

8. Međunarodno okruženje

Globalni rast se nastavlja ali sporijim tempom. Od velikih razvijenih ekonomija samo se SAD nalazi u zreloj fazi oporavka i zbog toga se očekuje divergencija u monetarnoj politici. FED planira da podigne referentnu stopu u junu ili u septembru. S druge strane Kina, Japan i evrozona nastavljaju sa ekspanzivnom monetarnom politikom. ECB je pokrenula program „kvantitativnog popuštanja“ u vrednosti od preko trilion evra. Zbog niske ukupne inflacije spuštaju se referentna stopa u mnogim zemljama u razvoju. Zbog divergencije u monetarnoj politici, dolar jača u odnosu na ostale valute. Inflacija opada na globalnom nivou zbog pada cene nafte i usporavanja rasta. Povećana likvidnost usled mera ECB će skoro sigurno imati za posledicu niže troškove zaduživanja Srbije.

Globalni oporavak usporava, MMF je smanjio prognozirano stopu rasta za svet za 0,3 procentna poena za 2015. i 2016. godinu. Usporavanje je prisutno i u razvijenim i u zemljama u razvoju, i od važnijih ekonomija, samo je SAD imala pozitivnu korekciju prognoze za 2015, sa 3,1% na 3,6%. Za evrozonu umesto ranijih 1,4% sada se prognozira 1,2%, za Italiju je smanjena stopa sa 0,5 procentnih poena na 0,4% a za Nemačku smanjena sa 1,5% na 1,3%. Stope rasta u 2015. korigovane su nadole i za sve zemlje BRIK-a, za Kinu sa 7,1% na 6,8%, za Rusiju sa 0,5% na -3%, za Brazil sa 1,4% na 0,3% i za Indiju sa 6,4% na 6,3%. Interesantno je i da su Vlasti u Kini smanjile ciljnu stopu rasta BDP-a sa 7,5% na 7%, što predstavlja najniži cilj u poslednjih 15 godina.

Osim usporavanja svetskog rasta prisutan je i pad cene nafte i rast dolara. Pad cene nafte od preko 50% od septembra uticaće pozitivno na svetsku potrošnju. Na pad cene nafte pre svega je uticala povećana ponuda nafte, jer članice OPEC-a ovaj put ne smanjuju proizvodnju iako je cena nafte niska. Povećanoj ponudi pomogla je i proizvodnja iz škrljaca u SAD i Kanadi. Negativni uticaj pada cene nafte vidljiv je pre svega u Rusiji, Venecueli i Nigeriji, gde slabe valute i otežano je finansiranje javnog duga. Najveću korist od niske cene nafte imaće evrozona koja je veliki uvoznik, što će pomoći relativno nisku ličnu potrošnju. Zbog usporavanja svetske ekonomije i pada cene nafte, opada svetska inflacija, pa je čak 21 centralna banka od početka godine snizila referentnu kamatnu stopu. U periodima niske inflacije mnoge centralne banke koriste situaciju da stimulišu privredu nižim stopama.

Mnoge zemlje u razvoju već osećaju negativan uticaj zbog očekivanja podizanja referentne stope u SAD. Zbog toga mnoge valute gube vrednost, tako da je kompozitni indeks dolara porastao u roku od 12 meseci preko 20%, što se poslednji put desilo pre 30 godina. Jačanje dolara dovodi do “bega vrućeg kapitala” iz zemalja u razvoju, pogotovu u onim koje imaju visok deficit tekućeg računa i zavisne su od stranih izvora za finansiranje javnog duga.

Evrozona

Rast BDP-a u odnosu na prethodni kvartal se blago ubrzava sa 0,2% tokom Q3 na 0,3% u Q4, dok je međugodišnji rast iznosio 0,9%. Nemačka je imala solidan rast (1,5% na godišnjem nivou) ali je Italija imala pad od 0,5%, i dok je nivo BDP-a Nemačke značajno iznad nivoa pre početka krize, nivo italijanskog BDP-a je i dalje 10% niži. Španija je ostvarila rast od 2% i prednjači među zemljama periferije, dok je Poljska unatoč padu razmene sa Rusijom ostvarila rast od 3,2%. Ankete pokazuju da će se rast evrozone nastaviti i u prvom kvartalu 2015. godine.

Lična potrošnja se oporavlja u evrozoni, jer je aktivnost u maloprodaji u Q4 porasla na 0,8% u odnosu na prethodni kvartal. Ulaganje u fiksne investicije se sporo povećava, izvoz je podstaknut slabijim evrom, dok se javna potrošnja blago povećava. Rastu je doprineo i pad cene nafte, čiji je evrozona veliki uvoznik.

