

8. Međunarodno okruženje

Globalni rast se usporava u većini najvećih ekonomija sa izuzetkom SAD gde se oporavak nastavlja. Zbog toga dolazi do divergencije u monetarnoj politici, gde centralne banke Kine, evrozone i Japana pojačavaju ekspanzivnu monetarnu politiku dok je FED završio „kvantitativno popuštanje“ i verovatno će podići referentnu stopu sledećeg leta. G20 je najavio ulaganja i strukturne reforme koji bi trebalo da povećaju BDP tih zemalja za 2,1% do 2018, dok je Evropska komisija objavila 5-godišnji investicioni plan. Inflacija opada zbog pada cena nafte. U istočnoj Evropi je rast bio nešto iznad očekivanja, a niska inflacija pruža prostor za smanjenje referentnih kamatnih stopa, dok troškovi zaduživanja uglavnom opadaju kao posledica novih mera ECB.

Svet

MMF je opet smanjio prognozu za svetsku stopu rasta za 2014., ali ovaj put minimalno sa 3,4% na 3,3%. Prognoza za sledeću godinu je smanjena sa 4% na 3,8%. Razlog za smanjenja prognoza za ovu godinu su pre svega usporavanje u evrozoni; Nemačkoj (sa 1,9% na 1,4%), Italiji koja je u recesiji (sa 0,3% na -0,2%) i Francuskoj, dok su za Španiju blago povećane prognoze. Smanjuju se razlike između zemalja periferije i centra evrozone. Osim evrozone, usporavaju Japan (sa 1,6% na 0,9%) i Brazil, dok je Rusija ušla u recesiju. Smanjenja bi bila i veća da nije povećana prognoza za SAD (sa 1,7% na 2,2%) i Indiju (za 0,2 p.p). Za Kinu ovaj put nije bilo promene prognoza, mada najnoviji podaci upućuju da se i u Kini rast usporava. Stopa rasta smanjena je i za zemlje u razvoju, sa 4,5% na 4,4% u ovoj i sa 5,2% na 5% za sledeću godinu. Važno je naglasiti da je MMF izveštaj s početka oktobra, tako da ne uključuje najnovije usporavanje u evrozoni i veoma loš rezultat Japana u Q3.

Dve najveće ekonomije Dalekog istoka usporavaju i zbog toga nastavljaju sa ekspanzivnom monetarnom politikom. Kineski BDP rast je u Q3 iznosio 7,3% što je najniži rezultat u poslednjih 5 godina. Centralna banka pokušava da uspori preterani rast građevinarstva i da usmeri dodatne kredite ka sektorima koji će stimulisati ličnu potrošnju i zaposlenost. Takođe, da bi se stimulisala privreda koja usporava smanjena je referentna stopa sa 6% na 5,6%. Japan je neočekivano tokom Q3 imao drugi negativni kvartal za redom, tako da je tehnički u recesiji. Zbog usporavanja rasta i rizika od pada inflacije, Centralna banka Japana je najavila novi talas „kvantitativnog popuštanja“ za dodatnih 720 milijardi dolara, a državni penzioni fond je najavio novu kupovinu akcija kompanija.

Osim spomenutih monetarnih mera, na samitu G20 najavljene su strukturne reforme i investicije u infrastrukturu. Zemlje članice su se obavezale da povećaju BDP rast za dodatnih 2,1% do 2018 i dostavile su spisak od 800 novih mera koje nameravaju da sprovedu. Napravljen je i nacrt sporazuma u vezi sa smanjenjem emisija gasova koji dovode do efekta staklene bašte. Međutim, dogovora oko strukturnih reformi bilo je i ranije, tako da iako se ovaj put čini da su članice ozbiljnije u njihovom sprovođenju, ekonomisti su dosta skeptični po pitanju realizacije.

