

TRENDJOVI

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 ekomska kriza pogorša. U dva Osvrta smo, oslanjajući se dobrim delom na te podatke i analize, dali i kraći pogled u budućnost iz ugla ekomske 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 nepromjenjenom 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 tekuci 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 pogodjene 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

1. Pregled

potpisano aranžmana iz predostrožnosti sa MMF-om u vrednosti od milijardu evra. I pored toga smatramo da ekonomski 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. Prema naše analize ukazuju da Srbija verovatno još uvek nije na prvoj liniji udara potencijalne krize (kao pojedine zemlje koje već sad preuzimaju izuzetno oštре mere ekonomski 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 dospila 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 dospila 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 ekonomski aktivnosti, NBS postepeno smanjuje referentnu kamatu 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 dospilo 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 dospilo 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 deficitu opšte države u 2011. sa 4,1% BDP-a na 4,5% BDP-a. Navedeno povećanje deficitu 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

Kvartalni monitor dvobroj 25-26 • april–septembar 2011

visokog i rastućeg javnog duga koji će u 2012. godini najverovatnije preći zakonsku granicu od 45% BDP-a, fiskalni deficit je u 2012. godini ipak ograničen na nešto nižu vrednost, odnosno 4,25% BDP-a, što smatramo prvim i značajnim korakom u dobrom smeru.

Javni dug je u 2011. godini porastao sa 41% BDP-a početkom godine, na preko 44% BDP-a krajem septembra i tako se približio zakonskoj granici od 45% BDP-a. U narednoj godini očekujemo da će, zbog niskog rasta privredne aktivnosti i deficita od preko 4% BDP-a, granica javnog duga biti probijena. U tom slučaju Vlada će biti u obavezi da pripremi plan kredibilnih mera kojima će javni dug u srednjoročnom periodu da se trajno vrati u zakonski propisane granice.

Rizik zemlje, meren preko EMBI (*Emerging Markets Bond Index*), za Srbiju, ali i čitavu tranzicionu Evropu, je značajno povećan. Trenutno za Srbiju EMBI iznosi oko 580 baznih poena, a u aprilu je bio svega 360 baznih poena (b.p.). Primetili smo, međutim, da je rast rizika u Srbiji daleko manji nego u drugim zemljama u regionu. Tako je recimo EMBI za Hrvatsku porastao sa 250 b.p. iz aprila na 620 b.p. početkom decembra, a za Mađarsku sa 250 b.p. na 570 b.p. Rejting agencija *Fitch* u novembru je zadržala kreditni rejting Srbiji sa stabilnim izgledima. Ovo je još jedna potvrda da je percepcija Srbije kod inostranih kreditora, iako niska, još uvek relativno stabilna. Smatramo, međutim, da se nalazimo pred izazovnim vremenima i da će perspektive domaće ekonomije u mnogome zavisiti od valjanog vođenja ekonomske politike i brojnih odluka koje se moraju što hitnije doneti.

