

INVESTICIONA I POSLOVNA KLIMA

1.40

Investiciona klima zavisi od mnogo faktora kao što su međunarodna konjunktura, rizici, očekivanja privrednika, efikasnost institucija i struktura privrede. U okvirima svetske ekonomske krize izazvane pandemijom virusa COVID-19, srpska privreda se relativno brzo oporavila, ali su trajne posledice ostale. One su vidljive u tekućem investicionom ciklusu

INVESTICIONI CIKLUS

Srbija je imala tri investiciona ciklusa u poslednjih 15 godina. Prvi je trajao između 2006. g. i 2009. godine, sa vrhuncem u trećem kvartalu 2007. godine; drugi je imao vrhunac u trećem kvartalu 2012. godine, a završio se 2016. godine; treći je trajao u periodu 2017–20. sa vrhuncem u četvrtom kvartalu 2019. godine (videti sl.1.1). 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). U tom smislu, investicioni ciklus bi krenuo nadole nezavisno od pandemije (videti sl.1.2). Međutim, pandemija je u ovom kratkom roku oborila udeo investicija u BDP-u za 1%, što je značajan negativni efekat. Istina, nizak udeo investicija od 19% u BDP-u iz drugog kvartala 2020. godine brzo se oporavio, ali negativne posledice po investicioni ciklus su ostale. Osenčena površina na sl. 1.2 pokazuje dugoročni gubitak investicija zbog COVID-19 krize.

Na investicije ove godine presudno će uticati izlazak iz recesije koju je izazvala pandemija virusa COVID-19. Pad agregatne tražnje neutralisan je visokim intervencijama

centralnih banaka, a pokidani proizvodni lanci polako se obnavljaju uz veće prisustvo dobavljača iz Evrope. Trgovinski rat između Kine i SAD još uvek je pod kontrolom. Obe zemlje će imati visoke stope rasta BDP-a u 2021. godini, i to 8.1% i 7.0%, respektivno. U globalu, svetska privreda će imati rast od oko 6.0%. Zbog toga se polako smanjuju rizici za investiranje, što će doprineti da Srbija izađe iz donje faze investicionog ciklusa u ovoj godini.

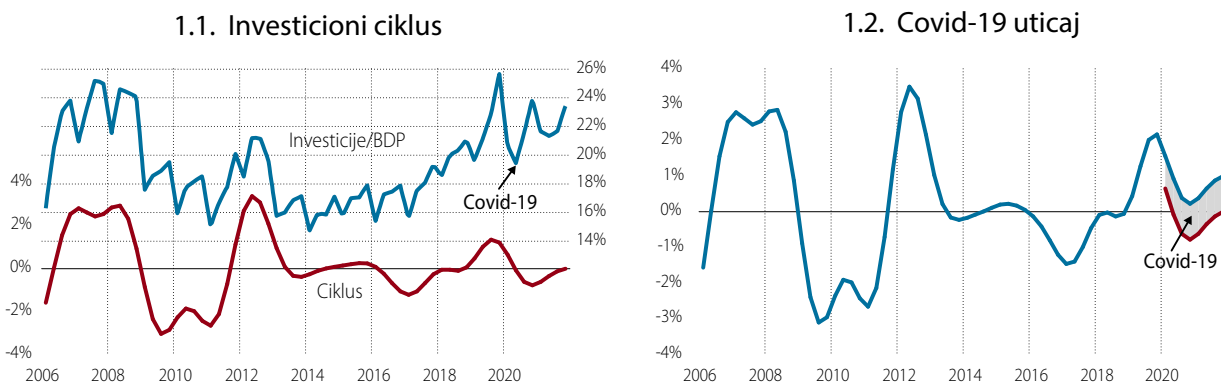
IZVORI INVESTICIJA

Dugoročno održiv visok rast BDP-a zavisi od investicija. Prema Milenijumskim ciljevima održivog rasta, zemlje kao što je Srbija trebalo bi da imaju udeo investicija u BDP-u od 25%, što bi donelo održivu stopu rasta BDP-a od 5% godišnje. Srbija je samo 2006. godine postigla taj cilj, ali ovaj udeo investicija u BDP-u nije bio održiv.

Posmatrano na dugi rok, kriva udela investicija ima oblik latiničnog slova „U“. Drugi kraj ovog slova polako se približava željenom cilju, uprkos negativnom uticaju COVID-19 u 2020. godini. Pre izbijanja krize, udeo investicija u BDP je bio 22.5%, da bi u toku krize pao za 1%. Naša je procena da će udeo investicija u 2021. godini preći predkrizni nivo i biti oko 23%, što se najviše duguje javnim investicijama.

