

# TRENDOVI

## 1. Pregled

U Q1 je došlo do pogoršanja nekih od najvažnijih makroekonomskih trendova. Privredni rast je usporio na 1,2% (međugodišnje), odnosno prepolovio se u odnosu na poslednji kvartal 2016. kada je bio 2,5%. Inflacija je relativno naglo ubrzala – u Q4 2016. međugodišnja inflacija iznosila je 1,5%, a u Q1 2017. je povećana dva puta, na 3,1%. Na kraju, tekući deficit je u Q1 povećan na 8,5% BDP-a sa 4,5% BDP-a iz Q4 2016. godine. Za razliku od ova tri pokazatelja, većih promena nije bilo u monetarnim i fiskalnim kretanjima, kao i u kretanju zaposlenosti. Premda znatno pogoršanje privrednog rasta, inflacije i tekućeg deficita u Q1 ocenjujemo kao privremeno, to zapravo predstavlja veoma dobro upozorenje koliko su makroekonomski trendovi u Srbiji nestabilni, a ostvareni napredak iz prethodne dve godine rovit. Da bi Srbija imala trajno visok i održiv rast, nisku i stabilnu inflaciju i izbalansiran trgovinski odnos sa inostranstvom, potrebno je sprovesti reforme koje se godinama izbegavaju – unaprediti poslovni ambijent (vladavina prava, smanjenje korupcije, povećanje efikasnosti javne uprave), reformisati javna preduzeća, prosvetu i zdravstvo, snažnije povećati javne investicije i drugo. U protivnom, prisustvo makroekonomskih rizika, kao i dalje povećanje zaostatka za razvijenijim zemljama Centralne i Istočne Evrope (koje će se gotovo izvesno desiti i u 2017. godini) – nastaviće se i u narednim godinama.

Privredni rast u Q1 je podbacio. Ostvaren je međugodišnji rast BDP-a od svega 1,2%, a desezonirani rast u odnosu na Q4 2016. iznosio je svega 0,1% (v. odeljak 2. „Privredna aktivnost“). Postoje dve grupe razloga za nepovoljno kretanje privredne aktivnosti u Q1. Prva se odnosi na nepovoljne jednokratne činioce – ogroman pad proizvodnje u EPS-u od oko 15% do kog je došlo usled lošeg upravljanja ovim preduzećem i osetan pad građevinske aktivnosti od oko 5% zbog nešto hladnije zime nego prošle godine. Druga grupa razloga za nizak privredni rast Srbije u Q1 odnosi se na strukturnu, trajnu, nemogućnost domaće ekonomije da ostvaruje visoke stope rasta BDP-a. Tu nemogućnost pokazuje izuzetno nisko učešće investicija u BDP-u od oko 18%, a za visok i održiv privredni rast učešće investicija u BDP-u trebalo da bude oko 25%. Prethodni zaključci o postojanju dve grupe razloga za nizak privredni rast u Q1 mogu se ilustrovati i konkretnim brojevima. Jednokratni činioci uticali su na smanjenje rasta BDP-a u Q1 za oko 1 p.p, odnosno privredni rast u Q1 bi bez pada proizvodnje u EPS-u i pada građevinarstva, bio nešto iznad 2%. To bi, međutim, i dalje bio veoma nizak rast. Naime, Srbija bi i sa hipotetičkim rastom BDP-a od 2-2,5% u Q1 bila zemlja sa najnižim privrednim rastom u čitavoj Centralnoj i Istočnoj Evropi (izuzev Makedonije), jer su zemlje CIE u Q1 imale prosečan međugodišnji rast veći od 4%. Za ovo zaostajanje Srbije, koje zapravo traje još od završetka svetske ekonomske krize, odgovorni su trajniji, a ne jednokratni činioci. O razlozima zbog kojih privredni rast Srbije trajno zaostaje za uporedivim zemljama CIE detaljnije je diskutovano u Uvodniku ovog izdanja QM-a.

