

TRENDOVI

1. Pregled

U Q2 se nastavljaju i dodatno pogoršavaju makroekonomski trendovi na koje smo upozoravali u prethodnim kvartalima. Privredna aktivnost je u recesiji, inflacije više gotovo da i nema, a sada je zaustavljeno i poboljšavanje tekućeg dela platnog bilansa, jer je izvoz prestao da raste. Uz sve to, fiskalna pozicija zemlje je potpuno neodrživa, pa Srbiji zbog ogromnog deficita i brzo rastućeg javnog duga preči kriza javnog duga. Signali koji su upozoravali na pogoršavanje makroekonomskih kretanja bili su vidljivi još pre nekoliko kvartala, a neki i pre više od godine i u QM-u smo na njih potpuno jasno ukazivali – ali su pravilni odgovori ekonomskih politika izostajali. Dva ključna ministarstva Vlade, Ministarstvo privrede i Ministarstvo finansija, su u prethodnih godinu dana bila gotovo potpuno blokirana velikim brojem organizacionih, personalnih, pa i konceptijskih promena. Monetarna politika je sa druge strane „išla na sigurno“, pa je vođena izuzetno oprezno i restriktivno. Zbog toga u krajnjem ishodu ni ona nije ispunila svoje ciljeve – jer je inflacija već dva kvartala ispod ciljanog koridora.

Privredna aktivnost je u recesiji. Katastrofalne majske poplave su samo delimično odgovorne za smanjenje privredne aktivnosti, jer je Srbija ušla u recesiju i pre poplava (v. odeljak 2. „Privredna aktivnost“). Suštinski razlozi za pad privredne aktivnosti su neodrživa fiskalna pozicija (visok i rastući javni dug i visok deficit), višegodišnje smanjenje investicija, pad kreditne aktivnosti, a u Q2 se nepovoljnim činiocima pridružilo i snažno usporavanje izvoza. U prethodnom periodu upravo je visok rast izvoza bio kontrateža smanjenju ostalih komponenti BDP-a (investicije, potrošnja), zbog čega nepovoljni trendovi privrede nisu bili toliko vidljivi. Sa usporavanjem izvoza ti nepovoljni trendovi dolaze više do izražaja i ukupni BDP se smanjuje. Analiza QM-a pokazuje da je usporavanje izvoza trajnije prirode, jer su dostignuti puni kapaciteti izvoza motornih vozila (FAS), nema novih investicija koje bi vodile povećanju izvoza, a i međunarodno okruženje je nepovoljno – zbog čega ne očekujemo da se period negativnog rasta privrede Srbije brzo završi.

Nešto nepovoljniji privredni trendovi u Q2, uticali su da korigujemo naniže prognozu pada BDP-a u 2014. godini na 1%, umesto do sada očekivanih 0-0,5%. U ovom izdanju QM-a smo takođe dali i prvu prognozu mogućeg kretanja privredne aktivnosti u 2015. godini koja iznosi -1%. Pošto pravi razlozi za recesiju nisu privremeni (poput poplava) već suštinski, samim tim teže su i otklonjivi pa ne očekujemo da će u 2015. godini doći do snažnog zaokreta u nepovoljnom kretanju privredne aktivnosti. Takođe, u 2015. će morati da se sprovodi fiskalna konsolidacija (jer će u protivnom Srbija ući u krizu javnog duga), koja je dobra za srednjoročni privredni rast, ali će imati ograničen i privremen negativan uticaj na proizvodnju u 2015. godini. Zbog svega toga očekujemo da 2015. bude još jedna godina recesija sa padom BDP-a koji za sada procenjujemo na 1%, ali bi lako mogao da bude i veći.

Inflacija je veoma niska i u avgustu je njen međugodišnji nivo iznosio svega 1,5%. Trebalo bi međutim imati u vidu i da međugodišnji indeks u sebi sadrži i povećanje snižene stope PDV-a sa 8 na 10% u januaru 2014, a da bi bez toga inflacija bila ispod 1%. Pri tom, rasta cena u prethodnih šest meseci nije ni bilo – odnosno inflacija je od marta do avgusta iznosila 0%. Razlozi za nisku inflaciju su recesija u kojoj se nalazi privreda uz pad domaće tražnje, relativno stabilan kurs dinara, nizak rast cena hrane, niska uvozna inflacija, kao i restriktivnost monetarne politike koja referentnu kamatnu stopu održava na visokih 8,5% (v. odeljak 5. „Cene i devizni kurs“).