Ukupna inflacija u evrozoni je opadala tokom Q4, pa je od oktobra sa 0,4% pala na -0,3% u februaru, i u prethodna tri meseca je bila negativna. Glavni razlog pada je niska cena nafte, ali je i bazna inflacija blago opala sa 0,7% u oktobru na 0,6% u februaru, pre svega zbog pada cena industrijskih proizvoda (intermedijarnih dobara i robe široke potrošnje).

ECB je počela „kvantitativno popuštanje“. Najavljena je kupovina 1,1 triliona evra, i neće se kupovati obveznice čiji je prinos ispod stope na depozite ECB-a (-0,2%) kako bi uticaj na smanjenje kamatnih stopa bio što veći. Takođe, količina obveznica koje će biti kupljene neće prelaziti nivo od 33% ukupno raspoloživih jedne zemlje, što je elegantan način da se izbegne kupovina grčkih obveznica koje već prelaze taj limit, pa će se nastaviti kupovina tek u julu kada neke obveznice dođu na dospeće, čime će se nastaviti pritisak na grčku vladu. Kupovina će trajati sve dok se ne ostvari inflacija blizu ciljne od oko 2% (srednjoročna). Korporativne obveznice neće biti uključene, ročnost kupljenih HOV će biti između 2 i 30 godina, a zajednički rizik neće prelaziti 20%, dok će ostalih 80% rizika snositi nacionalne centralne banke.

Usled niske inflacije i slabe tražnje zbog visoke nezaposlenosti, prognoza je da će ECB podići kamatnu stopu nakon 2018. ili čak možda tek 2020. Zbog političkih otpora, „kvantitativno popuštanje“ je započeto kasno i zbog toga će evrozona u sledećim godinama verovatno podsecati na Japan. Kao i Japan, evrozona ima lošu demografiju, spor rast i nisku inflaciju, a prinosi na državne obveznice ostaće niski još nekoliko godina. Već sada preko četvrtine obveznica evrozona ima negativan prinos.

„Kvantitativno popuštanje“ neće biti efikasno ukoliko izostanu strukturne reforme u evrozoni. Mehanizam delovanja nije isti kao u SAD jer se u Evropi većina finansiranja preduzeća obavlja preko banaka a ne preko finansijskih tržišta. Takođe, manje građana evrozona drži akcije, pa će efekat na ličnu potrošnju zbog rasta cena akcija biti manji nego u SAD.

Stopa nezaposlenosti je opala sa 11,5% u oktobru na 11,2% u januaru. I pored napretka, relativno visoka stopa nezaposlenosti, zajedno sa merama štednje sprečava značajniji skok domaće tražnje u evrozoni, pa će oporavak trajati dugo.

Povećana likvidnost će verovatno uticati na niže troškove zaduživanja Srbije. Hrvatska je imala veoma uspešnu aukciju obveznica u evrima, koja se može objasniti samo kao posledica „kvantitativnog popuštanja“ ECB-a, jer Hrvatska i dalje ima nizak rast, probleme sa budžetskim deficitom i visok nivo javnog duga, odugovlače se reforme....Zbog toga je realno očekivati da će investitori koji traže veće prinose povećati tražnju i za srpskim obveznicama.

SAD

Rast BDP je u SAD tokom Q4 iznosio 2,2%¹, što je dosta niže nego tokom Q3 (5%) i Q2 (4,6%). Američka privreda i dalje nije ušla u fazu stabilnog oporavka jer je rast tokom 2014. iznosio 2,4%, što je malo više nego 2,2% u 2013. Iako je usporavanje značajno, i rast bio nešto ispod očekivanja, ipak je lična potrošnja nastavila da ubrzava (2,8%), kao i izgradnja stambenih objekata. Suprotno tome poslovne investicije su se usporile, što znači da kompanije još nisu potpuno sigurne u oporavak i odlažu ulaganja iako imaju dovoljno raspoloživih sredstava. Pre svega zbog jačeg dolara, izvoz se usporio a uvoz ubrzao tako da je neto izvoz opet imao negativan uticaj na rast BDP-a. Ulaganje u zalihe je bilo niže od očekivanja, tako da će se u Q1 kompanije verovatno povećati njihov nivo što će pozitivno uticati na rast u sledećem kvartalu. Na nizak rast dosta je uticalo usporavanje automobilske industrije, kao i niža javna potrošnje zbog smanjenje vojnih rashoda. Ipak, SAD i dalje ima višu stopu rasta nego ostale velike razvijene zemlje.