Još uvek je moguće ostvariti prognoziranu stopu rasta od 3% u 2017. godini, ali će to posle lošeg Q1 biti znatno teže. Da bi se ostvarila prognozirana stopa rasta u čitavoj godini u naredna tri kvartala će morati da se ostvari prosečan međugodišnji rast BDP-a od oko 3,5% što bi podrazumevalo osetno ubrzanje privredne aktivnosti, ne samo u odnosu na neuspešan Q1, već i na relativno uspešnu 2016. godinu. Naša analiza pokazuje da je to, iako teško, još uvek moguće. Međunarodno okruženje u 2017. izuzetno je povoljno. Evro kamatne stope su na istorijskom minimumu, a cene nafte ponovo su izuzetno niske i ne očekuje se njihov skori rast. Uz to (a verovatno delom i zbog toga), čitava Centralna i Istočna Evropa početkom 2017. beleži najveće stope rasta od izbijanja krize, a postepeno ubrzava privredni rast i u Italiji i Nemačkoj koje su dva ubedljivo najveća izvozna tržišta Srbije. Ovi međunarodni činioci trebalo bi da povuku i privredu Srbije u preostalom delu godine. Postoje, međutim, i domaći indikatori koji daju prostora za ubrzanje privrednog rasta u narednim kvartalima. Tu mogućnost nagoveštava, pre svega, pre-rađivačka industrija koja je u Q1 imala visok i široko rasprostranjen rast od oko 7%, što je dobra

i zdrava osnova za ubrzanje rasta čitave privrede. Naravno, preduslov za rast privrede od 3% je da EPS otkloni probleme koje je imao prilikom iskopavanja uglja u Kolubari u narednim mesecima. Na kraju pregleda privredne aktivnosti napominjemo još jednom da bi i sa privrednim rastom od 3% u 2017. domaća ekonomija nastavila da povećava zaostatak za zemljama Centralne i Istočne Evrope koje će najverovatnije ostvariti još veći rast.

Inflacija je ubrzala početkom 2017. i od početka godine do aprila rast cena je iznosio preko 3%, a tokom čitave 2016, od januara do decembra, rast cena je iznosio 1,6% (v. odeljak 5. „Cene i devizni kurs“). Međutim, analiza QM-a pokazuje da je ovo ubrzanje bilo privremeno, što potvrđuju i podaci o padu cena u maju od 0,5%. Naime, na ubrzanje inflacije početkom 2017. znatno su uticali: 1) sezonsko povećanje cena voća i povrća; 2) međunarodni činioci (rast cena nafte) i 3) jednokratno povećanje cena duvanskih proizvoda i telefonskih usluga. Svi ovi činioci sada su iscrpljeni, a neki od njih, poput svetskog rasta cena nafte, su i obrnuli smer. Takođe, od sredina maja dolazi do blage, ali ipak primetne, nominalne apresijacije dinara. Zbog svega toga očekujemo zaustavljanje rasta cena u narednim mesecima. Uz egzogene činioce, epizoda povećanja cena početkom 2017. ukazuje da postoji i jedan deo ubrzanja inflacije koji je bio posledica rasta domaće tražnje. To je veoma važno imati u vidu prilikom analize najava koje se mogu čuti u javnosti o relativno velikom povećanju plata u javnom sektoru do kraja godine od oko 10% (koje je veće od nominalnog rasta BDP-a) kao i o osetnom povećanju penzija. Naša je ocena da bi takvo povećanje imalo zanemarljiv uticaj na privredni rast, ali bi znatno povećalo inflaciju i spoljnotrgovinsku ravnotežu.

