

TRENDOVI

1. Pregled

U 2023. godinu Srbija ulazi s mešovitim makroekonomskim trendovima, u okviru kojih ima nešto više nepovoljnih nego povoljnih pokazatelja. Najveći makroekonomski izazov predstavlja visoka i još uvek rastuća inflacija. Na kraju 2022. rast cena iznosio je 15,1%, a do kraja februara 2023. dodatno je povećan na 16,1%. Privredna aktivnost trenutno je u stagnaciji, budući da je međugodišnji rast BDP-a u Q4 2022. bio svega 0,4% i postoje neizvesnosti u kom smeru će se privredna kretanja nastaviti u 2023. godine. Platnobilansna kretanja primetno su pogoršana na nivou čitave 2022. godini (tekući deficit povećan je sa 4,2% BDP-a iz 2021. na 6,9% BDP-a), ali u drugoj polovini godine ipak je došlo do znatnog poboljšanja. Glavni trendovi na tržištu rada krajem 2022. bili su stagnacija zaposlenosti i nezaposlenosti, uz blagi realni pad prosečne zarade (usled ubrzanja inflacije). Fiskalna kretanja mogu se u načelu oceniti kao stabilna i pored toga što je u 2022. ostvaren relativno visok budžetski deficit od 3,1% BDP-a. Međutim, u okviru ovog deficita realizovan je veoma visok nivo javnih investicija od 7,2% BDP-a, a bilo je i nekih vanrednih budžetskih izdataka (energetika, jednokratna izdvajanja za mlade) koji bi trebalo da se znatno umanje ili ukinu tokom 2023. godine. Kad se to uzme u obzir, osnovni fiskalni trendovi mogu se ipak oceniti kao stabilni. Dodatnu garanciju da će javne finansije Srbije u 2023. biti pod kontrolom daje i stendbaj aranžman s MMF-om koji je potpisan krajem 2022. godine.

Iako su prošla već dva i po meseca 2023. makroekonomske prognoze za ovu godinu još uvek su neizvesne, naročito uzimajući u obzir izuzetno nestabilne i nepredvidive međunarodne okolnosti. Trenutna očekivanja *QM*-a ostaju umereno optimistična, što u osnovi znači da prognoziramo da će tokom 2023. u Srbiji doći do znatnog usporavanja inflacije i do određenog oživljavanja privrednog rasta. Međutim, vrlo je moguće da se će rezultati ova dva važna makroekonomska indikatora u 2023. ipak biti nešto lošiji od trenutno važećih prognoza Vlade i NBS-a. Što se inflacije tiče, ona je u januaru i februaru 2023. već bila iznad prognoza NBS (iz poslednjih Izveštaja o inflaciji). Zbog toga je moguće da bi njen prosečan nivo u 2023. mogao da bude nešto preko 12% umesto očekivanih 11% (što je korišćeno i za izradu budžeta). Kad je privredni rast u pitanju, zasad nema mnogo pokazatelja iz 2023. na osnovu kojih bi mogla da se da nešto pouzdanija prognoza za tekuću godinu. Međutim, relativno slabi rezultati iz druge polovine 2022. nagoveštavaju da bi privredni rast u 2023. lako mogao da bude nešto niži od zvanično prognoziranih 2,5% (možda bi mogao da bude oko 2%). Dakle, uzimajući sve navedeno u obzir, zasad još uvek deluje da će glavni makroekonomski indikatori tokom 2023. ići u smeru očekivanih poboljšanja – ali pojavljuju se i određeni znaci upozorenja koji zahtevaju povećan oprez i dodatnu pripremljenost ekonomske politike da na vreme reaguje ukoliko se pojavi potreba.

Osim geopolitičkih rizika, koji su nepredvidivi, a koji značajno utiču na ekonomiju, tokom marta pojavila se kriza u bankama u SAD i Švajcarskoj. Snažna reakcije centralnih banaka i vlada u SAD i Švajcarskoj, za sada, je sprečila širenje panike, ali još uvek nije isključena pojava ozbiljnije krize u bankarskom sektoru. Eventualna ozbiljnija bankarska kriza bi skoro sigurno, dodatno oborila BDP, što bi podstaklo centralne banke da ublaže monetarnu politiku, kroz obilnu emisiju kredita za likvidnost, a u takvim okolnostima je verovatno zaustavljanje, a možda i smanjenje kamatnih stopa.

