

## 8. Međunarodno okruženje

Globalni oporavak se nastavlja ali sporijim tempom nego što se očekivalo, a pri tome postoje značajne varijacije po regionima i državama. Dok se rast u zemljama u razvoju i SAD usporava, evrozona se nalazi na ivici „tehničke recesije“, koja će verovatno biti produbljena do kraja godine. Glavni rizici po globalni ekonomski oporavak su usporavanje i moguća recesija ekonomije evrozone i nedostatak dogovora političara u SAD-u u pogledu fiskalne politike. Velike zemlje u razvoju sprovode ekspanzivnu monetarnu politiku, kako bi podstakle rast. FED je započeo treću fazu „kvantitativnog popuštanja“, a ECB je pokrenula novi program kupovine obveznica. Očekuje se opadanje stope inflacije od kraja godine na globalnom nivou usled relativno niskog rasta, ali visoko varijabilna cena nafte otežava prognoze. U zemljama u istočnoj i centralnoj Evropi politički populizam ugrožava aranžmane sa MMF-om, i odbija investitore.

### Globalni trendovi

Globalni oporavak je u drugom kvartalu slabiji nego što se očekivalo. U mnogim razvijenim zemljama i zemljama u razvoju rast je bio nešto niži od očekivanog. Zbog toga je MMF smanjio globalnu stopu rasta sa 3,6% na 3,5% u 2012. i sa 4,1% na 3,9% u 2013. Kao i za svet, stopa rasta za razvijene zemlje takođe je marginalno smanjena – sa 1,5% na 1,4% za 2012. i sa 2,1% na 1,9% za 2013. Prognoza je pre svega smanjena zbog nižeg rasta u evrozoni. I stopa za zemlje u razvoju je smanjena sa 5,7% na 5,6% u 2012. i sa 6,1% na 5,9% u 2013. Usporavanja je bilo i u Kini, Indiji i Brazilu, ne samo usled smanjenja eksterne tražnje već i zbog pada domaće tražnje, pre svega zbog mera koje su donete tokom 2011. a koje su imale za cilj suzbijanje inflacionih tendencija. Usled blizine evrozoni, rast u zemljama centralne i istočne Evrope (CIE) trpi negativan uticaj smanjene tražnje trgovinskih partnera, kao i nastavak smanjenja plasmana evropskih banaka koje imaju ulaganja u toj regiji. Prognoziranje stope rasta od 1,9% za 2012. i 2,8% za 2013. za CIE ubedljivo su najniže u poređenju sa ostalim regijama zemalja u razvoju, a očekuje se da će opet biti korigovane nadole.

Prema MMF-u, dva su glavna rizika po globalni oporavak – moguća recesija u evrozoni i nedostatak dogovora političara u SAD u pogledu fiskalne politike. Globalni rast može biti ugrožen ukoliko političari u Evropskoj uniji ne nastave sa izradom konkretnog plana koji će obuhvatati pomoć zemljama periferije i uspostaviti fiskalnu disciplinu, ali da te mere ne smeju da budu previše restriktivne jer mogu uzrokovati recesiju. Pored evrozone, najveći rizik za globalni rast predstavlja komplikovana situacija u SAD-u u pogledu fiskalne politike, jer još nema kompromisa o visini poreza i budžetskim troškovima.

MMF podržava najnovije ekspanzivne monetarne mere u SAD i evrozoni, dok za ostale razvijene zemlje savetuje da monetarna politika bude spremna da upotrebi nekonvencionalne mere ukoliko se rast uspori, a planovi fiskalne konsolidacije budu prilagođeni ukoliko dođe do ozbiljnijeg usporavanja. Ovo se odnosi na razvijene zemlje, i neophodno je naglasiti da u pogledu zemalja u razvoju, ovakve promene plana fiskalne konsolidacije mogu biti opasne po finansijsku stabilnost, pogotovu tamo gde je odnos javnog duga prema BDP-u na relativno visokom nivou.

