

8. Međunarodno okruženje

Globalni oporavak se nastavlja, razvijene zemlje, posebno SAD i evrozona, ubrzavaju rast dok se mnoge zemlje u razvoju (ZUR) suočavaju sa posledicama odliva kapitala. FED i ECB nastavljaju sa ekspanzivnom monetarnom politikom ali nižim intenzitetom dok mnoge centralne banke zemalja u razvoju podižu kamatne stope kako bi sprečile pad vrednosti svojih valuta. Moguć je dogovor republikanaca i demokrata oko budžeta što bi pojačalo finalnu tražnju u SAD, dok evrozona smanjuje ukupni fiskalni deficit koji se približava prikladnom nivou. Na globalnom nivou pojavljuje se dihotomija rasta cena, inflacija je dosta niska u razvijenim zemljama, pogotovu u evrozoni, dok se mnoge zemlje ZUR-a suočavaju sa visokom inflacijom. U istočnoj Evropi kao i u razvijenim zemljama inflacija opada. Najveći rizici po globalni rast su makroekonomske krize i smanjenje rasta u ZUR, kao i moguća eskalacija krize u Ukrajini. U zemljama ZUR povećana je politička nestabilnost.

Svet

Prema najnovijim prognozama MMF-a iz januara, stopa rasta za svet za 2014. je blago povećana na 3,7% dok za 2015. iznosi 3,9% kao i u prošlom izveštaju. Razvijene zemlje bi trebalo da ostvare tokom 2014. rast od 2,2% a zemlje ZUR-a 5,1%. Ovog puta je smanjena stopa u 2014. za Rusiju sa 3,0% na 2%, i za Brazil sa 2,5% na 2,3% dok je povećana za Kinu sa 7,2% na 7,5% i Indiju sa 5,2% na 5,4%. MMF savetuje strukturne reforme i u ZUR i u razvijenim zemljama, nastavak ekspanzivne monetarne politike u razvijenim zemljama sve dok oporavak ne bude izvestan, a u ZUR mere koje će povećati finansijsku i makroekonomsku stabilnost.

FED je u decembru počeo smanjivanje ekspanzivnosti monetarne politike. Investitori su zbog toga počeli da povlače "vruć kapital" iz ZUR-a što je dovelo do rasta njihovih troškova zaduživanja, pada cena akcija i depresijacije valuta. Međutim, ne može se govoriti o jednostranoj odgovornosti FED-a za negativne posledice u ZUR. Još od prošlog leta, nakon najave da se priprema manje ekspanzivna monetarna politika FED-a, počela je nestabilnost na tržištima ZUR-a, a među ekonomistima je postao popularan termin "ranjiva petorka"¹ - koju čine Brazil, Indija, Turska, Južna Afrika i Indonezija. Ove zemlje imaju neke zajedničke ekonomske probleme - visoku inflaciju i deficit tekućeg računa, usporavanje rasta, a neke od njih imaju i visoke političke rizike. Dodatno je situaciju otežalo to što je rast počeo da se ubrzava u SAD i evrozoni, pa je kapital počeo da se odliva u ta tržišta jer su ona postala primamljivija usled veće premije na rizik. Međutim, rast BDP u razvijenim zemljama povećava tražnju za proizvodima iz ZUR, što pozitivno utiče na njihov rast. Prema tome rast razvijenih zemalja utiče na rast u ZUR kroz dva suprotna mehanizama, odliv kapitala i rast tražnje za njihovim proizvodima. Moguće je neto efekat ova dva mehanizma u kratkom roku negativan, ali će u dugom roku rast razvijenih privreda verovatno pozitivno uticati na privrede ZUR.

U mnogim zemljama ZUR-a povišen je politički rizik koji se često manifestuje kroz masovne demonstracije, što negativno utiče na finansijsku stabilnost i ekonomski rast. MMF ističe da su u većini zemalja ZUR-a neophodne strukturne reforme da bi se otklonile makroekonomske slabosti, dok neki oblici kontrole volatilnog toka stranog kapitala takođe mogu biti korisni.

Slično kao i ranije kada je MMF imao drugačije mišljenje nego ECB o intenzitetu fiskalne štednje u evrozoni, sada je glavna tema kako izbeći opasnost od deflacije. ECB opet ima konzervativniji pristup i vidi manju opasnost od deflacije nego što je to slučaj sa ekonomistima MMF-a koji smatraju da je oporavak u evrozoni tek počeo i da bi bilo ispravno na vreme sprečiti dalji pad cena koji bi mogao biti opasan ukoliko se rast ekonomije evrozone opet uspori.

