

TRENDOVI

1. Pregled

Osnovni makroekonomski trendovi karakteristični za čitavu 2013. u Q3 su dodatno naglašeni: 1) solidan međugodišnji rast privrede od 3,2% je najveći u prethodnih pet godina, ali je neodrživ, 2) inflacija ne samo što je zaustavljena, već su cene u Q3 pale za 0,5% i 3) deficit tekućeg računa se spustio na rekordno niskih 2,1% BDP-a. Ocena ovih trendova međutim nije preterano povoljna. Ostvareni rast BDP-a je posledica izuzetno visokih stopa rasta malog dela privrede (poljoprivreda, električna energija, FAS), a njen ubedljivo najveći deo zapravo je u recesiji. Ta recesija je i jedan od najbitnijih razloga zašto su inflacija i tekući deficit toliko niski. Zbog suštinski recesionog trenda privrede pogoršavaju se i brojni drugi indikatori: kretanja na tržištu rada, procenat nenaplativih kredita, broj preduzeća sa računima u blokadi, poreska disciplina, privatne investicije i drugo.

Mere kojima ekonomska politika raspolaže kako bi ublažila negativne trendove su vrlo ograničene. Prioritet fiskalne politike mora da bude kratkoročno i srednjoročno smanjivanje deficita, jer je alternativa tome izbijanje krize javnog duga i makroekonomska nestabilnost. U tim okvirima bi međutim vredelo preduzeti ograničene i targetirane fiskalne mere za povećanje likvidnosti privrede. I monetarna politika bi trebalo da se brže kreće u pravcu popuštanja restriktivnosti – premda ni taj prostor za popuštanje nije toliko veliki dok god postoje makroekonomski rizici, pre svega visok fiskalni deficit. Dakle, ukoliko bi se ekonomska politika vodila promišljeno, koordinirano i odlučno mogla bi donekle da ublaži nepovoljne trendove – ali ne i da ih preokrene.

Zbog toga ni pogled unapred nije preterano svetao. Privredni rast će u narednoj godini i formalno da uđe u stagnaciju ili recesiju, jer više neće biti visokog rasta poljoprivrede (koji je u 2013. većim delom posledica poređenja sa sušnom 2012. godinom), niti višestrukog povećanje proizvodnje kompanije Fijat automobili Srbija (FAS). Ni ekonomije EU i zemalja okruženja sa kojima je domaća privreda tesno povezana neće moći da u 2014. daju osetan pozitivan impuls privrednom rastu Srbije. U uslovima očekivane stagnacije ili recesije, nezaposlenost će nastaviti da raste, a verovatno će se i stanje bankarskog sektora nešto pogoršati. Pozornica za ekonomsku aktivnost u 2014. je već postavljena 2013. godine i sada neće moći mnogo toga da se promeni. Vlada je u 2013. propustila priliku da na vreme sprovede najveći broj reformi predviđenih Fiskalnom strategijom iz novembra 2012. godine (penzijska reforma, Zakon o radu, građevinske dozvole, javna preduzeća i drugo), ali i da privuče neke od velikih investicionih projekata. S tim u vezi, reformske mere koje je Vlada ponovo najavila u svojoj Fiskalnoj strategiji za 2014, ali i potencijalni dolazak velikih investitora, ako se dese, mogu da značajnije pozitivno utiču tek na rast privrede u 2015. godini.

Po preliminarnim projekcijama RZS-a, međugodišnji rast BDP-a u Q3 je iznosio relativno visokih 3,2%, a u odnosu na Q2 desezonirani BDP je porastao za 1,1%. Ovaj rast je međutim posledica uticaja više privremenih činilaca koji neće moći da se nastave u narednim kvartalima – pa samim tim nije ni održiv. Tako je u odnosu na Q2 najveći rast od čak 18% desezonirano imala proizvodnja električne energije, koja po svojoj prirodi ima veliku volatilnost i nemoguće je da će nastaviti sa sličnim rastom u narednim kvartalima. Tu je takođe i građevinarstvo, koje je i dalje u krizi, ali je u Q3 imalo bolje rezultate u poređenju sa, rekli bismo, incidentnim padom iz Q2 (koji je zvanična statistika procenila na čak 42,5% međugodišnje). Uz sve to u Q3 očekujemo i pozitivan doprinos rastu od poljoprivrede koji će izvesno da izostane u 2014. godini (v. odeljak 2. „Privredna aktivnost”).

