## **KVARTALNI MONITOR BR. 79**

Makroekonomski trendovi u 2024. mogu se oceniti uglavnom povoljno. Srbija je u 2024. ostvarila relativno visoku stopu privrednog rasta od 3,9% koja je bila među najvećim u Evropi - brži rast od Srbije imale su samo Malta i Albanija. Glavni pokretač rasta bila je domaća tražnja, što je uticalo na rast unutrašnjih i spoljnih neravnoteža. Prosečna inflacija u 2024. iznosila je 4,6% svrstavajući Srbiju među evropske zemlje s najvećim rastom cena. Spoljni deficiti takođe su se produbili – deficit tekućeg računa platnog bilansa bio je visokih 6,3% BDP-a, što je snažno povećanje u odnosu na 2023. Prilivi kapitala iz inostranstva po osnovu stranih direktnih investicija i kredita, bili su još veći, pa je došlo do znatnog povećanja deviznih rezervi NBS. Na tržištu rada preovlađuju pozitivni trendovi- rastu zaposlenost, realne zarade produktivnost, ali i jedinični troškovi rada što dovodi u pitanje održivost pozitivnih trendova.

Početak 2025. međutim, nagoveštava lošije makroekonomske rezultate nego u 2024. godini. U januaru su usporeni industrijska proizvodnja, promet u trgovini na malo, izvoz, naplata poreza, dok je broj građevinskih dozvola smanjen u odnosu na isti period prethodne godine. Unutrašnje i spoljne neravnoteže ostaće visoke i u 2025. godini. U januaru i februaru inflacija je bilo visoka, plate rastu brže od produktivnosti, a postoji rizik da će fiskalni deficit biti veći od planiranih 3% BDP. U januaru su znatno povećani deficit trgovinskog i tekućeg platnog bilansa, prilično je izvesno da će u ovoj godine premašiti visoke prošlogodišnji nivo deficita. Pogoršanje privrednih kretanja na početku godine moglo bi se povezati s političkom krizom u Srbiji, pogoršanjem cenovne konkurentnosti Srbije i stagnacijom evropskih privreda.

Rast BDP-a u 2024. iznosio je 3,9% što se može oceniti kao dobar rezultat budući da je privredni rast Srbije bio znatno veći nego u EU (1%) kao i uporedivih zemalja CIE, gde je u proseku bio 2%. Kad su prognoze za 2025. u pitanju, one postaju sve neizvesnije kako se komplikuju unutrašnji i spoljni činioci koji imaju uticaj na privredni rast. Zasad je dostupan veoma ograničen broj makroekonomskih indikatora koji se odnose na početak 2025. godine i oni su nešto lošiji od nego u 2024. godine. Na osnovu toga, ocenjujemo da će privredni rast Srbije u 2025. biti niži od planiranih 4,2% i da će biti ispod 4%. Procena koliko će rast BDP biti manji od plana biće moguća tek kada bude raspoloživo više podataka o privrednim kretanjima u Srbiji u 2025, kao i kada postane izvesnije u kom pravcu će ići rasplet političke krize u Srbiji i kako će se razrešiti globalni ekonomski i politički sukobi. Sa stanovišta kratkoročnog rasta važno je da se politička kriza u Srbiji što pre okonača, dok je sa stanovništa dugoročnog rasta važno da razrešenje krize bude takvo da doprinese smanjenju korupcije, jačanju vladavine prava i efikasnosti državne uprave

Za razliku od 2022. i 2023. kad su inflatorni pritisci uglavnom dolazili spolja inflacija u 2024. bila je domaćeg porekla. Početkom 2025. godine međugodišnja inflacija kreće se oko 4,5%, a pokretači inflacije su domaći faktori, od kojih su važniji visok rast domaće tražnje i zarada. Dominanta uloga domaćih faktora u inflaciji se vidi po visokom rastu cena usluga od oko 7%, ali po tome što je bazna inflacija viša od ukupne. Neposredan dokaz da spoljni faktori nisu uticali na inflaciju u Srbiji u prošloj godini nije bilo rasta cena uvoznih proizvoda. U 2025. očekujemo da će inflacija ostati u gornjem delu ciljnog koridora NBS. Važan činilac za koji očekujemo da će sprečavati snažnije usporavanja inflacije u Srbiji je i ekspanzivna fiskalna politika – budući da se u 2025. planira povećanje fiskalnog deficita za 1% BDP, a moguće je da će ono biti i veće.

