

TRENDOVI

1. Pregled

Ekonomija Srbije nije u dobrom stanju i njeno ozdravljenje će biti dugotrajno. Privredna aktivnost je u stagnaciji koja je ujedno i jedan od razloga za nisku inflaciju i veliko smanjenje tekućeg deficita. Izuzetno niske investicije, domaće i strane, su verovatno i najbolji pokazatelj trenutno loše perspektive domaće ekonomije. Bez novih investicija neće biti moguće pokrenuti privrednu aktivnost, povećati zaposlenost, a biće sve teže i sačuvati i kurs dinara. Prvi veliki izazov nove Vlade nakon izbora biće sprovođenje fiskalne konsolidacija i sklapanje aranžmana sa MMF-om. To bi bio garant makroekonomske stabilnosti i, uz druge mere, prvi neophodan preduslov za pokretanje novog investicionog ciklusa. Međutim, čak i ukoliko bi odmah nakon formiranja nove Vlade započela odlučna fiskalna konsolidacija, otpočelo sprovođenje reformi i promenili se najbitniji zakoni za poboljšanje poslovnog ambijenta – prvi pozitivni rezultati takve politike bi mogli najranije da se vide sredinom 2015. godine.

Privredna aktivnost je u 2013. godini imala solidan rast od 2,4%. Međutim iza ovog rasta se krije činjenica da je poljoprivreda imala stopu rasta od preko 20%, najviše zbog poređenja sa sušnom 2012. godinom i da je kompanija Fiat automobili Srbije (FAS) povećala proizvodnju dva i po puta u odnosu na 2012. godinu. Kada bismo iz ostvarenog BDP-a u 2013. godini uklonili samo ova dva činioaca – ostatak privrede bi bio u padu od oko 0,5%. Što je još nepovoljnije, komponenta BDP-a koja je u 2013. godini imala najveći realni pad od oko 10% su investicije. A investicije su dvostruko bitne za BDP, u trenutku kada se ostvaruju direktno povećavaju BDP, ali i stvaraju preduslove za buduće povećanje proizvodnje.

Očekujemo da u 2014. godini privredna aktivnost stagnira, odnosno da stopa rasta BDP-a bude približno 0%. U 2014. godini će se iscrpeti efekti povećanja proizvodnje kompanije FAS, a ni poljoprivreda neće moći da ostvari visoke stope rasta kao u 2013. godini. Zbog toga će se otkriti stvarni trend privredne aktivnosti koji je najbliži stagnaciji. Stagnaciju u 2014. potvrđuje i analiza komponenti BDP-a. Privatna i državna potrošnja će nesumnjivo biti u padu, a investicije i neto izvoz će najviše moći da kompenzuju ovaj pad, ali ne i da obezbede pozitivne stope rasta (v. odeljak 2. „Privredna aktivnost”).

Inflacija je gotovo zaustavljena i u 2013. godini je, od januara do kraja decembra, iznosila svega 2,2%. Glavni razlozi za zaustavljanje inflacije su niska domaća tražnja, stabilan kurs dinara i pad cena poljoprivrednih proizvoda (v. odeljak 5. „Cene i devizni kurs“). Slični trendovi se nastavljaju i tokom 2014. godine. U prva dva meseca 2014. godine inflacija je iznosila 1,5% uglavnom kao posledica jednokratnog povećanja administrativnih cena u januaru i povećanja niže stope PDV-a sa 8 na 10%. Tržišne cene dakle i dalje miruju i očekujemo da se takav trend nastavi tokom 2014. godine. Jedino bi u slučaju osetne depresijacije dinara u narednim mesecima moglo da dođe do određenog ubrzanja inflacije.

Kurs dinara je trenutno pod jakim depresijacijskim pritiscima, a politika NBS koja tokom 2014. po svaku cenu održava nepromenjenju vrednost dinara ocenjujemo kao skupu i ne preterano korisnu. Na intervencije na međubankarskom tržištu NBS je od početka godine do sredine marta potrošila čak 820 miliona evra. Prodaju ovoliko velike količine evra za odbranu vrednosti dinara ne smatramo dobrom ekonomskom politikom iz više razloga: 1) osetno se smanjuju devizne rezerve zemlje; 2) druga strana prodaje velike količine evra iz deviznih rezervi je kupovina i sterilisanje odgovarajuće količine dinara – što je loša politika u uslovima povećane nelikvidnosti privrede i niske inflacije; 3) prodaja evra iz deviznih rezervi leči samo posledicu, a ne i suštinski uzrok slabljenja dinara i nema mnogo opravdanja ukoliko depresijacijski pritisci na dinar nisu privremeni. Analiza *QM*-a upravo ukazuje da pored privremenih postoji i suštinski razlog za slabljenje dinara; i 3) umerena depresijacija dinara bi koristila, a ne štetila, privrednoj aktivnosti,

jer bi povećala njenu cenovnu konkurentnost (Grafikon T2-5). Zbog svega toga smatramo da bi NBS morala da smanji svoje intervencije na deviznom tržištu i dozvoli određenu depresijaciju dinara.