Glavni rizik po rast u zemljama u razvoju su eksterni faktori, pa je verovatno da će se već objavljene stope rasta korigovati na niže. Prema MMF-u finansijska stabilnost može biti ugrožena u ovom periodu oporavka u zemljama u razvoju, usled niskog rasta i visoke averzije ka riziku investitora. Ukoliko dođe do povlačenja kapitala stranih investitora, potrebne su mere koje bi zaštitile nagli pad kursa, posebno u malim ekonomijama. Ekonomska politika bi trebalo da umanj negativne efekti nižeg rasta, niskog priliva ili iznenadnog odliva kapitala. Kao i ranije, instrumenti koji se savetuju veoma su različiti u zavisnosti od privredne situacije u kojoj se zemlja u razvoju nalazi. Tamo gde je inflacija niska i stabilna, može se smanjiti referentna kamatna stopa, kako bi se podstakla kreditna aktivnost. Ukoliko je inflacija relativno visoka smanjenje referentne stope

## 8. Međunarodno okruženje

nije pogodan instrument, čak i ako kreditna aktivnost opada. U zemljama gde je priliv kapitala nakon krize značajno smanjen, potrebno je sprovesti superviziju i regulaciju finansijskog sistema zajedno sa odgovarajućim makroekonomskim merama, kako bi se privukli investitori i smanjio rizik u finansijskom sistemu.

Cena nafte u proteklom delu godine ispoljava visoku varijabilnost. Tokom drugog kvartala cena nafte je opadala, pre svega zbog manje tražnje usled usporavanja globalne ekonomske aktivnosti, ali i zbog povećanja proizvodnje (Saudijska Arabija). Međutim, nakon poboljšanja situacije u evrozoni cena nafte je opet počela da beleži rast. Prema poslednjem izveštaju MMF-a, globalna inflacija bi trebalo da se smanji u sledećoj godini, u razvijenim zemljama na 1,6%, u zemljama u razvoju na 5,6%, a očekuje se i pad cena sirovina. Ove prognoze mogu biti promenjene, jer su cene sirovina, energenata i zlata zbog ekspanzivnih monetarnih mera u SAD i evrozoni porasle.

### Tendencije u EU

Generalno, privredna situacija u evrozoni se tokom Q2 pogoršava - uspešne zemlje kao Nemačka usporavaju rast, dok će pad u zaduženim zemljama biti veći nego što je ranije prognozirano. Na godišnjem nivou, BDP evrozone je nakon stagnacije u Q1 imao pad od 0,4% tokom Q2, što je prva kontrakcija na godišnjem nivou nakon Q4 2009. Lična potrošnja je bila niska usled mera štednje a nesigurnost na tržištu obveznica negativno je uticala na aktivnost kompanija. Opet je Nemačka usled jakog izvoza i lične potrošnje imala najviši rast među većim ekonomijama evrozone, dok se u Italiji i Španiji pojačava recesija. Mere štednje u te dve ekonomije daće rezultat u budućnosti a u međuvremenu visoke kamatne stope po kojima se ove zemlje zadužuju a dodatno opterećuju njihove privrede. Očekuje se negativna stopa rasta BDP-a evrozone i u sledećem kvartalu.

Tačka preokreta u evrozoni je bio samit krajem juna, koji je nagovestio da se možda napokon nazire kraj krize u evrozoni, kada je dogovoreno da će zemlje periferije imati pristup sredstvima iz stabilizacionog fonda. Finansijska tržišta su reagovala pozitivno. Postoji mogućnost da sredstva za pomoć bankama budu data direktno, tako da će začarani krug pomoći bankama preko vlade uz podizanje nivoa javnog duga biti prekinut. Da bi se to ostvarilo potrebna je veća finansijska integracija, te je nemački uslov formiranje evropskog bankarskog nadzornog mehanizma, nakon čega će direktna pomoć bankama biti moguća.

Početkom jula, ECB je smanjila referentnu stopu na 0,75% iako je inflacija bila iznad gornje granice, ali je zbog ekonomskog usporavanja prema izjavi čelnika ECB-a bilo izvesno da će inflacija do kraja godine opadati. Pored referentne stope ECB je smanjila stopu obavezne rezerve na depozite na 0%, što je novi istorijski minimum, kako bi podstakla banke da jedna drugoj pozajmljuju sredstva.

ECB je početkom septembra pokrenula novi program kupovine obveznica na sekundarnom tržištu, bez preciziranja gornjeg limita sredstava koji će za to biti namenjen, niti vremenskog okvira. Kupovina obveznica će biti uslovljena ispunjavanjem strukturnih reformi i mera štednje, i u svakom trenutku će moći da bude prekinuta, ukoliko se zemlja koja je zatražila pomoć ne drži dogovora. Kupljene obveznice biće „sterilisane“ prodajom kvalitetnijih obveznica drugih država, a njihov rok dospeća će iznositi od 1 do 3 godine. Tokom samita u junu je bilo diskusije o tome da li će u fondu biti dovoljno sredstava za spašavanje Španije ili Italije, pa zbog toga sada nije spomenuto koji je maksimalni iznos sredstava za intervenciju kako bi investitori bili što sigurniji u njegovu efikasnost. Takođe, druga razlika je to što ECB kao poverioc neće imati specijalni status, kao što je to bio slučaj tokom SMP-a.