¹ Kao što je skraćena Brik skovana od strane ekonomista Goldman Sachs-a, fraza "ranjiva petorka" je kreacija Morgan Stanley-a. Kao sinonim za ovu frazu koristi se i skraćena BIITS. "Ranjiva petorka" čini 7% svetske ekonomije.

Istočna Evropa nije bila toliko izložena pritiscima kao “ranjiva petorka” usled početka “izlazne strategije” FED-a ali bi eskalacija krize u Ukrajini mogla da dovede do značajnijeg odliva kapitala. Investitori nisu dovoljno informisani o ovim zemljama, koji iz predostrožnosti mogu da povuku kapital samo usled geografske blizine zemalja, kao što je to bio slučaj sa Poljskom i Mađarskom na početku ukrajinske krize. Eventualni oružani sukobi ili ozbiljnije sankcije prema Rusiji od strane Zapada, mogli bi dovesti do usporavanja rasta u evrozoni, odliva kapitala iz istočne Evrope kao i rasta cene nafte, što bi imalo sinergetski negativan efekat na ekonomije istočne Evrope. Neophodno je naglasiti da Srbija deli dosta makroekonomskih slabosti sa “ranjivom petorkom”, tako da ne treba isključiti mogućnost da ukoliko se kriza u Ukrajini zaoštri, Srbija bi mogla biti među najranjivijima u istočnoj Evropi, tako da bi se njeni troškovi zaduživanja povećali, a pritisci za slabljenje dinara bi se pojačali.

Evrozona

Pošto se oporavak ubrzao, Evropska komisija (EK) korigovala je prognozu rasta BDP-a evrozone sa 1,1% na 1,4% u 2014. Kvartalni rast se ubrzao sa 0,1% q/q tokom Q3 na 0,3% q/q tokom Q4. Tokom prošle godine rast je bio negativan (-0,4%). Rast je u evrozoni sve ujednačeniji pa je oporavak sada primetan i u zemljama periferije - Španija je na kvartalnom nivou u Q4 ostvarila rast od 0,2%, Italija 0,1% a Portugalija čak 0,5%. Rezultat je bio iznad očekivanja i u Nemačkoj 0,4% q/q i Francuskoj 0,3% q/q. Rastu u evrozoni su najviše doprineli izvoz i investicije, dok su zalihe i javna potrošnja uticale negativno (javna potrošnja je zabeležila prvi pad od Q3 2012. godine). Ankete upućuju da će se rast dalje ubrzati tokom Q1 ove godine.

Iako su mnogi ekonomisti očekivali reakciju usled dosta niže inflacije od targetirane (0,8% umesto 2,0%), Evropska centralna banka nije smanjila referentnu kamatnu stopu² niti upotrebila neki drugi instrument kako bi sprečila dalji pad cena ili stimulisala rast. Zbog toga je evro značajno ojačao u odnosu na dolar. Ne planira se promena politike u skorijoj budućnosti, a kako se očekuje rast cena zajedno sa bržim rastom, pasivnom politikom će se uticati pozitivno na ekonomsku aktivnost jer će refi stopa realno opadati sa rastom inflacije. Tek u 2016. će stopa inflacije biti blizu targetirane. Kreditni rast je i dalje nizak, dok je nivo privatnog i javnog duga visok, što usporava proces “sređivanja” bilansa stanja preduzeća i država u evrozoni.

Ukupna inflacija u evrozoni je i dalje niska, ali se u februaru stabilizovala na nivou iz januara (0,8%) dok je na mesečnom nivou nastavila da opada u Nemačkoj, Španiji i Italiji. Bazna inflacija je blago ubrzala na 1%. Slaba domaća tražnja nastaviće da održava inflaciju na niskom nivou, tako da će tek sledeće godine usled bržeg ekonomskog rasta doći do njenog povećanja na nivo od oko 1,5%.

Nakon agresivne fiskalne konsolidacije u evrozoni prethodnih godina, fiskalni deficit bi trebalo da nastave da opadaju ali sporijim tempom. Merama štednje se tokom 2013. fiskalni deficit evrozone smanjio za 0,6 p.p. na 3,1%. Ove godine se prognozira pad fiskalnog deficita na 2,6% nakon čega će održavati na tom nivou. Grčka je ostvarila suficit u primarnom budžetu od 1,5 milijarde evra, veći od očekivanog, čime su se stekli uslovi za ponovno reprogramiranje duga i manje restriktivnu socijalnu politiku prema najugroženijim građanima.

Nezaposlenost u evrozoni je od oktobra na stabilnom nivou od 12%, najniža je u Austriji (4,9%) i Nemačkoj (5%) dok je najviša u Grčkoj (oko 28%) i Španiji (25,8%).

