

## 8. Međunarodno okruženje

Globalni oporavak se odvija sporije nego što se očekivalo zbog niskog rasta u zemljama u razvoju. Nastavlja se ekspanzivna monetarna politika u razvijenim zemljama, dok SAD i EU sprovode fiskalnu konsolidaciju. FED odustao od plana da smanji tempo kvantitativnog puštanja nakon što je kamatna stopa na dugoročne obveznice prebrzo porasla. ECB je zbog sporog i krhkog oporavka privrede i niske i opadajuće inflacije smanjila referentnu stopu na 0,25%. U zemljama u razvoju većina zemalja nema prostora za ekspanzivnu fiskalnu politiku a troškovi zaduživanja se povećavaju kako se FED približava "izlaznoj strategiji". Rizici po globalni rast su politička mimoilaženja oko fiskalne politike u SAD, usporavanje zemalja u razvoju, a možda najznačajniji rizik je mogući nagli skok kamatnih stopa. Inflacija opada u SAD i EU.

### Svet

Prema prognozama MMF-a iz oktobra globalni rast će tokom 2013. iznositi 2,9% a u 2014. 3,6%. Razvijene zemlje bi trebalo da ostvare tokom 2014. rast od oko 2% a zemlje u razvoju 5,1%. Prognozirana stopa za 2014. godinu smanjena je za Kinu sa 7,4% na 7,3%, za Brazil 3,2% na 2,5%, za Indiju sa 6,2% na 5,1% i za Rusiju sa 3,3% na 3%.

U EU se oporavak nastavlja ali iako izvoz raste u zemljama periferije to je nedovoljno da se umanje negativni efekti niske domaće tražnje. Takođe, i dalje nije postignut dogovor o rešavanju problema banaka sa lošim bilansima. EU i Kina planiraju da sprovedu sporazum o investicijama kako bi sprečili uvođenje novih protekcionističkih mera, koje obično imaju negativne efekte za obe strane i smanjuju ekonomski rast. Ovaj sporazum će verovatno otkloniti neke barijere za investicije i otvoriti kineski bankarski sektor, a kineske investicije učiniti sigurnijim u EU.

Rast privreda zemalja u razvoju ponovo se usporava, a uzroci su jednim delom ciklični, a drugim strukturni. U Kini je prema MMF-u, potrebno povećati domaću tražnju a u Brazilu i Indiji urediti privredni ambijent kako bi se povećale strane investicije. Smanjenje ekspanzivnosti monetarne politike FED-a, predstavlja opasnost za zemlje sa visokim budžetskim deficitom i inflacijom. Veća dugoročna kamatna stopa u SAD povećava troškove zaduživanja, dok povlačenje kapitala slabi domaće valute i povećava uvoznju inflaciju.

### Evrozona

Evropska komisija (EK) predviđa pad BDP-a evrozone od -0,4% u 2013. i rast od 1,1% u 2014. Rast desezoniranog kvartalnog BDP tokom godine se usporava sa 0,3% u Q2 u odnosu na Q1 na 0,1% u Q3 u odnosu na Q2. Na međugodišnjem nivou rast je i dalje negativan (-0,4%). Oporavak je i dalje slab, a najverovatnije će se sličnim tempom nastaviti tokom Q4. U Nemačkoj je u Q3 rast iznosio 0,3% u odnosu na prethodni kvartal, dok je u Francuskoj rezultat BDP u Q3 opao u odnosu na prethodni kvartal za -0,1%. Od zemalja sa periferije EU Španija je iznenadila sa pozitivnim rastom od 0,1% u trećem kvartalu, dok je u Italiji u Q3 BDP opadao u odnosu na prethodni kvartala za -0,1%.

Ukupna inflacija u oktobru je u evrozoni opala za čak 0,4 p.p. sa 1,1% na 0,7%, što je blizu najnižeg nivoa u poslednje četiri godine. Na pad su pre svega uticale volatilne komponente - hrana i gorivo, ali je i bazna inflacija opala za 0,2 p.p. na 0,8%, što je dokaz da domaća tražnja usled visoke nezaposlenosti i dalje utiče negativno na inflaciju. Iako je u novembru došlo do povećanja inflacije na 0,9% ne očekuje se njeno značajnije ubrzanje.

