

TRENDOVI

1. Pregled

Makroekonomska kretanja su u Q1 znatno pogoršana. Privreda je u recesiji, tekući deficit raste, kao i nezaposlenost, dok uz sve to ubrzava i inflacija. Nešto detaljnija analiza ukazuje na to da su loši rezultati u prvom kvartalu bili pod snažnim uticajem većeg broja privremenih faktora – poput vanrednog stanja u februaru, predizborne fiskalne ekspanzije, problema u proizvodnji pojedinih velikih preduzeća, pa čak i otkupa akcija Telekomu od grčke kompanije OTE. Međutim i kada isključimo sve privremene i jednokratne činioce, makroekonomski trendovi pozivaju na oprez i zahtevaju promišljen i usklađen odgovor ekonomskih politika. Takav odgovor je početkom 2012. mahom izostao – fiskalna politika je u Q1, kao i u aprilu, bila predizborna (neumereno ekspanzivna) dok je NBS pojačanim intervencijama na međubankarskom tržištu pokušavala da ublaži posledični prekomerni pad dinara.

Privreda je u recesiji. Međugodišnji realni pad BDP-a u Q1 je procenjen na 1,3% i ovo je već treći kvartal zaredom u kom se postepeno smanjuje vrednost desezoniranog BDP-a (v. odeljak 2 „Privredna aktivnost“). Nezaposlenost, kao dodatna indikacija recesije – raste – što takođe potvrđuje našu ocenu stanja u kom se nalazi domaća privreda. Trenutna recesija nije toliko snažna kao nakon prvog talasa krize (2008. i 2009. godine), pa naša ocena rasta BDP-a u 2012. godini ostaje blago optimistična i nepromenjena u odnosu na prethodna izdanja *QM-a*, odnosno iznosi 0% (za čitavu godinu). To zapravo znači da, nakon pada proizvodnje u Q1, u drugoj polovini godine još uvek očekujemo otpočinjanje oporavka, vođenog rastom neto izvoza. U odnosu na naše prethodne prognoze, međutim, rastu rizici da do tog oporavka ipak ne dođe – prvenstveno zbog mogućih neprijatnih iznenađenja iz evrozone, što bi uticalo da rast BDP-a u 2012. godini ipak bude negativan, ali i zbog narastajućih domaćih neravnoteža koje mogu rezultirati krizom i osetnijim padom BDP-a.

Da bi došlo do preokreta trenda privredne aktivnosti u preostalom delu godine neophodno je da dođe do promene osnovnih pokretača privrednog rasta. Model po kom bi se privredni rast pokretao domaćom potrošnjom neodrživ je, ne samo u srednjem, već i u kratkom roku. Dešavanja u Q1 su najbolja potvrda ove tvrdnje. U Q1 su naime privatna, a posebno državna, potrošnja imale relativno visok rast (realni međugodišnji rast državne potrošnje iznosio je čak 7,5%). Posledice su bile rast tekućeg deficita, depresijacija dinara i neodrživ rast javnog duga, a ne rast privredne aktivnosti i zaposlenosti – što zagovornici fiskalnih stimulansa očekuju. Dva pomenuta makroekonomska agregata – platni bilans i fiskalni deficit – zaslužuju posebnu pažnju u ovom Pregledu, jer će od njihovog kretanja u budućnosti zavisiti da li ćemo izbeći moguću krizu i makroekonomsku nestabilnost.

Tekući deficit je u Q1 iznosio čak 1.160 miliona evra, što predstavlja porast za preko 50% u odnosu na isti period prethodne godine kada je bio svega 760 miliona evra. Najveći deo objašnjenja za ovaj rast krije se u trendovima trgovinskog dela tekućeg bilansa – izvoza i uvoza. Izvoz robe i usluga u evrima je u Q1 zabeležio međugodišnji pad od 2,2%, a uvoz rast od 4,1% što je dovelo do znatnog povećanja trgovinskog deficita (v. odeljak 4 „Platni bilans i spoljna trgovina“). Razlozi za ovo povećanje su privremene, ali i suštinske prirode. Pod privremenim činionicima prvenstveno podrazumevamo neuobičajeno veliki pad izvoza u februaru za vreme vanrednog stanja izazvanog vremenskim nepogodama. U februaru je stoga došlo da jednokratnog pada izvoza za preko 20% (desezonirano u odnosu na januar), koji nije nadoknađen u martu. Drugi činilac koji je uticao na pad izvoza u Q1, a za koji nismo u potpunosti sigurni da li je privremene ili trajne prirode, je zastoj u proizvodnji Železare Smederevo, zbog čega je izvoz gvožđa i čelika smanjen za 63% u odnosu na Q1 prethodne godine. Rast uvoza je s druge strane bio pod uticajem neuobičajeno visokog uvoza energenata, što je opet bila posledica hladne zime, ali i rasta njihovih cena. Pored