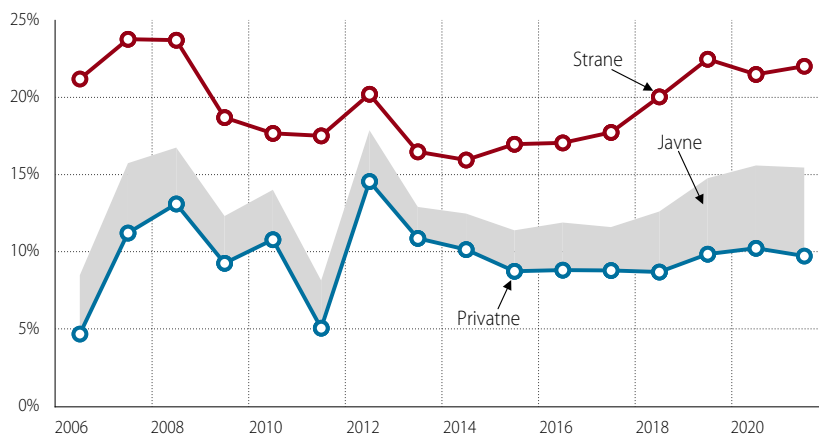
Problem je nizak nivo privatnih investicija u ukupnim investicijama¹. U periodu 2006–11.g. privatne investicije imaju oblik obrnutog slova „U“ sa vrhom u 2008. godini. Posle toga, imaju oblik spljoštenog slova „U“, koji se ne menja u poslednje tri godine. Privatne investicije još uvek su ispod proseka iz perioda 2012–13. godine.

SLIKA 1: INVESTICIONI CIKLUSI U SRBIJI



¹ Privatne investicije su obračunate kao razlika između ukupnih investicija (podaci iz Republičkog zavoda za statistiku), kapitalnih izdataka države (podaci Ministarstva finansija) i neto stranih direktnih investicija (NBS podaci).

Udeo investicija u BDP prema svojini



SLIKA 2: VLASNIČKA STRUKTURA INVESTICIJA U SRBIJI

Na drugoj strani, javne investicije rastu i dostižu nivo od 7.8% BDP prema drugom rebalansu budžeta za 2021. godinu. U tim okvirima 1.5% BDP odlazi na neproduktivne investicije u naoružanje i vojnu opremu.

Strane direktne investicije će se verovatno oporaviti od direktnog negativnog efekta COVID-19 krize, ali će biti ispod nivoa iz 2018–19. g. U poslednjih deset godina u Srbiju se ulilo preko 43 milijardi. USD direktnih investicija, kao što to pokazuje tabela 1. Najviše je došlo iz Holandije, pa onda iz Austrije, Nemačke, Kipra i Rusije. Na drugoj strani, odliv direktnih investicija iz Srbije je bio deset puta manji. Ove investicije najviše su išle u Bosnu i Hercegovinu, Crnu Goru i Sloveniju².

STRATEGIJA RASTA

U našoj analizi koristimo samo zvanične podatke statistike o BDP-u, iako oni, sasvim sigurno, zahtevaju objašnjenja. Na tabeli 4 prikazani su polugodišnji podaci o doprinosima u formiranju stope rasta BDP-a na strani proizvodnje i na strani upotrebe. U drugom kvartalu 2021. Srbija je ostvarila izuzetno visoku stopu rasta od 13.7% (što daje polugodišnju stopu rasta od 7.6%). To, samo po sebi, nije čudno, jer je i evrozona imala stopu rasta u istom periodu od 13.6%, a SAD od 12.2%. Ono što, međutim, izaziva pažnju jeste činjenica da se u veoma kratkom roku fundamentalno menjaju faktori rasta. U 2019. godini rast je zavisio od investicija, na strani upotrebe BDP-a, i građevinar-

Priliv direktnih investicija		Odliv direktnih investicija	
Holandija	8,183	Bosnia i Hercegovina	1,027
Austrija	4,574	Crna Gora	742
Nemačka	2,919	Slovenija	659
Kipar	2,791	Švajcarska	244
Rusija	2,664	Rusija	212
Ostali	22,714	Ostali	2,884
UKUPNO	43,845	UKUPNO	4,123