## Tendencije u SAD

Rast BDP-a u SAD je tokom Q2 na godišnjem nivou iznosio 2,2% što predstavlja usporavanje u odnosu na Q1, pogotovu ukoliko se pogleda rast na kvartalnom nivou. Usporavanja je uzrokovano, pre svega, smanjenom ličnom potrošnjom. Državna potrošnja opet opada, što se i očekivalo jer taj trend traje od početka 2010. godine, kao i usporavanje rasta poslovnih investicija. Izvoz je rastao, ali sporijim tempom nego uvoz, pa je doprinos neto izvoza bio negativan.

Glavna opasnost za američku ekonomiju (a i svetski rast) koja i ovako usporava je nedostatak dogovora između republikanaca i demokrata oko fiskalne politike. Ukoliko do kraja godine ostane status quo u ovom pogledu, mnoge poreske olakšice će automatski biti ukinute, a jedan deo budžetskih rashoda prekinut. To bi prema analizi Kongresne budžetske kancelarije za budžet dovelo do smanjenja fiskalnog deficita za 500 milijardi dolara, ali i do ponovne recesije i povećanja nezaposlenosti u sledećoj godini. Izbori za američkog predsednika su u novembru, pa većina analitičara misli da će do dogovora doći nakon izbora ali da predizborna kampanja stvara atmosferu u kojoj trenutno dogovor nije moguć.

Nakon odluke u junu da se nastavi sa „operacijom twist“, u septembru je FED započeo treću fazu „kvantitativnog popuštanja“. Planira se mesečna kupovina hipotekarnih obveznica u iznosu od 40 milijardi dolara, a rok u kome će rekordno niska referentna stopa biti održana na tom nivou, produžen je sa kraja 2014. do prve polovine 2015. Nekonvencionalne mere imaju sve manje efekta, ali u situaciji niskog rasta i visoke nezaposlenosti, dobijaju sve više pristalica. Sve se više diskutuje o uvođenju novog targeta u monetarnoj politici - rasta nominalnog BDP-a.

## Tendencije u centralnoj i istočnoj Evropi (CIE)

Najveći rizici po ekonomski rast zemalja CIE su usporavanje evrozone, gde su glavna izvozna tržišta, kao i povlačenje kapitala stranih banaka koje su aktivne u ovoj regiji. Pošto je okončano trajanje Bečke inicijative, smanjenje plasmana banaka je u poslednje vreme intenzivirano, pogotovu u periodima kada je rizik na tržištima obveznica periferije evrozone bio povećan. Ranjivost ekonomija usled toga zavisi od destinacije matice banke. Sigurno su ranjivije banke sa kapitalom iz Grčke ili Italije, nego banke čija je matica u Nemačkoj. Strane direktne investicije mogu smanjiti negativan uticaj povlačenja kapitala banaka. Pošto će zbog recesije u evrozoni nivo stranih direktnih investicija iz te regije u CIE biti u najboljem slučaju u stagnaciji, savetuje se okretanje i partnerima iz istočne Azije. Ukoliko zemlja ima pristup tržištu Evropske unije, investitori iz istočne Azije rado koriste blizinu tržištu i niske troškove radne snage, za šta već postoji dosta uspešnih primera (Foxconn, Samsung...). U pogledu drugog rizika, duže ili dublje kontrakcije u evrozoni, zemlje sa diversifikovanim izvozom moći će bolje da se prilagode smanjenoj tražnji. Zbog toga je pogodno da se povećava izvoz i na tržišta zemalja u razvoju, gde je tražnja izvesnija.

Politički populizam u nekim zemljama CIE, ugrožava pregovore ili aranžmane sa MMF. Populizam je povezan sa defektima u političkim sistemima nekih zemalja, koji otežavaju donošenje neophodnih programa konsolidacije. Depresijacija kursa, smanjenje tražnje za državnim obveznicama, pa samim tim rast troškova zaduživanja zemlje – sve su to redovno posledice odbijanja vlade na pristanak uslova MMF.

