

TRENDovi

1. Pregled

Ekonomija Srbije nije u dobrom stanju i njen ozdravljenje će biti dugotrajno. Privredna aktivnost je u stagnaciji koja je ujedno i jedan od razloga za nisku inflaciju i veliko smanjenje tekućeg deficit-a. 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 konsolidacije i sklapanje aranžmana sa MMF-om. To bi bio garant makroekonomске 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 činioca – 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 depresijskim pritiscima, a politika NBS koja tokom 2014. po svaku cenu održava nepromenjenu 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 leći samo posledicu, a ne i suštinski uzrok slabljenja dinara i nema mnogo opravdanja ukoliko depresijski 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,

1. Pregled

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 makroekonomска 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 deficit-a. Ukoliko se ove neravnoteže i slabosti domaće ekonomije ne budu sistematski otklanjale, negativni rezultati će vrlo brzo prevagnuti i trenutna krhka makroekonomска 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 deficit-a 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 kretanje 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 namenu NBS da i preko REPO stope ublaži snažne depresijske pritiske na deviznom tržištu, koji postoji 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 deficitu 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 nadomešće *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 formiraju nove Vlade ne donesu oštре 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 ekonomski politika nema mnogo opcija za obuzdavanje rastućeg deficitu. Najveći budžetski izdaci su plate u javnom sektoru i penzije, ali napominjemo i da je to ujedno i najveći ekonomski debalans naših javnih finansijskih resursa, 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 deficitu biće neophodno oštro kratkoročno smanjenje deficitu 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 deficitu 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 deficitu na održivi deficit pri kom se smanjuje učešće javnog duga u BDP-u.

Fiskalna konsolidacija 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.