TABELA 1: PRILIV I ODLIV DIREKTNIH INVESTICIJA

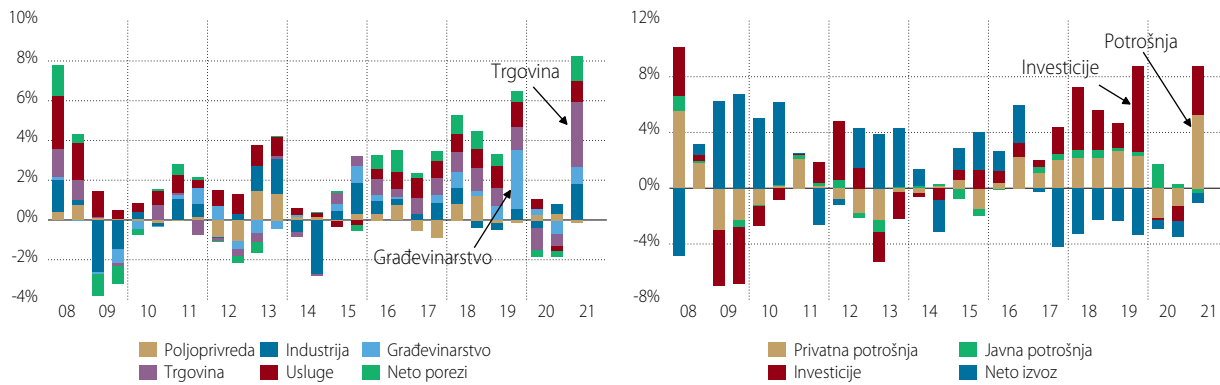
2019, US Dolari, milioni

<https://data.imf.org/?sk=40313609-F037-48C1-84B1-E1F1CE54D6D5&slid=14823310484112&slid=1482186404325>

2 IMF, Coordinated Direct Investment Survey, <https://data.imf.org/?sk=40313609-F037-48C1-84B1-E1F1CE54D6D5>

SLIKA 3: FAKTORI RASTA U SRBIJI

Formiranje i upotreba BDP: Doprinosi stopi rasta



stva, na proizvodnoj strani. U 2021. godini rast zavisi od potrošnje, na strani upotrebe BDP-a i trgovine, na strani stvaranja nove vrednosti.

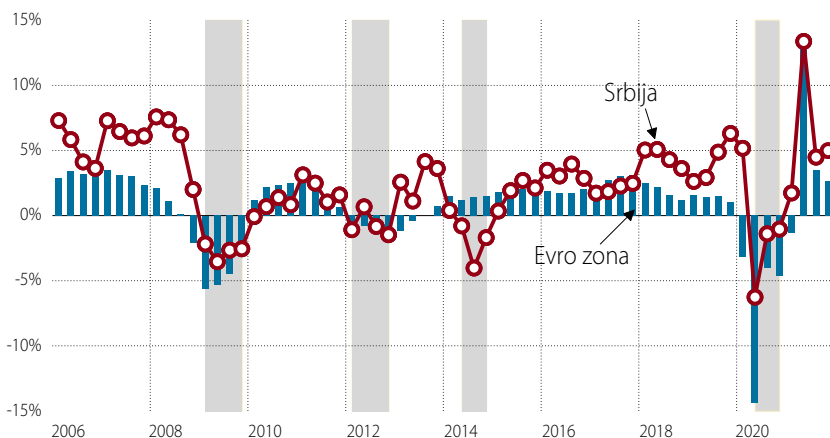
Faktori privrednog rasta Srbije se dramatično menjaju u kratkom roku. Ako bi postojala stabilna strategija rasta, to ne bi bilo moguće. U nedostatku strategije rasta veoma je teško predvideti buduće kretanje BDP-a jer nije izvesno koji će faktori da kreiraju rast BDP-a u budućnosti. Da li će to i dalje da bude trgovina, iako doprinosi poljoprivrede rastu gotovo da ne postoje, a industrije su dosta ograničeni? Da li će to da budu državne investicije u infrastrukturu, iako to izaziva neodrživi rast zaduženosti zemlje? Da

li će to da budu strane investicije, nauštrb domaćih privatnih investicija, kao što to trendovi sa slike 2 sugerišu? Odgovori na ova pitanja bitno će odrediti buduću investicionu klimu u zemlji.