Srbija: izabrani makroekonomski pokazatelji, 2004–2011

	Godišnji podaci							Kvartalni podaci						
	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3
Cene i kurs														
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
Realni kurs dinar/euro (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	78,3	79,9
Nominalni kurs dinar/euro ⁴⁾	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
Privredna aktivnost														
BDP (u mld. dinara)	1.380,7	1.683,5	1.962,1	2.276,9	2.661,4	2.713,2	2.986,6
BDP	9,3	5,4	3,6	5,4	3,8	-3,5	1,0	-0,2	1,0	1,7	1,2	3,7	2,4	0,7
Nepoljoprivredna BDV	6,9	5,8	4,9	6,1	4,1	-3,2	1,7	-0,4	1,7	3,3	1,9	3,7	2,3	0,7
Industrijska proizvodnja	6,5	0,6	4,2	4,1	1,4	-12,6	2,5	1,1	7,3	4,3	-1,8	6,4	3,6	-1,8
Prerađivačka industrija	8,3	-1,0	4,5	4,7	1,1	-16,1	3,9	2,5	8,1	5,8	-0,4	5,8	0,6	-2,1
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
Ukupno zapošlenih, 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
Fiskalni podaci														
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	-3,6
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	0,1
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	-26,4	-42,4	-40,1
Platni bilans														
Uvoz robe ⁶⁾	-8.302	-8.286	-10.093	-12.858	-15.917	-11.096	-12.176	-2.659	-3.032	-3.182	-3.303	-3.270	-3.392	-3.434
Izvoz robe ⁶⁾	2.991	4.006	5.111	6.444	7.416	5.978	7.403	1.473	1.861	1.938	2.130	1.955	2.163	2.169
Bilans tekućeg računa ⁷⁾	-2.197	-1.805	-3.137	-4.994	-7.054	-2.084	-2.082	-760	-615	-519	-189	-761	-621	-677
u % BDP ⁷⁾	-11,6	-8,6	-12,9	-17,2	-21,6	-7,2	-7,3	-11,5	-8,6	-7,1	-2,6	-10,4	-7,3	-8,1
Bilans finansijskog računa ⁷⁾	2.377	3.863	7.635	6.126	7.133	2.207	2.032	698	596	488	241	616	578	527
Strane direktnе investicije	773	1.248	4.348	1.942	1.824	1.372	860	284	136	176	265	307	259	661
NBS bruto devizne rezerve ((+) znači povećanje)	349	1.675	4.240	941	-1.687	2.363	-929	-367	-321	-313	73	168	33	1.078
Monetarni podaci														
NBS neto sopstvene rezerve ⁸⁾	103.158	175.288	302.783	400.195	475.110	578.791	490.534	563.529	547.249	493.899	489.847	460.348	484.971	514.453
NBS neto sopstvene rezerve ⁸⁾ , u mil.evra	1.291	2.050	3.833	5.051	5.362	6.030	4.616	5.652	5.287	4.684	4.609	4.455	4.860	5.083
Krediti nedržavnom sektoru	342.666	518.298	609.171	842.512	1.126.111	1.306.224	1.660.870	1.389.783	1.523.040	1.583.687	1.656.905	1.658.603	1.700.248	1.714.617
Devizna štednja stanovništva	110.713	190.136	260.661	381.687	413.766	565.294	730.846	604.783	651.132	681.704	732.066	730.892	742.597	744.100
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
Krediti nedržavnom sektoru	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
Krediti nedržavnom sektoru, u % BDP	23,9	29,6	28,6	35,0	42,0	45,8	53,8	47,7	51,3	52,3	53,7	53,2	51,9	50,8
Finansijska tržista														
BELEXline, vrednost indeksa ⁹⁾	1.161	1.954	2.658	3.831	1.198	1.312	1.283	1.307	1.238	1.226	1.283	1.425	1.387	1.082
Promet na Beogradskoj berzi (u mil. evra) ¹⁰⁾	423,7	498,8	1.166,4	2.004,4	884,0	443,7	222,0	49,4	46,3	39,5	86,8	89,3	64,1	37,9

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 prosećima za godišnje podatke, i na tromesečnim prosećima 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 prepukama odeljenja za statistiku UN, počeо 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.

7) Narodna banka Srbije je u Q1 2008. promenila metodologiju po kojoj izradjuje platni bilans. Promena metodologije dovodi do manjeg deficitu 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 zbiru deviznih depozita poslovnih banaka i deviznih depozita države. Detaljnija objašnjenja data su u odeljku Monetarni tokovi i politika.

9) Vrednost indeksa na poslednji dan posmatranog perioda.

10) Ukupna vrednost prometa na Beogradskoj berzi, obuhvata vrednost prometa akcijama i obveznicama SDŠ. Za preračunavanje prometa na tržištu akcija iz dinara u evre korišćen je srednji kurs za posmatrani period.