Indeks potrošačkih cena se tokom Q4 smanjivao, sa 1,7% u oktobru na -0,1% u januaru na godišnjem nivou, što je prva deflacija posle pet godina. Pošto je pad cena prouzrokovan pre svega padom cene energenata, ovo se može smatrati «dobrom» deflacijom, jer će to uticati na povećanje kupovne moći stanovništva. Za sada građani još nisu počeli da značajnije povećavaju potrošnju, već štede, najverovatnije jer nisu sigurni da li je pad cene nafte privremen. Uobičajeno je da se pad cene nafte odrazi pozitivno na potrošnju ali ne odmah već sa zakašnjenjem. Bazna inflacija je opala sa 1,8% u oktobru na 1,6% u januaru i nalazi se nešto ispod ciljanog nivoa od 2%. FED će verovatno u drugom polugođu povećati referentnu kamatnu stopu jer se stopa nezaposlenosti približava nivou koji se smatra punom zaposlenošću (5,5%). Pre krize je referentna stopa pri

¹ kvartalna desezonirana anualizovana stopa rasta

nivou pune zaposlenosti iznosila 3-4% a sada je i dalje blizu nule. Ukoliko se odloži povećanje referentne stope povećava se rizik od nekontrolisanog rasta inflacije kada se rast ubrza kao i pojave balona na finansijskim tržištima. Od povećanja referentne stope će se odustati ukoliko bazna inflacija nastavi da opada. Zbog očekivanja povećanja referentne stope dolar je ojačao u prethodnom periodu, podstaknut masovnim snižavanjem referentnih stopa od strane ostalih centralnih banaka širom sveta, kao i najavljenim «kvantitativnim popuštanjem» ECB-a. Jak dolar uticaće na smanjenje cena uvoznih roba, što će uticati na pad bazne inflacije. Međutim, podaci pokazuju znakove povećanja inflacije zarada (u januaru), a domaća tražnja jača, tako da scenario daljeg opadanja bazne inflacije i dublje deflacije nema visoku verovatnoću. Obično se u periodima deflacije sve komponente indeksa zajedno smanjuju, dok se sada troškovi stanovanja povećavaju.

Osim inflacije i nivo zaposlenosti je veoma važan za politiku FED-a. I pored ekstremno niskih temperatura, otpuštanja u sektoru energetike usled pada cene nafte i štrajkova lučkih radnika, tempo novog zapošljavanja se ubrzao, tako da je stopa nezaposlenosti opala sa 5,8% u oktobru na 5,5% u januaru što je okvirni nivo pune zaposlenosti. Već godinu dana se mesečno otvori preko 200 hiljada novih radnih mesta, što je blizu istorijskog rekorda i u tom periodu je povećan broj zaposlenih za preko 3 miliona radnika. Međutim, od kada je kriza počela nema značajnijeg rasta nadnica iako je stopa nezaposlenosti na niskom nivou. U januaru je mesečni rast nadnica iznosio 0,5% ali je u februaru iznosio samo 0,1% što je u skladu sa trendom niskog rasta od početka krize. Ekonomisti uglavnom misle da se pritisak na nadnice nije pojavio pri ovako niskoj stopi nezaposlenosti jer je stopa participacije na tržištu rada i dalje niska, pa očekuju da će ukoliko se zapošljavanje nastavi istim nivoom pojaviti manjak radne snage i nadnice početi da rastu, što će dalje povećati tražnju i ubrzati oporavak. Za sada je rast nadnica ograničen još nižim rastom produktivnosti (ispod 1% u prethodne 4 godine), zbog čega jedinični troškovi rada rastu, odnosno javlja se inflacija zarada. Za rast produktivnosti je potrebno da preduzeća uložu u novu opremu, a kao što smo ranije spomenuli usled nedovoljnog poverenja u oporavak takva odlaganja se odlažu. Pritisak na nadnice usled nedostatka radne snage bi verovatno podstakao preduzeća da ulažu jer je onda rast izvesniji što bi dalje pokrenulo spiralu oporavka.

Istorija govori da kada FED podigne referentnu stopu, zemlje u razvoju mogu imati probleme sa odlivom kapitala koji uzrokuje pad valute, što može izazvati ekonomsku nestabilnost u tim zemljama. Na primer, turska lira je značajno izgubila na vrednosti zbog najavljene normalizacije monetarne politike FED-a (samo u januaru preko 10%). U javnosti se često može čuti da će podizanje stope FED-a možda pokrenuti valutnu krizu u Srbiji. Takvi strahovi su nerealni iz nekoliko razloga. Prvo, „vruć kapital“ nije dolazio u Srbiju u većoj količini od početka krize. Drugo, „kvantitativno popuštanje“ će značajno povećati tražnju za srpskim obveznicama. Treće, potpisan sporazum sa MMF-om je značajan podsticaj investitorima, pogotovu u zemljama Balkana. Jedini scenario koji može destabilizovati srpsku ekonomiju usled odluke FED-a, je bankrot neke od zemalja u istočnoj Evropi (verovatno Ukrajina), i da zbog toga investitori počnu da se povlače iz celog regiona neselektivno. Ovakav scenario ima jako malu verovatnoću, a i ukoliko se dogodi Srbija bi prebrodila takvu krizu.

