

TRENDOVI

1. Pregled

Makroekonomski pokazatelji u Q2 jasno odslikavaju dve glavne karakteristike domaće ekonomije. *Prva*, povoljna, jeste makroekonomska stabilnost. Inflacija je relativno niska i stabilna, na nivou od oko 3% godišnje, sa tendencijom postepenog usporavanja. Tekući deficit je u Q2 takođe bio, za Srbiju, relativno nizak i iznosio je 3,2% BDP-a, a javne finansije je obeležio budžetski suficit uz snažan pad javnog duga. *Druga*, nepovoljna, karakteristika srpske ekonomije odnosi se na nemogućnost snažnijeg ubrzanja ekonomske aktivnosti. Ostvareni privredni rast od svega 1,3% bio je najniži u čitavoj Centralnoj i Istočnoj Evropi (izuzev Makedonije). Za tako nizak privredni rast Srbije opravdanje ne može biti suša, pa ni loše upravljanje EPS-om koje je dovelo do velikih problema u elektroenergetskom sektoru. Nizak privredni rast i sistematsko zaostajanje za uporedivim zemljama posledica je trajnijih slabosti domaće ekonomije.

Pomenute dve glavne karakteristike domaće ekonomije u 2017. (makroekonomska stabilnost, ali nizak privredni rast) posledica su ekonomskih politika koje su vođene prethodnih godina. O tim politikama više puta smo detaljno pisali u QM-u – jasno ukazujući na njihove moguće ishode. Ukratko, u prethodnih nekoliko godina sprovedene su relativno snažne fiskalne mere – smanjene su penzije i plate u javnom sektoru, povećani su određeni porezi i akcize, a uz sve to došlo je do izuzetno snažnog povećanja naplate javnih prihoda odlučnijim radom Poreske uprave. Monetarna politika bila je u isto vreme izrazito oprezna. NBS je postepeno smanjivala kamatnu stopu, uz određenu zadržku u odnosu na signale sa tržišta, a relativno snažnim intervencijama na međubankarskom tržištu održavan je kurs dinara veoma stabilnim. Pomenutim merama postignuta je poželjna makroekonomska stabilnost. Međutim, za razliku od postizanja makroekonomske stabilnosti, ekonomska politika potpuno je zakazala u reformskom delu koji je trebalo da podrži privredni rast. Nisu sprovedene neophodne reforme javnih preduzeća (izuzev Železnica), veliki broj državnih preduzeća nastavlja da pravi ogromne gubitke, a njihov status i dalje se ne rešava (npr. Azotara), javne investicije se ne sprovode dovoljno efikasno, a izostale su reforme zdravstva i prosvete. Uz sve to, nije dovoljno urađeno na unapređenju privrednog ambijenta, što bi podstaklo rast privatnih investicija (vladavina prava, smanjenje korupcije, povećanje efikasnosti javne uprave i drugo).

Međunarodne okolnosti retko kada su bile toliko povoljne za visok privredni rast Srbije (i drugih zemalja CIE) kao u 2017. godini. Ekspanzivna monetarna politika ECB uticala je na niske kamatne stope na zaduživanje u evrima, koje su se prelile i na zemlje CIE uključujući Srbiju. Uz to, povećanje tražnje na tržištu Evrozone podstaklo je snažan rast izvoza zemalja CIE u zemlje Evrozone. Izvoz zemalja Centralne i Istočne Evrope u zemlje Evrozone porastao je u prvih šest meseci 2017. na preko 10% međugodišnje (u 2016. taj je rast iznosio svega 4%). Monetarna ekspanzija ECB, podstiče i rast SDI u zemlje CIE, jer najveći deo njihovih stranih investicija dolazi upravo iz Evrozone, što se takođe pozitivno odražava na privredni rast regiona. Uz sve navedeno, zemljama CIE odgovarale su i niske cene energenata budući da je najveći broj ovih zemalja neto uvoznik energije. Nakon privremenog uzleta početkom godine, cene energenata vratile su se brzo na svoje istorijski niske nivoe. Zbog svega ovoga, region CIE u 2017. beleži najveći rast privredne aktivnosti još od izbijanja krize u 2008. i taj rast iznosi preko 4%.