I u Evropskoj Uniji su najavljene strukturne reforme i nove investicije. Predsednik Evropske komisije Junker izneo je 5-godišnji investicioni plan od 315 milijardi evra, čiju će okosnicu činiti fond za infrastrukturne projekte finansiran od strane vlada, dok bi ostala sredstva trebalo da ulože komercijalne banke uz pomoć Evropske investicione banke. Plan bi trebalo da obezbedi novih 1,3 miliona radnih mesta. Kao i kod dogovora G20, neizvesno je koliko će plan biti uspešan, pre svega jer je neizvesno da li će banke podržati projekte koji su prioritet Komisije.

Evrozona

Nova Evropska komisija počela je sa radom 1. novembra tekuće godine. Glavni ekonomski prioriteti biće povećanje rasta i investicija (uglavnom proizvodnja energije, transportna infrastruktura, ulaganje u obrazovanje, istraživanje i investicije koje će pomoći mladim ljudima da nađu posao). Ideja je da se bez značajnijih dodatnih troškova poboljša stanje na tržištu rada. Na primer, ujedinjenje digitalnog tržišta će stimulisati rast zaposlenosti i pružiti nove poslovne mogućnosti, a novi trgovinski sporazum sa SAD-om će otvoriti nova tržišta. Najavljene investicije će imati mali udeo državnih sredstava, kako bi se sprečio rast javnih dugova. Takođe, u planu je smanjenje energetske zavisnosti od gasa (usled krize s Rusijom), i osnivanje „Energetske Unije“ koja će kupovati gas za sve EU zemlje, raspolagati zalihama i koristiti zajedničku mrežu. Evropska Unija bi prema planu trebalo da postane svetski lider u obnovljivim izvorima energije.

Rast BDP je tokom Q3 u evrozoni iznosio 0,2% u odnosu na prethodni kvartal, odnosno 0,8% na godišnjem nivou. U Nemačkoj je rast bio nizak, samo 0,1% u odnosu na prethodni kvartal, dok je u Italiji bio negativan -0,1%, drugi kvartal za redom tako je ova zemlja u tehničkoj recesiji. Za razliku od ranije, smanjuje se razlika između periferije i centra, tako da je u Q3 u odnosu na prethodne kvartal Grčka imala rast od 0,7%, a Španija od 0,5%. Usporavanje u Italiji i Nemačkoj negativno utiče na izvoz Srbije, ali i na priliv direktnih investicija. Ankete upućuju na stagnaciju ili blagi pad industrijske proizvodnje u Q4 tako da se ne očekuje brzi oporavak u evrozoni.

Ukupna inflacija iako ispod targetiranih 2% i dalje opada u evrozoni, pa je u novembru bila 0,3% dok je u istom mesecu 2013-te iznosila 0,9%. Bazna inflacija takođe opada, u avgustu je iznosila 0,9% a u novembru 0,7%. Pošto je tražnja niska, bazna inflacija se neće značajnije oporaviti u sledećim kvartalima. Na pad ukupne inflacije utiče i pad cene nafte od 30% u poslednjih nekoliko meseci, a ukoliko se on nastavi, nizak nivo inflacije od 0,3% može da postane i negativan. Takođe, i ako ne dođe do pada cene nafte, opasno je u što inflaciona očekivanja već neko vreme takođe opadaju, ne samo kratkoročna već i srednjoročna. Inflaciona očekivanja mogu da utiču i na stvarnu inflaciju, i da pokrenu tzv. „samostvarujuću spiralu“. Usled niskih inflacionih očekivanja i opasnosti da dalji pad cene nafte dovede do deflacije, ECB će morati da upotrebi raspoložive instrumente kako bi sprečila negativne efekte moguće deflacije u periodu sporog rasta.