Deficit tekućeg računa platnog bilansa u 2024. iznosio je 5,2 mlrd evra (6,2% BDP-a) što je veliko pogoršanje u odnosu na 2023. kad je bio 1,8 mlrd evra (2,4% BDP-a). Ovaj značajan porast tekućeg deficita rezultat je pogoršanja svih ključnih komponenti – rasta spoljnotrgovinskog deficita, povećanja deficita po osnovu odliva kamata i dividendi, kao i smanjenja suficita po osnovu doznaka, stranih penzija i sl. Slični trendovi nastavljaju se i u januaru 2025. Smatramo da iza pogoršanja spoljnotrgovinskog deficita stoji kombinacija privremenih i strukturnih činilaca. Privremeni uticaj ima stagnacija najvažnijih evropskih privreda koja je uticala na sporiji rast izvoza Srbije i visok rast domaće tražnje u 2024. koji je podsticao uvoz. Međutim, važan i trajniji efekat na pogoršanje tekućeg deficita platnog bilansa ima gubitak cenovne konkurentnosti domaće privrede usled višegodišnjeg rasta jediničnih troškova rada i realne apresijacija dinara. U trajnije činioce pogoršanja tekućeg deficita platnog bilansa spada i brzo rastući odliv dividendi i kamata koji je prirodna posledica rasta stranog kapitala u Srbiji i rasta spoljnih dugova. Budući da zasad ne postoje nagoveštaji da će se neki od pomenutih činilaca promeniti, očekujemo da će se pogoršanje tekućeg deficita nastaviti i u 2025. godini. Neto priliv SDI u 2024. bio visok i iznosio je 4,6 mlrd evra (5,6% BDP-a). U januaru ove godine su bruto SDI su bile na uobičajenom nivou - iznosile su 224 miliona evra što je znatno manje nego u januaru 2024. godine (oko 644 mln evra), ali je približno jednako stranim direktnim investicijama u januaru koje su u četvorogodišnjem periodu 2020-2023. u proseku iznosile 220 miliona evra.

Na tržištu rada u 2024. su preovlađivali pozitivni trendovi. Zaposlenost je nastavila da raste, uz smanjenje stope nezaposlenosti, realne zarade snažno rastu, a raste i produktivnost. U prošloj godini registrovana zaposlenost je porasla za 0,4%, a ukupna za 2%, dok je stopa nezaposlenosti smanjena za 0,9 procentnih poena. U 2024. realne zarade su povećane za 9,1%, rast produktivnosti je relativno visok (3,3%), ali znatno manji od rasta realnih zarada usled čega su jedinični troškovi rada povećani za 5,6%. Rast zarada koji je brži od rasta produktivnosti pojačava inflatorne pritiske i utiče na smanjenje cenovne konkurentnosti domaće privrede. Ovakav rast zarada je posledica i nedostatka kvalifikovane radne snage koji je u Srbiji u prethodnim godinama postao sve izraženiji. Krajem 2024. i početkom 2025. pojavljuju se naznake da delatnosti s niskom dodatom vrednošću ne mogu da isprate rast zarada i to se može videti po povlačenju ili najavi povlačenja nekih stranih investitora (Beneton, Drekslmajer i drugi). U 2025. očekujemo usporavanje rasta zaposlenosti i zarada usled usporavanja privredne aktivnosti, ali i neodrživosti bržeg rasta zarada od rasta produktivnosti.

NBS je od juna do septembra 2024. godine smanjila referentnu kamatna stopa sa 6,5% na 5,75%, nakon čega nije referentna stopa nije smanjivana. Zadržavanje referente stope na relativno visokom nivou je opravdano sa obzirom da je inflacija na gornjoj granici ciljnog koridora, a uz to je povećana ekspanzivnost fiskalne politike, dok su unutrašnji i spoljni rizici visoki. Kreditni plasmani privredi i stanovništvu imali su solidan rast tokom 2024. mada se u drugoj polovini godine usporavaju. Realne kamatne stope na dinarske i kredite indeksirane u devizama nakon rasta u prvoj polovini 2024. godine u drugoj polovini su imale umereno smanjenje. Intervencijama na deviznom tržištu NBS drži kurs dinara prema evru na skoro fiksnom nivou. NBS je u 2024. kupila 2,7 mlrd evra da bi sprečila jačanje dinara, a u prva dva meseca ove godine prodala 745 miliona da bi sprečila slabljenje dinara U 2025. očekujemo nastavak slične monetarne politike kao u 2024. godini.

Fiskalni trendovi u 2024. bili su uglavnom dobri. Iako je rebalansom budžeta bilo planirano da deficit države u 2024. iznosi 2,7% BDP-a, na kraju je ostvaren dosta manji fiskalni deficit od 2% BDP-a. Takva fiskalna kretanja omogućila su dalje smanjivanje učešća javnog duga u BDP-u – sa 48,4% na kraju 2023, na 47,5% BDP-a na kraju 2024. godine. Fiskalna politika imaće znatno veće izazove u 2025. je je budžetom planirano povećanje fiskalnog deficita u 2025. na 3% BDP-a, a sad postaje rizici da deficit bude veći. Prihodi će biti manji zbog usporavanje rasta BDP, dok će rashodi biti veći zbog dodatnog povećanja izdvajanja za obrazovanje, zdravstvo i subvencionisanje stambenih kredita za mlade. Naravno, za pouzdaniju ocenu i prognozu fiskalnih kretanja u 2025. još je rano i biće potrebno više podataka da bi se doneo konačan zaključak.

Beograd, 26. mart 2025. godine *REDAKCIJA KVARTALNOG MONITORA*