

# INVESTICIONA I POSLOVNA KLIMA

1,20

Investiciona klima se promenila od ranijeg izdanja Bele knjige. Svetska ekonomija se približava stagnaciji izazvanoj ratom u Ukrajini i nepovoljnim klimatskim promenama. Umesto da se oporavi od recesije izazvane pandemijom virusa COVID-19, svet ulazi u novi period nestabilnosti. Pored toga, međunarodni poredak je u turbulentnom prilagođavanju, što je velika neizvesnost za sve, a posebno za male otvorene privrede poput Srbije. Što se tiče rizika, MMF je izdvojio tri vrste rizika sa potencijalnim rastom: ekonomski, geopolitički i ekološki. U ovom izveštaju bavićemo se samo prvim rizikom. Shodno tome, Savet stranih investitora (FIC) je prilagodio svoju ocenu reformskih dostignuća u Srbiji i preporuka za unapređenje.

## SVETSKA PRIVREDA

Virus COVID-19 gurnuo je svetsku ekonomiju 2020. u recesiju, od koje se relativno brzo oporavila 2021. Američka ekonomija je bila u recesiji samo tri kvartala, a evropska ekonomija dva kvartala duže. Pad proizvodnje i porast nezaposlenosti nastali su zbog zatvaranja privrede, poremećenih proizvodnih lanaca i usporavanja spoljnotrgovinskih tokova.

Niko nije očekivao povratak recesije 2022. Mnoge vlade su u međuvremenu ubrizgale značajna finansijska sredstva u svoje privrede kako bi podstakle tražnju što, međutim, nije izazvalo adekvatnu promenu na strani ponude. To je izazvalo inflatorni pritisak namećući fundamentalnu dilemu koliko će centralne banke pooštriti monetarnu politiku da bi inflaciju zadržale u ciljnim okvirima. Ali niko nije očekivao recesiju.

Tabela 1: Projekcija BDP

	MMF prognoza			FIC Prognoza			
	2021	2022	2023	2022	2023	2024	2025
Svet	6,0	3,2	2,7				
Evro zona	5,2	3,1	0,5	3,0	0,1	0,3	1,0
Nemačka	2,6	1,5	-0,3				
Italija	6,6	3,2	-0,2				
SAD	5,7	1,6	1,0	2,1	1,6	2,7	2,3
Rusija	4,7	-3,4	-2,3				
Kina	8,1	3,2	4,4				
Srbija	7,4	2,5	2,3	2,7	2,5	2,2	2,8

Izvor: MMF, Belox

Tada je počeo rat u Ukrajini, uvedene su oštre ekonomske sankcije Rusiji, naglo su porasle cene energenata (nafta, gas, struja), a paralelno sa tim i cene hrane i primarnih metala.

Inflacija je drastično porasla, kamate su počele da rastu, a sa njima i očekivanja nove ekonomske recesije. Mnogi raspravljaju o mogućnosti ponovnog ulaska u recesiju, ali se malo ko usuđuje da to prognozira. Štaviše, najnovije prognoze MMF-a očekuju usporavanje svetske ekonomije i povećanje inflacije, ali ne i recesiju (videti tabelu 1).

Ipak, tabela 1 zabrinjava Srbiju. Očekuje se ozbiljan pad BDP-a u Evro zoni 2023. godine, uz recesiju u Nemačkoj i Italiji, koje su ključna izvozna tržišta Srbije. Štaviše, niko ne zna šta će biti ove zime zbog energetske krize. Snabdevanje gasom iz Rusije je prekinuto u Evropi, što je dovelo do još više cena prirodnog gasa. U međuvremenu, nemačka privreda je u trećem kvartalu ove godine ušla u recesiju (pad BDP-a od -0,4%). Prognoza MMF-a zasnovana na podacima za drugi kvartal 2022. na tabeli 1 mogla bi biti previše optimistična.