Tokom Q4 je suficit tekućeg bilansa evrozone iznosio 66,8 milijardi evra, što je za 24 milijarde evra više nego u Q3, pre svega zbog rasta trgovinskog suficita. Brži rast evrozone utiče pozitivno na ekonomski rast Srbije, pogotovu što je u poslednjem kvartalu nastavljen oporavak u Italiji, koja je najveći uvoznik srpskih proizvoda.

² Referentna kamatna stopa iznosi samo 0,25% pa je prostor za njeno dodatno smanjenje skoro iscrpljen.

SAD

Rast tokom Q4 je iznosio 3,2%³ što je niže od 4,1% u Q3 prošle godine, ali usporavanje nije negativna vest kada se pogleda detaljnije struktura rasta. Rezultat iz Q3 je pre svega bio visok jer su zalihe naglo povećane, pa je bilo normalno očekivati usporavanje u narednom kvartalu u kome će se one smanjivati. Ne samo da su zalihe ovaj put minimalno doprinele rastu već je nivo investicija u fiksni kapital koji je već neko vreme na niskom nivou, napokon imao visok rast (6,9%), dok je izvoz imao stopu rasta od čak 11,4%. Domaća tražnja je i dalje slaba, a negativno je što su rezidencijalne investicije imale značajno usporavanje tokom Q4, kao i javna potrošnja i ulaganje u poslovne objekte.

Američki FED je u decembru i februaru smanjio mesečan iznos kupovina hartija od vrednosti na tržištu za po 10 milijardi dolara, tako da je monetarna politika sada manje ekspanzivna. FED i dalje ima problema sa komunikacijom. Kao što je u septembru bila neočekivana odluka da FED ne namerava da smanji intenzitet “kvantitativnog popuštanja”, tako je u decembru opet iznenađenje bilo kada je takva odluka doneta. Predviđa se da će u prvog polovini sledeće godine FED početi sa povećavanjem referentne stope. Smanjenje intenziteta ekspanzivne politike i očekivanja normalizacije visine referentne stope su za posledicu imale vraćanje kapitala iz ZUR-a u SAD, što je destabilizovalo mnoga finansijska tržišta, oborilo cene akcija, obveznica i valute zemalja u razvoju. Ukupna inflacija u SAD je od oktobra (1%) počela da raste i u februaru je iznosila 1,6%, dok je bazna inflacija dosta stabilna (1,6% u februaru).

Predsednik Obama je predložio budžet za 2015. godinu koji bi olakšao plaćanje poreza građanima sa nižim primanjima i promenom regulative zatvorio “rupe” putem kojih bogatiji građani plaćaju niže efektivne poreske stope, koje su često niže nego efektivne poreske stope koju plaćaju građani sa prosečnim primanjima. Osim toga, planira se izgradnja infrastrukture, ulaganje u tehnološke inovacije i obuka nezaposlenih u cilju savladavanja strukturnih problema američke privrede. Predlog budžeta u isto vreme je način da se motivišu birači za predstojeće izbore za Predstavnički dom i Senat. Takođe, taj plan podrazumeva smanjenje budžetskog deficita na nivo od 1,6% u 2024, što je niže nego što je ranije planirano. Kao dokaz da je njihova fiskalna konsolidacija uspešna, demokrate ističu da je budžetski deficit sada skoro upola niži u odnosu koliko je iznosio tokom prvog mandata Predsednika Obame, te da agresivnije mere štednje koje predlažu republikanci nisu neophodne.

Nezaposlenost iznosi 6,7%, sada je već blizu nivoa koji je poželjan za FED ali je problem niska participacija na tržištu rada. U decembru i januaru su izveštaji sa tržišta rada bili su dosta negativni, ali još nije izvesno da li su uzroci niske temperature i nevreme tokom zime, ili je došlo do usporavanja ekonomije.

Centralna i istočna Evropa

Zemlje istočne Evrope su se pokazale rezistentnije na odliv kapitala nego ostale zemlje ZUR-a nakon odluke FED-a u decembru, pre svega jer je znatno manje “vrućeg” kapitala u prethodnim godinama ulagano u ovaj region nego u ostala rastuća tržišta, dok priliv EU fondova često pokriva tekući deficit, a devizne rezerve su na zavidnom nivou. U nekim zemljama istočne Evrope, kao što su Slovačka i Češka, smanjuje se razlika u prinosima između njihovih i nemačkih obveznica, što upućuje na sve veću diferencijaciju između samih zemalja u istočnoj Evropi. Srbija, Slovenija i Hrvatska su najranjivije u istočnoj Evropi kada se uzmu u obzir nivoi javnog duga i budžetskog deficita. Mnoge zemlje koriste smanjenje inflacije kako bi kroz snižavanje referentne stope stimulisale privredu, a poljoprivredna proizvodnja je pozitivno uticala na rast u regionu.