Zbog opasnosti od deflacije ECB je u septembru smanjila referentnu stopu sa 0,15 na 0,05%. Pošto zbog političkog otpora nije mogla da poveća programe kupovine hartija od vrednosti (HOV), primenjen je heterodokсни mehanizam koje su sve velike centralne banke izbegavale – stopa na depozite smanjena je ispod nule. Sada kada su svi instrumenti aktivirani, a rizik od deflacije se povećava, politički otpori su se smanjili pa će ECB pristupiti nekom obliku „kvantitativnog popuštanja“. Najverovatnije će se kupovati razne vrste HOV-a, u vrednosti od oko trilion evra. Nažalost, verovatno će efekti „kvanitativnog popuštanja“ biti manji nego u SAD jer se odugovlačilo sa ovakvom odlukom, evropski bankarski sistem funkcioniše drugačije, a ECB ne može da bude adekvatna zamena za nedostatak konsenzusa u pogledu fiskalne politike u okviru EU. Program će verovatno uključiti i značajniju kupovinu državnih obveznica, uključujući i zemlje periferije, pa postoji rizik od demotivisana političara u tim zemljama da se drže svojih programa konsolidacije. Najavljeno „kvantitativno popuštanje“ ECB-a će povećati tražnju za obveznicama zemalja evrozone, što će sniziti troškove zaduživanja tih zemalja. Investitori će zbog toga biti zainteresovani za obveznice sa većim prinosima, usled čega će koristiti imati i Srbija jer će se povećati tražnja za njenim obveznicama. Dodatna eskalacije rata u Ukrajini i posledične nove sankcije EU prema Rusiji mogli bi da imaju negativan efekat po tražnju za srpskim obveznicama, jer će investitori zbog povećanja geopolitičkog rizika kupovati najsigurnije obveznice evrozone.

Zbog rizika od deflacije, visokog javnog duga mnogih država, sporog rasta privrede i loše demografije, neki ekonomisti smatraju da evrozona liči na Japan, pa da i nju očekuje „izgubljena decenija“. Da bi se ovakav scenario izbegao potrebne su strukturne reforme i nova regulativa bankarskog sektora.

Stopa nezaposlenosti se u evrozoni nije promenila od juna, i u septembru je i dalje iznosila 11,5%. U poslednjih godinu dana najveći pad stope nezaposlenosti zabeležen je u Mađarskoj, sa 10%

8. Međunarodno okruženje

na 7,6%, u Španiji sa 26,1% na 24% i Portugalu sa 15,7% na 13,6%. Nezaposlenost mladih je u septembru iznosila 23,3%, i najviša je u Španiji (53,7%) i Grčkoj (50,7%). U Italiji je nezaposlenost porasla sa 12,9% u septembru na 13,2% u oktobru što je najviša vrednost od 1977. godine.

SAD

Rast BDP-a u Q3 je bio iznad očekivanja (3,5%¹) pre svega zbog rasta javne potrošnje i izvoza. Međutim, pitanje da li će rast moći da nastavi ovim tempom na isti način, jer se ostatak svetske ekonomije usporava, što će smanjiti izvoz, a fiskalna politika će moći da značajnije podrži rast tek 2016. Zabrinjavajuće je što se domaća tražnja usporila, posebno privatne investicije. Ovo upućuje da privatni sektor nije potpuno siguran u oporavak.

U oktobru je FED okončao najveći program kupovine hartija od vrednosti u istoriji, poznat kao „kvantitativno popuštanje“. Plasmani stanja centralne banke su zbog toga povećani za 3,5 triliona dolara (veličina nemačke ekonomije). Praktično program nije u potpunosti završen jer će FED reinvestirati u nove obveznice na osnovu prihoda od dospeća starih obveznica. Ekonomisti se i dalje ne slažu oko toga da li je program završen prerano ili prekasno, ili da li je uopšte trebalo da bude pokrenut. Uticaj ovog programa je bio veliki na zemlje u razvoju jer je globalna likvidnost značajno povećana, a prošle godine, prilikom najave njegovog završetka mnoge valute tih zemalja su devalvirale. Ovaj put kada se program i suštinski okončao, efekti su bili minimalni, ali će sledeća rizična faza biti podizanje referentne stope. Referentna stopa je na sastanku u oktobru ostavljena na starom nivou i njeno povećanje se očekuje do juna sledeće godine. Međutim, ukoliko Kina i evrozona nastave da usporavaju, ovakva odluka se može odgoditi da se ne bi uticalo negativno na globalni rast.