Pritisak na kurs dinara i (možda i ekonomski brzopleta) prodaja preko 800 miliona evra deviznih rezervi za manje od tri meseca, mogu da budu i dobra indikacija koliko je zapravo labilna makroekonomska ravnoteža u kojoj se Srbija nalazila tokom 2013. godine i u kojoj se i dalje nalazi. Naime, stabilan kurs dinara tokom 2013. godine je ostvaren u okruženju slabog privrednog rasta, niskih SDI, ogromne nezaposlenosti, javnog duga i fiskalnog deficita. Ukoliko se ove neravnoteže i slabosti domaće ekonomije ne budu sistematski otklanjale, negativni rezultati će vrlo brzo prevagnuti i trenutna krhka makroekonomska stabilnost se vrlo lako može narušiti.

Tekući deficit je u 2013. godini iznosio oko 5% BDP-a i prepolovio se u odnosu na 2012. godinu kada je iznosio 10,1% BDP-a. Razlozi za ovako veliko smanjenje tekućeg deficita su: 1) visok rast izvoza, za šta je zaslužan i rast izvoza automobila i 2) nizak rast uvoza, koji je bio pod uticajem smanjenja domaće tražnje (v. odeljak 4. „Platni bilans i spoljna trgovina“). I pored velikog smanjenja u odnosu na prethodnu godinu, tekući deficit od 5% BDP-a je neodrživ u uslovima niskih stranih direktnih investicija i slabog privrednog rasta. Kapitalni bilans se u 2013. godini održavao pozitivnim najviše usled zaduživanja države, a sa druge strane SDI su bile niske, a banke i privreda su se razduživale prema inostranstvu. Pošto država ne može u nedogled da nastavi da se zadužuje, ovakva struktura kapitalnog bilansa ne može da bude trajna kontrateža, ni ovako umanjenom, tekućem deficitu od oko 5% BDP-a.

Sličnu strukturu platnog bilansa kao u 2013. očekujemo i u 2014. godini. Tekući deficit će verovatno da nastavi da se smanjuje, ali ne toliko snažno kao u 2013. godini, jer su iscrpljeni potencijali automobilske industrije uz izostanak pojave novih krupnih izvoznika. Uvoz će stagnirati ili se smanjivati zbog daljeg pada domaće tražnje. SDI će ostati niske, jer Srbija sa svojim ekonomskim problemima nije tržišno atraktivna destinacija za investiranje, a takođe malo je verovatno da će se do kraja godine u većem obimu realizovati neka od velikih stranih investicija koja bi proistakla iz direktnih pregovora države sa investitorima.

Niska zaposlenost i dalje ostaje jedan od najvećih ekonomskih problema Srbije iako poslednji podaci iz Ankete o radnoj snazi (ARS) ukazuju na snažan rast zaposlenosti i smanjivanje nezaposlenosti. Naše analize međutim ukazuju da u makroekonomskom okruženju Srbije nikako nije moglo da dođe do osetnijeg povećanja zaposlenosti tokom 2013. godine (v. odeljak 3. „Zaposlenost i zarade“ i Osvrt 3.). Poslednji podaci iz Ankete o radnoj snazi, po našoj oceni, na jednoj strani donosiocima odluku šalju pogrešan signal, dok na drugoj strani izazivaju sumnju u pouzdanost statističkih podataka o privredi Srbije koda velikog broja investitora i analitičara koji prate kretanja u privredi Srbije.

Monetarna politika je tokom 2013. i početkom 2014. godine vođena preterano oprezno, možda i na štetu privrede. Zadržavanje referentne kamatne stope na nivou od 9,5% pri međugodišnjoj stopi inflacije od oko 3% može da odražava nameru NBS da i preko REPO stope ublaži snažne depresijacijske pritiske na deviznom tržištu, koji postoje od početka 2014. godine. Problemi u bankarskom sektoru u isto vreme nastavljaju da se produbljuju. Od prošlog izdanja *QM*-a oduzeta je dozvola za rad Privrednoj banci Beograd i Univerzal banci. Nastavlja se visok pad realne vrednosti kredita odobrenih privredi od oko 10% međugodišnje, a čak ni registrovani pad učešća loših kredita u poslednjih nekoliko meseci ne možemo tumačiti pozitivno, jer je on privremena posledica oduzimanja dozvola za rad problematičnim bankama. Smatramo zato da bi NBS morala da pojača svoju preventivnu i kontrolnu ulogu na tržištu kako se lista ugašenih banaka ne bi dalje povećavala, ali i da olabavi monetarnu politiku i, u saradnji sa Vladom, potraži mehanizme za rešavanje problema nelikvidnosti, pa i nesolventnosti privrede – koje su zapravo osnovna pretnja bankarskom sistemu.