Zemlje istočne Evrope nemaju jake trgovinske veze sa Ukrajinom, tako da bi kroz te kanale negativan uticaj eskalacije krize bio dosta nizak, ali je moguće da strani investitori povuku sredstva iz regiona usled geografske blizine. Strani investitori često geografsku blizinu smatraju snažnim elementom geopolitičkog rizika, pogotovu kada su u pitanju zemlje o kojima nisu dovoljno in-

³ Saar- desezonirana anualizovana kvartalna stopa rasta koja se koristi u SAD

formisani. Eventualna eskalacija krize, koja nije mnogo verovatna, negativno bi uticala na zemlje centralne i istočne Evrope po više osnova: otežano snabdevane energentima, smanjenje priliva kapitala i dr.

Hrvatska je imala pad BDP od 1,2% tokom Q4, pre svega zbog slabe domaće tražnje. Lična potrošnja je opala za 1,8% na godišnjem nivou a investicije za 3,3%. Rastu su doprineli javna potrošnja i neto izvoz koji su imali pozitivan rast, 1,8% i 3,3% na godišnjem nivou. Predviđa se stagnacija privrede u ovoj godini. Zbog slabe tražnje inflacija je i dalje niska, u januaru je na mesečnom nivou bila blago negativna (-0,1%) a na godišnjem blago pozitivna (0,1%). Zbog niske likvidnosti, visokog javnog duga i budžetskog deficita, ukoliko bude bilo pritiska na kunu, troškovi zaduživanja će se povećati. U istočnoj Evropi, jedino Mađarska ima viši odnos javnog duga prema BDP-u nego Hrvatska, a samo Srbija ima viši budžetski deficit. Usled tih rizika i pritiska Evropske komisije, Vlada Hrvatske je uradila rebalans budžeta kako bi deficit u 2014. godini iznosio 4,5%. Da bi se povećali prihodi, razmatra se premeštanje fondova lica sa beneficiranim radnim stažom iz drugog stuba u državni penzioni fond (Evropska komisija se ne protivi) ili povećanje zdravstvenih doprinosa na 15%.

Mađarska je imala rast BDP-a u Q4 od 2,7% na godišnjem nivou, iznad očekivanja, dok je kvartalna stopa iznosila 0,5%. Lična potrošnja je posle dužeg perioda imala rast od 1% na godišnjem nivou, dok su povećane investicije, javna potrošnja i izvoz. Poljoprivreda je kao i u mnogim drugim zemljama istočne Evrope imala visok rast. Predviđa se rast BDP-a od oko 2% u ovoj godini. Ukupna inflacija je opala sa 0,9% u oktobru na 0% u januaru pre svega usled administrativnog snižavanja cena, što predstavlja najnižu inflaciju u poslednjih 40 godina. Referentna stopa je smanjena sa 3,4% u oktobru na 2,7% u februaru, u skladu sa neortodoksnom monetarnom politikom, da bi se u uslovima niske inflacije stimulisala privreda. Međutim, mnogi ekonomisti misle da je tako agresivno spuštanje referentne stope opasno, jer će uskoro efekat administrativnih mera prestati, tako da će inflacija krajem godine verovatno biti blizu 1%. Troškovi zaduživanja države su relativno stabilni, jer je udeo domaćeg tržišta značajan, ali visok spoljni dug i njegova niska prosečna ročnost u budućnosti mogu uticati na rast kamatne stope na državne obveznice. Nezaposlenost je dalje opala na 8,9% pre svega zbog povećanja zaposlenih na javnim radovima, što je instrument socijalne politike.

U Rumuniji je tokom Q4 rast iznosio 1,5% q/q, i 5,2% na godišnjem nivou, što je bilo iznad očekivanja pre svega zbog visokog izvoza, povećanja nivoa zaliha i poljoprivredne proizvodnje. Predviđa se rast od oko 2% u 2014. Rumunska Centralna banka planira smanjenje stope obaveznih rezervi što će povećati tražnju za domaćim obveznicama. Ukupna inflacija je opala sa 1,9% u oktobru na 1,1% u februaru, pa je time bilo omogućeno smanjenje referentne stope u nekoliko navrata od oktobra kada je iznosila 4,25% na 3,5% u februaru. Liberali su oborili vladu pošto nisu uspeli da dobiju podršku za svoj program. Socijaldemokrate su obezbedile podršku od 60% u parlamentu za formiranje nove vlade, a investitori su reagovali pozitivno jer su troškovi zaduživanja nakon toga opali a rumunska valuta ojačala.