

TRENDOVI

1. Pregled

Nepovoljni makroekonomski trendovi se nastavljaju i produbljuju u Q3: privredna aktivnost povećava pad, inflacija je i dalje osetno ispod ciljanog koridora NBS, a tekući deficit počinje da se приметно povećava. Jedino na tržištu rada ekonomski indikatori uporno pokazuju poboljšanje – smanjenje nezaposlenosti i rast zaposlenosti – ali oni su po svemu sudeći loše izmereni (takva kretanja su nemoguća u trenutnom makroekonomskom okruženju). Ekonomska politika se, smatramo, nedovoljno dobro nosi sa ovim problemima. Ne samo što reakcije na snažno pogoršanje ekonomskih trendova veoma kasne iako su svi signali koji su upućivali na to bili odavno vidljivi, nego se i u javnost šalju potpuno pogrešne i neutemeljene ocene o prolaznosti trenutnih problema i visokom privrednom rastu u srednjem roku. Smatramo da bi prvi ispravan korak ekonomske politike bio da se napokon objektivno sagleda i prizna koliko je stvarno loše stanje u kom se ekonomija Srbije trenutno nalazi, ali i da se kažu pravi razlozi za to, a ne da se okrivljuju samo poplave ili nepovoljno međunarodno okruženje. Posle toga će biti mnogo lakše doneti ispravne sveobuhvatne mere, ali i proceniti realne mogućnosti privrede i potrebno višegodišnje vreme za izlečenje.

Privredna aktivnost je sada već u dubokoj recesiji. Međugodišnji pad BDP-a u Q3 iznosio je približno 3,6% što je delom posledica poplava i neefikasne obnove, ali i mnogo trajnijih i samim tim opasnijih trendova (v. odeljak 2. „Privredna aktivnost”). U okviru lošeg rezultata privredne aktivnosti u Q3 najviše zabrinjava podatak da su od svih komponenti BDP-a u najvećem padu bile one koje su za budući rast najbitnije – neto izvoz, a posebno investicije. Da bi došlo do preokreta nepovoljnog trenda privredne aktivnosti, prva komponenta BDP-a koja mora da počne da beleži pozitivne rezultate su investicije, jer je u narednim godinama neminovno smanjivanje domaće tražnje, a rastu neto izvoza mora da prethodi rast investicija. Zbog toga ocenjujemo da ovakva struktura pada BDP-a u Q3 jasno ukazuje na dalji nastavak pogoršavanja privrednih trendova.

Procenjujemo da bi pad privredne aktivnosti u 2014. godini mogao da iznosi oko 2%. Približno 1,2 p.p. od tog pada možemo pripisati poplavama (ali i neefikasnoj obnovi), koje su jednokratni problemi, dok je trajniji trend privredne aktivnosti pad od oko 0,8% na godišnjem nivou. Naše prognoze ukazuju da će taj trajniji i suštinski trend privredne aktivnosti da se dodatno pogorša i produbi svoj pad u 2015. godini na oko 2%. Ukupan pad privredne aktivnosti u 2015. godini će međutim formalno biti nešto manji i procenjujemo ga trenutno na oko 1%. Razlog za prividno manji pad od stvarnih trendova privrede je očekivano uspostavljanje uobičajene proizvodnje uglja i električne energije u godini nakon poplava što će da doprinosi rastu BDP-a u 2015. godini za oko 1 p.p. BDP-a.

Inflacija je i dalje veoma niska i na kraju novembra je njen međugodišnji nivo iznosio 2,4%. Stvarni nivo inflacije je međutim još niži, jer ovaj indeks u sebi sadrži i povećanje snižene stope PDV-a sa 8 na 10% u januaru 2014. godine. Zbog toga, nešto bolja mera koja još jasnije upućuje na stagnaciju rasta cena je inflacija u prethodnih šest meseci od svega 0,3%. Razlozi za nisku inflaciju su recesija u kojoj se nalazi privreda uz pad domaće tražnje, nizak rast cena hrane, niska uvozna inflacija, kao i još uvek restriktivna monetarna politika (v. odeljak 5. „Cene i devizni kurs”). Interesantno je primetiti da ni skorašnja depresijacija dinara još uvek nije značajnije uticala na rast cena. Dinar je u prethodnih šest meseci (jun–novembar) depresirao u odnosu na evro za oko 4%, a u odnosu na dolar za čak 13%, a rast cena u Srbiji je u istom periodu iznosio svega 0,3%.

