

TRENDOVI

1. Pregled

Makroekonomska kretanja u Q4, pokazuju određene znake poboljšanja: privredna aktivnost se oporavlja, inflacija je zaustavljena, a deficit tekućeg platnog bilansa se smanjuje. Međutim, detaljnija analiza otkriva da je oporavak privrede ograničen na samo dva-tri sektora, dok se ostatak privrede nalazi u recesiji. Oporavak privrede rezultat je rasta proizvodnje motornih vozila (Fijat), naftnih derivata (NIS) i farmaceutskih proizvoda. Iste delatnosti generišu i rast izvoza i poboljšavaju spoljni bilans. Visoka nezaposlenost, koja ne pokazuje znake smanjivanja, potvrđuje da još uvek nije počeo oporavak u najvećem delu privrede Srbije. Iako je krajem prethodne i na početku ove godine zaustavljena inflacija, a nominalni kurs dinara stabilizovan, makroekonomske neravnoteže su još uvek visoke. Spoljni i fiskalni deficit su visoki, dok visina javnog i spoljnog duga ne isključuje mogućnost dužničke krize.

U Q4 je vođena izrazito ekspanzivna fiskalna politika, pa je fiskalni deficit u četvrtom kvartalu dostigao čak 7,8% kvartalnog BDP. Kao posledica toga fiskalni deficit na nivou cele godine iznosio je 6,6% BDP, što je u skladu sa našim prognozama, ali je znatno iznad procena koje je sredinom novembra objavilo Ministarstvo finansija, prema kojima je očekivani deficit iznosio 6,1% BDP. Monetarna politika u poslednjem kvartalu 2012. godine bila je opravdano restriktivna i dala je dobre rezultate: inflacija je naglo zaustavljena uprkos snažnoj fiskalnoj ekspanziji u tom periodu. Kao rezultat primene programa fiskalne konsolidacije očekuje se da će fiskalni deficit u 2013. godini biti značajno smanjen, iako njegovo smanjenje neće biti u skladu sa procenama Ministarstva finansija. Na osnovu trendova iz prva dva meseca ocenjuje se da će fiskalni deficit u 2013. godini iznositi oko 4,5% BDP što predstavlja značajno, ali nedovoljno smanjenje u odnosu na prethodnu godinu. Stoga je neophodno da se u toku godine primene dodatne mere štednje, kako bi se deficit smanjio na oko 4% BDP i usporilo zaduživanje države.

Niska inflacija od novembra prethodne godine, dok se veći deo privrede nalazi u recesiji, a nezaposlenost stagnira na visokom nivou, ukazuje na to da postoji prostor za smanjivanje restriktivnosti monetarne politike. Preterano restriktivna monetarna politika, u kombinaciji sa dugoročno neodrživim prilivom deviza po osnovnu zaduživanje države, utiče na preterano jačanje dinara. Takvo jačanje dinara, koje nije u skladu sa konkurentnošću privrede Srbije, usporava rast izvoza, podstiče uvoz i u krajnjoj instanci dovodi do usporavanja rasta privrede i gubitka radnih mesta. Stoga ocenjujemo da dugoročne štete od jakog dinara (mogućnost platnobilansne krize, sporiji rast privrede, gubitak radnih mesta), znatno prevazilaze kratkoročne koristi (mogućnost kupovine jeftinih uvoznih proizvoda).

Pre ulaska u detaljniju analizu makroekonomskih kretanja i politika u Q4, posvetićemo sledeća dva pasusa sumiranju ostvarenih rezultata u 2012. i našim očekivanjima za 2013. godinu, budući da je Q4 kvartal kojim se ujedno završava i godina. Analizirajući kretanje najvažnijih makroekonomskih indikatora tokom 2012, mogli bismo da kažemo da je ta godina bila vrlo specifična. Svi najznačajniji makroekonomski indikatori (privredni rast, inflacija i tekući deficit) tokom godine su imali i po nekoliko različitih perioda kada su naglo ubrzavali, usporavali, prelazili iz rasta u pad i obratno. Tome su doprineli različiti činioci: 1) domaća ekonomska politika – pre svega fiskalna politika koja je tri puta tokom godine menjala smer, od neumerene, predizborne, ekspanzivnosti u prvoj polovini godine, preko nagle restriktivnosti u Q3, da bi onda u Q4 ponovo prešla u snažnu ekspanziju; 2) veliki broj spoljnih činilaca – kriza u EU, visok rast svetskih cena hrane tokom većeg dela godine, promena bankarske regulative u EU i posledični odliv kapitala iz Srbije (u prvoj polovini godine) i snažno povećanje svetske likvidnosti i pad kamata u drugoj polovini godine; i 3) ekstremne meteorološke prilike kojima je 2012. takođe obilovala – vanredno stanje u februaru zbog hladnoće i padavina, a onda suša tokom leta. Kada sumiramo vrednosti makroekonomskih indikatora u 2012. vidimo da je uticaj svih ovih činilaca na ekonomiju Srbije