Premda NBS već neko vreme očekuje i najavljuje vraćanje inflacije u okvire ciljanog koridora ($4\pm 1,5\%$), to se već šest meseci ne događa, a NBS i pored toga zadržava restriktivnost monetarne politike. Za ovakvu monetarnu politiku donekle imamo razumevanja – poslednja depresijacija dinara početkom septembra nije bila velika, ali je još jednom podsetila na to koliko je labilna makroekonomska ravnoteža u Srbiji i da je oprez u vođenju monetarne politike neophodan.

Ipak moramo istaći činjenicu da NBS nije ostvarila svoje ciljeve tokom 2014. godine i da je to znatno uticalo na pogoršanje drugih makroekonomskih agregata. Podsećamo i da se upravo iz NBS često i opravdano ukazuje da je neodrživost fiskalne politike glavni rizik za makroekonomsku stabilnost u Srbiji, promenu kursa dinara i cena. Objektivno bi međutim bilo dodati i da bi se fiskalna politika u 2014. znatno lakše vodila da je NBS ostvarivala svoje ciljeve.

U Q2 je usporavanje rasta izvoza zaustavilo poboljšavanje tekućeg dela platnog bilansa (v. odeljak 4. „Platni bilans i spoljna trgovina“). Tekući deficit trenutno iznosi oko 5% BDP-a što je znatno manje nego pre dve-tri godine, kada je iznosio oko 10% BDP-a, a ne bi trebalo zaboraviti ni da je pre otpočinjanja krize 2008. godine bio veći i od 20% BDP-a. Međutim okolnosti su sada bitno drugačije nego pre krize, pa ni ovaj, znatno umanjeni, deficit tekućeg računa iz 2014. godine više nije održiv. Naime, velikog priliva kapitala iz inostranstva više nema i u srednjem roku ga sigurno neće ponovo biti. Privreda se razdužuje prema inostranstvu, strane direktne investicije su male, a jedina stavka u finansijskom računu koja još uvek privremeno održava znatne prilive kapitala iz inostranstva – su ogromna zaduživanja države. Samo u avgustu je po ovom osnovu došlo oko 750 mln evra (kredit za budžet iz UAE). Dakle kada podvučemo crtu, u 2014. deficit tekućeg računa iznosi oko 5% BDP-a, prilivi kapitala su (i pored velikog zaduživanja države) bili nešto manji od toga – što je za posledicu imalo manji pad deviznih rezervi od oko 250 mln evra (od početka januara do kraja avgusta).

Velika zaduživanja države u inostranstvu će međutim već od 2015. morati postepeno da se smanjuju, jer će u protivnom da nastupi kriza javnog duga. Manje zaduživanje države u 2015. najverovatnije će još više da umanja ukupne finansijske prilive iz inostranstva u odnosu na 2014, budući da je u narednom periodu malo verovatan osetan porast neke od drugih stavki finansijskog računa – SDI ili kreditnog zaduživanja domaće privrede i banaka u inostranstvu. Upravo zbog toga i smatramo da trenutni tekući deficit od oko 5% BDP-a nije održiv. Na ekonomskoj politici je međutim da na vreme anticipira takva ili slična buduća kretanja i da pokuša da nađe optimalnu kombinaciju monetarne politike, kursa dinara, i prihvatljivog umanjnja deviznih rezervi u narednim godinama, uzimajući u obzir bilanse deviznih dužnika i uticaj fiskalne konsolidacije na smanjenje priliva iz inostranstva ali i na umanjnje domaće tražnje. Naše je mišljenje da bi verovatno bilo korisno iskoristiti trenutne depresijacijske pritiske da se dozvoli ograničena i kontrolisana depresijacija dinara – tim pre što je i inflacija ispod ciljanog koridora NBS.

Statistika tržišta rada i dalje pokazuje neke kontradiktorne trendove za koje smatramo da su teško mogući. Formalna zaposlenost je u Q2 bila u međugodišnjem padu od oko 2%, što je u skladu sa kretanjem drugih makroekonomskih indikatora (pre svega recesijom) i smatramo da je ovaj podatak najverovatnije tačan. Ono što međutim ne prestaje da nas iznenađuje je što se po Anketi o radnoj snazi (koja se sada radi i kvartalno) i u Q2 nastavlja porast zaposlenosti i pad nezaposlenosti. Možda su pravi razlozi za to ovaj put sezonski i privremeni (privremeno neformalno angažovanje za odbranu od poplava na primer), ali još jednom naglašavamo da je u recesiji u kakvoj je trenutno privreda Srbije – nemoguć rast zaposlenosti koji Ankete o radnoj snazi pokazuju još od 2013. godine.