Od kada je u oktobru 2013. godine inflacija pala ispod ciljnog koridora NBS od $4 \pm 1,5\%$ u taj ciljani koridor se vraćala svega u dva meseca (januar i februar) i to neposredno nakon pomenutog povećanja umanjene stope PDV-a. NBS je međutim na to neispunjavanje svog osnovnog cilja

reagovala dosta pasivno i zadržavala restriktivnu monetarnu politiku. Referentna kamatna stopa je i pored poslednjeg umanjenja sa 8,5 na 8% još uvek oko 6 p.p. veća od inflacije. Iako ovo jeste svojevrsan kuriozitet, uticaj kamatnog kanala na inflaciju u Srbiji ipak je dosta ograničen, a prava restriktivnost monetarne politike se bolje ogleda u pokušajima NBS da spreči depresijaciju dinara. Od početka godine do pisanja ovog pregleda NBS je intervenisala sa skoro 1,7 mlrd evra deviznih rezervi za odbranu vrednosti dinara. Pored toga, NBS je menjala i pravila o visini i strukturi obavezne rezerve banaka u pokušaju da poveća ponudu evra uz manje negativne uticaje na ponudu dinara. Odbranom vrednosti dinara je ne samo direktno usporena inflacija, jer je sprečeno veće poskupljenje uvoznih proizvoda, nego je i sterilisana velika vrednost dinara (prvenstveno ona koju je NBS otkupila na međubankarskom tržištu). Zbog toga nam izgleda kao da je NBS promenila svoje prioritete od ciljanja inflacije ka očuvanju stabilnosti kursa, jer bi u protivnom dozvolila depresijaciju dinara, makar dok se inflacija ne vrati u ciljani koridor.

Dinar je od početka godine do kraja novembra nominalno depresirao u odnosu na evro za 4,5%, a u realnom iznosu za nešto preko 2%, što nije mnogo. Pažnja koja se ovoj temi pridaje u javnosti, ali i skupe intervencije NBS nam stoga ne deluju u potpunosti opravdano. Tačno je da depresijacija dinara negativno utiče na obaveze deviznih dužnika, ali ona pozitivno utiče na cenovnu konkurentnost domaće privrede, što onda u sledećem koraku doprinosi rastu neto izvoza i zaposlenosti. Smatramo da bi NBS trebalo da iskoristi trenutne depresijacijske pritiske i dozvoli kontrolisani pad vrednosti dinara, a da je dobra mera do kog bi nivoa NBS trebalo da dozvoli depresijaciju – vraćanje inflacije na sredinu ciljanog koridora od 4%. Takva politika NBS bi zadovoljila više ciljeva (osim njenog osnovnog cilja da vrati inflaciju u ciljani koridor): 1) nivo inflacije od oko 4% bio bi poželjan da se ublaži recesija i efikasnije sprovedu mere fiskalne konsolidacije 2) depresijacija dinara od 5-10% bi poboljšala konkurentnost privrede uz prihvatljiv rast troškova servisiranja kredita i 3) usporilo bi se smanjivanje deviznih rezervi koje je naročito ubrzano u poslednjim mesecima 2014. godine.