Privredna aktivnost u Q4 nastavila je sa usporavanjem (v. odeljak 2. „Privredna aktivnost“). Međugodišnji rast BDP-a iznosio je svega 0,4%, što je najniža kvartalna stopa privrednog rasta Srbije od 2020. godine. Na usporavanje privredne aktivnosti utiče ubrzanje inflacije koja smanjuje realni dohodak stanovništva i posledično privatnu potrošnju, ali i nastavak usporavanja privredne aktivnosti u EU s kojom je domaća privreda tesno povezana. Takođe, investicije i industrijska proizvodnja krajem 2022. beležile su opadajuće ili jedva pozitivne trendove. Na

godišnjem nivou Srbija je u 2023. ostvarila relativno skroman privredni rast od 2,3% koji je bio za 2 p.p. niži od prosečnog privrednog rasta uporedivih zemalja CIE. O razlozima zbog kojih je Srbija u 2022. imala lošije rezultate od uporedivih zemalja pisali smo u više navrata u prethodnim izdanjima *QM*-a. Njih pre svega vidimo u lošoj poljoprivrednoj sezoni usled suše i u nešto drugačijoj dinamici ekonomskog oporavka od zdravstvene krize u Srbiji u odnosu na druge zemlje CIE. Naime, u zemljama CIE i tokom 2022. trajao je još uvek odloženi efekat oporavka od zdravstvene krize (npr. snažan rast turizma u Hrvatskoj), a Srbija je efekat oporavka od krize iscrpila nešto ranije, bržim privrednim rastom tokom 2021. godine. Kao što smo pomenuli, trenutno prognoziramo da bi rast BDP-a Srbije u 2023. mogao da bude oko 2% (delom i usled očekivanog oporavka poljoprivrede od suše). Ovu prognozu, međutim, trebalo bi tumačiti kao uslovnu i indikativnu. Još od izbijanja zdravstvene krize u martu 2020. postalo je uobičajeno da se prognoze privrednog rasta za tekuću godinu znatno menjaju tokom godine – što ne isključujemo da će ponovo da se dešava i u 2023. godini.

Inflacija u Srbiji je još od avgusta 2021. ubrzavala iz meseca u mesec i prema poslednjim dostupnim podacima međugodišnji rast cena u februaru 2023. iznosio je visokih 16,1% (v. odeljak 5. „Cene i devizni kurs“). Ovo je rekordan nivo inflacije od kad se ona u Srbiji meri Indeksom potrošačkih cena (od početka 2007. godine) i čak 11,6 p.p. je iznad gornje granice ciljnog koridora NBS ($3 \pm 1,5\%$). Procena *QM*-a je da je inflacija u Srbiji trenutno najverovatnije na svom vrhuncu (ili jako blizu toga) što znači da očekujemo njeno postepeno usporavanje u narednom periodu. Na to ukazuje slabljenje međunarodnih inflatornih pritisaka – budući da globalna inflacija već nekoliko meseci postepeno usporava. Inflacija u SAD imala je svoj vrhunac u junu 2022. od 9,1% i do februara 2023. smanjena je na 6%. U Evrozoni maksimum inflacije od 10,6% dostignut je u oktobru 2022. i do februara 2023. rast cena je smanjen na 8,5%, a u zemljama CIE vrhunac inflacije od oko 18% bio je dostignut u septembru 2022. i sada je ona smanjena na oko 16%. Osim međunarodnih činilaca, na očekivano usporavanje međugodišnje inflacije u Srbiji u narednim mesecima trebalo bi da deluju i domaći činioci – stagnacija privrednog rasta uz usporavanje realnog rasta privatne potrošnje, efekat više baze iz prethodne godine i povećanje restriktivnosti monetarne politike.