privremenih uočili smo i suštinske razloge za povećanje tekućeg deficita, a to su (prethodno pomenuti) rast domaće potrošnje koja je vršila pritisak na rast uvoza, kao i akumulirana depresijacija dinara u 2011. godini koja je pogodovala rastu uvoza i smanjenju izvoza.

Visoka neravnoteža tekućeg bilansa međutim bila bi mnogo manje opasna da nije u isto vreme praćena snažnom kontrakcijom kapitalnih priliva. Neto priliv kapitala je u Q1 iznosio svega 90 miliona evra, što predstavlja izuzetno snažno smanjenje u odnosu na isti period prethodne godine kada je u zemlju ušlo preko 800 miliona evra. Čak i kada isključimo jednokratni odliv kapitala po osnovu otkupa akcija Telekoma Srbija od grčke telekomunikacione kompanije OTE u iznosu od 380 miliona evra i povlačenja dela kapitala Telenora (oko 120 miliona evra), naša dijagnoza ostaje nepromenjena – a to je da su kapitalni prilivi znatno smanjeni i da će taj trend najverovatnije ostati nepromenjen tokom čitave 2012. godine. S visokim deficitom tekućeg računa i nedovoljnim prilivom kapitala iz inostranstva jačaju pritisci na smanjenje deviznih rezervi i depresijaciju kursa dinara.

Nije teško zamisliti moguće kretanje platnog bilansa do kraja godine. Tekući deficit će se smanjivati, jer na to neposredno ukazuju trendovi kretanja sezonalnog izvoza i uvoza u martu i aprilu, kao i ekonomska analiza koja objašnjava šta stoji iza ovih uočenih trendova. Ta analiza ukazuje na sledeće razloge za smanjivanje tekućeg deficita do kraja godine: 1) završen je uticaj većeg broja privremenih činilaca koji su učinili da tekući deficit snažno poraste – ovde pre svega mislimo na fiskalnu ekspanziju koja će se nesumnjivo smanjiti nakon izbora čak i bez verovatne fiskalne konsolidacije; 2) relativno snažna depresijacija dinara iz prve polovine 2012. godine će poskupeti uvoz i, sa nešto većim kašnjenjem, stimulisati rast izvoza i 3) na rast izvoza bi znatno mogao da utiče najavljeni početak serijske proizvodnje automobila kompanije Fiat automobili Srbija, naravno pod uslovom da ne dođe do kašnjenja u ostvarenju ovih planova. Druga strana medalje – kapitalni prilivi – će međutim najverovatnije ostati nedovoljni da u preostalom delu godine finansiraju čak i ovaj očekivani, umanjeni, tekući deficit. Naime, osnovni razlozi za niske kapitalne prilive su relativno trajni i neće se tako brzo promeniti. To su pre svega: 1) nepovoljan privredni ciklus u evrozoni odakle dolazi daleko najveći deo investicija u Srbiju; 2) pooštrena regulativa bankarskog sektora u EU, što sa sobom povlači određeni odliv kapitala od banki „čerki” ka njihovim evropskim centralama i 3) povećan rizik regiona i zemlje i sa njim povezano poskupljenje i manja dostupnost kredita.

Opisana fundamentalna neravnoteža između visokog deficita tekućeg bilansa (deficit će ostati relativno visok, koliko god da se smanji u preostalom delu godine) i nedovoljnog priliva kapitala kojim bi se ovaj deficit finansirao je postala očigledna od početka 2012, a naročito u aprilu i maju. NBS je od početka godine prodala preko 1,2 mlrd evra kako bi sprečila prekomerno slabljenje dinara, ali je dinar u pored toga u istom periodu nominalno oslabio za oko 15% u odnosu na evro (v. Odeljak 5. „Cene i devizni kurs“). NBS se sada okreće i nekim drugim merama kojima bi mogla da utiče na stabilizaciju deviznog kursa – povećanju referentne kamatne stope i promeni strukture obavezne rezerve – ali bez otklanjanja suštinskih razloga za neravnotežu platnog bilansa dometi ovih mera najverovatnije će ostati ograničeni.

