

8. Međunarodno okruženje

Globalni oporavak se nastavlja, ali su razvijene zemlje tokom Q1, posebno SAD i evrozona, imale rast niži od očekivanog. Finansijska tržišta su se stabilizovala u zemljama u razvoju, ali je ekonomska aktivnost i dalje relativno niska. Kina sprovodi strukturne reforme koje usporavaju rast, dok je Rusija zbog sankcija Zapada verovatno već u recesiji. FED polako priprema prestanak agresivne monetarne politike, dok suprotno tome, ECB uvodi nove nekonvencionalne mere kako bi sprečila deflaciju i jačanje evra. Inflacija globalno opada. Geopolitički rizici se povećavaju. SAD i EU će verovatno potpisati Transatlantski sporazum krajem godine a Kina i Rusija su već potpisale energetski sporazum.

Svet

Prema najnovijim prognozama MMF-a, stopa rasta za svet je blago smanjena (za 0,1 pp) za ovu i sledeću godinu. Rast bi trebalo u 2014. godini da iznosi 3,6%, a u 2015. 3,8%. Nije bilo promena prognoza za razvijene zemlje i njihov rast bi u ovoj godini trebalo da iznosi 2,2% a u sledećoj 2,3%. Prognoza za zemlje ZUR-a je za 2014. smanjena za 0,2pp na 4,9%. Najveće smanjenje je imala Rusija, koja je prema MMF-u verovatno već u recesiji, i ona bi umesto prethodnih 1,9% trebalo da ostvari rast od samo 0,2% u 2014. Prognoza za istočnu Evropu je smanjena sa 2,9% na 2,4%.

MMF je definisao trenutno tri glavne opasnosti po globalni rast - moguće negativne posledice po rast zbog niske inflacije u razvijenim zemljama, povećani rizici u zemljama u razvoju (ZUR) i povećan nivo geopolitičkog rizika. Opasnost od niske inflacije (čak i deflacije) najveći je u evrozoni, dok je rizik od bega kapitala i usporavanja rasta karakterističan u ZUR sa visokim tekućim i budžetskim deficitom. Geopolitička situacija se komplikuje, i pogoršavaju se odnosi Zapada sa Rusijom i Kinom. Naime, verovatno će Transatlantski sporazum dublje ekonomski integrisati SAD i EU, dok je Rusija sa Kinom potpisala energetski sporazum. Finansijska tržišta u ZUR su se privremeno stabilizovala, beg kapitala je zaustavljen, ali je rast i dalje relativno nizak.

Zemlje istočne Evrope su trpele negativne posledice zbog produženja krize u Ukrajini ali manje od očekivanog. Nije došlo do povećavanja troškova zaduživanja usled geografske blizine Ukrajine. Štaviše, dogodilo se baš suprotno, ali iz drugih razloga; pošto su se snizile kamate na obveznice država periferije evrozona, investitori su u potrazi za većim prinosima povećali tražnju za državnim obveznicama istočne Evrope, zbog čega su troškovi zaduživanja u Regionu opali. Takođe, rast BDP-a u istočnoj Evropi je tokom prvog kvartala bio viši od prognoziranog. Povoljni uslovi zaduživanja i ubrzanje rasta BDP-a u istočnoj Evropi, obezbedili su da mnoge države prodaju obveznice sa dužim rokom dospeća kako bi poboljšale strukturu ročnosti javnog duga. Pored toga, agencije za procenu rizika su za nekoliko država istočne Evrope povećale ocene rejtinga.

Oporavak u istočnoj Evropi može imati pozitivan uticaj na srpski izvoz, ali bi u produžene ukrajinske krize nepovoljno uticalo na privredu Srbije. Prvi veći negativan efekat ukrajinske krize na privredu Srbije predstavlja prilično izvesno odlaganje realizacije Južnog toka. Izgradnja Južnog toka je trebalo da bude jedna od najvećih investicija u Srbiji u ovoj godini, pa će njegovo odlaganje negativno uticati na ukupne investicije, a to će dodatno oslabiti inače slabu privrednu aktivnost. Štaviše, ako se kriza u Ukrajini ne okonča u kratkom periodu, može se očekivati da će rasti pritisak EU i SAD na Srbiju, da uvede sankcije Rusiji. Ekonomski posmatrano, opredeljivanje za jednu ili drugu stranu u slučaju ukrajinske krize, predstavljalo bi za Srbiju izbor između dve loše opcije – pogoršanje odnosa sa EU i SAD ili pogoršanje odnosa sa Rusijom.