Depresijacijski pritisci iz prethodnih meseci su posledica uticaja različitih činilaca, a mi kao suštinski najbitnije izdvajamo nagle i nepovoljne promene u tekućem delu platnog bilansa do kojih dolazi od polovine 2014. godine (v. odeljak 4. „Platni bilans i spoljna trgovina“). Sredinom godine se završio dvogodišnji period snažnog rasta izvoza i smanjivanja tekućeg deficita, za šta je dobrim delom bila zaslužna i proizvodnja automobila u kompaniji FAS. Međutim u prethodne dve godine investicije su bile u znatnom padu, a bez novih investicija nije se mogao očekivati ni nastavak visokog rasta izvoza kada se završi ekspanzija izvoza automobila. Zbog toga je pogoršanje trenda izvoza u Q3 bilo donekle i očekivano i mi smo ga najavili još u prethodnim izdanjima *QM*-a. U Q3 izvoz ne samo što je zaustavio rast nego je prešao i u dubok međugodišnji pad od oko 10%, što sada dovodi do osetnog povećanja tekućeg deficita. Do kraja godine očekujemo da tekući deficit dostigne nivo od oko 7% BDP-a što je za 1 p.p. BDP-a više nego u prethodnoj godini. Premda to na prvi pogled ne izgleda mnogo, napominjemo da je ova relativno mala promena u odnosu na prethodnu godinu posledica dva različita trenda u prvoj i drugoj polovini godine. U prvoj polovini godine izvoz je još uvek imao visok rast i tekući deficit se sužavao, a u drugoj polovini godine situacija se preokrenula i sada ne samo da je poništeno smanjenje tekućeg deficita iz prve polovine godine, već će ukupan rezultat na godišnjem nivou biti povećanje tekućeg deficita u odnosu na 2013. godinu.

Kapitalni i finansijski prilivi u Srbiju u 2014. nisu dovoljni da finansiraju tekući deficit, što se naročito dobro vidi sa povećanjem tekućeg deficita u drugoj polovini godine (depresijacijski pritisci na dinar i smanjenje deviznih rezervi). Prilivi kapitala po osnovu SDI su relativno niski, privreda i banke se razdužuju prema inostranstvu, a jedini veliki i stabilni prilivi sredstava su posledica zaduživanje države za finansiranje ogromnog deficita. Međutim ni to veliko i neodrživo zaduživanje države u 2014. nije bilo dovoljno da platni bilans bude u ravnoteži (da prilivi iz inostranstva budu slični tekućem deficitu), pa su devizne rezerve NBS od početka godine do kraja novembra smanjene za preko 900 mln evra.

U narednoj godini ne očekujemo velike promene u platnom bilansu u odnosu na 2014 godinu. Verovatno će se slično smanjiti i kapitalno-finansijski i tekući deo platnog bilansa – sa jedne

strane sprovođenje fiskalne konsolidacije će smanjiti neto zaduživanja države u inostranstvu, a sa druge strane očekujemo da će očekivani pad domaće tražnji uticati na određeno smanjenje tekućeg deficita (prvenstveno zbog smanjenja uvoza, a ne zbog rasta izvoza). Za sada nema nagoveštaja osetnijeg povećanja SDI u 2015. godini, ali moguće je da određenih poboljšanja ipak bude. Aranžman sa MMF-om bi mogao da ima pozitivnog uticaja na investitore, ali verovatno tek od druge polovine godine, do kada će biti poznati ne samo uslovi aranžmana već i prvi rezultati njegovog sprovođenja. Uspešno sprovođenje privatizacije preduzeća u restrukturiranju bi takođe moglo da dovede do određenog povećanja SDI u 2015. godini.

Veliki fiskalni deficit i sa njim povezani brzo rastući javni dug ostaju najveći problemi ekonomske politike. Fiskalni deficit u 2014. godini (sa uključenim rashodima ispod crte) procenjujemo na 7–7,5% BDP-a, što jeste nešto manji deficit od onog koji je planiran rebalansom, ali je i dalje veoma visok (v. odeljak 6. „Fiskalni tokovi i politika“). Učešće javnog duga u BDP-u će na kraju godine premašiti 70%, što je povećanje za skoro 10 p.p. BDP-a u odnosu na početak godine. Nastavak ovakvih trendova bi neminovno vodio u krizu javnog duga, pa je Vlada bila prinuđena da usvoji nepopularne mere smanjivanja penzija i plata u javnom sektoru, ali i da uđe u pregovore o novom aranžmanu sa MMF-om. Detaljnije ćemo o ovom aranžmanu i srednjoročnom fiskalnom prilagođavanju pisati u narednim izdanjima *QM*-a kada i svi detalji dogovora sa MMF-om budu poznati, a sada ćemo ukratko dati preliminarnu analizu objavljenih kontura fiskalne konsolidacije.