1. Pregled

Srbija: izabrani makroekonomski pokazatelji, 2005–2013

	Godišnji podaci								Kvartalni podaci							
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
	međugodišnji realni rast ¹⁾															
Privredna aktivnost																
BDP (u mlrd. dinara)	1.683,5	1.962,1	2.276,9	2.661,4	2.720,1	2.881,9	3.208,6	3.347,1	...	...	...	...	...	...	...	...
BDP	5,4	3,6	5,4	3,8	-3,5	1,0	1,6	-1,5	-2,6	0,0	-1,8	-1,7	3,0	0,6	3,7	2,6
Nepoljoprivredna BDV	5,8	4,9	6,1	4,1	-4,2	1,6	1,5	0,6	-0,5	2,0	0,5	0,4	1,3	-1,2	1,0	...
Industrijska proizvodnja	0,6	4,2	4,1	1,4	-12,6	2,5	2,2	-2,9	-5,5	-2,8	-3,6	-0,6	5,2	3,0	10,8	3,3
Prerađivačka industrija	-1,0	4,5	4,7	1,1	-16,1	3,9	-0,4	-1,8	-6,7	0,2	-3,8	1,5	5,4	3,2	8,8	2,2
Prosečna mesečna neto plata (u din.) ²⁾	17.478	21.745	27.785	29.174	31.758	34.159	...	...	39.068	41.664	41.187	43.625	41.419	44.248	43.939	46.185
Ukupno zaposlenih, bez poljoprivrede (mil.)	2.056	2.028	1.998	1.997	1.901	1.805	...	...	1.734	1.7300	1.7260	1.7240	1.724	1.724	1.720	1.705
Fiskalni podaci																
međugodišnji rast																
Javni prihodi	42,1	42,4	42,1	41,5	38,6	-1,5			1,7	4,8	-0,8	-3,2	-5,8	-3,2	-2,7	0,1
Javni rashodi	39,7	42,7	42,8	43,7	42,7	-1,7			9,8	7,7	-3,5	1,5	-10,8	-7,0	1,8	-6,2
u mlrd. Dinara																
Konsolidovani bilans (def. GFS) ³⁾	14,8	-33,5	-58,2	-68,9	-121,8	-136,4			-54,9	-57,0	-36,5	-69,0	-37,4	-44,1	-57,1	-40,2
Platni bilans																
u milionima evra, tokovi ⁴⁾																
Uvoz robe ⁴⁾	-8.286	-10.093	-12.858	-15.917	-11.096	-12.176	-13.758	-14.272	-3.392	-3.559	-3.412	-3.849	-3.386	-3.690	-3.774	-2.700
Ivoz robe ⁴⁾	4.006	5.111	6.444	7.416	5.978	7.402	8.440	8.822	1.838	2.247	2.221	2.426	2.235	2.685	3.089	2.049
Bilans tekućeg računa ⁵⁾	-1.805	-3.137	-4.994	-7.054	-2.084	-2.082	-2.870	-3.155	-1.180	-757	-551	-625	-290	-160	-172	
u % BDP ⁵⁾	-8,6	-12,9	-17,2	-21,6	-7,2	-7,4	-9,1	-10,6	-17,3	-10,2	-7,5	-8,7	-8,2	-3,5	-1,9	-3,1
Bilans finansijskog računa ⁵⁾	3.863	7.635	6.126	7.133	2.207	1.986	2.694	2.988	1.124	702	479	693	602	235	62	187
Strane direktnе investicije	1.248	4.348	1.942	1.824	1.372	860	1.827	242	-362	234	117	253	155	139	224	125
NBS bruto devizne rezerve	1.675	4.240	941	-1.687	2.363	-929	1.801	-1.137	-916	-1.100	-340	1.218	859	-886	-164	-24
(++) znači povećanje																
Monetarni podaci																
u milionima dinara, stanja na kraju perioda ⁶⁾																
NBS neto sopstvene rezerve ⁶⁾	175.288	302.783	400.195	475.110	578.791	489.847	606.834	656.347	615.234	583.121	608.235	656.347	673.147	674.731	701.822	757.689
NBS neto sopstvene rezerve ⁶⁾ , u miljevra	2.050	3.833	5.051	5.362	6.030	4.609	5.895	5.781	5.376	5.037	5.225	5.781	6.025	5.917	6.122	6.605
Krediti nedržavnom sektoru	518.298	609.171	842.512	1.126.111	1.306.224	1.660.870	1.784.237	1.958.084	1.897.034	1.938.662	1.999.697	1.958.084	1.933.868	1.929.205	1.911.059	1.870.642
Devizna stedinja stanovništva	190.136	260.661	381.687	413.766	565.294	730.846	775.600	909.912	834.253	888.372	890.782	909.912	907.288	924.684	933.170	933.839
M2 (12-m realni rast, u %)	20,8	30,6	27,8	2,9	9,8	1,3	2,7	-2,2	10,1	12,0	3,4	-2,2	-4,7	1	2,5	
Krediti nedržavnom sektoru	28,6	10,3	24,9	25,2	5,2	13,9	0,5	-2,1	10,5	8,1	5,9	-2,1	-8,2	-9,2	-9	-6,5
(12-m realni rast, u %)	29,6	28,6	35,0	42,0	45,8	53,8	56,2	59,9	59,3	60,2	61,6	59,9	57,3	60,3	53	50,7
Cene i kurs																
Indeks potrošačkih cena ⁷⁾	16,5	6,5	11,3	8,6	6,6	10,2	7,0	12,2	3,4	5,4	10,3	12,2	11,2	9,7	4,8	2,2
Realni kurs dinar/evro (prosek 2005=100) ⁸⁾	100,0	92,1	83,9	78,5	83,9	88,0	80,43	85,3	84,6	87,7	87,3	81,5	79,5	79,5	80,8	81,2
Nominalni kurs dinar/evro ⁹⁾	82,92	84,19	79,97	81,46	93,90	102,90	101,88	113,03	108,01	113,67	117,02	113,44	111,69	112,15	114,2	114,3

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) Pratimo 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 prepukama odeljenja za statistiku UN, počeo da se primenjuje opšti sistem trgovine, koji predstavlja širi koncept od prethodnog, radi bolje prilagodjenosti kriterijumima datim u Platnom bilansu i Sistemu nacionalnih računa. Detaljnije objašnjenje je dato u QM 20, odeljak 4, Platni bilans i spoljna trgovina.

5) Narodna banka Srbije je u Q1 2008. promenila metodologiju po kojoj izraduje platni bilans. Promena metodologije dovodi do manjeg deficit tekućeg računa, i do manjeg salda kapitalnog računa. Detaljnije objašnjenje je dato u QM12, odeljak 6, Platni bilans i spoljna trgovina.

6) NBS neto sopstvene rezerve razlikuju 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.

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 prosećima za godišnje podatke, i na tromesečnim prosećima za kvartalne podatke.