Hrvatska privreda je ponovo ušla u recesiju, a stopa rasta BDP-a je tokom Q2 iznosila -2,1%. Potrošnja je niska usled rasta nezaposlenosti, manjka tražnje za potrošačkim kreditima, i negativnih efekata povećanja PDV-a. Investicije su takođe niske, dok država planira veća ulaganja verovatno tek u 2013. godini. Izvoz će zavisiti od situacije u evrozoni, dok je turizam tokom leta bio uspešan. Smanjena je stopa obaveznih rezervi ali to neće uticati na makroekonomsku stabilnost - očekuje se da će kurs i dalje ostati stabilan, a inflacija niska. Glavni rizik po Hrvatsku ekonomiju je pogoršanje situacije u evrozoni i mogući gubitak sadašnjeg kreditnog rejtinga. Početkom septembra agencija Fič je zadržala stari rejting Hrvatske ali je prognoza sa negativne promenjena na stabilnu, što je dobra vest i potvrđuje da za sada vlada sprovodi uspešnu fiskalnu konsolidaciju. Hrvatska je uspela da prebrodi „Veliku recesiju“ bez aranžmana sa MMF, i izvesno je da će

država uspeti da obezbedi sredstva za finansiranje deficita, koji je inače u ovoj godine značajno opao. Porezi su povećani odmah po formiranju Vlade, a do kraja godine se planira smanjenje plata iz budžeta kao i otpuštanje zaposlenih u javnom sektoru. Promenom zakona smanjen je uticaj sindikata, a planira se i zaključivanje novog kolektivnog ugovora koji će ukinuti mnoge beneficije zaposlenih u državnoj upravi, dok se najavljuje i restrukturiranje javnih preduzeća uz otpuštanja. Planira se fiskalni deficit od 3,8% ali je usled niskog rasta moguće odstupanje od ovog plana, mada bi vlada trebalo po svaku cenu da pokuša da ispuni mere fiskalne konsolidacije. Vlada je objavila da planira dve privatizacije kroz prodaju akcija koje država poseduje, proizvođača đubriva Petrokemiju i Kroatija osiguranja, pa su njihove cene akcija zabeležile značajan rast.

U julu su počeli pregovori Mađarske sa MMF i očekivalo se će dogovor biti postignut do kraja godine. Tržište obveznica je pozitivno reagovalo i smanjene su kamatne stope na državne obveznice. Činilo se da će negativne posledice neortodoksnih ekonomskih mera i kontraverznih promena zakona napokon biti smanjene dogovorom sa MMF. Međutim nije sigurno da će dogovor biti postignut s obzirom na to da je Vlada Mađarske iznenada objavila da ne prihvata smanjenje penzija, smanjenja broja zaposlenih u javnom sektoru, niti ukidanje netipičnih poreza i smanjenje standardnih. Akteri na finansijskim tržištima bili su zatečeni i reagovali negativno na vest, pa je forinta samo u tom danu oslabila 1,5% prema evru.

Rumunija je tokom Q2 ostvarila rast BDP-a od 1,7% na godišnjem nivou, blago ubrzanje u odnosu na Q1. Kontraktacija u evrozoni uticaće negativno na rast ekonomije Rumunije, jer 50% izvoza se plasira na to tržište, a 80% stranih direktnih investicija dolazi odatle. Suša će **uticati negativno** na rast BDP-a, dok će povećati inflaciju usled manje ponude poljoprivrednih proizvoda na tržištu. I u Rumuniji politička situacija komplikuje sprovođenje ekonomskih reformi i odbija investitore. Evropska unija oštro je kritikovala poteze vlade, a finansijska tržišta su negativno reagovala, pa je lev depresirao 4,5% prema evru na istorijski najnižu vrednost, dok je centralna banka morala da brani kurs, zbog čega su smanjene devizne rezerve. Osim toga, nekoliko aukcija na kojima su nuđene državne obveznice nisu bile uspešne jer su troškovi zaduživanja bili previsoki. Razilaženje s MMF-om je prisutno u pogledu planiranog povećanja plata u javnom sektoru za 7,4% u decembru, i pored toga što je u junu ove godine već izvršeno povećanje u sličnom procentu. Vlada insistira na tome kako bi dobila glasove zaposlenih u javnom sektoru na predstojećim izborima. Najverovatnije će MMF pristati na te uslove, ali da ne bi bilo značajnijeg povećanja planiranog nivoa fiskalnog deficita (dogovoreno 3%), država će morati da odustane od kapitalnih investicija. Tokom pregovora sa MMF dogovoreno je povećanje cene prirodnog gasa od 5%, kao i ubrzanje privatizacije javnih preduzeća u energetsom sektoru i hemijskoj industriji, kao i da se izmire dugovi javnih preduzeća prema državi.