uticaj na privredu koji, uz uzimanje u obzir i efekta obnove, ne bi trebalo da bude veći od 0,5 p.p. BDP-a, pa će stopa rasta privrede u 2014. najverovatnije biti između -0,5% i 0%.

Inflacija je veoma niska i u martu i u aprilu je bila i ispod donje granice ciljanog koridora NBS (v. odeljak 5. „Cene i devizni kurs“). Međugodišnja inflacija u aprilu je iznosila svega 2%, a cene su od početka godine do kraja aprila porasle 1,8%. U narednim mesecima nema nagoveštaja da će doći do ubrzanja inflacije. Očekujemo nastavak stagnacije privredne aktivnosti uz pad domaće tražnje, stabilan kurs dinara i sezonski pad cena hrane – što će sve imati dezinflatorni efekat. Ni poslednje poplave neće imati osetnog uticaja na cene hrane i inflaciju, jer je njima pogođen relativno mali deo poljoprivrednih površina, a uvek postoji i mogućnost uvoza (eventualno) deficitarnih poljoprivrednih proizvoda.

Reakcija NBS na inflaciju nižu od ciljanog koridora je bila poprilično uzdržana. Referentna kamatna stopa je do početka maja zadržana na decembarskom nivou od 9,5%, da bi onda bila spuštena na 9% (v. odeljak 7. „Monetarni tokovi i politika“). Nesumnjivo je da se u Srbiji i dalje mora sprovoditi nešto restriktivnija monetarna politika od one koja bi bila primerena okolnostima preterano niske inflacije (ispod ciljanog koridora), jer postoje problemi velikih strukturnih neravnoteža, pre svega fiskalnog deficita. To međutim, smatramo, nije dovoljno opravdanje da referentna kamatna stopa bude za čak sedam procentnih poena veća od trenutne inflacije. Poređenja sa referentnim kamatnim stopama u drugim evroiziranim zemljama Istočne Evrope koje sprovode monetarnu politiku kao Srbija (targetiranje inflacije i fleksibilan kurs), ali i stopa po kojoj se obavljaju REPO aukcije koja je za 1-2 p.p. niža od referentne kamatne stope, jasno nagoveštavaju potrebu za smanjivanjem referentne kamatne stope.

Još jedan argument za preispitivanje sadašnje restriktivnosti monetarne politike se odnose na kurs dinara. Visoka referentna kamatna stopa (uz intervencije NBS) doprinosi i poprilično stabilnom kursu dinara u 2014. godini koji se kretao u uskom intervalu između 115 i 116 dinara za evro (v. odeljak 5. „Cene i devizni kurs“). U slučaju osetnog smanjenja referentne kamatne stope moglo bi se očekivati jačanje depresijacijskih pritisaka i određeno slabljenje dinara. Ograničena depresijacija dinara bi imala svoje pozitivne i negativne posledice. Na pozitivnoj strani, povoljno bi uticala na cenovnu konkurentnost domaće privrede i rast izvoza (v. Grafikon T2-5) – koji bi u uslovima kada domaća tražnja i dalje premašuje BDP morao da bude (uz rast investicija) glavni pokretač rasta privrede. Na negativnoj strani, depresijacija dinara pogoršala bi dodatno bilansnu poziciju deviznih dužnika – a visok nivo nenaplativih kredita (preko 22%) raste u 2014. čak i uz stabilan kurs dinara. Stav *QM*-a je da bi umerena realna depresijacija dinara (za oko 5%) ipak imala više pozitivnih nego negativnih uticaja na privredu, što je još jedan validan argument za obaranje referentne kamatne stope NBS.

Visoka nezaposlenost ostaje jedan od najvećih strukturnih problema domaće ekonomije. Posle neobjašnjivog i najverovatnije pogrešno izmerenog pada nezaposlenosti i povećanja zaposlenosti tokom 2013. godine – u 2014. godini nepovoljni trendovi na tržištu rada se ponovo vide i u zvaničnoj statistici. Raste broj nezaposlenih i smanjuje se broj zaposlenih mereno i prema Anketi o radnoj snazi (ARS) i prema istraživanju RAD. Nepovoljni trendovi u privredi su se u Q1, više nego ranije, reflektovali i na kretanje zarada, a ne samo smanjenje zaposlenosti. Zarade su za godinu dana nominalno porasle svega 0,5%, što zbog usporavanja inflacije nije dovelo do velikog realnog smanjenja zarada (2,2% realno smanjenje), ali predstavlja najmanji nominalni međugodišnji rast zarada od 2000. godine.