Premda su izazovi pred monetarnom politikom veliki, smatramo da su još veći problemi povezani sa fiskalnom politikom. Ostvareni deficit u 2013. godini od 5,7% BDP-a jeste bio nešto manji nego što je bilo očekivano krajem godine, ali je to i dalje najveći deficit u Centralnoj i

Istočnoj Evropi (v. odeljak 6. „Fiskalni tokovi i politika“). Detaljnija analiza ostvarenog fiskalnog deficita u 2013. godini dodatno povećava zabrinutost. Javni prihodi nastavljaju da podbacuju, a deficit se održao na planiranom nivou velikim uštedama na diskrecionim rashodima (pre svega smanjenjem kapitalnih investicija, ali i nabavke robe i usluga i subvencija). Problem je što je smanjivanje prihoda sistemski problem, i ne može se stalno da se nadomešćuje *ad hoc* uštedama, posebno što je deo tih ušteda krajem 2013. ostvaren i kašnjenjem države u izmirivanju obaveza – što znači da je fiskalni deficit za prošlu godinu donekle veštački smanjen, a da te neizvršene obaveze iz 2013. godine postaju obaveze u 2014. godini.

Zbog toga očekujemo da će deficit u 2014 godini umesto planiranih visokih 7,1% BDP-a biti još veći i iznositi najmanje 8% BDP-a, ukoliko se odmah po formiranju nove Vlade ne donesu oštre mere fiskalne konsolidacije. Naime, gotovo je izvesno da će javni prihodi i u 2014. podbaciti u odnosu na plan, a pojavljuju se i brojne obaveze i rizici na rashodima koji nisu bili planirani budžetom – poput duga bankama za subvencionisane kredite od 7,5 mlrd dinara. Uz sve to, budžetom su planirana sredstva za Železaru Smederevo samo za prvu polovinu godine, a već sada je izvesno da se sudbina ovog preduzeća neće rešiti u tako kratkom roku. Dodatni rizik može biti i poslovanje Srbijagasa tokom 2014, jer ne znamo koliko se odmaklo u procesu restrukturiranja i planiranog osposobljavanja ovog preduzeća za poslovanje bez (implicitnih) subvencija države.

Čak i planirani fiskalni deficit od 7,1% BDP-a je neodrživ i zahtevao bi dodatne mere štednje tokom 2014. godine. Dalje pogoršanje fiskalnih tokova koje smo uočili zahteva da te uštede budu još veće i sveobuhvatnije. U kratkom roku ekonomska politika nema mnogo opcija za obuzdavanje rastućeg deficita. Najveći budžetski izdaci su plate u javnom sektoru i penzije, ali napominjemo i da je to ujedno i najveći ekonomski debalans naših javnih finansija, jer bi država poput Srbije za penzije trebalo da izdvaja oko 10% BDP-a umesto sadašnjih 13% BDP-a, a za plate oko 8% BDP-a umesto sadašnjih 10,5% BDP-a.

Javni dug je na kraju 2013. godine dostigao nivo od najmanje 63,5% BDP-a (sa uključenim ukupnim dugom lokalne samouprave) i nastaviće da raste i tokom 2014. godine. Da bi se preokrenula rastuća putanja javnog duga i tako izbegla kriza potrebno je da se fiskalni deficit sa sadašnjih oko 8% BDP-a svede na oko 2,5% BDP-a, što će najranije biti moguće u 2017. godini. Za tako veliko smanjenje deficita biće neophodno oštro kratkoročno smanjenje deficita u 2014. i prvoj polovini 2015. godine, ali i konačno otpočinjanje reformi koje se najavljuju već nekoliko godine, a koje će uštede dati u srednjem roku – penzijska reforma, reforma zarada i zapošljavanja u javnom sektoru, reforma javnih preduzeća, finansiranja lokalne samouprave, sistema subvencija i drugo.

Da bi investitori nastavili da finansiraju fiskalni deficit i druge državne obaveze i u narednim godinama, neophodno je da plan smanjivanja deficita do 2017. godine bude kredibilan. Zbog toga je potrebno već u prvoj godini mandata nove Vlade usvojiti sve neophodne reformske zakone, ali i sklopiti aranžman sa MMF-om. Bez toga će biti teško moguće obezbediti poverenje investitora i njihovo finansiranje velikih obaveza države po umerenim kamatnim stopama – a to će biti ključno u višegodišnjem tranzicionom periodu prelaska sa rekordnog i neodrživog fiskalnog deficita na održivi deficit pri kom se smanjuje učešće javnog duga u BDP-u.

Fiskalna konsolidacije je preduslov bilo kakvog privrednog rasta, jer bi u suprotnom vrlo brzo došlo do krize i makroekonomske nestabilnosti. Međutim, fiskalna konsolidacija sama po sebi neće moći da pokrene rast privrede (a to i nije njen cilj). Napominjemo još jednom, da je 2014. iz ugla privrednog rasta verovatno izgubljena godina, jer su njeni temelji loše postavljeni tokom 2013. godine. Za privredni rast od 2015. godine bitan će biti rad drugog ministarstva, Ministarstva ekonomije, koje će morati da razradi set zakona koji se odnose na unapređenje poslovnog ambijenta i poboljša trenutno vrlo nezavidnu poziciju Srbije na svim relevantnim listama konkurentnosti (WEF, Svetska banka). U kratkom roku, dok se ne poboljša privredni ambijent, verovatno bi trebalo razmotriti i mogućnost direktnih pregovora sa nekim od velikih stranih investitora.

