

# INVESTICIONA I POSLOVNA KLIMA

Investiciona klima zavisi od mnogo faktora. To su međunarodna konjunktura, rizici i očekivanja privrednika, efikasnost institucija i struktura privrede. U uslovima svetske ekonomske krize izazvane pandemijom virusa COVID-19, mere ekonomske politike mogu značajno da utiču na privrednu aktivnost i da ublaže oštrinu recesije.

## INVESTICIONI CIKLUS

Investiciona klima je pod velikim uticajem trenutnog investicionog ciklusa. Srbija je imala tri investiciona ciklusa u poslednjih 15 godina. Prvi je trajao između 2006. godine i 2009. godine; drugi se završio 2016. godine, a treći je trajao između 2017. godine i 2020. godine. Pandemija je naglo oborila treći investicioni ciklus ali, nezavisno od toga, visina investicija iz 2019. godine nije bila održiva. Ona je bila posledica prolazne ekspanzije u građevinarstvu i velikih infrastrukturnih investicija u puteve i gasovod (Turski tok), što ne može da se ponovi. Kada se ovome doda neizvesnost vezana za trajanje pandemije i njene negativne ekonomske posledice, nije realno očekivati da će se brzo vratiti nivo stranih direktnih investicija koje je Srbija privukla u toku poslednjeg investicionog ciklusa.

Na investicije ove godine presudno je uticala recesija koju je izazvala pandemija virusa COVID-19. Ova recesija ima dve komponente koje ranije obično nisu išle jedna s drugom. Na jednoj strani došlo je do naglog pada agregatne tražnje, a na drugoj strani pokidani su proizvodni lanci. Sve ovo je praćeno trgovinskim ratom između Kine i SAD. Zbog toga rizici za investiranje su visoki, što neće doprineti da se brzo izađe iz donje faze investicionog ciklusa.

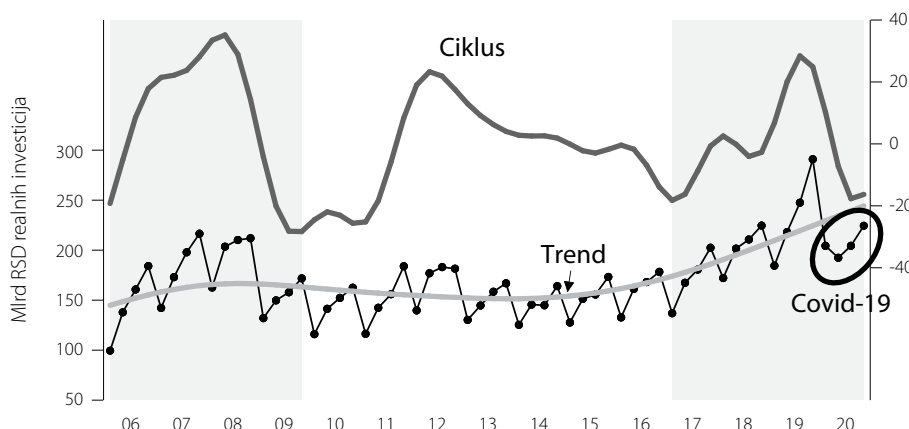
## STRUKTURNE KARAKTERISTIKE

Uticaj kidanja proizvodnih veza možemo da analiziramo preko input-output tabele. Ova tabela postoji za 2015. godinu i ove godine će se sigurno menjati, ali još ne znamo u kom pravcu. Ono što možemo da ocenimo, to je kako bi pad tražnje uticao na pad BDP u okviru date proizvodne strukture.

Komponente finalne tražnje su privatna i javna potrošnja, izvoz i bruto investicije. Postavili smo pitanje šta će se desiti ako komponente finalne tražnje, svaka za sebe, padnu za 10%. Rezultati ove simulacije su prikazani u tabeli 1. Najviše će opasti BDP ako dođe do smanjenja privatne potrošnje -4.8%. Zatim dolazi negativan uticaj pada izvoza -3.0%, pa pad investicija -1.2% i javne potrošnje -1.1%.