Tekući deficit nastavlja da se smanjuje, ali se u isto vreme pogoršavaju trendovi u kapitalnom i finansijskom bilansu (v. odeljak 4. „Platni bilans i spoljna trgovina“). U Q1 je ostvaren tekući deficit od 4,2% BDP-a što predstavlja smanjenje u odnosu na 5% BDP-a iz istog perioda od pre

godinu dana. Iza poboljšavanja tekućeg bilansa stoji još uvek visok rast izvoza i stagnacija uvoza, ali je pitanje koliko će ovakav trend rasta izvoza moći da se održi u budućnosti. Ono što još više zabrinjava od mogućeg usporavanja izvoza je neto odliv kapitala iz Srbije koji je u Q1 iznosio gotovo pola milijarde evra. Privreda i banke se razdužuju u inostranstvu, jer plaćaju prispele obaveze, a novih projekata i sa njima povezanog zaduživanja gotovo da i nema. Strane direktne investicije, koje su najzdraviji deo kapitalnih priliva, u Q1 su izuzetno niske i bile su nešto ispod 150 miliona evra. Za sada izgleda malo verovatno da će se ostvariti najave zvaničnika da bi u Srbiji moglo da u 2014. godini uđe milijardu evra SDI. To nije zato što je milijarda evra nedostižno ambiciozan plan za SDI u Srbiji (u 2011. godini ih je bilo 1,8 mlrd evra), već zato što Srbija u 2014. godini, sa lošim i nereformisanim poslovnim okruženjem i izraženim fiskalnim rizicima ne predstavlja privlačno mesto za ulaganje stranog kapitala.

Fiskalna pozicija zemlje se početkom 2014. godine znatno pogoršava (v. odeljak 6. „Fiskalni tokovi i politika“). Zaključno sa aprilom, fiskalni deficit je iznosio visokih 81 mlrd dinara, što nagoveštava će do kraja godine deficit premašiti 8% BDP-a umesto planiranih 7,1% BDP-a. Razlog za dodatno povećanje fiskalnog deficita u 2014. godini su manji javni prihodi u odnosu na plan, dok su javni rashodi za sada pod kontrolom. Javni prihodi su manji od planiranih, jer su izostali efekti smanjenja sive ekonomije, ali i zbog izuzetno niske inflacije, koja nije bila očekivana prilikom pravljenja budžetskih projekcija. Fiskalni deficit od preko 8% BDP-a je ubedljivo najveći u Evropi i takav nivo deficitu Srbija neće moći još dugo da finansira.

Za sada se ogroman fiskalni deficit finansira uglavnom na domaćem tržištu hartija od vrednosti. Od početka godine do kraja maja na domaćem tržištu HoV država se zadužila za novih 75 mlrd dinara (a uz to je i obnovila i sve dospele obaveze). Uslovi pod kojim se država zadužuje, posebno za dinarske HoV su izuzetno nepovoljni. Prosečna ponderisana kamatna stopa za dinarske obveznice u prvih pet meseci 2014. godine iznosi čak 9,6%, a njihova prosečna ponderisana ročnost je nešto manja od 2,5 godine. Ova ulaganja su vrlo isplativa investitorima, jer je već postalo primetno da je NBS spremna da i po cenu velikog smanjenja deviznih rezervi brani kurs dinara prema evru (u Q1 NBS je potrošila preko 800 miliona evra na intervencije na deviznom tržištu). Ukoliko se takva politika kursa zadrži i u narednom periodu, investitori u državne HoV, koji uglavnom i dolaze iz inostranstva, će imati ogromne prinose, a država rashode za kamate koji će biti daleko veći od onih za zaduživanje u evrima. Zbog toga trenutno zadovoljavajuća likvidnost države mora da se posmatra i u kontekstu načina na koji je obezbeđena.

