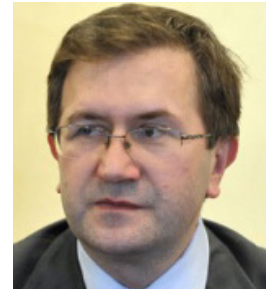


Uvodnik



Rast privrede Srbije u prvom kvartalu iznosi 4,6%, što je iznad proseka zemalja Centralne i Istočne Evrope (CIE), koje su u istom periodu ostvarile rast od 3,8%. Rast privredne aktivnosti u prvom kvartalu u skladu je sa našom prošlogodišnjom prognozom da se na nivou cele 2018. godine može očekivati rast od oko 4%, što je inače približno jednako očekivanom rastu zemalja CIE. Pri tome, rast privrede Srbije u ovoj godini je jednim delom pod uticajem jednokratnih faktora kao što su oporavak poljoprivrede, proizvodnje struje i uglja, građevinarstva i dr. Kada se isključi uticaj jednokratnih faktora rast BDP u ovoj godini iznosiće verovatno tek nešto iznad 3%, što znači da je trend rasta i dalje sporiji nego u zemljama CIE. Neposredni uzrok sporijeg rasta privrede Srbije, o čemu smo u više navrata pisali, je nizak nivo ukupnih investicija, dok su fundamentalni problemi koji usporavaju rast privrede vezani za slabe institucije, visoku korupciju i dr.

Osim što je trend rasta sporiji nego u zemljama Regiona on pokazuje određene karakteristike koje mogu da dovedu u pitanje njegovu održivost u budućnosti. Tokom prethodne i u prvom kvartalu ove godine domaća tražnja je rasla brža od BDP. U prošloj godini uz rast BDP od 1,9% domaća tražnja je povećana za 2,9%, dok je na početku ove godine razlika između rasta BDP i tražnje dodatno povećana tako da rast BDP od 4,6% prati rast tražnje od 6,8%. Mada rast domaće tražnje tokom prošle i na početku ove godine nije dramatičan on je zabrinjavajući jer je ona u Srbiji već visoka u odnosu na BDP. Domaća tražnja je u Srbiji u 2017. godini bila za oko 9% veća od BDP, dok je u 11 novih članica EU iz Centralne i Istočne Evrope bila u proseku za 3,4% manja od BDP. Rumunija u kojoj je tražnja prošle godine bila za 2,1% veća od BDP, već je u ovoj godini preduzela mera za "hlađenje" privrede.

Druga strana preteranog rasta tražnje je povećanje spoljnotrgovinskog deficita Srbije, koji se velikim delom preslikava na rast deficita u tekućem platnom bilansu. Deficit u razmeni roba i usluga povećan je sa 6,4% BDP u 2016. na 8,2% BDP u prošloj godini da bi na prvom kvartalu ove godine dostigao 9,8% BDP. Kvartalna dinamika domaće tražnje i deficita u spoljnotrgovinskom bilansu tokom prošle i na početku ove godine upućuje na zaključak da se ne radi o jednokratnim promenama,

generisanim nekim vanrednim faktorima, nego da se radi o postojanijem trendu.

Generalno, model rasta privrede tokom prošle i na početku ove godine ima određene sličnosti, ali i razlike sa modelom rasta koji je postojao u Srbiji u pretkriznom periodu 2005–2008. godina. Sličnost je u tome što i sada kao i u pretkriznom periodu rast privrede praćen još bržim rastom domaće tražnje, jačanjem dinara, rastom spoljnotrgovinskog i deficita u tekućem platnom bilansu, niskim kamatnim stopama u svetu, visokim prilivom stranog kapitala i dr. Razlika je u tome što je u pretkriznom periodu ostvarivan relativno visok fiskalni deficit dok se sada ostvaruje fiskalni suficit, kao i u tome što su tada plate u javnom sektoru i penzije rasle znatno brže od BDP, što sada nije slučaj, mada predstavnici vlasti to najavljuju. Prema tome ako bi se u narednom periodu ostvarile najave o visokom rastu plata i penzija, smanjenju poreza i dr. to bi imalo za posledicu povećanje fiskalnog deficita, što bi vrlo malo uticalo na rast privrede, ali bi dodatno povećalo domaću tražnju i spoljne deficite. Međutim, odnosi javnog duga i međunarodne neto imovinske pozicije zemlje prema BDP-u sada su znatno nepovoljniji nego u pretkriznom periodu zbog čega je mogućnost rasta privrede baziranog na rastu domaće tražnje sada vremenski vrlo ograničena.

U okviru rasta domaće tražnje tokom prošle i na početku ove godine najbrže su rasle investicije, iz čega bi se moglo zaključiti da je to dugoročno održiv proces, bez obzira na to što generiše povećanje spoljnotrgovinskog i tekućeg deficita. Takav zaključak bi bio tačan samo pod uslovom da se pretežan deo investicija ulaže u sektore razmenjivih dobara, dakle u sektore koji su velikim delom usmereni ka izvozu. Međutim, podaci o strukturi stranih direktnih investicija u prošloj i ovoj godini ukazuju na to da je veći deo investicije usmeren u sektor nerazmenjivih dobara. U prošloj godini je približno trećina investicija uložena u industriju, poljoprivredu i druge delatnosti koje proizvode razmenjiva dobra, dok je oko dve trećine uloženo u nerazmenjive delatnosti kao što su građevinarstvo, poslovi sa nekretninama, finansijske usluge, trgovina i dr. Prema tome veliki deo stranih investicija u Srbije neće uticati na povećanje izvoza u budućnosti, ali će uticati na odliv kapitala iz Srbije po osnovu povlačenja dividendi. Strane direktne investi-