Potrošačke cene već tri meseca stagniraju na nivou od 1,7%, što je blagi pad u odnosu na leto kada je prosek bio oko 2%. Važno je naglasiti da iako inflacija stagnira, to se dešava i pored pada cene nafte, tako da se pojavljuju inflacioni pritisci, što neki ekonomisti ističu kao potvrdu da je potrebno povećati referentnu stopu u junu 2015. Bazna inflacija se blago povećala u oktobru (1,8%) u odnosu na prethodna dva meseca (1,7%), ali je i dalje niža od nivoa tokom leta. Ukoliko u sledećih nekoliko meseci bazna i ukupna inflacija pokažu rast, FED će morati da poveća referentnu stopu prema očekivanjima.

Već deveti mesec za redom poslodavci mesečno zapošljavaju preko 200 hiljada novih radnika, što je značajno poboljšanje kada se poredi sa prošlom godinom. Stopa nezaposlenosti je sa 6,7% u martu opala na 5,8% u oktobru. Međutim stopa participacije radne snage stagnira već neko vreme, a rast realnih nadnica ne prelazi 2%. Nizak rast nadnica je uzrokovan pre svega niskim rastom produktivnosti. Zbog toga slika o povećanju zaposlenosti ne pruža potpunu sliku o stanju američke privrede. Oko 70% novih radnih mesta kreiranih u oktobru su poslovi na određeno vreme, u zdravstvu i ugostiteljstvu, a industrija i prerađivačka industrija, usled sporog rasta produktivnosti ne povećavaju zaposlenost.

Istočna Evropa

Mađarska

Godišnji rast BDP se usporio sa 4% tokom Q2 na 3,2% u Q3, a kvartalni sa 0,8% na 0,5%. Rastu su doprineli pre svega industrijska proizvodnja koja je povećala izvoz i poljoprivreda zbog povoljnih vremenskih uslova. Sledeće godine se očekuje rast oko 2% usled usporavanja investicija, ali je moguće da rast bude i viši ukoliko se lična potrošnja oporavi jer se povećava raspoloživi dohodak. U oktobru je godišnja inflacija i dalje bila negativna (-0,4%), ali se ona sledeće godine može približiti targetiranoj (3%), usled povećanja stope poreza, prestanka efekta baze zbog administrativnih smanjenja cena energenata i relativno visokog ekonomskog rasta u poređenju sa

¹ Kvartalna anualizovana stopa rasta koja se koristi u SAD

ostalim zemljama EU. Forinta je ojačala zbog očekivanja monetarnog stimulansa u evrozoni, kao i suficita trgovinskog bilansa Mađarske.

I pored aprecijacije forinte, Centralna banka nije smanjila referentnu stopu (2,1%) i ona će verovatno ostati nepromenjena do kraja 2015. Aktivniji pristup politici kursa očekuje se tek sledeće godine, kada bi se intervencijama na deviznom tržištu prekinula aprecijacija i popunile devizne rezerve, koje su na nižem nivou nego ranije. Takođe, intervencijama bi se obezbedio i profit pa su zbog toga one bolje rešenje od smanjivanja referentne stope. Kamata na 10 godišnje državne obveznice je donosila prinos od samo 3,6%, što je istorijski minimum.

Vlada Premijera Orbana, nakon pobede na parlamentarnim i lokalnim izborima ima veliku podršku pa može da nastavi sa heterodoksnom ekonomskom politikom. Vlada je uvela nekoliko akciza od početka 2015. Godine. Javni dug će biti smanjen u sledećih nekoliko godina sa 50% na 45% a budžetski deficit će biti ispod 3% do 2016. Takođe, biće omogućeno građanima da konvertuju stambene kredite iz strane valute u domaću valutu, kako bi se eliminisao valutni rizik.