Na izvoz Vlada ne može da utiče, jer ne želi da devalvira dinar. Takođe, ne može da utiče ni na investicije, jer nema novca za subvencije, a i rizik investiranja je značajno povećan. U tom smislu prostor za delovanje ekonomske politike svodi se na privatnu i javnu potrošnju. Pretpostavimo da će privatna potrošnja porasti za realnih 2% zbog državnih transfera, a javna potrošnja za 3%. Na drugoj strani, investicije bi mogle da opadnu za 5%, a izvoz za 10%. Pod tim pretpostavkama, godišnji pad BDP bi iznosio -2.3% (kolona „Povezane politike“).

Naravno, po sektorima, situacija bi bila potpuno neujednačena. Najviše bi bili pogođeni sektori proizvodnje bazičnih metala, električnih aparata, vodni transport, motorna vozila, transportna sredstva, IT sektor, proizvodnja mašina i metalnih proizvoda, guma i plastika, te



Slika 1:  
Investicioni ciklusi u Srbiji

Tabela 1: Pad finalne tražnje i strukturni poremećaji u okviru input-output sistema

Investicije -10%	Potrošnja -10%	Javna potrošnja -10%	Izvoz -10%	Povezane politike	Pokidani procesi
Istraživanje&Razvoj -8,0%	Lične usluge -9,9%	Javna administracija -9,6%	Vodeni transport -7,5%	Proiz. osnovnih metala -7,6%	Proiz. osnovnih metala -12,8%
Proizvodnja mašina -6,3%	Usluge udruženja -9,3%	Zdravlje -7,9%	Proiz. osnovnih metala -7,1%	Električna oprema -7,5%	Rudarstvo -12,6%
Građevinarstvo -5,7%	Nekretnine -9,1%	Obrazovanje -7,2%	Električna oprema -6,8%	Vodeni transport -7,2%	Metalni proizvodi -12,1%
Elektronika -5,1%	Ribolov -8,7%	Farmacija -5,0%	Motorna vozila -6,7%	Motorna vozila -7,2%	Vodeni transport -11,9%
Motorna vozila -4,9%	Turizam -8,3%	Lične usluge -2,4%	Vazdušni transport -6,4%	Transportna sredstva -6,6%	Popravka mašina -11,3%
IT -4,2%	Šumarstvo -8,3%	Publikovanje -1,9%	Proizvodi od gume -6,3%	IT -6,5%	Metalni proizvodi -11,1%
Transportna vozila -3,8%	Zabava -8,0%	Profesionalne usluge -1,8%	Metalni proizvodi -5,6%	Proizvodnja mašina -6,4%	Električna energija -11,1%
Mineralni proizvodi -3,3%	Telekomunikacije -7,9%	Usluge obezbeđenja -1,7%	Proizvodi od drveta -5,5%	Metalni proizvodi -6,3%	Metalni proizvodi -10,8%
Metalni proizvodi -2,3%	Sportske usluge -7,9%	Turizam -1,5%	Oglašavanje -5,0%	Proizvodi od gume -6,1%	Usluge zapošljavanja -10,8%
Električni aparati -2,0%	Snabdevanje vodom -7,9%	Poštske usluge -1,5%	Transportna sredstva -5,0%	Istraživanje&Razvoj -5,9%	Proizvodi od gume -10,6%
Koeficijent varijacije 147%	53%	173%	68%	127%	67%
# Industrijskih sektora 6	3	1	7	7	8
# Sektora usluga 4	7	9	3	3	2
Prosečna stopa rasta -1,2%	-4,8%	-1,1%	-3,0%	-2,3%	-6,3%

istraživanje i razvoj. U odnosu na stvarno stanje u prva tri kvartala ove godine, jedino se proizvodnja električnih aparata i metalnih proizvoda bolje drži od očekivanog. Međutim, ako bi istovremeno došlo do prekida tehnoloških i poslovnih veza, po slučajnom izboru, sa negativnim efektom od 5%, pad BDP bi iznosio -6.3% (kolona „Pokidani procesi“).