Verovatno važnije mere za očuvanje makroekonomske stabilnosti pri uočenim neravnotežama platnog bilansa ipak su na strani fiskalne politike. Fiskalna politika bi trebalo da se snažno konsoliduje u skladu sa preporukama Fiskalnog saveta iz maja 2012. godine. Preporučena konsolidacija bi delovala na platni bilans dvostruko – s jedne strane osetno manja državna potrošnja uticala bi na smanjenje uvoza i time pomogla smanjivanje tekućeg deficita, a sa druge strane dao bi se jasan signal finansijskim tržištima, što bi rezultiralo znatnim smanjenjem rizika zemlje i povećanjem priliva kapitala iz inostranstva po osnovu rasta kredita i SDI. Naime, manji rizik zemlje se odražava na niže kamate na zaduživanje, ne samo države, već i privrede i stanovništva, ali bi sigurno značajno doprineo i rastu stranih direktnih investicija. Napominjemo da je rizik zemlje meren preko EMBI (Emerging Markets Bond Index) od februara do juna 2012. porastao za oko 150 b.p, a ono što posebno zabrinjava je to što nam se čini da rizik Srbije u poslednje vreme raste nešto brže nego kod sličnih zemalja iz okruženja (Hrvatska, Mađarska).

Oštra fiskalna konsolidacija neophodna je ne samo zbog njenog pozitivnog uticaja na šire makroekonomske agregate poput platnog bilansa, već pre svega zato što se javne finansije u Srbiji same po sebi nalaze na neodrživoj putanji (v. Odeljak 6. „Fiskalni tokovi i politika“). Javni dug je krajem maja premašio 50% BDP-a, što je za zemlje koje su na sličnom nivou razvoja kao Srbija veličina pri kojoj je vrlo moguća kriza javnog duga. Ono što još više zabrinjava je putanja javnog duga, odnosno njegov ubrzani rast od 2008. godine. Javni dug je naime u proteklih nešto više od četiri godine porastao za preko 20 p.p. – sa 29,2% BDP-a na preko 50% BDP-a. Nastavak sličnog trenda vrlo brzo će rezultirati krizom te ga je neophodno preokrenuti.

Osnovni pokretač rasta javnog duga je fiskalni deficit koji se u prva četiri meseca 2012. gotovo otrgao kontroli. Konsolidovani deficit opšte države od januara do aprila iznosio je oko 80 milijardi dinara, čime je „potrošeno“ preko polovine planiranog deficita za čitavu godinu (152 milijarde dinara). Premda očekujemo da će do kraja godine rast fiskalnog deficita usporiti, te da će ukupni deficit u 2012. iznositi oko 200 milijardi dinara, to će opet dovesti do povećanja javnog duga na kraju godine na preko 55% BDP-a i potencijalnih problema koje toliko veliki dug nosi sa sobom. Zbog toga je neophodno da nova Vlada odmah po formiranju preduzme odlučne mere kojima će smanjiti fiskalni deficit i tako preokrenuti trend rasta javnog duga. Smatramo da je zbog veličine problema potrebno preduzeti sveobuhvatne mere i na prihodnoj i na rashodnoj strani budžeta. Bez tih mera, ocenjujemo, da je kriza javnog duga vrlo verovatna.

Inflacija je donekle skrajnuta u drugi plan zbog uočene eskalacije nekih drugih problema (platni bilans i fiskalni deficit), ali to ne znači da je ne treba posmatrati sa velikim oprezom. Rast cena u prva četiri meseca 2012. godine blago ubrza, pre svega zbog porasta cena hrane, benzina i cigareta, dok je tržišna inflacija (koju računamo tako što iz ukupne inflacije isključimo cene hrane, energije, alkoholnih pića i duvana) i dalje stabilna i relativno niska. Tržišna inflacija ukazuje da je stvarni trend rasta cena u prva četiri meseca 2012. zapravo oko 5% godišnje – kolika bi bila i ukupna inflacija u 2012. ukoliko bi se slični trendovi nastavili do kraja godine. U narednom periodu međutim očekujemo da se ovaj trend donekle ubrza, jer očekujemo porast inflacije zbog oštre depresijacije dinara i fiskalne ekspanzije. To ubrzanje ne bi trebalo da bude preveliko, jer na suprotnu stranu inflaciju vuku niska agregatna tražnja i smirivanje cena energije i berzanskih roba na svetskom tržištu (pre svega poljoprivrednih i prehrambenih proizvoda). Preostaje da sačekamo podatke za maj i jun koji će nam verovatno dati pouzdaniji okvir u kom možemo očekivati kretanje inflacije u 2012. godini. Naša trenutna prognoza je da će inflacija u 2012. godini najverovatnije ostati jednocifrena, čak i uz eventualno podizanje stope PDV-a za dva ili više procentnih poena.