Mađarska je pod pritiskom Zapada usled neodustajanja od ekonomskih planova sa Rusijom. Planira se izgradnja atomske centrale u saradnji sa ruskom kompanijom, a mađarska vlada planira prodaju udela MOL-a u hrvatskoj INI ruskoj kompaniji. Zbog toga je Mađarska izložena kritici Evropske komisije, a 10 saradnika premijera Orbana stavljeno na listu sankcija SAD-a. Najverovatnije će mađarska vlada pošto će novi izbori biti tek za preko 3 godine u nekoj meri pustiti pritiscima.

Rumunija

Rumunski BDP je tokom Q3 na godišnjem nivou rastao 3,2% što je ubrzanje u odnosu na Q2 kada je iznosio 1,2%. Rast je bio viši nego što se očekivalo jer su investicije pale manje nego što se prognoziralo, dok je rast lične potrošnje veći od očekivanog. Trenutno tražnju održava samo lična potrošnja dok su investicije, i javne i privatne, veoma niske. Evropska komisija prognozira rast u ovoj godini od 2,3% i 2,5% u sledećoj.

Inflacija na godišnjem nivou je u oktobru iznosila 1,4% dok je bazna bila oko 1%, što upućuje na manjak tražnje. Zbog niske inflacije koja je ispod targeta, centralna banka je smanjila referentnu stopu sa 3% na 2,75% u novembru. Očekuje se još jedno smanjenje na 2,5% početkom godine. Takođe, smanjena je stopa obaveznih rezervi u stranoj valuti sa 16% na 14%, kako bi se oslobodila sredstva banaka za kredite. Najavljen je nastavak smanjenja stopa na obavezne rezerve kako bi se one približile nivou ECB-a.

Favorit za predsedničke izbore Ponta je bio neočekivano pobeden od strane Johannis-a, kandidata desnog centra. Moguća je rekonstrukcija vlade, ukoliko bude neslaganje oko budžeta za sledeću godinu. Potrebno je da se usvoje mere koje ćeš neutralisati rast javne potrošnje uoči izbora smanjenje doprinosa za socijalno osiguranje. Oko ovih stavki postoji neslaganje sa MMF-om i Evropskom komisijom. Kurs leu do sada nije reagovao na novonastalu političku situaciju, ali ukoliko dođe do političkih sukoba i neizvesnosti oko nove koalicije, sigurno će leu oslabiti a troškovi finansiranja porasti. Planirani deficit od 2% za sledeću godinu će verovatno biti ostvaren povećanjem poreza što će smanjiti rast.

Hrvatska

Hrvatska je i u Q3 imala pad BDP od -0,5% na godišnjem nivou. Lična potrošnja i investicije su i dalje niske, dok su rastu doprinele usluge i neto izvoz pre svega zbog pada uvoza. Recesija će se u Hrvatskoj verovatno nastaviti i sledeće godine kada će BDP opasti za oko -0,5%. Manjak privatnih investicija se nedovoljno kompenzuje EU fondovima, a izvoz će biti pod pritiskom usporavanja u evrozoni.

Hrvatska vlada je izložila budžet za 2015. godinu, sa deficitom od 3,8% BDP (ove planiran 5%). Uprkos očekivanjima izostala su smanjena troškova plata, tako da Hrvatska vlada verovatno neće

8. Međunarodno okruženje

moći da održi deficit na planiranom nivou. Zbog toga će odnos javnog duga prema BDP-u početi da se kreće ka 90%. Usled nedostatka strukturnih reformi i mera za poboljšanja poslovne klime očekuje se rast troškova zaduživanja.

Hrvatsku očekuju predsednički izbori krajem decembra, i oni nisu toliko važni u pogledu određivanja politika, ali će uticati na ravnotežu snaga između glavnih partija na izborima sledeće godine.

Nakon devet meseci deflacije, u oktobru je ostvarena inflacija na godišnjem nivou (0,4%), ali je 70% povećanja uzrokovano rastom cena struje, koja je prošle godine imala pad nakon liberalizacije tržišta. Stopa nezaposlenosti je porasla za 1 p.p. na 18,7% u oktobru jer se smanjuje pozitivan uticaj turističke sezone.