bio nepovoljan. Na godišnjem nivou ostvaren je znatan pad privredne aktivnosti (oko 1,7%), inflacija je bila vrlo visoka (12,2%) kao i tekući deficit (oko 10% BDP-a)

Perspektive za 2013. su ipak nešto bolje. Očekujemo da će se privredni oporavak započeti u Q4 nastaviti tokom 2013. u kojoj će se ostvariti rast BDP-a od oko 1,5% (procena QM). Na rast privredne aktivnosti u 2013. će pozitivno delovati proizvodnja kompanije Fijat, investicije (i proizvodnja) kompanije NIS i poljoprivreda – budući da je malo verovatno da se ponovi loša poljoprivredna sezona kao u 2012. godini. Sa druge strane, očekujemo blagi realni pad ostatka privrede – prvenstveno zbog nastavka smanjivanja domaće tražnje. Inflacija će se tokom 2013. znatno usporiti u odnosu na 2012. godinu pod uticajem očekivanog smanjenja cena hrane i smanjenja domaće tražnje. Očekujemo da u 2013. inflacija bude jednocifrena i da iznosi oko 7% što je ipak još uvek nešto iznad cilja NBS. Tekući deficit u 2013. će nastaviti da se smanjuje zbog rasta neto izvoza (Fijat) i smanjenja ostalog uvoza (ponovo zbog pada domaće tražnje). Očekujemo da tekući deficit u 2013. iznosi od 5 do 7% BDP-a, što će ipak dosta zavisiti od oporavka u zemljama EU i od kretanja kursa dinara. Snažna realna apresijacija dinara do koje je došlo u prethodnim mesecima može da uspori očekivano poboljšanje spoljno-ekonomskih tokova.

Privredna aktivnost u Q4 je započela oporavak, na šta ukazuje desezonirani indeks BDP-a koji je veći za 0,5% u odnosu na Q3 (v. odeljak 2. „Privredna aktivnost”). Kao što smo već napomenuli privredni oporavak u Q4 je pokrenut snažnim povećanjem proizvodnje u svega nekoliko oblasti (čak možemo da kažemo i u svega nekoliko preduzeća), dok je najveći deo privrede bio još uvek u recesiji. Divergentne trendove uočavamo i kad posmatramo ostvareni BDP po *upotrebi* – sa jedne strane neto izvoz je bio u snažnom porastu, dok su na drugom polu bile investicije i privatna potrošnja koje su imale znatan pad.

Podaci iz najnovije Ankete o radnoj snazi ukazuju na blagi rast zaposlenosti i smanjenje nezaposlenosti u oktobru u odnosu na april 2012. godine – što mi dovodimo u sumnju (v. odeljak 3. „Zaposlenost i zarade“). Malo je verovatno da je uz pad privredne aktivnosti, pad prihoda od poreza i doprinosa na rad došlo do poboljšanja trendova na tržištu rada. Još manje je verovatno da je do preokreta na tržištu rada (pod uslovom da se uopšte i desio) došlo usled sprovođenja mera ekonomske politike – premda se od pojedinih članova Vlade može čuti da u svoje uspehe ubrajaju i zaustavljanje rasta nezaposlenosti.

Premda još uvek nemamo podatke za decembar, gotovo je izvesno da će se tekući deficit u Q4 znatno smanjiti u odnosu na Q3 (v. odeljak 4. „Platni bilans i spoljna trgovina“). Razlog za smanjivanje tekućeg deficita je poboljšanje spoljnotrgovinskog bilansa prvenstveno usled rasta izvoza kompanije Fijat. Uz izvoz motornih vozila, na smanjenje trgovinskog deficita su uticali još i depresijacija dinara koja se sa vremenskim pomakom odrazila na spoljno-ekonomske tokove, smanjivanje domaće tražnje i rast izvoza naftnih derivata. Sa kapitalne strane platnog bilansa došlo je do snažnog povećanja priliva, međutim vrlo nezadovoljavajuće strukture. Visok priliv kapitala prvenstveno je posledica portfolio investicija – prodaja državnih obveznica (milijardu dolara u oktobru i 750 miliona dolara u novembru), ali i povećano interesovanje stranih investitora za ulaganje u dinarske državne hartije od vrednosti – što je u ukupnom neto iznosu dalo 1,45 milijardi evra kapitalnih priliva (samo u oktobru i novembru, za koje imamo podatke). Neto SDI, koje su najpoželjniji i najzdraviji kapitalni priliv, su međutim bile veoma skromne i iznose u istom periodu svega 158 miliona evra.