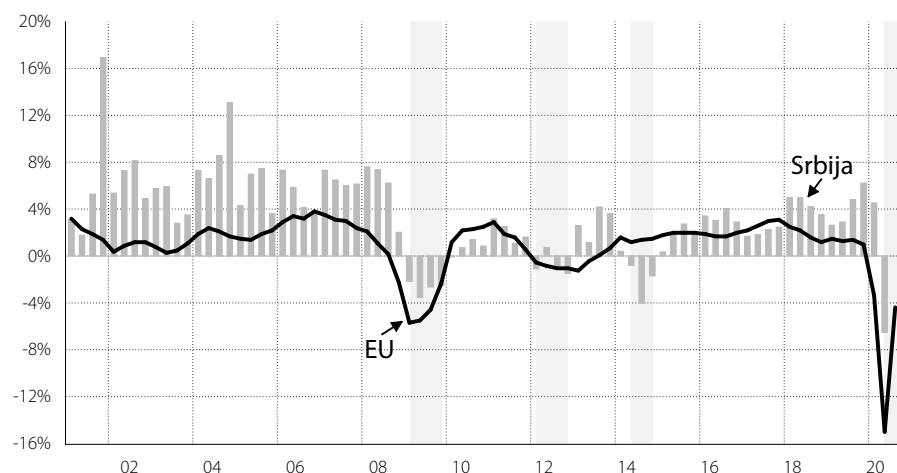
Mi ne znamo do koje mere će biti pokidane poslovne i tehnološke veze između privrednih subjekata, ali ono što je sasvim sigurno to je da je u ovoj krizi održavanje poslovnih veza mnogo značajnije nego održavanje agregatne tražnje. Međutim, u toj oblasti nema valjanog iskustva, a i mere koje bi mogle da se primene su daleko više podložne diskreciji, nego kod neselektivne ekonomske politike. To rađa pitanje sposobnosti nosilaca ekonomske politike da se izbore sa strukturnim poremećajima, kao i pitanje njihove nepristrasnosti. U tom smislu kriza ima potpuno novu dimenziju u

odnosu na 2009. godinu.

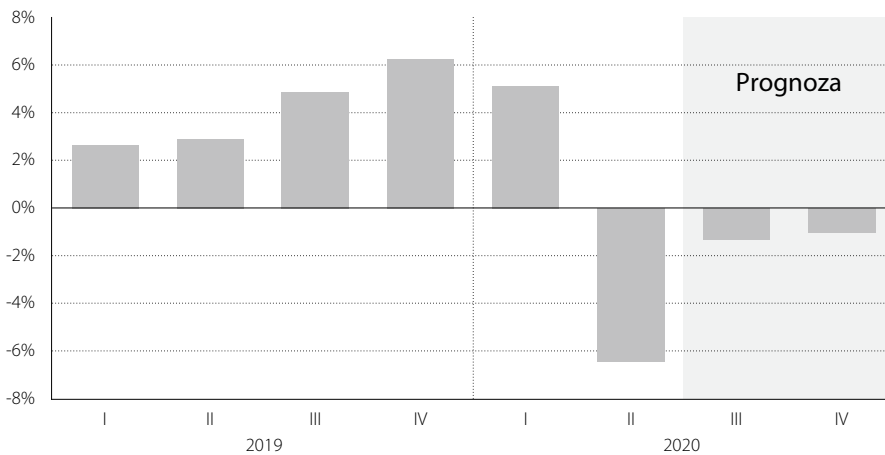
## MEĐUNARODNA KONJUNKTURA

Nova dimenzija krize je vidljiva sa slike 2, gde smo uporedili međugodišnje stope rasta BDP u Srbiji i EU. Srbija je ušla u recesiju u II kvartalu ove godine, dok je EU već bila u recesiji u I kvartalu 2020. godine. Ovo je četvrta recesija za Srbiju od 2008. godine i treća za EU. Najkraće je trajala recesija u Srbiji u 2014. godini u dužini od tri kvartala. Na osnovu tog iskustva možemo da očekujemo da će cela 2020. godina proteći u znaku recesije.