Kao posledica visokog fiskalnog deficita i povećanog zaduživanja države za njegovo finansiranje, javni dug nastavlja da raste. Na kraju aprila javni dug je premašio 65% BDP-a i do kraja godine će preći i 70% BDP-a. Da bi učešće javnog duga u BDP-u prestalo da raste, fiskalni deficit se mora smanjiti na oko 2,5% BDP-a za šta će Srbiji sa sadašnjeg nivoa deficita od preko 8% BDP-a biti potrebno nekoliko godina. Smatramo da je potpisivanje novog aranžmana sa MMF-om neophodna garancija za investitore kako bi nastavili da finansiraju državni deficit dok država dovoljno ne uredi svoje javne finansije.

Najavljena fiskalna konsolidacija za sada nije odmakla mnogo daleko. Za održivost javnih finansija u Srbiji potrebno napraviti odlučne iskorake na tri fronta: 1) unaprediti poslovanje javnih i državnih preduzeća koje su trenutno veliki fiskalni trošak, 2) sprovesti sveobuhvatne reforme (penzijska reforma, reforma sistema zarada i zapošljavanja i drugo), i 3) kratkoročno smanjiti prevelike javne rashode. Dodatne teškoće za smanjenje deficita predstavljaju posledice poslednjih poplava, što nesumnjivo ima određeni fiskalni trošak (v. Osvrt 2). Premda je neophodnost sprovođenja fiskalne konsolidacije nesumnjivo prepoznata kao prioritetna ekonomska politika neophodna za izbegavanje krize javnog duga – njeno sprovođenje ne ide lako. Najavljeno smanjenje plata u javnom sektoru od 10% (uz ukidanje solidarnog poreza) jeste potrebno, ali veličina problema sa kojima se Srbija suočava zahteva daleko veće i odlučnije mere. Jedini javni rashodi koji imaju potrebnu veličinu za snažnije fiskalno prilagođavanje su penzije, a njihovo smanjivanje se još uvek, smatramo nepotrebno, odlaže.