Srbija, za razliku od drugih uporedivih zemalja, nije iskoristila ovaj povoljan međunarodni trenutak za znatno ubrzanje rasta BDP-a u 2017. godini. Rast BDP-a u Srbiji u Q2 iznosio je svega 1,3%, a u čitavoj prvoj polovini godine bio je 1,2% (v. odeljak 2. „Privredna aktivnost“). Tačno je da su na loše rezultate privrede Srbije u 2017. uticali suša i problemi u elektroenergetskom sektoru, ali i po isključenju tih činilaca, privredni rast Srbije u prvoj polovini 2017. iznosio bi tek oko 2,5% i opet bi bio najniži u odnosu na sve druge zemlje CIE (izuzimajući Makedoniju koja je

imala političku nestabilnost). Razlog za ovo, već sistemsko zaostajanje privrednog rasta Srbije u odnosu na druge uporedive zemlje, vidimo u niskom učešću investicija u BDP-u od svega 18% (u drugim zemljama CIE to je preko 22%). Bez značajnog ubrzanja investicija, pre svega domaćeg privatnog sektora, Srbija će teško moći da ostvari visoke stope rasta. Zbog svega toga, još jednom ukazujemo na značaj hitnog sprovođenja strukturnih reformi koje su ključne za povećanje investicija i ubrzanje privrednog rasta Srbije – jer ovako povoljne međunarodne okolnosti neće trajati večno, a Srbija zbog nereformisanog javnog sektora i lošeg investicionog ambijenta propušta da ih bolje iskoristi.

Postepeni rast zaposlenosti nastavljen je i u Q2. Po podacima dobijenim na osnovu Centralnog registra obaveznog osiguranja (CROSO), međugodišnji rast registrovane zaposlenosti u Q2 iznosio je 2,5%, odnosno bio je u skladu sa rastom nepoljoprivrednog BDP. Uz to i prosečne plate porasle su u realnom iznosu za 0,9%, pa je realni rast mase zarada u Q2 iznosio skoro 3,5%. Trend bržeg rasta mase zarada u odnosu na rast BDP-a (povećanje jediničnih troškova rada) jeste dugoročno neodrživ, ali ne očekujemo da u narednim kvartalima dođe do značajnijeg usporavanja sadašnjih trendova rasta zaposlenosti i rasta prosečnih plata. Naime, važni razlozi za nizak privredni rast su suša i loše upravljanje EPS-om, a oni nemaju mnogo uticaja na kretanje zaposlenosti. Zbog toga je za ocenu održivosti sadašnjeg rasta zaposlenosti i zarada bolje poređiti rast mase zarada sa rastom „trendnog” BDP-a (BDP očišćen od uticaja suše i loših rezultata elektroenergetskog sektora) – koji je zapravo dosta blizak realnom rastu mase zarada.

Za razliku od podataka iz CROSO, podaci iz Ankete o radnoj snazi (ARS) koji pokazuju snažan pad nezaposlenosti i osetno veći rast zaposlenosti, veoma su sumnjivi. Po ARS-u međugodišnji rast formalne zaposlenosti u Q2 iznosio je preko 5%, što ne samo što nije u skladu sa trendovima rasta zaposlenosti dobijenim na osnovu podataka iz CROSO, već nije ni u skladu sa drugim makroekonomskim kretanjima poput privrednog rasta ili naplaćenih doprinosa na socijalno osiguranje (v. odeljak 3. „Zaposlenost i zarade“). Dakle, smatramo nespornim da do povećanja zaposlenosti i umanjenja nezaposlenosti dolazi tokom 2017, ali da je intenzitet ovih promena najverovatnije blizak onome što pokazuje CROSO, odnosno osetno je manji od onoga na koji ukazuju procene iz ARS.