MEĐUNARODNA KONJUNKTURA

Svetska privreda se oporavila od COVID-19 krize. Ono što je za nas posebno važno jeste da se za evrozonu ove godine predviđa rast od 4.6%, dok se za Srbiju predviđa rast između 6.0% (MMF) i 6.5% (NBS), odnosno 7.0% (Ministarstvo finansija). Mi smo prihvatili prognozu MMF-a i prikazali je na slici 3 po kvartalima³.

Stope realnog rasta BDP



SLIKA 4: REALNE STOPE RASTA BDP U EU I SRBIJI

3 Za evrozonu videti: https://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=320.MNA.Q.Y.I8.W2.S1.S1.B.B1GQ_Z_Z_Z.EUR.LR.GY

Privrede Srbije i evrozona su visoko integrisane. To se vidi ne samo na osnovu podataka o direktnim investicijama i izvozu i uvozu Srbije nego i po fazama recesije i ekspanzije, koje su sinhronizovane uz pomak od jednog kvartala. Jedini je izuzetak bila recesija u Srbiji 2014. godine, kada istovremeno nije postojala recesija u Evropi.

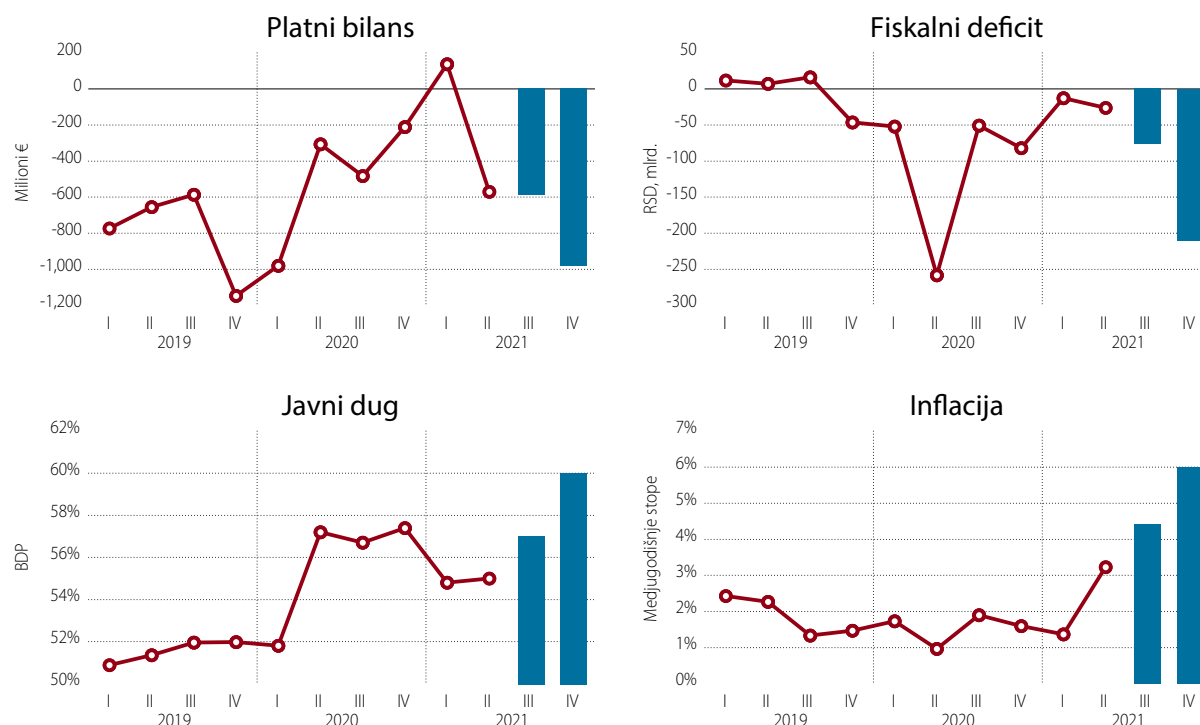
Prema oceni MMF, evrozona će imati relativno visok rast u ovoj godini, ali dosta niži u narednih pet godina (od 3.8% do 1.3%). Na drugoj strani, za Srbiju se predviđa stabilno visok rast između 4% i 4.5%. U svakom slučaju, viši rast u evrozoni bi pomogao Srbiji da postigne predviđene stope rasta BDP-a, jer privreda Srbije izvozi više od 50% svih svojih roba na tržište u EU. Na duži rok, mi ne verujemo da će se privredna aktivnost u Srbiji kretati nasuprot privrednom trendu u Evropi. Zato je oporavak privrede EU od ključne važnosti za domaću privredu.