Spoljna ravnoteža u Q1 bila je vidno narušena. Tekući deficit je povećan na oko 750 mln evra (8,5% kvartalnog BDP-a), što je predstavlja skoro dvostruko povećanje u odnosu na isti period prethodne godine i to je njegova najveća kvartalna vrednost još od 2012. godine. Loše je i to što, za razliku od 2016, tekući deficit u Q1 više nije bio pokriven prilivom stranih direktnih investicija (SDI), premda kretanje SDI u Q1 uopšte nije bilo loše. SDI su u tom kvartalu iznosile 500 mln evra i bile neznatno veće u odnosu na isti period prethodne godine, pa se može očekivati da u 2017. dostignu oko 2 mlrd evra. Do pogoršanja tekućeg deficita u Q1 došlo je zbog visokog rasta uvoza robe i usluga od oko 15%, dok je izvoz zadržao stabilan rast iz prethodnih kvartala od oko 10%. Rast uvoza dobrim delom je posledica pogoršanja odnosa razmene, tj. rasta cena energenata (v. odeljak 4. „Platni bilans i spoljna trgovina“), a tome je doprineo i vanredan uvoz električne energije zbog pada proizvodnje u EPS-u. Da svega toga nije bilo, tekući deficit u Q1 bi bio ispod 6% BDP-a, odnosno bilo bi nešto veći nego prethodne godine, ali ne toliko dramatično. Budući da su cene nafte u maju i junu ponovo pojeftinile, a u letnjim mesecima se smanjuje potreba za uvozom električne energije (sve i da EPS ne reši svoje probleme tako brzo), očekujemo da će tekući deficit vrlo brzo da se znatno smanji na nivo ispod 5% BDP-a, a možda i osetno niže. Ipak, spoljnotrgovinska kretanja iz Q1, (kao uostalom i kretanja privredne aktivnosti i inflacije) dobro su upozorenje koliko lako može doći do potpunog preokreta u relativno povoljnim makroekonomskim kretanja u Srbiji u prethodne dve godine. Imajući to u vidu, za održanje postignutih rezultata u uravnoteženju spoljnoekonomskih odnosa, ali i njegova dalja potrebna poboljšanja, presudno će biti da Vlada ne poveća ekspanzivnost fiskalne politike, kao što se najavljuje, ali i da NBS ne dozvoli realno jačanje dinara što je već počelo da se dešava.

Zaposlenost je nastavila sa svojim umereno pozitivnim kretanjima iz 2016. godine. Najpouzdaniji indikator njenog kretanja u Srbiji, registrovana zaposlenost (koja se meri na osnovu podataka Centralnog registra obaveznog osiguranja – CROSO), pokazuje međugodišnji rast zaposlenosti u Q1 od oko 2% (v. odeljak 3. „Tržište rada“). Ovaj indikator nam posredno ukazuje da je usporavanje privredne aktivnosti u Q1 bilo privremenog karaktera, jer da je trajnije prirode, to bi se odrazilo na usporavanje rasta broja zaposlenih, što se nije desilo. Podaci iz Ankete o radnoj snazi (ARS) koji pokazuju snažan pad nezaposlenosti i osetno veći rast zaposlenosti od podataka iz CROSO, ostaju sumnjivi. Smatramo nespornim da do povećanja zaposlenosti i umanjenja nezaposlenosti dolazi, ali da je intenzitet ovih promena najverovatnije osetno manji od onoga na koji ukazuju procene iz ARS-a.

Monetarna kretanja nisu u Q1 imala veće promene u odnosu na kraj 2016. godine (v. odeljak 7. „Monetarni tokovi i politika“). Nivo nenaplativih kredita je skoro nepromenjen u odnosu na kraj 2016, a kreditna aktivnost se postepeno oporavlja, ali samo za sektor domaćinstava, dok se privreda još uvek blago razdužuje. NBS je ispravno procenila da je ubrzanje inflacije početkom godine izazvano privremenim činiocima i odlučila je da zadrži nepromenjenu referentnu kamatnu stopu od 4% (iako je međugodišnja inflacija u aprilu iznosila upravo 4%). Ni banke nisu reagovala na ubrzanje inflacije sličnim povećanjem kamatnih stopa tako da su realne kamatne stope u Q1, zbog ubrzanja inflacije, dodatno opale. Niska kreditna aktivnost privrede pojačava našu ocenu da postoje dublji razlozi za relativno nizak privredni rast Srbije koji se odnose na loše poslovno okruženje. Naime, da je poslovno okruženje stimulatívno za snažno i potrebno povećanje učešća investicija u BDP-u to bi se svakako odrazilo na veće uzimanje kredita od strane privrede.