Naša privreda je potpuno uključena u evropsko tržište gde će realni BDP da se smanji za oko 7% ove godine, što je najveći pad od II svetskog rata do danas. Očekivani oporavak od 4.7% u sledećoj godini neće vratiti realni BDP u 2021. godini na nivo koji je postojao u godini pre



Slika 2:  
Realne stope rasta BDP  
u EU i Srbiji



Slika 3:  
Prognoza realnog BDP  
u Srbiji

krize. Izlazak iz recesije, u tom smislu, ne podrazumeva vraćanje na putanju dugoročnog rasta. To će morati nepovoljno da utiče i na privredu Srbije koja izvozi 55% svih svojih roba na tržište u EU.

## PROGNOZA

Mnoge međunarodne institucije su prognozirale kretanje BDP za Srbiju i za druge zemlje. EBRD je prognozirao pad BDP za -3.5%, MMF za -3%, Svetska banka između -2.5% i -5.3%, a Evropska komisija -4.1%. Međutim, sve ove prognoze su podložne kvartalnoj reviziji zbog velike neizvesnosti. Ono što smo mi pokazali input-output analizom govori da za oporavak privrede nisu dovoljne samo mere podsticanja tražnje, mada su neophodne, nego su potrebne i mnogo komplikovanije strukturne mere. Podsticanje tražnje ima svoje ograničenje u visini javnog duga, a strukturne mere u sposobnosti nosilaca ekonomske politike da otklone uska grla u privredi. Dodatno, za Srbiju kao malu otvorenu privredu jako je značajno kretanje tražnje iz Evrope i trgovinski rat koji trenutno postoji u svetu jer on povećava rizike za strane direkne investicije. One su u I kvartalu bile na nivou 2019. godine, ali su kasnije opale na 70% tog iznosa.

Pod pretpostavkom stabilnog rasta javne potrošnje do kraja godine i oporavka privatne potrošnje, pad BDP ove godine zbog promena finalne potrošnje bi mogao biti u rasponu između -1.1% i -1.5%. Na slici 3 prikazana je optimistička varijante prognoze BDP. Ova prognoza ne uzima u obzir mogući prekid strukturnih veza u privredi, niti uvođenje restriktivnih zdravstvenih mera. Prema zvaničnim procenama, državna pomoć od 9% BDP je spasila 4% BDP (pad

od 1% umesto očekivanog pada od 5%). Ovako mali učinak postavlja pitanje efikasnosti državne pomoći i njene održivosti na srednji rok.