Posmatrano po upotrebi BDP-a, rast i dalje pokreće snažno povećanje izvoza što je verovatno i najpozitivniji trend u 2013. godini. U prvih deset meseci 2013. robni izvoz beleži rast od 26,5% u odnosu na isti period prethodne godine, a u Q3 od čak 38,5%. Premda izvoz motornih vozila

još uvek prednjači, u Q3 mu se pridružuju poljoprivredni proizvodi pošto počinje izvoz boljeg ovogodišnjeg roda, ali i širok spektar drugih proizvoda. Cenovna konkurentnost domaće privrede merena preko jediničnih troškova rada u evrima je zadovoljavajuća (v. Grafikon T2-5), pa zato očekujemo da će izvoz imati solidan (ali ipak znatno manji nego sada) rast i kada se dostigne pun kapacitet izvoza automobila. Doprinos rasta izvoza privrednoj aktivnosti u srednjem roku bi bio veći, a privredni oporavak brži, da je izvozno orijentisani deo privrede razvijeniji. Uočili smo da je i pored rasta u prethodnim godinama učešće izvoza u BDP-u u Srbiji još uvek niže u odnosu na uporedive zemlje (v. odeljak 4. „Platni bilans i spoljna trgovina“). To je nažalost cena dugogodišnjeg oslanjanja na rast domaće tražnje kao glavnog generatora privrednog rasta i vođenja neodgovarajućih ekonomskih politika (precenjen kurs dinara do jeseni 2008, sporo sprovođenje reformi na strani ponude i drugo).

Veliki pad investicija, sa druge strane, jedan je od najlošijih trendova koji su obeležili kako Q3 tako i čitavu 2013. godinu. Procenjujemo da će u 2013. godini one imati pad od preko 10%. Država je u 2013. smanjila javne investicije za oko 150 miliona evra u odnosu na 2012. godinu, jednim delom zbog nedovoljne efikasnosti u njihovoj realizaciji, a drugim delom kao meru štednje zbog pogoršanja fiskalnih tokova. Privatni sektor ne investira, jer nema sopstvenih sredstava, a zbog finansijskih problema u kojima se nalazi, domaće i strane banke nisu spremne da ga kreditiraju. Uz sve to i nivo stranih direktnih investicija (SDI) u prva tri kvartala 2013. godine je bio relativno nizak – oko 500 miliona evra. Investicije su bitne ne samo zbog toga što neposredno povećavaju stopu rasta BDP-a već i zato što povećavaju kapacitet za budući ekonomski rast. Tako su, na primer, investicije FAS-a i NIS-a, direktno uticale na privredni rast tokom 2011. i nešto manje početkom 2012. godine, ali je još bitnije to da su omogućile i povećanje proizvodnje ovih kompanija što je od druge polovine 2012. godine povećavalo BDP.

Privatna i državna potrošnja su u Q3 i čitavoj 2013. u padu i taj pad će se nastaviti i u srednjem roku. Iako je privatna potrošnja do 2008. bila osnovni pokretač privrednog rasta, u prethodnih pet godina došlo je do preokreta. Privatna potrošnja je od 2008. do sredine 2013. ostvarila realni pad koji je dostigao skoro 10%. I pored toga, učešće privatne, ali i državne potrošnje je i dalje previsoko u odnosu na nivo razvijenosti domaće privrede, pa će dalje prilagođavanje morati da se nastavi. Još preciznije, u 2013. i narednim godinama privatna i državna potrošnja će morati da se realno smanjuju, jer stopa privrednog rasta neće biti visoka. Do istog zaključka dolazimo i analizirajući izvore finansiranja potrošnje. Privatna potrošnja se smanjila u 2013, jer se u realnim iznosima smanjuju masa zarada, penzije i krediti domaćinstvima, a državna potrošnja, jer se realno smanjuju državna izdvajanja za plate i nabavku robe i usluga. Pošto nema nagoveštaja da će skoro doći do znatnih promena u većini pomenutih indikatora, očekujemo da će privatna i državna potrošnja nastaviti da se smanjuju u realnom iznosu i u nekoliko narednih godina.