1. Pregled

Srbija: izabrani makroekonomski pokazatelji, 2005–2014

	Godišnji podaci										Kvartalni podaci				
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2013				2014	
										Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	
Privredna aktivnost	međugodišnji realni rast¹⁾														
BDP (u mlrd. dinara)	1.683,5	1.962,1	2.276,9	2.661,4	2.720,1	2.881,9	3.208,6	3.348,7	3.618,2	...	...	...	...	...
BDP	5,4	3,6	5,4	3,8	-3,5	1,0	1,6	-1,5	2,5	3,0	0,6	3,7	2,7	0,4	
Nepoljoprivredna BDV	5,8	4,9	6,1	4,1	-4,2	1,6	1,5	0,6	0,4	1,3	-1,2	1,0	0,4	...	
Industrijska proizvodnja	0,6	4,2	4,1	1,4	-12,6	2,5	2,2	-2,9	5,5	5,2	3,0	10,8	3,3	2,1	
Prerađivačka industrija	-1,0	4,5	4,7	1,1	-16,1	3,9	-0,4	-1,8	4,8	5,4	3,2	8,8	2,2	3,6	
Prosečna mesečna neto plata (u din.) ²⁾	17.478	21.745	27.785	29.174	31.758	34.159	...	...	...	41.419	44.248	43.939	46.185	41.825
Ukupno zaposlenih, bez poljoprivrede (mil.)	2.056	2.028	1.998	1.997	1.901	1.805	...	...	...	1.724	1.724	1.720	1.705	1.697
Fiskalni podaci	u % BDP														
Javni prihodi	42,1	42,4	42,1	41,5	38,6	-1,5	-4,6	0,6	-3,0	-5,8	-3,2	-2,7	0,1	-0,6	
Javni rashodi	39,7	42,7	42,8	43,7	42,7	-1,7	3,3	3,6	-5,7	-10,8	-7,0	1,8	-6,2	6,7	
Konsolidovani bilans (def. GFS)³⁾	u mlrd. Dinara														
	14,8	-33,5	-58,2	-68,9	-121,8	-136,4	-158,2	-217,4	-178,7	-37,4	-44,1	-57,1	-40,2	...	
Platni bilans	u milionima evra, tokovi⁴⁾														
Uvoz robe ⁵⁾	-8.286	-10.093	-12.858	-15.917	-11.096	-12.176	-13.758	-14.205	-14.934	-3.386	-3.690	-3.774	-4.084	-3.411	
Izvoz robe ⁶⁾	4.006	5.111	6.444	7.416	5.978	7.402	8.440	8.726	10.956	2.235	2.685	3.089	2.946	2.623	
Bilans tekućeg računa ⁵⁾	-1.805	-3.137	-4.994	-7.054	-2.084	-2.082	-2.870	-3.176	-1.586	-625	-290	-160	-510	-314	
u % BDP ⁵⁾	-8,6	-12,9	-17,2	-21,6	-7,2	-7,4	-9,1	-10,8	-5,0	-8,4	-3,5	-1,9	-6,3	-4,2	
Bilans finansijskog računa ⁵⁾	3.863	7.635	6.126	7.133	2.207	1.986	2.694	3.019	1.395	605	235	62	493	300	
Strane direktne investicije	1.248	4.348	1.942	1.824	1.372	860	1.827	242	771	158	139	224	250	146	
NBS bruto devizne rezerve (+) znači povećanje	1.675	4.240	941	-1.687	2.363	-929	1.801	-1.137	697	859	-886	-164	887	-800	
Monetarni podaci	u milionima dinara, stanja na kraju perioda⁶⁾														
NBS neto sopstvene rezerve ⁵⁾	175.288	302.783	400.195	475.110	578.791	489.847	606.834	656.347	757.689	673.147	674.731	701.822	757.689	696.802	
NBS neto sopstvene rezerve ⁵⁾ u mil.evra	2.050	3.833	5.051	5.362	6.030	4.609	5.895	5.781	6.605	6.025	5.917	6.122	6.605	6.015	
Kreditni nedržavnom sektoru	518.298	609.171	842.512	1.126.111	1.306.224	1.660.870	1.784.237	1.958.084	1.870.916	1.933.868	1.929.205	1.911.059	1.870.642	1.815.004	
Devizna štednja stanovništva	190.136	260.661	381.687	413.766	565.294	730.846	775.600	909.912	933.839	907.288	924.684	933.170	933.839	937.875	
M2 (12-m realni rast, u %)	20,8	30,6	27,8	2,9	9,8	1,3	2,7	-2,2	2,3	-2,6	-4,7	1	2,5	1,9	
Kreditni nedržavnom sektoru (12-m realni rast, u %)	28,6	10,3	24,9	25,2	5,2	13,9	0,5	-2,1	-8,3	-8,2	-9,2	-9	-6,5	-8,3	
Kreditni nedržavnom sektoru, u % BDP	29,6	28,6	35,0	42,0	45,8	53,8	56,2	59,9	50,7	57,3	60,3	53	50,7	48,5	
Cene i kurs	međugodišnji rast⁷⁾														
Indeks potrošačkih cena ⁷⁾	16,5	6,5	11,3	8,6	6,6	10,2	7,0	12,2	2,2	11,2	9,7	4,8	2,2	2,3	
Realni kurs dinar/evro (prosek 2005=100) ⁸⁾	100,0	92,1	83,9	78,5	83,9	88,0	80,43	85,3	80,2	79,5	79,5	80,8	81,2	80,7	
Nominalni kurs dinar/evro ⁸⁾	82,92	84,19	79,97	81,46	93,90	102,90	101,88	113,03	113,09	111,69	112,15	114,2	114,3	115,8	

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 prilagodnosti kriterijumima datim u Platnom bilansu i Sistemu nacionalnih računa. Detaljnije objašnjenje je dato u QM 20, odeljak 4, Platni bilans i spoljna trgovina.

5) Narodna banka Srbije je u Q1 2008. promenila metodologiju po kojoj izrađuje platni bilans. Promena metodologije dovodi do manjeg deficita tekućeg računa, i do manjeg salda kapitalnog računa. Detaljnije objašnjenje je dato u QM12, odeljak 6, Platni bilans i spoljna trgovina.

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 Indeksom potrošačkih cena od 2007. godine.

8) Računica zasnovana na 12-m proseccima za godišnje podatke, i na tromesečnim proseccima za kvartalne podatke.