Evropska centralna banka je smanjila REPO stopu sa 0,5 p.p. na 0,25%, pre svega usled sporog oporavka privreda evrozone, ali i zbog niske i opadajuće inflacije. Smanjenje stope nije bilo očekivano, pa se tumači kao signal da će ECB biti spremna da nastavi i sa ostalim instrumentima podrške oporavka. Bilans ECB se za razliku od bilansa ostalih velikih centralnih banaka

smanjuje prethodnih meseci jer se komercijalne banke razdužuju što smanjuju tražnju i inflaciju. Očekuje se da ECB nastavi sa programima koji će podizati likvidnost.

Nezaposlenost je u evrozoni relativno stabilna i tokom Q3 se povećala za 0,1 p.p., tako da je dostigla 12,2%. Najniža je nezaposlenost u Austriji (4,9%) i Nemačkoj (5,2%) dok je najviša u Grčkoj (27,6%) i Španiji (26,6%).

Fiskalni deficit u zemljama EU bi trebalo da sledeće godine bude niži nego ove usled fiskalnih konsolidacija, koje se sprovode u većini zemalja članice. Planirani fiskalni deficit članica EU za narednu godinu iznosi -2,5% umesto ovogodišnjih -3,1% BDP. Prema poslednjim podacima javni dug članica evrozone se povećao na 93,4% BDP-a. Najveći odnos duga prema BDP imaju Grčka (161,1%) Italija (133,3%), Irska (125,7%) a najniži Estonija (9,8%) i Bugarska (18%).

Tokom Q3 je trgovinski suficit evrozone je iznosio 37,4 milijardi evra, nešto manji nego u Q2 kada je iznosio 40,8 milijardi.

## SAD

Tokom Q3 SAD je ostvarila rast od 1,6% na godišnjem nivou, isto kao i tokom Q2 ali je rast na kvartalnom nivou ubrzan (sa 2,5% na 2,8%<sup>1</sup>). Rastu su doprineli gomilanje zaliha i neto izvoz, dok je domaća tražnja usporila. Državna potrošnja je nakon godinu dana smanjivanja imala rast, a privatna tražnja je usporila pre svega zbog niskih investicija u opremu i slabe lične potrošnje. Relativno niska stopa rasta SAD je glavni razlog zašto ne može doći do ozbiljnijeg porasta zaposlenosti, i ekonomija je zbog toga ranjiva na šokove, tako da politička situacija bez dogovora oko fiskalne politike povećava rizik od budućeg usporavanja privrede, kada instrumenti monetarne politike neće imati efekat kao do sada.

Američki FED je slao divergentne signale u pogledu monetarne politike koju će sprovesti u skorijoj budućnosti. Nakon značajnog rasta dugoročnih kamatnih stopa tokom leta, nastupilo njihovo ponovno smanjivanje nakon što je FED promenio svoje mišljenje o datumu početka smanjivanja “kvantitativnog popuštanja”. Bazna inflacija od tokom leta stagnirala na nivou od oko 1,7%, dok je ukupna inflacija od avgusta do oktobra opala sa 2% na 1%.

Fiskalna konsolidacija u SAD se i dalje sprovodi na loš način - putem sekvesterizacije, usled nedostatka dogovora republikanaca i demokrata. Politička neizvesnost smanjuje investicije. Kapitalne investicije trenutno čine oko 50% profita kompanija što je znatno niže nego istorijski prosek, tako da oporavak neće biti brži sve dok firme ne počnu više da investiraju. Nažalost politička situacija i neslaganje oko fiskalne politike negativno utiče na sklonost menadžera da investiraju.