Iz dostupnih podataka o planu fiskalne konsolidacije u naredne tri godine i aranžmanu sa MMF-om (koji su vrlo ograničeni) zaključujemo da se Vlada ipak opredelila za strategiju višegodišnjeg postepenog smanjivanja fiskalnog deficita – umesto snažnog prilagođavanja u prvoj godini sprovođenja konsolidacije i nešto manjih korekcija u narednim godinama, što je bio plan prethodnog Ministra finansija. Najavljeni fiskalni deficit u 2015. godini od oko 6% BDP-a predstavlja zapravo smanjenje deficita u odnosu na 2014. godinu za svega 1–1,5% BDP-a (jer će deficit u 2014. godini biti 7–7,5% BDP-a). Planirano je da se približno istim tempom deficit postepeno smanjuje i u naredne dve godine, pa bi se u 2017. godini sa spustio na nivo od nešto preko 3,5% BDP-a (sa uključenim rashodima ispod crte).

Sprovođenje ovako postepenog smanjivanja deficita je praktično omogućeno aranžmanom sa MMF-om, bez čega bi ono teško bilo dovoljno kredibilno i samim tim i moguće. Prednost ovog pristupa je u tome što se dobija na vremenu u kom se može poboljšati kvalitet brojnih mera fiskalne konsolidacije čiji se najveći efekat pomera na srednji rok, poput na primer otpuštanja zaposlenih u javnoj upravi – za šta će sada moći da se obave temeljne analize i pripreme dobri planovi. Uz to, negativan kratkoročni uticaj fiskalne konsolidacije na privredu će se ravnomernije rasporediti po godinama, što takođe može da pomogne i olakša njeno sprovođenje (podsećamo na našu analizu po kojoj će privreda Srbije u 2015. biti u relativno dubokoj recesiji). Ovakav pristup međutim ima i neke nedostatke koji možda i nisu dovoljno jasno pokazani, a na koje bi bilo korisno ukazati stručnoj i široj javnosti, ali i nosiocima ekonomske politike ukoliko ih nisu u potpunosti svesni.

Prvo, fiskalna konsolidacija će praktično morati da se produži i na 2018. godinu. Preliminarne analize *QM*-a pokazuju da će planirani ukupni fiskalni deficit od preko 3,5% BDP-a u 2017. godini (što bi odgovaralo deficitu između 3 i 3,5% BDP-a bez rashoda ispod crte) biti dovoljan samo da se rast učešća javnog duga u BDP-u u toj godini uspori, ali ne i zaustavi. Za preokret rastuće putanje javnog duga i izbegavanje krize biće dakle neophodno da fiskalna konsolidacija traje duže od tri godine i da se i u 2018. godini sprovedu slične (nepopularne) mere za smanjivanje deficita kao u 2016. i 2017. godini. *Drugo*, ukupne uštede će zapravo morati da budu veće nego da se sprovodi brža (*front loading*) fiskalna konsolidacija. To je zbog toga što će produžena fiskalna konsolidacija dozvoliti duži i veći rast učešća javnog duga u BDP-u – preliminarne analize ukazuju da bi javni dug na kraju 2017. godine lako mogao da dostigne i 85% BDP-a. Toliki javni dug će uticati da izdvajanja za kamate u javnim rashodima porastu sa oko 3% BDP-a iz 2014. na gotovo 4,5% BDP-a u 2017. godini, što bi se onda moralo kompenzovati dodatnim uštedama na drugim mestima.