Nakon visokog porasta cena u oktobru, usled povećanja poreza, u novembru i decembru je inflacija naglo zaustavljena (v. odeljak 5. „Cene i devizni kurs“). I pored toga, međugodišnja inflacija je još uvek vrlo visoka i u decembru je iznosila 12,2% što je ujedno i rekordna godišnja stopa inflacije u poslednjih pet godina – od kad se prati indeks potrošačkih cena. Tokom godine je inflacija uglavnom bila posledica izuzetno visokog rasta cena prehrambenih proizvoda, dok je noseća inflacija bila relativno niska, ali su u Q4 cene prehrambenih proizvoda usporile, a noseća inflacija je nešto ubrzala. Ocenjujemo međutim da je rast noseće inflacije posledica činilaca čije je dejstvo iscrpljeno (depresijacija kursa u prvoj polovini 2012. godine, fiskalna ekspanzija, povećanje poreza u oktobru 2012. godine), pa se u narednim mesecima očekuje i njeno opadanje, kao i

opadanje ukupne inflacije (uz moguće povremeno ubrzanje kada dođe do povećanja administrativno kontrolisanih cena – struja u maju).

U Q4 je došlo do snažne nominalne (i još veće realne) apresijacije dinara. Zbog toga je sada realni kurs dinara prema evru, i pored snažne depresijacije u prvoj polovini 2012, ponovo na nivou na kom je bio krajem 2011. godine – a podsećamo da je tokom 2011. dinar snažno apresirao u odnosu na evro, što je, smatramo uticalo na visok rast tekućeg deficita u prvoj polovini godine. Zbog toga smatramo da ovakav kurs dinara nije podsticajan za rast neto izvoza. Dodatnu potvrdu ove teze nam pružaju evro jedinični troškovi rada (evro-JTR) kojima merimo promene u cenovnoj konkurentnosti domaće privrede. Evro JTR su u Q4 porasli u odnosu na Q3 (Grafikon T2-4, uz objašnjenje u tekstu) što znači da je poslednja apresijacija dinara osetno narušila cenovnu konkurentnost domaće privrede. Interesantno je uočiti kako su se evro-JTR u više navrata snažno smanjivali prilikom depresijacija dinara, što bi, da je potrajalo, bilo vrlo podsticajno za rast izvoza. Uočavamo međutim i da su ovi periodi bili jako kratki, odnosno da bi se, čim se ukaže prva prilika, dozvoljavala nova snažna apresijacija dinara – što smatramo lošom ekonomskom politikom.

Monetarna politika je u Q4 povećala svoju restriktivnost što je ključno doprinelo obaranju inflacije. U cilju neutralisanja monetarnih efekata fiskalne ekspanzije NBS je u Q4 ponovo aktivirala reverzne REPO operacije i na taj način povukla oko 350 miliona evra. Povećanje restriktivnosti NBS ponovo je počelo da privlači velike iznose portfolio investicija iz inostranstva (*carry trade*), što smo sa jedne strane videli u kapitalnom računu platnog bilansa, a sa druge osetili kroz snažnu apresijaciju dinara. U ovom izdanju QM-a posebno analiziramo dileme vezane za vođenje monetarne politike (v. Osvrt M. Arsić). Pitanja na koja smo pokušali da damo odgovor su: 1) da li je za odluku o povećanju restriktivnosti monetarne politike relevantna međugodišnja inflacija koja je još uvek visoka, ili bi ona trebalo da se rukovodi niskim rastom cena u prethodnih nekoliko meseci i očekivanjima u narednim mesecima? 2) da li bi trebalo različito reagovati ako je inflacija pretežno izazvana rastom svetskih cena koje su posledica šokova na strani ponude (rast cena hrane, povećanje poreza, rast regulisanih cena), u odnosu na reakciju ukoliko je inflacija rezultat visoke tražnje? Naše mišljenje je da bi svakako trebalo pokrenuti stručnu diskusiju o ovim temama, a u praktičnom smislu smatramo da postoji prostor za umereno i oprezno smanjenje restriktivnosti monetarne politike.