cije u prerađivačku industriju su relativno niske i pretežno su praćene visokim državnim subvencijama, kao i medijskom promocijom zbog čega se stvara utisak da ovakve investicije dominiraju. Visoke investicije u sektor nerazmenjivih dobara predstavljaju relativno pouzdan signal o precenjenosti realne vrednosti dinara. Naime kada je dinar precenjen to smanjuje isplativost ulaganja u delatnosti koje pretežno rade za izvoz, što je jedan od razloga zbog čega se stranim investitorima odobravaju visoke subvencije da bi investirali u industriju.

Postoje mišljenja da rast deficita tekućeg platnog bilansa nije zabrinjavajući sve dok se on pokriva stranim direktnim investicijama. Nesumnjivo je povoljnije ako se deficit tekućeg bilansa pokriva stranim direktnim investicijama nego kreditima jer krediti sasvim sigurno u budućnosti generišu odliv kapitala po osnovu kamata i glavnice. U slučaju stranih direktnih investicija nije sigurno, ali je prilično verovatno, da će investitori u budućnosti povlačiti dividende, a možda i deo kapitala iz Srbije. Krajem prošle godine ukupna vrednost stranog kapitala u Srbiji iznosila je 23 milijarde evra, na osnovu čega su vlasnici u prošloj godini ostvarili dobit u iznosu od 2,1 milijarde evra. Od ukupne dobiti koju su stranci ostvarili u prošloj godini je 0,9 milijardi evra povučeno u inostranstvo u obliku dividendi, dok je 1,2 milijarde evra reinvestirano u Srbiju. Isplaćene dividende stranim vlasnicima u prošloj godini bile su tek nešto manje od ukupnih rashoda za kamate koje su stranim kreditorima platili domaći privatni dužnici i država. Ipak, ukupna neto dobit stranog kapitala u Srbiji iznosila preko dve milijarde evra, i ona bi u principu mogla da bude povučena, u slučaju krize u svetu ili u Srbiji, što bi značajno pogoršalo platnobilansnu poziciju Srbije.

Međunarodna neto investiciona pozicija zemlje predstavlja važan pokazatelj makroekonomskih rizika u budućnosti, jer osim neto obaveza po osnovu stranih kredita obuhvata i obaveze po osnovu stranog kapitala. Međunarodna neto investiciona pozicija predstavlja razliku između deviznih rezervi, kredita datih inostranstvu i kapitala uloženog u inostranstvo sa jedne strane i kredita uzetih iz inostranstva i stranog kapitala uloženog u zemlju, sa druge strane. Krajem prošle godine međunarodna neto imovinska pozicija Srbije iznosila je -35,8 milijardi evra, što je -97,4 % BDP, dok u 11 članica EU iz Centralne i Istočne Evrope ona u proseku iznosila

-46% BDP, pri čemu najnepovoljniju vrednost ima Slovačka sa -64% BDP. Nepovoljniju međunarodnu neto imovinsku poziciju od Srbije imaju samo četiri zemlje u Evropi – Irska, Grčka, Kipar i Portugalija, koje su inače prethodnih godina imale probleme sa dugovima.

Neposredan uzrok nepovoljne međunarodne neto imovinske pozicije Srbije je visok deficit u tekućem platnom bilansu u skoro svim godinama nakon 2000. Ako u narednom periodu Srbija nastavi sa ostvarivanjem visokog deficita u tekućem platnom bilansu od 6-7% BDP, to bi uz rast BDP za 3-4%, vodilo ka dodatnom pogoršanju neto imovinske pozicije Srbije za oko 2,5 procentnih poena godišnje. Svako dodatno pogoršanje neto imovinske pozicije imalo bi za posledica rast odliva kapitala po osnovu kamata i dividendi u budućnosti, koji bi naročito mogao da se pojača u uslovima neke buduće ekonomske krize.

Fundamentalni uzrok visokog deficita tekućeg platnog bilansa i nepovoljne imovinske pozicije je nizak nivo domaće štednje. Stoga se znatan deo, inače skromnih investicija, koje su u poslednjih 18 godina retko prelazile 20% BDP, finansira stranim sredstvima – kreditima ili stranim investicijama. Mada je tokom prethodne decenije domaća štednja povećana ona je i sada tek nešto iznad 10% BDP, što je nedovoljno za finansiranje inače skromnih investicija od oko 18% BDP. Ekonomska politika može neposredno da utiče na povećanje domaće štednje tako što će obezbediti da plate, penzije i tekuća državna potrošnja u nekoliko narednih godina rastu nešto sporije od rasta BDP. Osim toga za rast domaće štednje važno je da se unapredi investicioni ambijent za sve učesnike u privredi, što podrazumeva uklanjanje raznih administrativnih barijera, smanjenje korupcije, ravnopravnost učesnika na tržištu i dr.

U ovom broju Kvartalnog monitora, osim redovnih tekstova nalaze se i dva Osvrta. U prvom Osvrtu Arsić, Randelović i Altriparmakov procenjuju dinamiku sive ekonomije u periodu 2012-2017. godina, dok u drugom Živanović analizira finansijske performanse privrede Srbije u periodu 2013-2017. godina.