Kao posledica visokog rasta izvoza i pada domaće tražnje (i posledičnog manjeg rasta uvoza) tekući deficit se osetno smanjio. U 2013. godini tekući deficit će se spustiti na oko 5% BDP-a sa 10,6% BDP-a iz 2012. godine, a u Q3 je bio rekordno nizak i iznosio je svega 2,1% BDP-a (v. odeljak 4. „Platni bilans i spoljna trgovina“). U kapitalno-finansijskom delu platnog bilansa i dalje su prisutne nepovoljne tendencije smanjenog priliva kapitala. Kao što smo već napomenuli nivo SDI je, za Srbiju, na relativno niskom nivou – u prvih devet meseci 2013. je iznosio oko 500 miliona evra, što je, na primer, 2,5 puta manje nego u istom periodu 2011. godine. Uz niske SDI, domaća privreda i banke se razdužuju prema inostranstvu, ali to razduživanje nije posledica jačanja domaće ekonomije, već upravo suprotno – recesije u kojoj se nalazi najveći deo privrede i velikog smanjenja investicija preduzeća. Niski kapitalni prilivi u Q3, i pored snažnog smanjenja tekućeg dela platnog bilansa, nisu bili dovoljni da pokriju tekući deficit, pa su devizne rezerve smanjene za 160 miliona evra.

Nastavljaju se negativni trendovi na tržištu rada. Dostupni podaci ukazuju da se još uvek smanjuje formalna zaposlenost, a više detalja ćemo imati kada se objavi oktobarska Anketa o radnoj snazi. U narednoj godini očekujemo dalje smanjivanje zaposlenosti i rast nezaposlenosti, koji će biti posledica stagnacije privrede, ali delom i planiranog okončanja restrukturiranja. Redakcija QM-a međutim u potpunosti podržava završetak procesa restrukturiranja čak i po cenu sma-

njenja zaposlenosti, jer su ekonomski ta radna mesta izgubljena još pre jedne decenije i njihovo veštačko održavanje ima veću štetu nego korist za ekonomiju Srbije. Tema kojom smo se posebno bavili u ovom izdanju *QM*-a je najavljena izmena Zakona o radu. Mišljenja smo da bi bilo korisno povećati fleksibilnost tržišta radne snage tako što bi se: 1) modifikovala odredba koja definiše isplatu otpremnine za pun radni staž, jer dovodi do diskriminacije osoba sa većim radnim iskustvom na tržištu rada i otvara mogućnost za zloupotrebu u javnom sektoru, 2) povećala fleksibilnost sklapanja ugovora na određeno i 3) regulisao rad privatnih agencija za privremeno zapošljavanje (v. odeljak 3. „Zaposlenost i zarade“).

Niska domaća tražnja, uz stabilan kurs dinara i pad cena poljoprivrednih proizvoda, jedan je od glavnih razloga zašto je i inflacija na rekordno niskom nivou. Inflacija je od januara do kraja oktobra iznosila svega 2,6%, a od juna do kraja oktobra smo čak imali deflaciju od 0,3%. Inflacija bi na kraju godine mogla da iznosi svega oko 2,5%, što je njen najniži godišnji nivo u novijoj istoriji. NBS je u oktobru i novembru smanjila referentnu kamatnu stopu za po 0,5 procentnih poena, ali je ona i dalje izrazito visoka u odnosu na inflaciju i iznosi 10%. Mada su u Srbiji makroekonomski rizici još uvek visoki, ocenjujemo da je potrebno dodatno smanjivanje restriktivnosti monetarne politike – inflacija je ispod ciljanog koridora NBS, domaća tražnja snažno opada, veliki deo privrede je u recesiji, a nelikvidnost je izrazita (v. odeljak 7. „Monetarni tokovi i politika“).