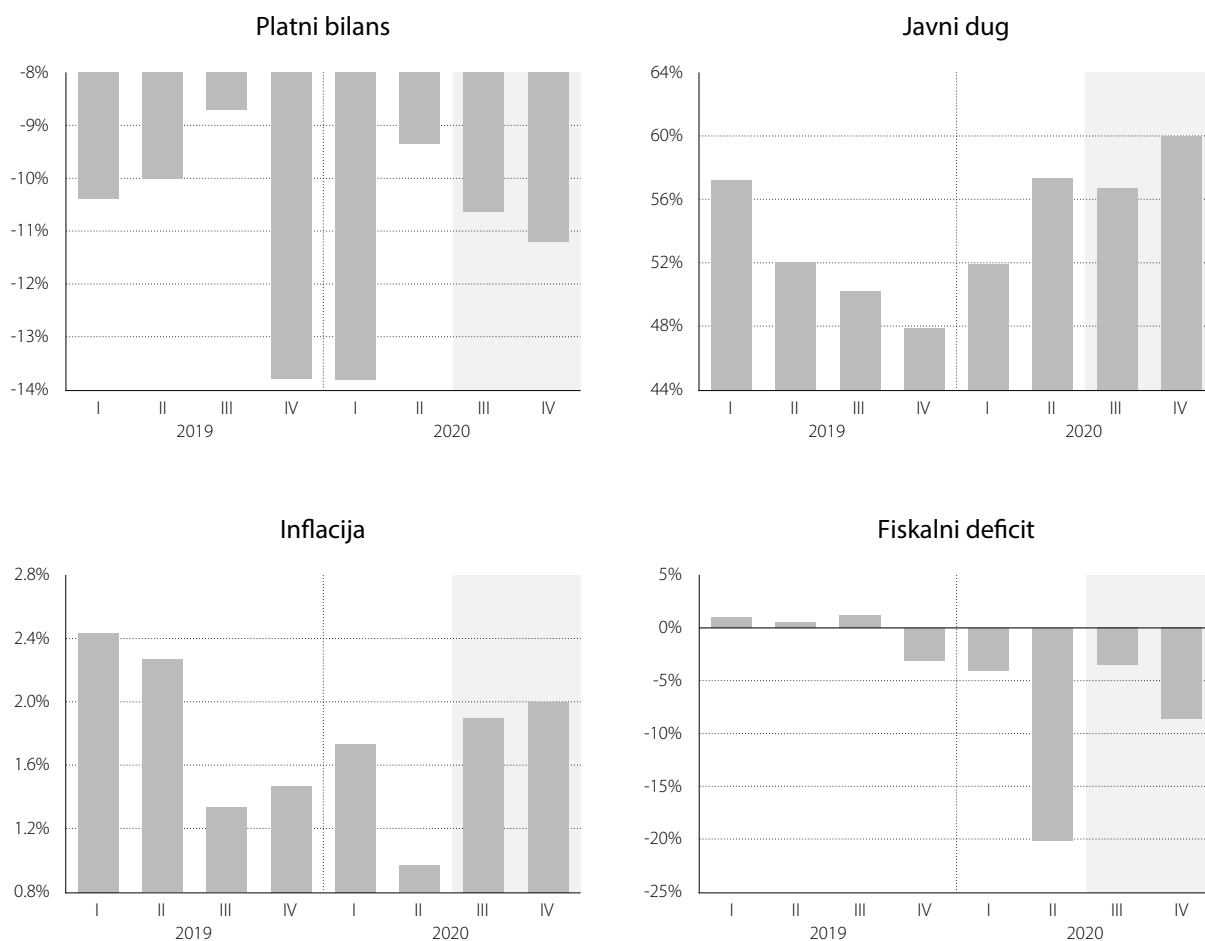
Rast BDP u 2019. godini se zasnivao na investicijama i izvozu. Investicije su posebno bile visoke u IV kvartalu. Te aktivnosti neće biti faktori oporavka privrede u drugoj polovini 2020. godine, nego državna i privatna potrošnja. Njihov uticaj, međutim, ima ograničeno dejstvo. Na kratak rok veliki uticaj privatne potrošnje i proizvodnje za domaće potrebe (poljoprivreda i prehrambena industrija), kao i domaćih usluga, može da smanji uticaj krize, ali bez investicija i izvoza kriza neće moći da su dugoročno izbegne. Građevinarstvo će posebno biti pogođeno padom privatne tražnje, a proizvodnja metala i minerala, opreme i transportnih sredstava, IT usluga i transporta padom izvozne tražnje.

Na duži rok, mi ne verujemo da će se privredna aktivnost u Srbiji kretati nasuprot negativnom trendu iz Evrope. Zato je brzi oporavak privrede EU od ključne važnosti za domaću privredu.