Visoka nezaposlenost ostaje najveći strukturni problem domaće ekonomije. Prema dostupnim, još uvek nepotpunim, podacima, nastavljaju se negativni trendovi na tržištu rada (v. odeljak 3. „Zaposlenost i zarade“). Stopa nezaposlenosti raste i verovatno je već dostigla 25% radno sposobnog stanovništva, a stopa zaposlenosti nastavlja da pada i verovatno će se spustiti ispod 45%. Pad zaposlenosti se još uvek odvija samo u privatnom sektoru, dok smo u javnom sektoru uočili čak i manji rast zaposlenosti – potpuno neusaglašen sa ukupnim trendovima na tržištu rada i preko potrebnim smanjivanjem javnih rashoda. U ovom broju *QM*-a u odeljku „Zaposlenost i zarade“ sa posebnom pažnjom smo analizirali i nisku aktivnost radne populacije kao jednu od specifičnosti i poseban problem tržišta rada u Srbiji.

Srbija: izabrani makroekonomski pokazatelji, 2004–2012

	Godišnji podaci										Kvartalni podaci							
	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2010				2011				2012	
									Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	
Cene i kurs									međugodišnji rast¹⁾									
Indeks potrošačkih cena ²⁾	10,1	16,5	12,7	6,5	11,7	8,4	6,5	4,4	4,0	6,5	9,6	12,7	13,6	10,6	7,9	4,7		
Realni kurs dinar/evro (prosek 2005=100) ³⁾	100,5	100,0	92,1	83,9	79,7	84,1	86,5	85,3	86,1	87,2	86,7	83,0	84,3	79,9	80,5	84,6		
Nominalni kurs dinar/evro ³⁾	72,62	82,92	84,19	79,97	81,46	93,90	102,90	98,60	101,30	105,15	106,56	104,00	99,80	101,51	102,09	108,01		
Privredna aktivnost								međugodišnji realni rast¹⁾										
BDP (u mlrd. dinara)	1.380,7	1.683,5	1.562,1	2.276,9	2.661,4	2.720,1	2.881,9	3.175,0	--	--	--	--	--	--	--	--		
BDP	9,3	5,4	3,6	5,4	3,8	-3,5	1,0	1,6	-0,2	1,0	1,7	1,2	3,0	2,5	0,6	0,6		
Nepoljoprivredna BDV	6,9	5,8	4,9	6,1	4,1	-4,2	1,6	1,4	-0,4	1,7	3,3	1,9	3,5	2,4	0,0	0,1		
Industrijska proizvodnja	6,5	0,6	4,2	4,1	1,4	-12,6	2,5	2,2	1,1	7,3	4,3	-1,8	6,4	3,6	-1,8	0,4		
Prerađivačka industrija	8,3	-1,0	4,5	4,7	1,1	-16,1	3,9	-0,4	2,5	8,1	5,8	-0,4	5,8	0,6	-2,1	-4,4		
Prosečna mesečna neto plata (u din.) ⁴⁾	14.108	17.478	21.745	27.785	29.174	31.758	34.159	31.924	34.192	34.372	36.149	35.108	37.994	38.760	40.139	39.068		
Ukupno zaposlenih, bez poljoprivrede (mil.)	2.047	2.056	2.028	1.998	1.997	1.901	1.805	1.838	1.815	1.796	1.773	1.769	1.755	1.755	1.738	1.734		
Fiskalni podaci								međugodišnji realni rast										
Javni prihodi	41,2	42,1	42,4	42,1	41,5	38,6	-1,5	-4,0	2,5	-3,6	-1,3	-2,8	-6,6	-3,8	-4,7	1,7		
Javni rashodi	40,0	39,7	42,7	42,8	43,7	42,7	-1,7	-1,4	-3,1	-3,2	0,3	-3,0	-4,9	1,1	-5,4	10,0		
Konsolidovani bilans (def. GFS) ⁵⁾	17,5	14,8	-33,5	-58,2	-68,9	-121,8	-136,4	-24,1	-31,2	-28,8	-52,3	-26,3	-42,4	-44,4	-45,1	-54,1		
Platni bilans								u milionima evra, tokovi¹⁾										