Srbija: izabrani makroekonomski pokazatelji, 2004–2014

	Annual Data										Kvartalni podaci						
	Godišnji podaci										2013			2014			
	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3
Privredna aktivnost	međugodišnji realni rast¹⁾																
BDP (u mlrd. dinara)	1.451,4	1.751,4	2.055,2	2.355,1	2.744,9	2.880,1	3.067,2	3.407,6	3.584,2	3.876,4	...	...	...	...	...	...	...
BDP	9,0	5,5	4,9	5,9	5,4	-3,1	0,6	1,4	-1	2,6	2,4	1,1	3,4	3,3	-0,2	-1,3	-3,6
Nepoljoprivredna BDV	7,2	6,2	5,1	6,9	4,4	-3,3	0,2	1,521677838	1,1	1,6	2,2	-0,3	2,4	2,3	-0,2	-1,8	-4,7
Industrijska proizvodnja	6,5	0,6	4,2	4,1	1,4	-12,6	2,5	2,2	-2,9	5,5	5,2	3,0	10,8	3,3	2,1	-4,8	-13,9
Prerađivačka industrija	8,3	-1,0	4,5	4,7	1,1	-16,1	3,9	-0,4	-1,8	4,8	5,4	3,2	8,8	2,2	3,6	-2,0	-5,6
Prosečna mesečna neto plata (u din.) ²⁾	14.108	17.478	21.745	27.785	29.174	31.758	34.159	...	...	...	41.419	44.248	43.939	46.185	41.825	44.971	...
Ukupno zaposlenih, bez poljoprivrede (mil.)	2.047	2.056	2.028	1.998	1.997	1.901	1.805	...	...	...	1.724	1.724	1.720	1.705	1.697	1.697	...
Fiskalni podaci	u % BDP																
Javni prihodi	41,2	42,1	42,4	42,1	41,5	38,6	-1,5	-4,6	0,6	-3,0	-5,8	-3,2	-2,7	0,1	-0,8	4,5	3,8
Javni rashodi	40,0	39,7	42,7	42,8	43,7	42,7	-1,7	3,3	3,6	-5,7	-10,8	-7,0	1,8	-6,2	5,8	2,2	-2,0
Konsolidovani bilans (def. GFS) ³⁾	17,5	14,8	-33,5	-58,2	-68,9	-121,8	-136,4	-158,2	-217,4	-178,7	-37,4	-44,1	-57,1	-40,2	-64,7	-39,1	-31,5
Platni bilans	u milionima evra, tokovi⁴⁾																
Uvoz robe ⁵⁾	-8.302	-8.286	-10.093	-12.858	-15.917	-11.096	-12.176	-13.758	-14.028	-14.693	3.341	3.623	3.712	4.017	3.384	3.759	3.731
Izvoz robe ⁶⁾	2.991	4.006	5.111	6.444	7.416	5.978	7.402	8.440	8.394	10.540	2.151	2.578	2.979	2.832	2.510	2.769	2.656
Bilans tekućeg računa ⁷⁾	-2.197	-1.805	-3.137	-4.994	-7.054	-2.084	-2.082	-2.870	-3.639	-2.092	-668	-387	-381	-671	-503	-495	-502
u % BDP ⁸⁾	-11,6	-8,6	-12,9	-17,2	-21,6	-7,2	-7,4	-9,1	-12,3	-6,5	-8,3	-4,4	-4,3	-7,8	-6,3	-5,8	-5,9
Bilans finansijskog računa ⁹⁾	2.377	3.863	7.635	6.126	7.133	2.207	1.986	2.694	3.486	1.917	612	356	277	671	496	372	337
(+/- znači priliv/kapitala, tj. rast obaveza)																	
Strane direktne investicije ¹⁰⁾	773	1.248	4.348	1.942	1.824	1.372	860	1.827	669	1.229	171	264	446	347	316	397	334
(+/- znači priliv/kapitala, tj. rast obaveza)																	
NBS bruto devizne rezerve	349	1.675	4.240	941	-1.687	2.363	-929	1.801	-1.137	697	859	-886	-164	887	-800	-370	509
(+/- znači povećanje)																	
Monetarni podaci	u milionima dinara, stanja na kraju perioda¹¹⁾																
NBS neto sopstvene rezerve ¹²⁾	103.158	175.288	302.783	400.195	475.110	578.791	489.847	606.834	656.347	757.689	673.147	674.731	701.822	757.689	696.802	756.996	787.778
NBS neto sopstvene rezerve ¹³⁾ u mil.evra	1.291	2.050	3.833	5.051	5.362	6.030	4.609	5.895	5.781	6.605	6.025	5.917	6.122	6.605	6.015	6.513	6.641
Krediti nedržavnom sektoru	342.666	518.298	609.171	842.512	1.126.111	1.306.224	1.660.870	1.784.237	1.958.084	1.870.916	1.933.868	1.929.205	1.911.059	1.870.642	1.815.004	1.842.407	1.888.471
Devizna štednja stanovništva	110.713	190.136	260.661	381.687	413.766	565.294	730.846	775.600	909.912	933.839	907.288	924.684	933.170	933.839	937.875	949.418	976.865
M2 (12-m realni rast, u %)	10,4	20,8	30,6	27,8	2,9	9,8	1,3	2,7	-2,2	2,3	-2,6	-4,7	1	2,5	1,9	3,510531203	4,3
Krediti nedržavnom sektoru	27,3	28,6	10,3	24,9	25,2	5,2	13,9	0,5	-2,1	-8,3	-8,2	-9,2	-9	-6,5	-8,3	-5,7	-3,3
(12-m realni rast, u %)																	
Krediti nedržavnom sektoru, u % BDP	23,9	29,6	28,6	35,0	42,0	45,8	53,8	56,2	59,9	50,7	57,3	60,3	53	50,7	48,5	48,7	48,2
Cene i kurs	međugodišnji rast¹⁴⁾																
Indeks potrošačkih cena ¹⁵⁾	10,1	16,5	6,5	11,3	8,6	6,6	10,2	7,0	12,2	2,2	11,2	9,7	4,8	2,2	2,3	1,2	2,1
Realni kurs dinar/evro (prosek 2005=100) ¹⁶⁾	100,5	100,0	92,1	83,9	78,5	83,9	88,0	80,43	85,3	80,2	79,5	79,5	80,8	81,2	80,7	80,9	81,8
Nominalni kurs dinar/evro ¹⁷⁾	72,62	82,92	84,19	79,97	81,46	93,90	102,90	101,88	113,03	113,09	111,69	112,15	114,2	114,3	115,8	115,6	117,4