Kao što smo najavili u prethodnom izdanju QM-a, ubrzanje inflacije iz prvog kvartala pokazalo se kao privremeno. Nakon što je rast cena u Q1 iznosio 2,3%, već u Q2 je usporio na 0,5% da bi u julu i avgustu došlo do deflacije od 0,2% (v. odeljak 5. „Cene i devizni kurs“). Činioci koji su početkom godine uticali na ubrzanje rasta cena (sezonsko povećanje cena voća i povrća, rast cena nafte, duvanskih proizvoda i telefonskih usluga) brzo su se iscrpeli, a neki su i promenili smer (cene nafte i cene voća i povrća). Uz to, na veoma nisku inflaciju sredinom godine uticala je i relativno snažna apresijacija dinara. Dinar je u Q2 nominalno apresirao u odnosu na evro za 2,5% i taj trend se nastavio i produbio do sredine septembra kada dinar dostiže svoje najveće nominalne vrednosti u odnosu na evro još od jeseni 2014. godine – uprkos tome što je NBS u posmatranom periodu kupila oko milijardu evra na međubankarskom deviznom tržištu. Ovakva apresijacija dinara je ekonomski štetna, naročito u sadašnjim okolnostima niskog privrednog rasta, jer smanjuje međunarodnu konkurentnost domaće privrede i trebalo bi je zaustaviti merama monetarne politike. Do kraja godine ne očekujemo velike promene u kretanju inflacije. Rast cena poljoprivrednih proizvoda malo je verovatan i pored suše. Razlog je to što je ostvarena dovoljna proizvodnja da zadovolji domaće proizvode (smanjiće se izvoz), a suša je bila lokalnog karaktera (Balkan), tako da svetske cene nisu porasle. Uzimajući sve navedeno u obzir, u 2017. očekujemo inflaciju od oko 3% na godišnjem nivou.

Kao reakciju na usporavanje inflacije, ali i snažne apresijacijske pritiske, NBS je početkom septembra donela odluku o smanjenju referentne kamatne stope sa 4% na 3,75%. Ostala monetarna kretanja nisu imala velikih promena u Q2 odnosu na prethodne kvartale. Kreditna aktivnost banaka i dalje je u solidnom porastu, prvenstveno nošena rastom kreditiranja stanovništva, dok uzimanje kredita od strane privrede i dalje kaska (mada i u ovom segmentu ima nekih naznaka postepenog oživljavanja aktivnosti). Nakon relativno snažnog pada na kraju 2016, učešće nenaplativih kredita u ukupnim plasmanima stabilizuje se tokom 2017. na nivou od oko 15%.

Kretanja u platnom bilansu u Q2 takođe su se (kao i inflacija) stabilizovala u skladu sa iznetim očekivanjima iz prethodnog QM-a. Naime, u Q1 je bio ostvaren veoma visok deficit tekućeg dela platnog bilansa od oko 750 mln evra (9% BDP-a), koji je u Q2 smanjen na ispod 300 mln evra (3,2% BDP-a). Na nešto povoljnija spoljnotrgovinska kretanja znatno je uticalo poboljšanje odnosa razmene, tj. smanjenje cena energenata gde je Srbija neto uvoznik i rast cena osnovnih metala gde je Srbija neto izvoznik (v. odeljak 4. „Platni bilans i spoljna trgovina“). Dobro je i to što je u Q2 tekući deficit ponovo bio u potpunosti pokriven prilivom stranih direktnih investicija (SDI) koje su u tom kvartalu dostigle nivo od skoro 500 mln evra – što nije bio slučaj u Q1.

Na nivou čitave godine očekujemo da tekući deficit iznosi oko 1,6 mlrd evra (4,5% BDP-a) i da bude u potpunosti pokriven stranim direktnim investicijama, za koje očekujemo da će dostići oko 2 mlrd evra. Iako ovo nisu loši platnobilansni rezultati za Srbiju, naročito kada se uporede sa tekućim deficitima od preko 10% BDP-a od pre samo nekoliko godina, ili sa onim od preko 20% BDP-a u godinama pre svetske ekonomske krize – postoje određeni razlozi za oprez. Pre svega, nakon četiri godine neprekidnog smanjivanja tekućeg deficita, u 2017. dolazi do njegovog ponovnog rasta u odnosu na prethodnu godinu (kada je bio ispod 1,4 mlrd evra). Uz to, jedan deo poboljšanja spoljnotrgovinskih trendova počiva na poboljšanju odnosa razmene (smanjenje svet-skih cena uvoznih proizvoda u odnosu na izvozne proizvode Srbije), a to se lako može promeniti. Zbog svega toga, za održanje postignutih rezultata u uravnoteženju spoljnoekonomskih odnosa, ali i za dalja potrebna poboljšanja, presudno će biti da NBS raspoloživim merama spreči realno jačanje dinara, ali i da Vlada ne povećava penzije i plate u javnom sektoru preko rasta BDP-a.

