

# TRENDOVI

## 1. Pregled

Nepovoljna kretanja u ekonomijama zemalja evrozone, s kojima je domaća privreda tesno povezana, mogla bi vrlo lako da uvedu privredu Srbije u novu recesiju. Zbog toga smo znatan deo ovog izdanja Trendova *QM*-a posvetili dijagnozi trenutnog stanja ekonomije Srbije i otkrivanju potencijalnih slabosti koje domaću privredu mogu učiniti ranjivom ukoliko se ekonomska kriza pogorša. U dva Osvrta smo, oslanjajući se dobrim delom na te podatke i analize, dali i kraći pogled u budućnost iz ugla ekonomske aktivnosti i odgovarajuće fiskalne politike.

Privredna aktivnost je sredinom 2011. godine ušla u stagnaciju – vrednost BDP-a koja je dostignuta u Q1 zadržala se u naredna dva kvartala na približno nepromenjenom nivou. Ukoliko se sličan trend zadrži do kraja godine realni rast BDP-a u 2011. godini će iznositi oko 2%. Najnoviji pokazatelji za oktobar – pad industrijske proizvodnje, usporavanje izvoza i nizak nivo prometa u trgovini na malo – ukazuju da su moguća i nešto nepovoljnija kretanja. Posmatrano *po upotrebi* BDP-a, u 2011. rastu investicije (realni rast od oko 10%), privatna i javna potrošnja imaju realni pad koji iznosi između 2% i 3%, dok neto izvoz neznatno pozitivno doprinosi rastu privrede (v. odeljak 2 „Privredna aktivnost”).

U narednoj godini rast privredne aktivnosti će biti niži nego u 2011. godini. Ocena *QM*-a je da će čak i dostizanje niskog rasta BDP-a od oko 1,5%, koliko se sada prognizira, predstavljati ozbiljan izazov (v. Osvrt 1). Premda smo u analizi makroekonomskih trendova uočili više unutrašnjih slabosti domaće ekonomije koje mogu nepovoljno uticati na rast privrede, presudan činilac koji će odrediti kretanje privredne aktivnosti u Srbiji u narednoj godini biće najverovatnije usporavanje/recesija u evrozoni.

Izvoz koji je „gurao” oporavak proizvodnje nakon krize iz 2008. godine počeo je da se „koči” još sredinom 2011. godine (v. odeljak 4 „Platni bilans i spoljna trgovina”). Predviđanje recesije u pojedinim evropskim zemljama poput Italije, koja je jedan od vodećih ekonomskih partnera Srbije, negativno će uticati na rast izvoza u 2012. godini. Rastu izvoza u narednoj godini neće pogodovati ni snažna realna apresijacija dinara u 2011. koja je smanjila cenovnu konkurentnost domaće privrede za oko 10% (v. Grafikon T2-5). Negativni trendovi u evrozoni mogu uticati ne samo na smanjenje izvozne tražnje već i na domaću tražnju, budući da će najverovatnije dovesti do manjeg priliva kapitala u Srbiju u narednoj godini. Napominjemo da iz evrozone dolazi daleko najveći deo investicija i stranih kredita u Srbiju.

Tekući deficit će u 2011. iznositi oko 2,5 milijardi evra ili oko 7,5% BDP-a, što je na približno istom relativnom nivou kao u prethodnoj godini. Usled velikog priliva kapitala iz inostranstva – investicije FIAT-a, Deleza, ali i visoko zaduživanje države – u 2011. nije bilo problema u njegovom finansiranju. Zbog većeg priliva od odliva deviza došlo je i do povećanja deviznih rezervi za preko milijardu evra, ali i snažne realne apresijacije dinara koja je od januara do septembra iznosila oko 9% (v. Odeljak 5. „Cene i devizni kurs”).

U narednoj godini, međutim, prilike mogu da se promene. Obaveze po osnovu otplate već uzetih kredita privatnog i javnog sektora značajno rastu iz godine u godinu. Tako će već u 2012. godini za servisiranje postojećeg duga i kamata ka inostranstvu, po grubim procenama, biti potrebno preko sedam milijardi evra. U prvom talasu krize, 2009. godine, godišnje obaveze po ovom osnovu su bile gotovo dvostruko manje – oko četiri milijarde evra. Zbog toga je ekonomiji Srbije potreban sve veći priliv deviza kojima će biti uravnotežen platni bilans, iako je tekući deficit od 2009. relativno stabilan. Pitanje je da li će se u 2012. ostvariti dovoljan priliv kapitala, kao u 2011, koji će pokriti i spoljni deficit i obaveze koje dospevaju prema inostranstvu. Na oprez mogu da ukažu i pojedina istraživanja relevantnih svetskih agencija po kojima je u 2012. godini moguć odliv kapitala iz bankarskog sektora zemalja Istočne Evrope ka zemljama maticama, budući da im je potrebna veća kapitalizacija na domaćim tržištima. Srbija je po ovim analizama među zemljama koje mogu biti umereno pogođene odlivom kapitala iz bankarskog sektora.

Naše je mišljenje da je privreda Srbije još uvek relativno dobro zaštićena od mogućih platnobilansnih rizika budući da su devizne rezerve NBS trenutno dosta visoke (preko 11 milijardi evra), ali i zbog

potpisanog aranžmana iz predostrožnosti sa MMF-om u vrednosti od milijardu evra. I pored toga smatramo da ekonomska politika ne sme da zanemari potencijalne platnobilansne probleme ukoliko eskalira kriza u evrozoni. Povećanje likvidnosti bankarskog sektora smanjivanjem obavezne rezerve verovatno bi, pod okolnostima koje očekujemo u 2012, vodilo povećanom odlivu kapitala iz Srbije.