MAKROEKONOMSKA STABILNOST

Slika 5 prikazuje osnovne makroekonomske agregate. Privreda Srbije se oporavlja od šoka izazvanog virusom COVID-19 i vraća se na relativno stabilne osnove. Očekivani rast BDP-a je dosta visok, ali takođe rastu i cene. One se približavaju gornjoj granici ciljanog koridora. Ciljana inflacija je 3% +/- 1.5%. Prosečan rast cena u 2021. godini biće oko 3.0% u odnosu na 1.6% prošle godine. Zbog toga je i kurs stabilan, i obrnuto, stabilan kurs stabilizuje cene⁴. Prosečan kurs u 2020. godini je iznosio 117.58 RSD/EUR, koliko i u prvom kvartalu 2021. godine. U drugom kvartalu dinar je nominalno apresirao na 117.57, a u trećem kvartalu na 117.56. U realnom izrazu, dinar je apresirao za preko 3%.

Tekuci bilans plaćanja sa inostranstvom se, takođe, stabilizuje i biće do kraja 2021. g. na nivou 5%–5.8% BDP. Izvoz roba

SLIKA 5: OSNOVNI MAKROEKONOMSKI POKAZATELJI



4 Granger-ov test uzročnosti pokazuje da su kurs i inflacija visoko integrisani i da međusobno utiču jedan na drugog..

i usluga u prva dva kvartala 2021. g. porastao je za 28%, dok je uvoz skočio za 20%. Značajno je da su sekundarni dohoci u istom periodu porasli za 30%, čime su bitno doprineli smanjenju deficita u bilansu plaćanja sa inostranstvom.

Na drugoj strani, deficit opšte države posle rekordne visine od -8.1 prošle godine, ove godine je planiran na nivou od -6.9% BDP. Zbog bolje naplate javnih prihoda u visini 3.3% BDP, drugim rebalansom budžeta za 2021. godinu predviđeno je smanjenje deficita opšte države na iznos od -4.9% BDP. Ovo smanjenje fiskalnog deficita povezano je sa rastom poreskog opterećenja koje sada iznosi 43.5% BDP. Uprkos tome, javni dug će porasti u III kvartalu, sa tenden-

cijom da dostigne 60% na kraju godine.

Prema zvaničnim podacima o registrovanoj zaposlenosti, ona je porasla u drugom kvartalu u odnosu na isti kvartal prethodne godine za 3.3%, čime je neutralisan negativan efekat krize COVID-19.

Od kada je S&P smanjio kreditni rejting zemlje sa BB+/pozitivan na BB+/stabilan u maju 2020. godine, nije ga dalje menjao. Fitch je zadržao BB+ stabilan rejting iz 2019. godine, a Moody's je povećao rejting u martu 2021. godine. sa Ba3/pozitivan na Ba2/stabilan. Sve ove ocene su ispod investicione ocene.

PREPORUKE SAVETA

U junu 2021. g. Srbija je zaključila 30-mesečni aranžman sa MMF-om pod nazivom Instrument za koordinaciju politika⁵. MMF konstatuje da je oporavak Srbije na dobrom putu, zbog značajne državne intervencije, ali da ekonomski izgledi ostaju krajnje neizvesni. Veći i održiviji rast na srednji rok zahtevaće poboljšanje poslovnog okruženja, vladavinu prava, efikasnost državnih preduzeća i politike zaštite životne sredine, što je sve u skladu sa prošlogodišnjim preporukama Saveta stranih investitora.

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

- Vratiti fiskalnu stabilnost i zaustaviti rast javnog duga zemlje;
- Dovršiti restrukturiranje infrastrukturnih preduzeća, uključujući zatvaranje neuspelih državnih preduzeća, čime će se smanjiti fiskalni deficiti;
- Realizovati javne izdatke u infrastrukturi, na transparentan i održiv način sa stanovišta javnog duga zemlje;
- Nastaviti pregovore sa EU o članstvu da bi se harmonizovali domaći propisi sa evropskim standardima; i
- Optimizovati fiskalno opterećenje u cilju anticikličnog delovanja, nastaviti usavršavanje i reorganizaciju poreske uprave i smanjiti neizvesnost u primeni poreskih propisa.

⁵ Program (PCI) je dostupan svim članicama MMF-a kojima u trenutku odobrenja nisu potrebna finansijska sredstva Fonda. Napravljen je za zemlje koje nastoje da pokažu opredeljenost za reforme radi nastavka finansiranja kod drugih zvaničnih ili privatnih investitora.