Nezaposlenost se tokom Q3 smanjivala - u junu je iznosila 7,6% a u oktobru 7,3%. Međutim, ovaj podatak ne treba shvatati previše pozitivno, jer iako nezaposlenost opada, smanjuje se participacija na tržištu rada, koja je sada ispod 63%. Da je participacija ostala na istom nivou kao pre krize, kada je iznosila oko 66%, sada bi stopa nezaposlenosti bila preko 11%! Pošto je monetarna politika FED-a vezana za dva cilja, održanje zaposlenosti i stabilnosti cena, verovatno će zbog niske stope participacije izostati “zatezanje” monetarne politike ukoliko čak i ako stopa nezaposlenosti padne na 6,5%.

## Centralna i Istočna Evropa

Nakon što je FED saopštio da neće tako brzo početi da realizuje “izlaznu strategiju” monetarne politike, troškovi zaduživanja zemalja u razvoju su opali u odnosu na nivo zabeležen tokom leta, ali su i dalje značajno viši nego početkom godine. U Aziji i Južnoj Americi je zbog “bekstva” kratkoročnog kapitala u mnogim zemljama zabeležen značajan pad valuta<sup>2</sup>, porast troškova zaduživanja, kao i prodaja akcija. Negativni efekti su bili manji izraženi u našem regionu<sup>3</sup> usled

<sup>1</sup> saar- desezonirana anualizovana kvartalna stopa rasta koja se koristi u SAD

<sup>2</sup> Brazilski real i indijski rupi su od maja izgubili oko 20% vrednosti a južnoafrički rand i turska lira oko 15%

<sup>3</sup> Osim u Ukrajini i Turskoj pre svega zbog visokih tekućih deficita (Turska se često svrstava u region centralne i istočne Evrope)

## 8. Međunarodno okruženje

jačih veza sa evrozonom nego sa SAD, odakle je ulagano manje “vrućeg” kapitala nego u ostale ZUR. Međutim, iz ovoga ne treba zaključiti da će naš region sigurno biti stabilniji i u budućnosti, jer zemlje našeg regiona često imaju gori odnos javnog duga/BDP-u kao i veće potrebe za finansiranjem. Ukoliko nakon rasta kamatnih stopa sledeće godine strani investitori promene percepciju u pogledu našeg regiona, Srbija može biti ranjiva usled visokog odnosa javnog duga/BDP.

Pošto inflacija u zemljama u regionu opada, a privreda stagnira ili se sporo oporavlja, mnoge centralne banke takav ambijent koriste pa smanjuju nivo referentne stope.

Hrvatska je tokom Q3 ostvarila negativan rast od -0,6% nešto blaže nego u Q2 (-0,7%) ali predstavlja ekonomski pad osmi kvartal za redom. Verovatno su uspešna turistička sezona i blagi oporavak lične potrošnje pomogli rast, ali je izlazak iz CEFTA-e smanjio izvoz i ubrzao pad industrijske proizvodnje. EK prognozira rast od 0,5% sledeće godine, mada je nakon ovako slabog rezultata u Q3 verovatnije da će on biti blizu nule u 2014. Ukoliko investicije budu niske u 2014, Hrvatska će šestu godinu za redom biti u recesiji. Nezaposlenost će u 2014. verovatno ostati na sličnom nivou kao i sada, blizu 17%.

I u Hrvatskoj dolazi do smanjenja inflacije, pa je inflacija oštro opala sa 1,1% u septembru na rekordno niskih 0,2% u oktobru. Očekuje se jednokratni skok cene zbog podizanja niže stope PDV-a, za neke proizvode, kao povećanja i akcize na cigarete. Narodna banka održava likvidnost banaka i podstiče kreditnu aktivnost.

Vlada je predstavila budžet za 2014. koji planira budžetski deficit od 5,5% što šalje signal investitorima da ova vlada nije spremna na odlučnije reforme. Ministar finansija je pre plana o budžetu izjavio da će Hrvatska pozvati u pomoć MMF ukoliko okolnosti ne budu povoljne sledeće godine. Na ovaj način se investitorima daje garancija da Hrvatska neće kao Mađarska oklevati da napravi dogovor sa MMF-om, ali se ipak očekuje rast troškova zaduživanja Hrvatske usled nedostatka političke volje da se smanji javna potrošnja. Osim niže potrošnje, vlada bi trebalo da promeni zakon o radu kako bi tržište rada bilo fleksibilnije.