Nezaposlenost ostaje najveći strukturni problem domaće ekonomije. Premda naše analize ukazuju da Srbija verovatno još uvek nije na prvoj liniji udara potencijalne krize (kao pojedine zemlje koje već sad preduzimaju izuzetno oštre mere ekonomske politike), treba uvek imati u vidu da Srbija, za razliku od drugih, nosi teret izuzetno visoke nezaposlenosti. Niska stopa rasta u 2011. godini uticala je na dalje pogoršavanje trendova zaposlenosti u 2011. godini (v. odeljak 3. „Zaposlenost i zarade”). Po poslednjem podatku iz aprilske Ankete o radnoj snazi, stopa zaposlenosti je pala na svega 45,5%, dok je stopa nezaposlenosti dostigla oko 23%. U podacima za oktobar, koji tek treba da se objave, očekujemo dalji nastavak negativnih trendova na tržištu rada.

Poslednji podaci ponovo ukazuju da se gubitak radnih mesta, kao i u prethodne tri godine, odnosi isključivo na privatni sektor, dok broj zaposlenih u javnom sektoru stagnira. Imajući tu činjenicu u vidu, posebno nas zabrinjava podatak da su plate u javnim preduzećima, u kojima su zaposleni inače bili zaštićeni od krize, u Q3 međugodišnje porasle za čak 19,8% (realno 8,3%). U narednoj godini zbog niskog rasta privrede, ne očekujemo značajnija poboljšanja na tržištu rada.

Stagnacija privredne aktivnosti uz pad svetskih cena hrane je gurnula inflaciju u drugi plan. Inflacija, nakon visokog rasta u Q1 – od Q2 počinje značajno da usporava (v. odeljak 5. „Cene i devizni kurs”). Od početka godine do kraja oktobra, inflacija je dostigla 6,8%, a od toga je čak 5,5% dostignuto već u Q1. Na usporavanje inflacije utiče smirivanje rasta cena prehrambenih proizvoda, ali i slaba domaća tražnja, što potvrđuje relativno nizak i stabilan nivo noseće inflacije (iz koje smo isključili cene hrane, energije, alkoholnih pića i duvana). Noseća inflacija iznosi od 0,3% do 0,4% mesečno (ispod 5% anualizovano), što je trenutno prava mera kretanja cena u Srbiji.

Imajući u vidu snažno usporavanje inflacije i stagnaciju ekonomske aktivnosti, NBS postepeno smanjuje referentnu kamatnu stopu koja sada iznosi 10% (v. odeljak 7. „Monetarni tokovi i politika”). Smatramo da je spuštanje referentne kamatne stope u ovom trenutku poželjna politika, te bi možda, zbog malog rizika od povećanja cena u narednom periodu, trebalo još hrabrije ići u tom smeru – što bi smanjivalo restriktivnost monetarne politike. Ideje koje se sve češće pojavljuju u javnosti, o smanjenju obavezne rezerve, smatramo veoma opasnim, jer su obavezne rezerve jedna od garancija stabilnosti finansijskog sistema. Poslednji podaci o nenaplativim kreditima ukazuju da se nastavlja njihov rast, te je učešće nenaplativih kredita u ukupnim na kraju Q3 dostiglo 14,5% (po metodologiji *QM-a*). Iako prethodni podatak donekle relativizuje činjenica da je u nenaplative kredite uključen i dug prema državnim bankama u stečaju (Beobanka, Invest banka i sl.), zabrinjavajući je trend njihovog stalnog rasta. Tako je početkom 2009. godine učešće nenaplativih kredita u ukupnim iznosilo oko 9%, sredinom 2010. oko 12%, da bi u septembru 2011. godine već dostiglo pomenuti nivo od 14,5%.

Fiskalna politika se suočava sa ozbiljnim izazovima. Usled nižeg privrednog rasta od planiranog u 2011, ali i strukture ostvarenog rasta ekonomije koji se zasniva na rastu investicija i izvoza, a ne poreski izdašnoj potrošnji, javni prihodi realno padaju u odnosu na prethodnu godinu (v. odeljak 6. „Fiskalni tokovi i politika”). U odnosu na plan s početka godine javni prihodi su za oko 1% BDP-a manji. Javni rashodi, s druge strane, su nešto veći od planiranih, pre svega zbog visoke inflacije u Q1 s kojom su indeksirane penzije i plate u javnom sektoru. Sredinom godine su u Narodnoj skupštini usvojene i, s valjanim argumentima se može tvrditi, fiskalno neodgovorne izmene Zakona o finansiranju lokalne samouprave, kojima se učešće lokalnog nivoa vlasti u prihodima od poreza na zarade povećalo sa 40% na 80% – bez neophodnih mera kojima bi se nadoknadio nastali gubitak u centralnoj kasi (v. Okvir 1. Odeljka 6. „Fiskalni tokovi i politika“).

Zbog smanjenja procene rasta u 2011. godini sa 3% na 2%, Fiskalni savet je, u skladu sa fiskalnim pravilima u septembru dozvolio povećanje konsolidovanog deficita opšte države u 2011. sa 4,1% BDP-a na 4,5% BDP-a. Navedeno povećanje deficita je dozvoljeno kako bi se vodila anticiklična fiskalna politika u uslovima smanjenja poreskih prihoda i ne podrazumeva povećavanje konsolidovanih javnih rashoda.

U 2012. godini je planiran fiskalni deficit od 4,25% BDP-a. Niži rast BDP-a u 2012. godini od 1,5% bi, po fiskalnim pravilima, omogućio da dozvoljeni deficit u 2012. godini bude 4,5% BDP-a. Zbog

