

Uvodnik



Srbija je primenila izdašan i relativno sveobuhvatan paket fiskalnih i monetarnih mera, koje su imale za cilj da ublaže recesiju podstaknutu pandemijom, ali i da se stvore povoljni uslovi za oporavak privrede. Rebalansom budžeta fiskalni deficit je povećan sa prvobitno planiranih 0,5% BDP na 7% BDP, odnosno za oko 3 milijarde evra. Povećanje fiskalnog deficita znatnim delom je posledica automatskog pada poreskih prihoda do koga je došlo usled recesije, pokrenute epidemijom i epidemiološkim merama. Procenjujemo da automatski uticaj recesije na rast fiskalnog deficita iznosi oko 2,4% BDP, odnosno 1,1 milijardu evra. Tromesečno odlaganje plaćanja poreza i doprinosa na zarade i poreza na dobit, najvećim delom predstavlja formalizaciju onoga što bi se dogodilo automatski, bez državne intervencije, jer veliki deo preduzeća u tom periodu ne bi bio u stanju da izmiruje poreske obaveze.

Osim automatskog pada poreskih prihoda država je primenila paket fiskalnih stimulansa sa ciljem da ublaži pad privredne aktivnosti i smanji rast nezaposlenosti. Fiskalni stimulansi obuhvataju povećanje rashoda budžeta za isplatu minimalca u privatnom sektoru privrede, povećanje subvencija putarskim preduzećima, isplatu pomoći penzionerima, krediti preko Fonda za razvoj, isplatu po 100 evra svim punoletnim građanima, povećanje plata zaposlenim u zdravstvu, kao i deo nabavke medicinske opreme i lekova. Ukupni fiskalni stimulans iznosi između 235-250 milijardi dinara, odnosno 2 do 2,1 milijardi evra. Međutim, Vlada je pri rebalansu budžeta smanjila rashode za javne investicije i rashode za robu i usluge za 53,5 milijardi dinara. Kada se od fiskalnog stimulansa odbije smanjenje rashoda dobije se neto fiskalni stimulans koji iznosi 190-200 milijardi dinara, odnosno 1,6 - 1,7 milijardi evra, što je oko 3,7% BDP.

Fiskalni stimulans može se ocenjivati sa stanovišta njegove održivosti, uticaja na oporavak privrede i pravičnosti. Fiskalni stimulans koji je primenila Srbija je relativno veliki, ali je fiskalno održiv, što znači da njegova realizacija neće značajno povećati verovatnoću krize javnog duga. Međutim, primena snažnog fiskalnog stimulansa u kratkom periodu od četiri meseca znatno je umanjila fiskalni prostor za primenu dodatnih fiskalnih

mera tokom druge polovine 2020. godine i u narednoj godini. Ipak, očekujemo da će Vlada tokom druge polovine godine usvojiti dodatne fiskalne mere kako bi pomogla opstanak i oporavak preduzeća u delatnostima koje su naročito snažno pogođene krizom, što će imati za posledicu dodatno povećanje fiskalnog deficita i javnog duga. Fiskalna održivost zahteva relativno snažno smanjenje fiskalnog deficita u narednoj godini, a ako se to ne bi dogodilo fiskalna održivost bi mogla da bude dovedena u pitanje.

Drugi kriterijum za ocenu fiskalnih stimulansa odnosi se na njihove antirecesione efekte, odnosno na to koliko će uticati na ublažavanje pada privredne aktivnosti i rasta nezaposlenosti, odnosno koliko će podstaći oporavak privrede nakon okončanja pandemije. Najveći antirecesioni potencijal ima tromesečna isplata minimalca preduzetnicima i zaposlenima u mikro, malim i srednjim preduzećima. Ova mera će doprineti očuvanju radnih mesta u segmentu privrede koji je najosetljivije pogođen krizom. Tromesečno odlaganje plaćanja značajnog dela poreskih obaveza privatnom sektoru takođe ima značajan antirecesioni efekat, ali bi efekti bili veći da je mera primenjena selektivno, odnosno da je primenjena samo na posebno pogođene sektore privrede. Selektivnost bi omogućila da se isti iznosom fiskalnih rashoda, stimulansi primenjuju u dužem vremenskom periodu. Ipak izgleda da su preduzeća napravila autoselekciju, što znači da deo preduzeća koji može da izmiruje poreske i kreditne obaveze, to i čini, ne koristeći pravo za njihovo odlaganje. Ovakvo ponašanje preduzeća će smanjiti poreske rashode države i stvoriti fiskalni prostor za dodane stimulanse tokom druge polovine godine. Najslabiji antirecesioni efekat ima odobravanje 100 evra svim punoletnim građanima Srbije. Dodeljivanje pomoći samo siromašnima građanima bi imalo veći uticaj na privredu, nego da se ista količina novca dodeli svim građanima, jer bi siromašni potrošili celu pomoć, a u njihovoj potrošnji više učestuju domaći proizvodi. Selektivnost u dodeli pomoći građanima bi omogućila da uz isti fiskalni trošak, siromašni građani dobijaju pomoć u dužem periodu, što bi takođe pojačalo antirecesione efekte. Sa stanovišta dobre antirecesione politike vrlo je pogrešna odluka Vlade da javne investicije smanji za 0,8% BDP, jer okončanje epidemije predstavlja pravi

trenutak za ubrzanje javnih investicija. Naravno, da bi javne investicije dale pun doprinos oporavku i razvoju privrede neophodno je da se unapredi procedura izrade i izbora projekata, kao i procedura izbora dobavljača i nadzora radova.