Tokom Q3 Rumunija je ostvarila rast iznad očekivanja, 4,1% na godišnjem nivou i 1,6% u odnosu na prethodni kvartal. Rastu su najviše doprineli izvoz, poljoprivreda i industrijska proizvodnja, a oporavlja se i lična potrošnja. EK prognozira rast od 2,2% za 2013. i 2,1% za sledeću godinu. Ekonomski rast je u nekoj meri izložen političkom riziku jer će sledeće godine biti održani predsednički izbori. Inflacija je u Rumuniji u oktobru iznosila 1,9% na godišnjem nivou. Centralna banka je smanjila referentnu stopu za 0,25 p.p. na 4%.

U planu je novi stand by aranžman sa MMF-om a kao i ranije deo sredstava je obezbedila i Evropska Unija. Rumunski predsednik je iskoristio svoja ustavna ovlašćenja i sprečio dizanje akcize na gorivo (što je deo dogovora sa MMF-om), zato što bi po njemu ta mera samo povećala inflaciju i smanjila tražnju. Predsednik Trajan Bašesku koristi ovu situaciju kako bi se sukobio sa vladom, ali to najverovatnije neće ugroziti aranžman sa MMF-om, jer će i ukoliko parlament usvoji zahteve predsednika, sredstva planirana od skupljanja akciza, biti nadomeštena uštedom na drugom mestu u budžetu. Rumunija sprovodi fiskalnu konsolidaciju dosta uspešno, i vlada planira budžetski deficit od 2,2% u 2014.

Mađarska je tokom Q3 imala viši rast od očekivanog 1,7% a na godišnjem nivou, u odnosu na prethodni kvartal 0,8%. Poljoprivreda je usled efekta niske baze zbog loših vremenskih uslova prošle godine imala visok rast, građevinarstvo je bilo pomognuto EU fondovima, a prerađivačka industrija je počela da koristi nove kapacitete u auto industriji. Pozitivan efekat na rast se očekuje i od programa centralne banke za pomoć malim i srednjim preduzećima koja žele da uzmu kredite za investicije.

Inflacija je nastavila da pada tokom Q3 i iznosi 0,9% u oktobru. Regulisane cene od strane vlade i lokalne samouprave uticale su na pad inflacije, kao i nešto sporiji rast cena hrane i goriva nego prošle godine. Pošto će cene struje i goriva biti opet administrativno smanjene u novembru, procenjuje se da će inflacija na godišnjem nivou u decembru iznositi samo 0,4%. Kako će efekti

visoke baze i administrativnih smanjenja sledeće godine nestati, godišnja inflacija na kraju sledeće godine se prognozira iznad 2%.

Od avgusta prošle godine Centralna banka Mađarske je smanjila referentnu stopu sa 7% na sadašnjih 3,2% da bi stimulisala privredu, a očekuje se njeno smanjenje na 3% do kraja godine. Međutim, zbog očekivanog povećanja inflacije i dugoročnih kamatnih stopa, teško da će centralna banka moći da ostavi referentnu stopu na tako niskom nivou i sledeće godine.

Mađarska je u ovoj i prethodnoj godini značajno smanjila nivo budžetskog deficita, a namerava isto i sledeće, kada bi po projekciji vlade on trebalo da iznosi 2,9%, što je ispod nivoa propisanog u Mastrohtu. Efekti rasta dugoročnih kamatnih stopa se već osećaju na tržištu obveznica gde stopa na 10 godišnje mađarske obveznice dostiže blizu 6%. Odnos javnog duga/BDP je dosta visok (80%) pa nagli skok troškova zaduživanja može biti rizičan. Vlada je već obezbedila finansiranje za prvu polovinu 2014.