Evrozona

Stopa rasta BDP-a je tokom Q1 u evrozoni bila ispod očekivanja (0,2%). Rast je bio slab u Italiji (-0,1% q/q), Portugaliji (-0,7% q/q) i Holandiji (-1,4% q/q). Najbrži rast je imala Nemačka (0,8% q/q), Francuska je stagnirala (0% q/q) a Španija je ostvarila stopu višu od očekivane (0,4%) i nastavlja sa oporavkom. Opet se pojavljuje divergencija u rastu po zemljama ali je ona najverovatnije privremenog karaktera. Na divergenciju je uticala blaga zima pa je negde građevinarska aktivnost bila visoka a energetska proizvodnja niska. Zbog toga je rast bio nizak u Holandiji gde je energetska sektor značajan a u Nemačkoj zbog povoljnih vremenskih prilika građevinarstvo imalo povećanu aktivnost. Međutim, u Nemačkoj se očekuje pad izvoza zbog usporavanja u Kini i približavanja recesije u Rusiji. Nije samo vreme odredilo rezultate. U Španiji je domaća tražnja bila snažna pa je rast ubrzan, dok je u Francuskoj, usled fiskalne konsolidacije, privatna potrošnja bila slaba. Usporavanje rasta u evrozoni, pogotovu u Italiji je loš signal, jer će to negativno uticati na izvoz Srbije.

ECB je smanjila referentnu stopu sa 0,25% na 0,15% i stopu na depozite banaka kod centralne banke sa 0% na -0,1%. Obe mere su bile očekivane jer su ranije najavljivane ali je njihova učinkovitost neizvesna jer su depoziti na niskom nivou, dok je referentna stopa već bila blizu nule i pre promene. Ponuđeni su i jeftini krediti komercijalnim bankama, a njihova suma će biti određena količinom kredita koje komercijalna banka plasira preduzećima. Za razliku od FED-a, ECB ne može jednostavno da primeni “kvantitativno popuštanje”. Prvo, izbor zemlje iz koje će se kupovati hartije od vrednosti je političko pitanje, i drugo, mehanizam “kvantitativnog popuštanja” bi u evrozoni imao manje efekte jer se preduzeća finansiraju preko banaka a ne putem finansijskog tržišta. Ono što je važnije od spomenutih mera je to da je ECB spustio prognozirane stope inflacije čime je poslao signal investitorima da realno procenjuju rizik od deflacije i da će samim tim reagovati da spreči njene posledice. Ovakvom politikom ECB sprečava jačanje evra, ali se za sada ne upušta u nekonvencionalne mere kupovine hartija od vrednosti jer još nije sigurno da je to neophodno. Ukupna inflacija u evrozoni je tokom prvog kvartala opadala, a onda u aprilu blago porasla. Međutim, tokom maja je opet opala na samo 0,5% na godišnjem nivou što je daleko ispod targetiranih 2%. Inflacija usluga ima najveću vrednost (1,1%) dok su cene energetskih i industrijskih dobara stagnirale u maju (0%). Bazna inflacija je opala sa 0,7% u aprilu na 0% u maju.

U evrozoni se nezaposlenost od početka godine blago smanjuje, i sa 11,8% u januaru opala na 11,7% u aprilu. Najniža je u Austriji (4,9%) i Nemačkoj (5,2%) dok je u zemljama periferije konačno počela da opada - Grčka (26,5%), Španija (25,1%) i Portugalija (14,6%). U evrozoni se nastavlja trend smanjenja stope zaposlenosti radno sposobne populacije, pa je ona od početka krize sa 70,3% opala na 68,3% u 2013, dok stopa nezaposlenosti za stanovništvo starosti između 55 i 64 godine konstantno raste. Uzrok je sve manja zaposlenost mladih. Strategija Evropske unije 2020 planira povećanje prosečne stope zaposlenosti na nivo od 75%. Najnižu stopu zaposlenosti ima Grčka (53,2%) a najvišu Švedska (79,8%).