Dok imamo rezerve prema politici održavanja visoke referentne kamatne stope, intervencije NBS na međubankarskom tržištu deviza u novembru – podržavamo. Naime, NBS je tokom novembra kupovinom veće količine evra sprečila apresijaciju dinara koja bi gotovo izvesno bila privremena i mogla bi negativno da utiče na privredu. Dosadašnja praksa ekonomske politike bila je da više vrednuje kratkoročni uticaj jačanja dinara na povećanje standarda stanovništva, nego njegov istovremeni uticaj na smanjenje cenovne konkurentnosti domaće privrede. Zbog toga u prošlosti uglavnom nije bilo sprečavano čak ni oštro niti privremeno jačanje dinara kada bi se za to stvorili uslovi. Trenutna vrednost dinara (oko 115 dinara za evro) je realno na istom nivou kao na kraju 2011. godine, odnosno na kraju 2007. godine, a povoljni spoljnotrgovinski trendovi i cenovna konkurentnost domaće privrede (evro-JTR) ukazuju da je kurs dinara blizu svog ravnotežnog nivoa. Privredni rast u 2014, ali u narednim godinama presudno će zavisiti od kretanja izvoza, jer je, kao što smo videli, prostor za rast domaće tražnje ograničen. Zbog toga odgovorna ekonomska politika podrazumeva izbegavanje „zamki“ ponovnih apresijacija, a blaga realna depresijacija bi za konkurentnost srpske privrede bila poželjna, posebno dok ne postoje inflatorni pritisci.

Bankarski sektor u Srbiji već pokazuje znake posustajanja koji se ogledaju i u gubitku dozvole za rad treće banke u vrlo kratkom vremenskom periodu. Troškovi garantovanja depozita i vrednosni papiri kojima je država sanirala posledice gašenja tri banke u protekle dve godine, prevazilaze iznos od 800 miliona evra. Postoji međutim rizik da sličnu sudbinu dožive još neke manje banke u 2014. godini, što će biti dodatni trošak za državu. Veliki problem bankarskom sektoru predstavlja visok rast nenaplativih kredita, koji je posebno eskalirao od početka 2013. godine (v. Grafikon T7-10). Učešće loših kredita (po definiciji *QM*-a) u odnosu na ukupne plasmane na kraju oktobra je dostiglo čak 24,6%, ali to je prosečna vrednost koja se odnosi na čitav bankarski sektor, pa verujemo da ovaj racio u pojedinim bankama premašuje i 50%. Samo tokom 2013. godine učešće nenaplativih kredita u ukupnim plasmanima je povećano za 8,5 p.p.

Fiskalni tokovi su u 2013. godini veoma pogoršani. Umesto konsolidovanog deficita od 3,6% BDP-a koji je bio planiran početkom godine, ostvariće se deficit od oko 6,5% BDP-a (sa uključenim rashodima „ispod crte“). Razlog za ovoliko povećanje fiskalnog deficita je veliko podbacivanje javnih prihoda, dok su javni rashodi uspešno držani pod kontrolom – čak su smanjeni u odnosu na plan sa početka godine. Naša analiza pokazuje da su prihodi u 2013. podbacili zbog više razloga: 1) optimističnog planiranja prilikom izrade budžeta, 2) nepredvidljivih promena makroekonomskog okruženja, pre svega gotovo potpunog zaustavljanja inflacije i 3) najvažniji, povećanja sive ekonomije i finansijske nediscipline (v. odeljak 6. „Fiskalni tokovi i politika“). Visok fiskalni deficit će da dovede do toga da se javni dug na kraju 2013. godine približi nivou od 65% BDP-a.