Javne finansije u Q2 i u julu obeležio je nastavak ostvarivanja suficita konsolidovanog budžeta koji je od početka godine do kraja jula dostigao oko 75 mlrd dinara (v. odeljak 6. „Fiskalni tokovi i politika“). Iza ostvarenog suficita u prvih sedam meseci stoji snažan rast javnih prihoda koji su u realnom iznosu porasli za oko 5% u odnosu na prethodnu godinu, dok su javni rashodi realno smanjeni za oko 2%. Na strani javnih prihoda ubedljivo najveći porast u odnosu na prethodnu godinu (i u odnosu na budžetski plan za 2017. godinu) ima porez na dobit preduzeća koji je čak za 45% realno veći u odnosu na prethodnu godinu. Do toga je došlo, jer je u 2016. snažno porasla profitabilnosti privrede nošena poboljšanjem odnosa razmene (pre svega pad cena energenata) i padom troškova kapitala na međunarodnom tržištu. U odnosu na plan, veliki porast beleže i neporeski prihodi, najviše zahvaljujući neuobičajeno velikim uplatama državnih institucija u budžet (NBS je neplanirano uplatila 9,6 mlrd dinara, Agencija za osiguranje depozita oko 1,5 mlrd i dr.). Na strani javnih rashoda došlo je do snažnog umanjenja rashoda za kamate u odnosu na plan, prvenstveno zbog apresijacije dinara u odnosu na dolar i evro (u manjoj meri i zbog smanjenja kamatnih stopa), a uz to, rashodi za penzije smanjuju se zbog manjeg priliva novih penzionera (povećanje starosne granice za penzionisanje žena). Međutim, iza velikog dela umanjenja javnih rashoda stoji i ekonomski nepoželjno smanjenje javnih investicija koje su u prvih sedam meseci 2017, čak 20% realno niži nego u istom periodu prethodne godine. Do kraja godine očekujemo određeno ubrzanje javnih investicija, veću isplatu subvencija i već uobičajeno snažno povećanje rashoda za nabavku robe i usluga u decembru. Zbog toga smatramo da će se sadašnji, veliki, fiskalni suficit osetno smanjiti, ali da će i pored toga država u 2017. ostvariti suficit svog budžeta koji trenutno procenjujemo na 20 do 30 mlrd dinara.

Javni dug je na kraju jula pao na ispod 68% BDP-a, odnosno smanjen je za skoro 7 p.p. u odnosu na kraj 2016. godine. Premda je smanjenju javnog duga znatno doprineo i ostvareni fiskalni suficit, najveću zaslugu za ovo umanjenje ima izuzetno snažna realna apresijacija dinara u odnosu na dolar i, u manjoj meri, u odnosu na evro. Od početka godine dinar je realno ojačao u odnosu na dolar za oko 15%, a budući da je gotovo trećina javnog duga Srbije u dolarima – to je uticalo na umanjenje javnog duga za oko 5 p.p. BDP-a.

Budući da će se u 2017, po svemu sudeći, ostvariti suficit (uz relativno snažno smanjenje javnog duga), to znači da u 2018. nisu više potrebne dodatne mere za smanjenje rashoda i/ili za povećanje prihoda – prvi put još od izbijanja krize iz 2008. godine. To, međutim, ne znači da je opravdano neracionalno trošiti budžetska sredstva, niti zanemariti velike fiskalne rizike koji potiču iz nereformisanog javnog sektora. Dobra fiskalna politika u narednim godinama takođe