U pogledu fiskalne politike, nemamo mnogo dilema – smatramo da je povećanje restriktivnosti fiskalne politike neophodno, jer bismo u suprotnom gotovo izvesno imali krizu javnog duga (v. odeljak 6 „Fiskalni tokovi i politika“). Javni dug je tokom 2012. godine porastao za preko 3 mlrd evra i njegovo učešće u BDP-u je povećano sa 49,5% na 63% (sa dugom lokalne samouprave) i dalji nastavak ovakvog trenda bi Srbiju sigurno uveo u krizu. Stoga su bile neophodne odlučne mere kojima bi se smanjio fiskalni deficit u 2013. i narednim godinama i tako preokrenuo trend rasta javnog duga i izbegla kriza.

Snažan rez u fiskalnoj politici je napravljen u oktobru 2012. godine, kada je započeta fiskalna konsolidacija – što ujedno ocenjujemo i kao najvažniju ekonomsku odluku nove Vlade. Povećani su najvažniji porezi (PDV, akcize, porez na dobit), a nominalna indeksacija penzija i plata u javnom sektoru od 2% u oktobru 2012. i 2% u aprilu 2013. godine predstavlja zapravo njihovo realno smanjivanje, jer je ta indeksacija znatno niža od inflacije. Samo ove mere, ma koliko bile snažne, nisu dovoljne da spreče dalji rast javnog duga u 2013. godini – one će zapravo samo da ga uspore.

Neophodno je dakle dalje smanjivanje deficita i u 2014. i u narednim godinama. To može da se postigne samo sprovođenjem sveobuhvatnih strukturnih reformi već u 2013. godini, jer će one svoje prve opipljive rezultate imati tek godinu dana nakon svog otpočinjanja. Smatramo da ozbiljna pretnja sprovođenju reformi u 2013. godini (na koje se Vlada usvajanjem Fiskalne strategije zapravo i obavezala) mogu biti eventualni prevremeni izbori. U tom slučaju moguće je da će nosioci ekonomskih politika biti rezervisani ka sprovođenju reformi, jer one nisu bezbolne i mogu da dovedu do gubljenja određenog broja glasova na izborima. Nadamo se ipak da će prevladati, smatramo, važniji državni interes otklanjanja opasnosti od izbivanja krize javnog duga i odgovoran i srednjoročno svakako racionalan pristup vođenju javnih finansija.