Fiskalni trendovi u Q1 i u aprilu i maju u načelu su bili pozitivni (v. odeljak 6. „Fiskalni tokovi i politika“). Javni prihodi bili su nešto veći od plana, a rashodi niži, pa je umesto planiranog deficita u prvih pet meseci ostvaren suficit konsolidovane države od preko 25 mlrd dinara. Iza ovog poboljšanja stoje trajni i ekonomski poželjni trendovi povećanja naplate poreskih prihoda, ali i neki fiskalni trendovi koji ekonomski nisu dobri. Ti ekonomski nepoželjni trendovi odnose se na nastavak agresivnog prikupljanja neporeskih prihoda (uglavnom dividende javnih preduzeća koja nedovoljno investiraju), kao i umanjenja javnih investicija, koje su bile i pre tog poslednjeg umanjenja nedovoljne. Do kraja godine očekujemo da će fiskalni deficit biti manji od 1% BDP-a, odnosno da će biti osetno manji u odnosu na planiranih 1,7% BDP-a. Premda su javne finansije uglavnom stabilizovane postoje i dalje veliki fiskalni rizici koji se pre svega odnose na nereformisana javna i neprivatizovana državna preduzeća. Iako su reforme javnih preduzeća bile deo aranžmana sa MMF-om, one praktično nisu ni započete (osim u Železnicama), a privatizacija (ili stečaj) državnih preduzeća sa najvećim gubicima (Petrohemija, Azotara, MSK, RTB Bor i drugi) stalno se odlažu.

Javni dug nastavlja da se smanjuje i na kraju aprila pao je na oko 70% BDP-a (po metodologiji QM-a). To predstavlja dosta veliko umanjenje javnog duga u odnosu na kraj 2016, kada je javni dug bio oko 73% BDP-a. Međutim, oko 600 mln evra (1,8% BDP-a) smanjenja javnog duga posledica je realne apresijacije dinara, a ne boljih fiskalnih tokova. Dakle, da nije bilo apresijacije dinara javni dug bi se u prva četiri meseca smanjio sa oko 73% BDP-a na oko 72% BDP-a. Zbog toga ne bi trebalo imati iluzije da će previsoki javni dug Srbije trajno nastaviti da se veoma brzo smanjuje kao što je to slučaj u prvoj polovini 2017. godine (očekujemo da snažnije smanjenje javnog duga potraje i u maju i junu zbog realne apresijacije dinara). Sa druge strane, u narednom periodu postoji rizik od rasta javnog duga po osnovu troškova restitucije, kao i nadoknade štedišama bivših jugoslovenskih republika koji su imali staru deviznu štednju u bankama iz Srbije. Zbog svega toga smanjenje javnog duga na nivo prihvatljiv za zemlju razvijenosti Srbije (ispod 50% BDP-a), potrajaće godinama – i to je vreme u kom se mora voditi izuzetno odgovorna fiskalna politika.

Kao što je već rečeno, zbog veoma visokog javnog duga kao i neefikasnog i nereformisanog javnog sektora (uključujući i javna preduzeća), Srbiji je i u narednim godinama potrebna restriktivna i reformska fiskalna politika. Međutim, dobri fiskalni rezultati i približavanje isteka aranžmana sa MMF-om utiču na rast pritiska javnosti i obećanja Vlade u pogledu smanjenja poreza i osetnog povećanja javnih rashoda (penzije, plate u javnom sektoru). To bi već u narednoj godini fiskalni deficit moglo da učini znatno većim nego sada, nakon tri godine njegovog mukotrpnog smanjivanja. Stoga bi za trajniju stabilizaciju javnih finansija i obaranje javnog duga bilo poželjno zaključivanje novog aranžmana sa MMF-om za naredni trogodišnji period, koji bi pored opšteg fiskalnog okvira u fokusu imao i strukturne reforme javnog sektora koje su u prethodnom aranžmanu potpuno podbacile.