Skrećemo, međutim, pažnju na jednu specifičnost inflacije u Srbiji zbog koje će njeno usporavanje tokom 2023. po svemu sudeći biti primetno sporije nego u drugim zemljama CIE. Naime, Srbija je znatno zakasnila sa povećanjem kontrolisanih cena energenata (električne energije i gasa). Za razliku od drugih zemalja CIE koje su ove cene snažno (negde i višestruko) povećale još tokom 2022, politika Vlade Srbije bila je da najpre zamrzne cene ovih energenata na pretkriznom nivou, a onda da do kraja 2022. dozvoli njihovo skromno povećanje. Ovakva politika, međutim, nije mogla da se nastavi unedogled, između ostalog i zato što su gubici javnih preduzeća iz energetske sektora (Srbijagas i EPS) dosad koštali budžet čak oko 2,4 mlrd evra. Zbog toga je Srbija u januaru 2023. sprovela relativno snažne korekcije cena električne energije i gasa, a slična povećanja predviđena su i u maju tekuće godine (nakon tog majskog povećanja planirana su i još dva dodatna povećanja samo cene gasa krajem 2023. i u prvoj polovini 2024. godine). Upravo je to (zakasnelo) povećanja cene energenata u januaru 2023. bilo glavni razlog zbog kog je inflacija u Srbiji nastavila da raste u prva dva meseca 2023. dok je u većini drugih evropskih zemalja opadala. Zbog svega toga ocenjujemo da je Vladina politika predugog održavanja netržišnih cena gasa i električne energije bila ekonomski pogrešna. Ona ne samo što je dovela do ogromnog budžetskog troška, već će zbog zakasnelih korekcija cena energenata visoka inflacija u Srbiji najverovatnije da traje nešto duže u odnosu na uporedive zemlje.

U 2022. deficit tekućeg računa platnog bilansa bio je relativno visok (6,9% BDP-a) što je rezultat visokih vrednosti deficita u prvoj polovini godine (10,5% BDP-a) i znatno nižih u drugoj polovini godine (3,8% BDP-a). Važan činilac koji je uticao na ovako neobična spoljnoekonomska kretanja bio je uvoz energenata. Naime, u prvoj polovini 2022, a naročito u *Q1*, Srbija je imala neuobičajeno veliki deficit u trgovinskoj razmeni energenata. Razlog za to bilo je snažno povećanje svetskih cena (Srbija je neto uvoznik energenata), ali i vanredno povećanje uvezenih količina električne energije zbog kolapsa proizvodnje u EPS-u. U drugoj polovini godine, međutim, došlo je do

zaokreta ovog trenda budući da su svetske cene energenata počele da padaju, EPS je povratio jedan deo izgubljene proizvodnje, a Srbiji su na ruku išli i nešto blaža jesen i zima, pa je i potrošnja energije krajem godine bila vanredno umanjena. Pozitivno i prilično neočekivano platnobilansno kretanje iz 2022. bio je snažan rast stranih direktnih investicija (SDI). Neto prilivi SDI u Srbiju su u 2022. iznosili 4,3 mlrd evra, tj. 7,1% BDP-a. Od toga, čak 2,8 mlrd SDI došlo je u drugoj polovini godine što je neočekivan rezultat uzimajući u obzir velike međunarodne nestabilnosti (rat u Ukrajini), globalni rast kamatnih stopa, ali i činjenicu da su u drugoj polovini 2022. ukupne investicije u Srbiji bile na opadajućem trendu.

Snažno povećanje inflacije i usporavanje privredne aktivnosti tokom 2022. uticali su i na tržište rada (v. odeljak 3. „Tržište rada“). Iako je međugodišnji nominalni rast prosečne zarade tokom čitave 2022. bio relativno visok i iznosio je skoro 14%, ubrzanje inflacije dovelo je do toga da krajem godine međugodišnji realni rast zarada bude blago negativan. Konkretnije, u Q4 je međugodišnji pad zarada iznosio 1,5%. Usporavanje privredne aktivnosti postepeno je počelo da se odražava i na kretanje zaposlenosti tako da je po ARS-u u Q4 došlo do blagog međugodišnjeg smanjenja broja zaposlenih od 1% (mada je po administrativnim podacima registrovana zaposlenost i u Q4 zadržala rast od 2,4%). I pored određenog pogoršanja trendova krajem godine, kretanja na tržištu rada u 2022. ipak se mogu u načelu oceniti kao umereno povoljna. Ukupan broj zaposlenih u Srbiji po ARS-u (i u formalnom i u neformalnom sektoru) iznosio je u 2023. preko 2,9 miliona što je najveći broj zaposlenih u Srbiji od kad je ova anketa uvedena, a stopa nezaposlenosti bila je takođe na rekordno niskom nivou za Srbiju od 9,4%.