Tokom Q1 je suficit trgovinskog bilansa evrozona iznosio 43,9 milijardi evra, što je za samo 0,2 milijarde manje nego tokom Q4. Nastavak usporavanja izvoza i uvoza tokom Q2 bi smanjio prognoze rasta za evrozonu.

SAD

Prvi put nakon tri godine, SAD je ostvarila negativnu kvartalnu stopu rasta -1,0%¹. Lična potrošnja je bila na sličnom nivou kao i u prošlom kvartalu ali je pad zaliha bio značajan kao i negativni uticaj neto izvoza. Građani održavaju nivo potrošnje nižom štednjom, zbog čega će u budućnosti kada se tržište rada dodatno oporavi i povećaju lični prihodi, morati više da štede pa će tada oporavak biti niži nego što je do sada planirano. Izvoz je opao a uvoz blago porastao pa je neto izvoz tokom Q1 umanjio stopu rasta za 0,9%. Ekonomisti su očekivali slab rast, pre svega zbog niskih temperatura i nagomilanih zaliha tokom Q3, ali ovako nizak rast je bio

¹ saar- desezonirana anualizovana kvartalna stopa rasta koja se koristi u SAD

iznenađenje. Sve komponente rasta su, osim lične potrošnje, imale negativan rast. Zabrinjava usporavanje poslovnih investicija i sektora građevinarstva. Ubrzo će podaci pokazati da li je ovo usporavanje samo privremeno, kao što velika većina ekonomista misli, ili je u pitanju prestanak oporavka. Za razliku od ekonomista investitori su dosta skeptični, o čemu svedoči kamatna stopa na 10-godišnje američke obveznice, koja je od početka godine pala sa 3% na ispod 2,5%. Razliku u percepciji najlakše je približiti činjenicom što nijedan ekonomista iz Blumbergove ankete ne predviđa ovu stopu ispod 3% do kraja godine, a prosečna prognoza je 3,25%. Vreme će pokazati da li je opreznost investitora bila opravdana, ali ukoliko ekonomisti budu u pravu u pogledu nastavka oporavka, oni koji kupuju obveznice od početka godine će imati gubitke.

Američki FED je tokom Q1 nastavio sa smanjivanjem mesečnog iznosa kupovine hartija od vrednosti, i do kraja godine se očekuje prestanak ove nekonvencionalne mere. Neizvesno je kada će se početi sa podizanjem referentne stope, a investitori priželjkuju da to bude što kasnije, pa je tržište negativno reagovalo na izjavu guvernerke da bi podizanje referentne stope moglo da počne samo šest meseci nakon prestanka "kvantitativnog popuštanja". Ukupna inflacija u SAD je počela da se povećava, tako da je u aprilu iznosila 2%, a isti trend je prisutan i kod bazne inflacije koja je od 1,6% u februaru porasla na 1,8% u aprilu.

Nezaposlenost je od 6,6% od početka godina opala na 6,3% u aprilu, što je najniža stopa u prethodnih 5 i po godina ali je participacija na tržištu rada najniža od 1982 godine za građane starosti od 25 do 54 godine, u starosnom dobu kada su najproduktivniji. Ovakva situacija komplikuje politiku FED-a koji ne može samo da se određuje stopama nezaposlenosti i inflacije u situaciji kada je participacija ne veoma niskom nivou. Ukoliko ne dođe do povećanja participacije na tržištu rada, lična potrošnja neće moći da podržava rast BDP. Stoga je moguće je da će se odložiti povećanje referentne stope sve dok se participacija na tržištu rada ne poveća.

Trgovinski deficit se povećava, pa je u aprilu iznosio čak 47,2 milijarde dolara što je najveći deficit od aprila 2012. godine. Dok uvoz raste, izvoz stagnira usled usporavanja Evrope i Kine.