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) Prati 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 prilagodivosti kriterijumima datim u Platnom bilansu i Sistemu nacionalnih računa. Detaljnije objašnjenje je dato u QM 20, odeljak 4, Platni bilans i spoljna trgovina. Prema novoj metodologiji NBS iz Q2 2014 (u skladu sa BPM6) izuzimaju se sve transakcije vezane za izvoz i uvoz robe na doradu. Usluge dorade će se po novoj metodologiji beležiti u okviru računa usluga. Detaljnije objašnjenje je dato u QM37, odeljak 4, Platni bilans i spoljna trgovina. Podaci su preračunati i dati po novoj metodologiji (IMF BPM6) počevši od 2012. godine.

5) Narodna banka Srbije je u Q1 2008 i u Q2 2014. promenila metodologiju po kojoj izrađuje platni bilans. Promena metodologije 2008. dovela je do manjeg deficita tekućeg računa, i do manjeg salda kapitalnog računa. Detaljnije objašnjenje je dato u QM12, odeljak 6, Platni bilans i spoljna trgovina. Promena metodologije 2014 (u skladu sa šestim izdanjem IMF's Balance of Payments and International Investment Position Manual - BPM6) dovela je do većeg deficita tekućeg računa, i do većeg finansijskog računa usled višeg iznosa SDI. Detaljnije objašnjenje je dato u QM37, odeljak 4, Platni bilans i spoljna trgovina. Podaci su preračunati i dati po novoj metodologiji (IMF BPM6) počevši od 2012. godine.

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.

7) 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.

8) Računica zasnovana na 12-m proseccima za godišnje podatke, i na tromesečnim proseccima za kvartalne podatke.