Uvoz robe ⁶⁾	-8.302	-8.286	-10.093	-12.858	-15.917	-11.096	-12.176	-13.952	-2.659	-3.032	-3.182	-3.302	-3.269	-3.392	-3.440	-3.850		
Izvoz robe ⁶⁾	2.991	4.006	5.111	6.444	7.416	5.978	7.402	8.438	1.473	1.861	1.938	2.129	1.955	2.163	2.169	2.151		
Bilans tekućeg računa ⁷⁾	-2.197	-1.805	-3.137	-4.994	-7.054	-2.084	-2.082	-2.968	-760	-615	-519	-188	-760	-621	-683	-903		
u % BDP ⁷⁾	-11,6	-8,6	-12,9	-17,2	-21,6	-7,2	-7,4	-9,3	-11,7	-8,7	-7,2	-2,6	-10,7	-7,5	-8,3	-11,1		
Bilans finansijskog računa ⁷⁾	2.377	3.863	7.635	6.126	7.133	2.207	1.986	2.752	698	596	488	204	644	566	642	899		
Strane direktne investicije	773	1.248	4.348	1.942	1.824	1.372	860	1.827	284	136	176	265	307	259	661	600		
NBS bruto devizne rezerve (+ znači povećanje)	349	1.675	4.240	941	-1.687	2.363	-929	1.801	-367	-321	-313	73	168	33	1.078	523		
Monetarni podaci								u milionima dinara, stanja na kraju perioda¹⁾										
NBS neto sopstvene rezerve ⁸⁾	103.158	175.288	302.783	400.195	475.110	578.791	489.847	606.834	563.529	547.249	493.899	489.847	460.348	484.971	514.453	606.834		
NBS neto sopstvene rezerve ⁸⁾ , u mil.evra	1.291	2.050	3.833	5.051	5.362	6.030	4.609	5.895	5.652	5.287	4.684	4.609	4.455	4.860	5.083	5.895		
Kreditni nedržavnom sektoru	342.666	518.298	609.171	842.512	1.126.111	1.306.224	1.660.870	1.897.034	1.389.783	1.523.040	1.583.687	1.656.905	1.658.603	1.700.248	1.714.617	1.784.237		
Devizna štednja stanovništva	110.713	190.136	260.661	381.687	413.766	565.294	730.846	775.600	604.783	651.132	681.704	732.066	730.892	742.597	744.100	775.600		
M2 (12-m realni rast, u %)	10,4	20,8	30,6	27,8	2,9	9,8	1,3	14,5	17,1	11,4	2,4	-5,4	-8,0	-1,2	2,7	10,7		
Kreditni nedržavnom sektoru (12-m realni rast, u %)	27,3	28,6	10,3	24,9	25,2	5,2	13,9	9,1	19,9	17,9	15,0	4,5	-1,0	-1,1	0,5	10,5		
Kreditni nedržavnom sektoru, u % BDP	23,9	29,6	28,6	35,0	42,0	45,8	53,8	50,3	54,4	55,7	57,5	55,9	55,6	54,6	55,2	57,3		

Izvor: FREN.

1) Ukoliko drugačije nije naznačeno.

2) Podaci za 2004, 2005. i 2006. godinu bazirani su na Indeksu maloprodajnih cena. RZS je prešao na obračun inflacije Indeksom potrošačkih cena od 2007. godine.

3) Računica zasnovana na 12-m prosecima za godišnje podatke, i na tromesečnim prosecima za kvartalne podatke.

4) 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.

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

6) 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 prilagodivosti kriterijumima datim u Platnom bilansu i Sistemu nacionalnih računa. Detaljnije objašnjenje je dato u QM 20, odeljak 4, Platni bilans i spoljna trgovina.

7) 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.

8) 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.