Centralna i istočna Evropa

Hrvatska je u prvom kvartalu imala imala negativnu stopu rasta BDP-a (-0,4%) na godišnjem nivou, što je već deseti uzastopni kvartal u kome BDP Hrvatske opada. Kratkoročni indikatori upućuju na rast izvoza, pad uvoza dok su lična i investiciona potrošnja i dalje slabe. Fiskalna konsolidacija smanjuje ličnu potrošnju, investicije se ne oporavljaju, a rast izvoza je skroman dok će poplave umanjiti poljoprivrednu proizvodnju. Hrvatska beleži blagu deflaciju tokom prvog kvartala (april i mart -0,1%, feb -0,2%) ali se ne očekuju negativne posledice pada cena jer je ta pojava verovatno prolazna s obzirom da je njen uzrok prevashodno pad cena sirovina na svetskom tržištu. U Hrvatskoj je likvidnost na dovoljnom nivou, pa verovatno neće biti daljeg smanjivanja referentne stope. Za izlazak zemlje iz recesije potrebni su strukturne reforme koje će povećati konkurentnost pre nego stimulacija agregatne tražnje smanjenjem referentne stope. Agencije Fič i Mudis su smanjile prognozu rejtinga u negativnu, jer su javne finansije ugrožen usled niskog rasta i izostanka reformi. I pored toga, u maju je zbog zainteresovanosti investitora obavljena uspešna aukcija 8-godišnjih obveznica u vrednosti od 1,25 milijarde evra, umesto milijardu planiranih.

Mađarska je tokom Q1 imala rast BDP-a od 3,5% na godišnjem nivou pre svega zbog jake industrijske proizvodnje i građevinarstva. Prerađivačka industrija je imala rast od 9,6% a građevinarstvo čak 25,2%. EU fondovi olakšavaju izvođenje infrastrukturnih radova. Mađarska nema problema sa inflacijom (inflacija je tokom Q1 bila blizu nule), forinta je ojačala, investitori su zainteresovani za državne obveznice, a pošto će ECB smanjiti svoju referentnu stopu, sve to stvara uslove u kojima Centralna banka Mađarske može da nastavi sa agresivnim smanjivanjem referentne stope. Centralna banka je sa 2,7% u februaru smanjila referentnu stopu u nekoliko navrata na 2,4% u maju. Može se očekivati dalje smanjivanje referentne stope do nivoa od 2,2% ali će kraj godine verovatno biti kraj tako agresivne monetarne politike. Forinta je ojačala u odnosu na evro. Agencija S&P je unapredila prognozu rejtinga za Mađarsku iz negativne u stabilnu. Očekuje se

povećanje stope nezaposlenosti za 0,2 - 0,3 pp (iznosila 8,1% u aprilu) usled prestanka vladinog programa javnih radova koji je instrument socijalne politike.

Stopa rasta BDP-a Rumunije u Q1 je iznosila 3,8% na godišnjem nivou što je najviša stopa rasta u Evropskoj uniji. Uzroci visokog rasta su oporavljanje lične potrošnje i neto izvoza. Rumunska centralna banka će verovatno usled niske inflacije pristupiti smanjivanju stope obaveznih rezervi kako bi stimulisala kredite preduzećima u domaćoj valuti. U aprilu je zaduživanje u domaćoj valuti imalo rast od 6,1% na godišnjem nivou. Rumunija je uspela da uspešno plasira 30-godišnje evroobveznice pa je time povećala prosečnu ročnost svoga duga. Lej je dostigao najviši nivo od prošlog leta (4,4 leva/evra). Agencija S&P je podigla rejting Rumunije na nivo investicionog ranga (*investment grade*) a agencija Mudis promenila prognozu rejtinga iz negativne u stabilnu jer se eksterni dug i budžetski deficit smanjuju. Prilikom posete potprednika Bajdena, dogovorena je veća saradnja u cilju povećanja američkih investicija u rumunsku privredu, jer je zastupljenost investitora iz SAD veoma niska.