Visoka i rastuća inflacija uslovlila je povećavanje restriktivnosti monetarne politike tokom 2022. i u prva tri meseca 2023. godine (v. odeljak 7. „Monetarni tokovi i politika“). NBS je s postepenim povećanjem referentne kamatne stope počela u aprilu 2022. godine (s njenog istorijski najnižeg nivoa od 1%). Referentna kamatna stopa je tako, nakon 12 uzastopnih povećanja, dostigla sredinom marta 2023. godine nivo od 5,75%. Aktuelni trendovi inflacije sugerišu da će se ciklus monetarnog prilagođavanja najverovatnije završiti nakon još jednog ili dva povećanja ove kamatne stope. Tržišne kamatne stope koje banke daju i na indeksirane i na dinarske kredite su takođe u porastu. Prosečne ponderisane kamatne stope na indeksirane kredite povećale su se od početka do kraja 2022. za 2,55 p.p, što znači da su se skoro duplirale u odnosu na njihov nivo s kraja 2021. godine. Rast kreditne aktivnosti privrede tokom 2022. se usporavao tako da su se preduzeća u Q4 već neto razduživala prema domaćim bankama (za oko 270 miliona evra). Važan pozitivan rezultat domaćeg finansijskog sektora je to što učešće loših kredita u ukupnim nije povećano i pored relativno snažnog rasta kamatnih stopa. Na kraju februara 2023. učešće loših kredita u ukupnim iznosilo je svega oko 4%.

Fiskalni trendovi u 2022. bili su dosta specifični (v. odeljak 6. „Fiskalni tokovi i politika“). Na godišnjem nivou ostvaren je relativno visok budžetski deficit od 3,1% BDP-a koji je bio приметно veći od fiskalnog deficita uporedivih zemalja CIE, kao i čitave EU. Međutim, u okviru ostvarenog deficita u Srbiji od 3,1% BDP-a čak 2,7% BDP-a bili su zapravo budžetski troškovi za pokrivanje gubitaka Srbijagasa i EPS-a – što znači da bi budžet Srbije bio već u 2022. približno u ravnoteži da nije bilo ovih troškova. Pritom, trebalo bi imati u vidu i to da je Srbija u 2022. realizovala i neuobičajeno visok nivo javnih investicija od čak 7,2% BDP-a, a imala je i neke vanredne izdatke (poput neselektivne pomoći za mlade) koji ne bi trebalo da se više ponavljaju. Dakle, uzimajući sve navedeno u obzir može se oceniti da su osnovni fiskalni tokovi Srbije zapravo dosta stabilni, odnosno da je strukturni (sistemski) deficit nizak.

Ono što je naročito zanimljivo su perspektive fiskalne politike Srbije u 2023. i narednim godinama. Očigledno je da će troškovi za javna preduzeća (Srbijagas i EPS) u 2023. znatno da se umanje, jednim delom zbog povećanja cena električne energije i gasa na domaćem tržištu, a drugim delom zbog pada cene energenata na međunarodnom tržištu. Pošto su upravo ovi troškovi bili glavni izvor fiskalnih neravnoteža u 2022, Srbija ima odličnu priliku da u 2023. znatno smanji fiskalni deficit, tj. da umesto inicijalno planiranog budžetskog deficita u 2023. od 3,3% BDP-a, deficit spusti na ispod 2% BDP-a. To ne samo što je sad relativno lako izvodljivo, već je i ekonomski poželjno iz više razloga. Pre svega, niži deficit budžeta vodio bi