Istočna Evropa

Hrvatska

Rast BDP u Q4 je iznosio 0,3% na godišnjem nivou, pre svega zbog niske domaće tražnje. Lična potrošnja je imala pad od 0,6% na godišnjem nivou a investicije pad od čak 3,7%. Rast izvoza od 4,5% je doprineo da rezultat ne bude negativan na kvartalnom nivou. U 2014. je ostvaren pad BDP od -0,4% a ove godine će pad biti na sličnom nivou, tako da je verovatna sedma godina recesije. Industrijska proizvodnja je u januaru imala pad od 5% na godišnjem nivou, nijedan sektor nije imao rast. Nezaposlenost je u januaru iznosila 20,3%. Pojavljuje se opasnost od trajnije deflacije jer su cene u decembru i januaru opadale. Hrvatska je imala veoma uspešnu aukciju evroobveznica. Prodato je obveznica za 1,5 milijardi evra i ostvarena kamatna stopa od 3,25%

što je rekordno niska stopa. Ovako uspešna aukcija se ne može objasniti hrvatskim ekonomskim parametrima – visok javni dug i budžetski deficit, veoma nizak rast, centralna banka je morala da brani valutu od depresijacije... Jedino objašnjenje je uticaj „kvantitativnog popuštanja“ ECB-a koje ima za posledicu visoku likvidnost. Investitori umesto obveznica evrozone koje imaju negativne kamate traže alternative i spremni su da prihvate veći rizik. To je prvi znak da će i Srbija imati koristi po troškove finansiranja zbog ekspanzivne politike ECB-a.

Rumunija

Rumunija je ostvarila BDP rast tokom Q4 od 2,5% na godišnjem nivou i 0,5% u odnosu na prethodni kvartal. Glavni nosioci rasta su bili industrijska proizvodnja i telekomunikacije. Centralna banka je smanjila referentnu stopu za 0,25 p.p. na 2,25% da bi povećala domaću tražnju u periodu niske inflacije koja je daleko od targeta. Ukupna inflacija u Rumuniji opada. Sa 1,8% na godišnjem nivou u oktobru, opala je na 0,4% u februaru. Očekuje se još jedno smanjivanje referentne stope u martu ili aprilu. Nakon uspešne aukcije Hrvatske i Rumunija je najavila aukciju, u vrednosti od 2 milijarde evra, kako bi iskoristila visoku likvidnost i obezbedila povoljne uslove finansiranja. Ministar finansija je nagovestio u ovoj godini smanjenje stope PDV-a sa trenutnih 24% na 20%. Takođe za 2017. je najavljeno smanjenje stope na doprinose koje plaćaju poslodavac i zaposleni a u 2019. smanjenje stope poreza na lični dohodak na 14%. Smanjivanje stope PDV-a već ove godine će biti rizičan potez, i MMF se protivi takvoj meri. Mada je Rumunija u prošloj godini ostvarila deficit od -2,1% BDP, verovatno je da bi smanjenjem stope PPDV povećalo deficit - malo verovatno da bi izgubljeni prihodi po osnovu smanjenjem stope PDV bili nadoknađeni suzbijanjem sive ekonomije .

Mađarska

Tokom Q4 mađarski BDP je porastao 3,4% na godišnjem nivou, pre svega zbog građevinarstva, poljoprivrede i prerađivačke industrije. Trgovinski suficit je iznosio 6,4 milijarde evra u 2014. a izvoz mašina i opreme je u decembru rastao čak 8,9% na godišnjem nivou. U 2014 je ostvaren rast BDP od 3,6% , a u 2015 godini se očekuje rast iznad 2,5%. Ukupna inflacija na godišnjem nivou, opala je sa -0,3% u oktobru na -1,4% u januaru. Vlada podržava slabu forintu kako bi se podstakao izvoz, a pošto je inflacija ispod targetiranih 3% verovatno će centralna banka opet početi sa smanjivanjem referentne stope. Budžetski prihodi rastu zbog bolje naplate PDV-a, a budžetski deficit se planira na 2,4% ove godine. Poverenje u kontrolu budžeta će imati pozitivan uticaj na investitore pa se očekuje pad troškova zaduživanja Mađarske. Stopa nezaposlenosti iznosi 7,4%.