## MAKROEKONOMSKA STABILNOST

Slika 4 prikazuje osnovne makroekonomske agregate. Cene su potpuno stabilne. Ciljana inflacija je 3% +/- 1.5%. Prosečan rast cena u 2020. godini biće oko 1.5% u odnosu na 1.8% prošle godine. Dakle, inflacija se nalazi na donjem nivou koridora ciljane inflacije. Zbog toga je i kurs stabilan. Prosečan kurs u 2019. godini je iznosio 117.85 RSD/EUR, a u III kvartalu 2020. godine je 117.77 RSD/EUR. Dinar je realno blago apresirao.

Slika 4: Osnovni makroekonomski pokazatelji



Tekući bilans plaćanja sa inostranstvom je bio -10.8% BDP prošle godine, dok bi ove godine mogao blago da poraste do -12%, sve pod pretpostavkom da se ostvari rast predviđen na slici 3. Na drugoj strani, deficit opšte države posle rekordne visine od -20.5% u II kvartalu ove godine, završiće ove godine na nivou od -9%, kao što je predviđeno novim rebalansom budžeta. Zbog toga je i porastao javni dug od 52% u I kvartalu na 57% u III kvartalu, sa tendencijom da dostigne 60% na kraju godine.

Prema zvaničnim podacima o registrovanoj zaposlenosti, ona je porasla u II kvartalu u odnosu na I kvartal 2020. godine uprkos negativnom rastu BDP. Međutim, ILO i EBRD su procenili da je u II kvartalu efektivno izgubljeno oko 15% radnih mesta u odnosu na ukupno radno sposobno stanovništvo. S&P je smanjio kreditni rejting zemlje sa BB+ poziti-

van, koji je dao u decembru 2019. godine na BB+ stabilan, u maju ove godine. Fitch Ratings je potvrdio BB+ stabilan rejting u septembru.

### IZAZOVI I MERE

Najveći izazovi za makroekonomsku stabilnost u Srbiji su recesija u EU i trgovinski rat, na jednoj strani i rast fiskalnog deficita i javnog duga, na drugoj strani.

Pad BDP trenutno nije najveći izazov. Vlada je podržala privredu sa RSD 390bn (7.1% of BDP) u prvom paketu fiskalnih mera i sa RSD 67bn (1.2% of BDP) u drugom paketu. Do kraja godine ova podrška bi trebalo da dostigne 9% BDP. NBS je smanjila repo kamatnu stopu sa 2.25% na 1.25%, uvela moratorijum na otplatu kredita

(prvo na 3 meseca, a onda dodatno za još 2 meseca) i omogućila upotrebu domaćih obveznica u repo operacijama radi podsticanja likvidnosti u privredi (u transakcija

sa NBS za obveznice u dinarima i u transakcijama sa ECB u evrima). Istovremeno, potrošila je EUR 1bn za odbranu relativno fiksnog kursa dinara.

## PREPORUKE SAVETA

Savet zadržava preporuke od prošle godine uz male promene zbog novih okolnosti:

- Vratiti fiskalnu stabilnost i zaustaviti rast javnog duga zemlje. (3)
- Dovršiti restrukturiranje infrastrukturnih preduzeća, uključujući zatvaranje neuspelih državnih preduzeća. (2)
- Povećati javne izdatke na infrastrukturu, uključujući ulaganja u zdravstvo, i diverzifikovati ih, kako bi se smanjio infrastrukturni jaz i unapredilo poslovno okruženje. (2)
- Nastaviti pregovore sa EU o članstvu da bi se harmonizovali domaći propisi sa evropskim standardima i popravili zakonski okviri za poslovanje i investicije. (3)
- Optimizovati fiskalno opterećenje za anticiklično delovanje i nastaviti rad na reorganizaciji poreske uprave, ulagati u dalje unapređenje znanja i sposobnosti poreske uprave i smanjiti neizvesnost u primeni poreskih propisa. (2)