Važan kriterijum za vrednovanje svih oblika državne intervencije pa i antikriznih fiskalnih stimulansa je njihova pravičnost. U ovom kontekstu pravičnost podrazumeva da veću pomoć dobijaju građani i preduzeća koji su snažnije pogođeni krizom, kao i građani koji žive u siromaštvu nezavisno od krize. Najnepravičnija mera u fiskalnom paketu je dodela 100 evra jednokratne pomoći svim punoletnim građanima Srbije, nezavisno do njihovog imovinskog stanja i nivoa dohotka, kao i od toga da li su pogođeni krizom. Određeni stepen nepravičnosti sadrži tromesečno odlaganje poreza svih poreskih obveznika, jer su na isti način tretirani i oni koje je pogodila kriza i oni koje nije. Tvrdnja predstavnika vlasti da je selektivnost u primeni mera protivustavna je dosta neubedljiva jer se selektivnost primenjuje u slučaju svih prirodnih katastrofa. U slučaju poplava, zemljotresa ili suša pomoć države dobijaju samo oni koji su pogođeni ovim nepogodama, pa je to moglo da se primeni i u slučaju pandemije.

Vlada je usvojila fiskalne mere koje imaju za cilj podsticanje kreditiranja privrede, koje uključuju kredite Fonda za razvoj kao i program kojim država garantuje vraćanje dela kredita koje banke odobravaju malim i srednjim preduzećima. Ocenjujemo da su podsticaji za odobravanje kredita dobro postavljeni i da će doprineti premošćavanju krize likvidnosti, a time i opstanku preduzeća. Tromesečno odlaganje servisiranja kreditnih obaveza svim privatnim preduzećima takođe ima za cilj ublažavanje problema nelikvidnosti. U slučaju ove mere ocenjuje se da bi bila pogodnija selektivnost kojom bi se automatski odložilo vraćanje kredita preduzećima iz delatnosti koje su snažno pogođene krizom, dok bi u slučaju ostalih preduzeća uslov za odlaganje plaćanje kredite bio pad prihoda za određenih procenat. Međutim, i u ovom slučaju preduzeća su napravila samoselekciju, na taj način što deo preduzeća nije iskoristio mogućnost odlaganje plaćanja kredita mada je imao pravo na to.

Osim fiskalnih stimulansa država je primenila niz monetarnih mera koje imaju za cilj ublažavanje krize, ali i da podstaknu oporavak privrede nakon okončanja epidemije. NBS je višekratno smanjivala referentnu kamatnu stopu tako da je ona krajem drugog kvartala na istorijskom minimumu. Mada referentna kamatna stopa NBS nema snažan uticaj na kamatne stope poslovnih banaka i njihovu kreditnu aktivnost ocenjuje se da je smanjenje kamate stope u uslovima vrlo niske inflacije

i snažnog pada privredne aktivnosti opravdano. NBS je otkupom 41 milijardi dinara državnih hartija od vrednosti povećala dinarsku likvidnost, dok je preko svop aukcija kreirala dodatnu deviznu likvidnost. Mere NBS za povećanje likvidnosti u postojećim uslovima takođe ocenjujemo adekvatnim i one su bile komplementarne aktivnostima banaka koje su povećale svoju likvidnost smanjivanjem plasmane u REPO papire.

Osim do sada primenjenih mera NBS je usvojila Odluku kojom se omogućava otkup korporativnih obveznica na sekundarnom tržištu. Za otkup korporativnih obveznica ne postoje monetarni razlozi jer poslovne banke u svom portfoliju poseduju dovoljnu količinu državnih hartija od vrednosti čijim otkupom i prodajom NBS može da reguliše likvidnost. Razvoj tržišta korporativnih obveznica predstavlja važnu reformu, koja ne bi trebalo da bude deo paketa antikriznih mera. Tržište korporativnih obveznica bi trebalo razvijati primenom standardnih procedura koje su se pokazala kao dobre u svetu, dok bi se mogućnost otkupa ovih obveznica od strane NBS uvela tek onda kada se na tržištu profiluše prvoklasne obveznice. Emisija korporativnih obveznica po ubrzanjoj proceduri mogla bi da dovede do pojave nekvalitetnih obveznica, čime bi se ovo tržište kompromitovalo u dužem periodu. Takođe, ako bi NBS unapred obećala otkup navedenih obveznica to bi dovelo do moralnog hazarda, odnosno do toga da poslovne banke kupe ove obveznice bez obzira na sposobnost preduzeća emitenta da ih servisira. Ako bi NBS kupovala nelikvidne obveznice to bi praktično značilo da ona preuzima jednu fiskalnu funkciju, a ako bi otkupila veći iznos ovih obveznica to bi moglo da dovede do preterane monetarne ekspanzije i povećanja inflacije. Stoga bi bilo dobro da se umesto brzoplete emisije obveznica velika preduzeća uključe u program odobravanja kredita uz državne garancije.