Kreditna aktivnost privrede je i dalje niska i u padu u odnosu na prethodnu godinu, ali se u Q2 donekle popravlja – za šta je zaslužno pokretanje novog ciklusa subvencionisanih kredita za održanje likvidnosti i finansiranje trajnih obrtnih sredstava (v. odeljak 7. „Monetarni tokovi i politika“). Smatramo da je ovaj program trenutno opravdan uzimajući u obzir da je kreditna aktivnost privrede u velikom padu, a da subvencionisanjem kamata država sa relativno malim sredstvima ostvaruje veliki i povoljan uticaj na kretanje ukupne kreditne aktivnosti. Sa druge strane problem nenaplativih kredita nastavlja da postepeno raste i u Q2 i trebalo bi pronaći optimalan model za njegovo rešavanje u trouglu: banke, NBS i Ministarstvo finansija. Država bi međutim morala da vodi računa o tome da rešavanje ovog problema ne postane fiskalni trošak.

Neodrživost fiskalne politike je trenutno najveći problem domaće ekonomije. Koliko su veliki problemi sa kojima se suočava fiskalna politika možda ponajbolje ilustruje baš ta naša ocena da ih smatramo najvećim u konkurenciji recesije, stagnacije cena, visoke nezaposlenosti, neodrživog tekućeg deficita i velikog i rastućeg učešća nenaplativih kredita. Fiskalni deficit (uključujući i

državne rashode ispod crte) će u 2014. premašiti 8% BDP-a, a brzo rastući javni dug će na kraju godine premašiti 70% BDP-a i nastaviti da raste i u narednim godinama. Finansiranje obaveza države jeste obezbeđeno za narednih pola godine (dok se ne potroši kredit za budžet iz UAE), ali se u tom periodu mora započeti odlučan program fiskalne konsolidacije. Bez toga je mogućnost izbijanja krize javnog duga u narednim godinama – velikog pada BDP-a, depresijacije dinara i makroekonomske nestabilnosti – vrlo realna.

Fiskalni deficit će u 2014. godini premašiti 8% BDP-a umesto planiranih 7,1% BDP-a (v. odeljak 6. „Fiskalni tokovi i politika“). Razlog za povećanje deficita u odnosu na plan je podbacivanje javnih prihoda, a ne povećanje javnih rashoda koji će verovatno biti i nešto manji u odnosu na planirane. Do umanjenja javnih prihoda je došlo usled pogoršanja makroekonomskog okruženja – recesija umesto planiranog rasta privrede od 1%, inflacija koja će umesto planiranih 5% biti svega oko 2% i nešto lošiji od očekivanih trendovi na tržištu rada. Uz to, u 2014. se neće ostvariti ni budžetirani dodatni prihodi od suzbijanja sive ekonomije. Na strani javnih rashoda velike uštede će se ostvariti usled neefikasnog izvršenja javnih investicija (što nije poželjan način za umanjenje javnih rashoda), dok će izdvajanja za subvencije da probiju plan.

Javni dug (uključujući i dug lokalne samouprave) je nakon poslednjih zaduženja (kredit iz UAE) na kraju avgusta dostigao 22 mlrd evra. Sa sadašnjim kursom od 119 dinara za evro to bi značilo da je javni dug već sada premašio granicu od 70% BDP-a. Do kraja godine procenjujemo da bi javni dug mogao da iznosi oko 72% BDP-a, ali postoje rizici da on bude i nešto veći. Jedan od rizika odnosi se na eventualnu potrebu da država emituje veliki iznos garancija za zaduživanje EPS-a, radi obezbeđenja sredstava za uvoz električne energije i finansiranje tekućih obaveza. To bi bio veliki udar ne samo na javni dug i ukupne javne finansije u Srbiji i smatramo da je umesto toga mnogo bolje rešenje povećanje cene električne energije