1. Pregled

Početak decembra počela je skupštinska rasprava o Predlogu zakona o budžetu za 2014. godinu i setu pratećih zakona (povećanje donje stope PDV-a, solidarni porez na iznos zarada preko 60.000 dinara i drugo). Jedna od promena koju donosi novo Ministarstvo finansija je uključivanje u deficit i rashoda države za pokrivanje troškova neuspešnog poslovanja javnih preduzeća i propalih banaka – što smatramo i metodološki i ekonomski ispravnim. Uključujući i ove rashode, planirani deficit države u 2014. godini iznosi čak 7,1% BDP-a. To znači da će se deficit i pored mera štednje i povećanja niže stope PDV-a sa 8 na 10% zapravo povećati u odnosu na 2014, a javni dug će nastaviti da raste možda i preko granice od 70% BDP-a. Ocena *QM*-a je da je ovakav deficit previsok i da bi ga trebalo smanjiti koliko god je moguće – a smatramo da je izvodljivo smanjenje za oko 1% BDP-a. Takođe rastuća putanja javnog duga i rizici povezani sa finansiranjem obaveza države koje na godišnjem nivou premašuju pet milijardi evra ukazuju da je neophodno što pre sklopiti novi aranžman sa MMF-om.

Srbija: izabrani makroekonomski pokazatelji, 2005–2013

	Godišnji podaci								Kvartalni podaci						
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2012				2013		
									Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3
Privredna aktivnost	međugodišnji realni rast¹⁾														
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	3.384,636	...	...	...	...	...	...	...
BDP	5,4	3,6	5,4	3,8	-3,5	1,0	1,6	-1,7	-2,7	-0,1	-2,1	-2,1	2,7	0,2	3,2
Nepoljoprivredna BDV	5,8	4,9	6,1	4,1	-4,2	1,6	1,5	1	-0,1	2,6	0,7	0,7	1,2	-1,3	...
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	10,8
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
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
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
Fiskalni podaci	u % BDP														
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	-2,4
Javni rashodi	39,7	42,7	42,8	43,7	42,7	-1,7	...	...	10,3	9,2	-2,9	1,5	-10,8	-6,6	2,1
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	-37,0	-43,8	-58,7
Platni bilans	u milionima evra, tokovi⁴⁾														
Uvoz robe ⁴⁾	-8.286	-10.093	-12.858	-15.917	-11.096	-12.176	-13.758	-14.272	-3.403	-3.577	-3.430	-3.862	-3.413	-3.705	-3.791
Izvoz robe ⁴⁾	4.006	5.111	6.444	7.416	5.978	7.402	8.440	8.822	1.854	2.282	2.244	2.442	2.260	2.710	3.101
Bilans tekućeg računa ⁵⁾	-1.805	-3.137	-4.994	-7.054	-2.084	-2.082	-2.870	-3.155	-1.176	-740	-546	-694	-627	-281	-175
u % BDP ⁵⁾	-8,6	-12,9	-17,2	-21,6	-7,2	-7,4	-9,1	-10,6	-17,0	-9,8	-7,3	-8,7	-8,2	-3,3	-2,1
Bilans finansijskog računa ⁵⁾	3.863	7.635	6.126	7.133	2.207	1.986	2.694	2.988	1.120	685	490	692	612	226	86
Strane direktne investicije	1.248	4.348	1.942	1.824	1.372	860	1.827	242	-362	234	117	253	155	139	224
NBS bruto devizne rezerve (+) znači povećanje)	1.675	4.240	941	-1.687	2.363	-929	1.801	-1.137	-916	-1.100	-340	1.218	859	-886	-164
Monetarni podaci	u milionima dinara, stanja na kraju perioda⁶⁾														
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
NBS neto sopstvene rezerve ⁶⁾ , u mil.evra	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
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
Devizna štednja 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
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	-2,6	-4,7	1
Krediti nedržavnom sektoru (12-m realni rast, u %)	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
Krediti nedržavnom sektoru, u % BDP	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
Cene i kurs	međugodišnji rast⁷⁾														
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	5
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	81
Nominalni kurs dinar/evro ⁸⁾	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

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 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 prilagodivosti 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 izrađuje platni bilans. Promena metodologije dovodi do manjeg deficita 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 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 prosecima za godišnje podatke, i na tromesečnim prosecima za kvartalne podatke.