Srbija: izabrani makroekonomski pokazatelji, 2005–2012

	Godišnji podaci						Kvartalni podaci							
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011				2012			
							Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
Privredna aktivnost	međugodišnji realni rast¹⁾													
BDP (u mlrd. dinara)	1.683,5	1.962,1	2.276,9	2.661,4	2.720,1	2.881,9	0,6	-2,3	-0,6	-2,5	-1,5
BDP	5,4	3,6	5,4	3,8	-3,5	1,0	3,0	2,5	0,6	0,6	-2,3	-0,6	-2,5	-1,5
Nepoljoprivredna BDV	5,8	4,9	6,1	4,1	-4,2	1,6	3,5	2,4	0,0	0,1	0	1,8	0,2	...
Industrijska proizvodnja	0,6	4,2	4,1	1,4	-12,6	2,5	6,4	3,6	-1,9	1,3	-5,5	-2,8	-3,6	-0,6
Prerađivačka industrija	-1,0	4,5	4,7	1,1	-16,1	3,9	5,8	0,7	-3,1	-3,3	-6,7	0,2	-3,8	1,5
Prosečna mesečna neto plata (u din.) ²⁾	17.478	21.745	27.785	29.174	31.758	34.159	35.108	37.994	38.760	40.139	39.068	41.664	41.187	43.625
Ukupno zaposlenih, bez poljoprivrede (mil.)	2,056	2,028	1,998	1,997	1,901	1,805	1,769	1,755	1,755	1,738	1,734	1,730	1,726	1,724
Fiskalni podaci	u % BDP													
Javni prihodi	42,1	42,4	42,1	41,5	38,6	-1,5	-2,8	-6,6	-3,8	-4,7	1,7	4,8	-0,8	-3,2
Javni rashodi	39,7	42,7	42,8	43,7	42,7	-1,7	-3,0	-4,9	1,1	-5,4	10,3	9,2	-2,9	1,5
Konsolidovani bilans (def. GFS) ³⁾	14,8	-33,5	-58,2	-68,9	-121,8	-136,4	-26,3	-42,4	-44,4	-45,1	-54,9	-57,0	-36,5	-69,0
Platni bilans	u milionima evra, tokovi¹⁾													
Uvoz robe ⁴⁾	-8.286	-10.093	-12.858	-15.917	-11.096	-12.176	-3.269	-3.392	-3.440	-3.850	-3.403	-3.577	-3.430	-2.513
Izvoz robe ⁴⁾	4.006	5.111	6.444	7.416	5.978	7.402	1.955	2.163	2.169	2.151	1.852	2.284	2.244	1.685
Bilans tekućeg računa ⁵⁾	-1.805	-3.137	-4.994	-7.054	-2.084	-2.082	-760	-621	-683	-903	-1.177	-738	-546	-286
u % BDP ⁵⁾	-8,6	-12,9	-17,2	-21,6	-7,2	-7,4	-10,7	-7,5	-8,3	-11,3	-17,6	-10,2	-7,6	-5,5
Bilans finansijskog računa ⁵⁾	3.863	7.635	6.126	7.133	2.207	1.986	644	566	642	899	1.017	683	490	240
Strane direktne investicije	1.248	4.348	1.942	1.824	1.372	860	307	259	661	600	-372	234	117	158
NBS bruto devizne rezerve (+) znači povećanje	1.675	4.240	941	-1.687	2.363	-929	168	33	1.078	523	-916	-1.100	-340	890
Monetarni podaci	u milionima dinara, stanja na kraju perioda⁶⁾													
NBS neto sopstvene rezerve ⁶⁾	175.288	302.783	400.195	475.110	578.791	489.847	460.348	484.971	514.453	606.834	615.234	583.121	608.235	656.347
NBS neto sopstvene rezerve ⁶⁾ , u mil.levra	2.050	3.833	5.051	5.362	6.030	4.609	4.455	4.860	5.083	5.895	5.376	5.037	5.225	5.781
Kreditni nedržavnom sektoru	518.298	609.171	842.512	1.126.111	1.306.224	1.660.870	1.658.603	1.700.248	1.714.617	1.784.237	1.897.034	1.938.662	1.999.697	1.959.519
Devizna štednja stanovništva	190.136	260.661	381.687	413.766	565.294	730.846	730.892	742.597	744.100	775.600	834.253	888.372	890.782	909.912
M2 (12-m realni rast, u %)	20,8	30,6	27,8	2,9	9,8	1,3	-5,4	-8,0	-1,2	2,7	10,1	12,0	3,4	-2,2
Kreditni nedržavnom sektoru (12-m realni rast, u %)	28,6	10,3	24,9	25,2	5,2	13,9	4,5	-1,0	-1,1	0,5	10,5	8,1	5,9	-2,0
Kreditni nedržavnom sektoru, u % BDP	29,6	28,6	35,0	42,0	45,8	53,8	55,9	55,6	54,6	55,2	57,3	59,4	60,5	58,5

Izvor: FREN.

1) Ukoliko drugačije nije naznačeno.

2) Podaci od 2008. godine predstavljaju korigovane podatke na osnovu proširenog obuhvata uzorka za računanje prosečne zarade. Time su nominalne vrednosti zarada za 2008. godinu uporedive sa nominalnim vrednostima za 2009. i 2010, ali nisu uporedive sa prethodnim godinama.

3) Pratimo ukupni fiskalni rezultat (overall fiscal balance po GFS 2001) - Konsolidovani suficit/deficit korigovan za "budžetske kredite" (lending minus repayment prema starom GFS).

4) Republički zavod za statistiku je promenio metodologiju spoljnotrgovinske razmene. U Srbiji je od 01.01.2010. godine, po preporukama odeljenja za statistiku UN, počeo da se primenjuje opšti sistem trgovine, koji predstavlja širi koncept od prethodnog, radi bolje prilagođenosti kriterijumima datim u Platnom bilansu i Sistemu nacionalnih računa. Detaljnije objašnjenje je dato u QM 20, odeljak 4, Platni bilans i spoljna trgovina.

5) Narodna banka Srbije je u Q1 2008. promenila metodologiju po kojoj izrađuje platni bilans. Promena metodologije dovodi do manjeg deficita tekućeg računa, i do manjeg salda kapitalnog računa. Detaljnije objašnjenje je dato u QM12, odeljak 6, Platni bilans i spoljna trgovina.

6) NBS neto sopstvene rezerve predstavljaju razliku između neto deviznih rezervi NBS i zbira deviznih depozita poslovnih banaka i deviznih depozita države. Detaljnija objašnjenja data su u odeljku Monetarni tokovi i politika.