Na kraju dolazimo do centralnog pitanja ekonomske politike u prethodnim mesecima, a to je fiskalna konsolidacija. Pogoršanje fiskalnih tokova je takvo da se ona može izvesti samo uz snažno smanjivanje najvećih javnih rashoda – penzija i plata u javnom sektoru. Ni to međutim neće biti dovoljno ukoliko država ne dovede u red poslovanje javnih preduzeća, jer će se u protivnom sve uštede odliti na njihovo neuspešno poslovanje. Bitno je takođe da se ovaj put fiskalna konsolidacija izvede tako da se stvarno preokrenu negativni trendovi u javnim finansijama, a ne da se, kao do sad, usvoje nedovoljne mere kojima se izbegava neposredna opasnost od krize, ali se situacija u narednih godinu dana dodatno pogorša (pa su onda neophodne još teže mere). Ukoliko se sada ponovo ne saseče dovoljno, možda će se izbeći kriza javnog duga u 2015. godini, ali će javne finansije Srbije sledeće godine biti u još gorjoj poziciji.

Zbog loših ekonomskih pokazatelja recesija je gotovo izvesna u 2015. godini i bez sprovođenja fiskalne konsolidacije, a fiskalna konsolidacije će je dodatno pogoršati. Zbog toga bi trebalo da Vlada i NBS uz fiskalnu konsolidaciju počnu da sprovode i koordinisane antirecesione mere. U nadležnosti Vlade je povećanje efikasnosti u izvršenju javnih investicija, popravljavanje poslovnog ambijenta, pa i pregovaranje i dovođenje (uz minimalne fiskalne troškove) velikih stranih investitora. NBS bi sa svoje strane morala da relaksira monetarnu politiku i spreči deflaciju i povećanje nelikvidnosti u privredi (najgore okruženje za sprovođenje fiskalne konsolidacije je recesija i deflacija). U koordinaciji sa Vladom NBS bi takođe trebalo da ispita mogućnosti za povećanje kreditne aktivnosti privrede i rešavanje problema nenaplativih kredita.

1. Pregled

Srbija: izabrani makroekonomski pokazatelji, 2004–2014

	Godišnji podaci											Kvartalni podaci					
	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2013				2014		
											Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	
Privredna aktivnost	međugodišnji realni rast¹⁾																
BDP (u mlrd. dinara)	1.380,7	1.683,5	1.962,1	2.276,9	2.661,4	2.720,1	2.881,9	3.208,6	3.348,7	3.618,2	...	...	...	...	...	...
BDP	9,3	5,4	3,6	5,4	3,8	-3,5	1,0	1,6	-1,5	2,5	2,8	0,4	3,8	3,0	0,1	-1,1	
Nepoljoprivredna BDV	6,9	5,8	4,9	6,1	4,1	-4,2	1,6	1,5	0,6	0,4	1,1	-1,8	1,4	0,8	0,1	...	
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	
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	
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	-0,6	4,5	
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	6,7	2,2	
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	
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	3.747	
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	2.512	2.768	
Bilans tekućeg računa ⁷⁾	-2.197	-1.805	-3.137	-4.994	-7.054	-2.084	-2.082	-2.870	-3.639	-2.092	-662	-382	-376	-671	-483	-383	
u % BDP ⁸⁾	-11,6	-8,6	-12,9	-17,2	-21,6	-7,2	-7,4	-9,1	-12,3	-6,5	-8,9	-4,7	-4,6	-8,3	-6,5	-4,8	
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	533	361	
(+) znači priliv kapitala, (-) neto obaveze ¹⁰⁾	773	1.248	4.348	1.942	1.824	1.372	860	1.827	669	1.229	171	264	446	347	289	251	
Strane direktne investicije ¹¹⁾	773	1.248	4.348	1.942	1.824	1.372	860	1.827	669	1.229	171	264	446	347	289	251	
(+) znači priliv kapitala, (-) neto obaveze ¹²⁾	349	1.675	4.240	941	-1.687	2.363	-929	1.801	-1.137	697	859	-886	-164	887	-800	-370	
Monetarni podaci	u milionima dinara, stanja na kraju perioda¹³⁾																
NBS neto sopstvene rezerve ¹⁴⁾	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	
NBS neto sopstvene rezerve ¹⁵⁾ , u ml. 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	
Kreditni 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	
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	
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	3,510	
Kreditni nedržavnom sektoru (12-m realni rast, u %)	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	
Kreditni 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	
Cene i kurs	međugodišnji rast¹⁶⁾																
Indeks potrošačkih cena ¹⁷⁾	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	
Realni kurs dinar/evro (prosek 2005=100) ¹⁸⁾	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	
Nominalni kurs dinar/evro ¹⁹⁾	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	

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 spolnotrgovinske 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. 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 Indksom potrošačkih cena od 2007. godine.

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