Naša prognoza uključuje mogućnost recesije u SAD i EU. Na slici 1 (levo) dajemo prognozu za američku ekonomiju (zasnovanu na modelu sa tri faktora: BDP, inflacija i nezaposlenost). Model povezuje dezinflaciju sa recesijom, ali ne i sa dramatičnim pogoršanjem na tržištu rada. Dakle, usporavanje bi trajalo duže nego u prethodnom slučaju, ali uz blažu stopu pada privredne aktivnosti.

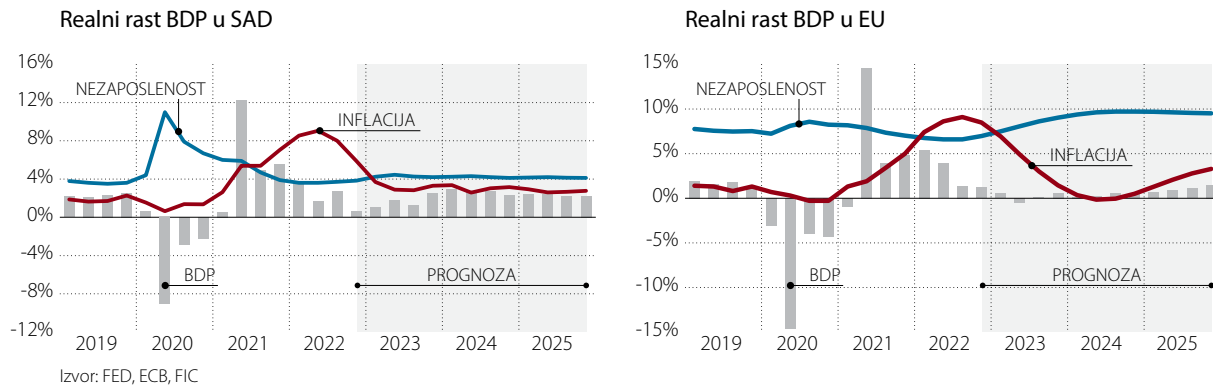
Na slici 1 (desno) dajemo prognozu za EU, zasnovanu na istom modelu, uz dodatak četvrtog faktora rasta: eksterne tražnje na osnovu kretanja BDP-a u SAD. I u ovom slučaju dezinflacija bi bila povezana sa negativnim stopama rasta BDP-a, znatno jačim nego u slučaju SAD, i povećanom nezaposlenošću (2023-24). Posle dve godine borbe protiv inflacije i recesije, obe ekonomije će se stabilizovati 2025. godine.

Šta sve ovo znači za investicije? To je netipična situacija u kojoj investicije nisu pokretač privrednog rasta, već rezultat cikličnog kretanja privrede. Očekujemo da će investicije povratiti svoju ulogu faktora rasta tek nakon stabilizacije svetske ekonomije 2025. godine.

## PRIVREDNI CIKLUS U SRBIJI

Ekonomija Srbije zavisi od ekonomskih kretanja u EU. Naša prognoza je data na tabeli 1 (godišnji podaci) slici 2 (kvartalni podaci). Predviđamo usporavanja privrednog rasta u Srbiji, ali ne i recesiju kao 2020. Inflacija će rasti do kraja godine, potom se smiriti i ostati iznad ciljanog koridora (3% +/- 1,5%). Što se tiče nezaposlenosti, ona je strukturna i

SLIKA 1: PRIVREDNI CIKLUSI U SAD I EU



relativno neosetljiva na inflaciju i promene BDP-a. Stoga će rast BDP-a biti spor i cikličan, ali pozitivan i skroman.

Dugoročno održiv visok rast BDP-a zavisi od investicija. Prema Milenijumskim ciljevima razvoja, zemlje poput Srbije trebalo bi da imaju najmanje 25% učešća investicija u BDP-u, što bi donelo održivu stopu rasta BDP-a od 5% godišnje. Međutim, slika 3 pokazuje da je učešće investicija u BDP u Srbiji konstantno ispod ciljanog nivoa. Problem nedovoljnog ulaganja leži u niskom nivou privatnih investicija, koje bi morale da porastu od 3% do 4% BDP-a.

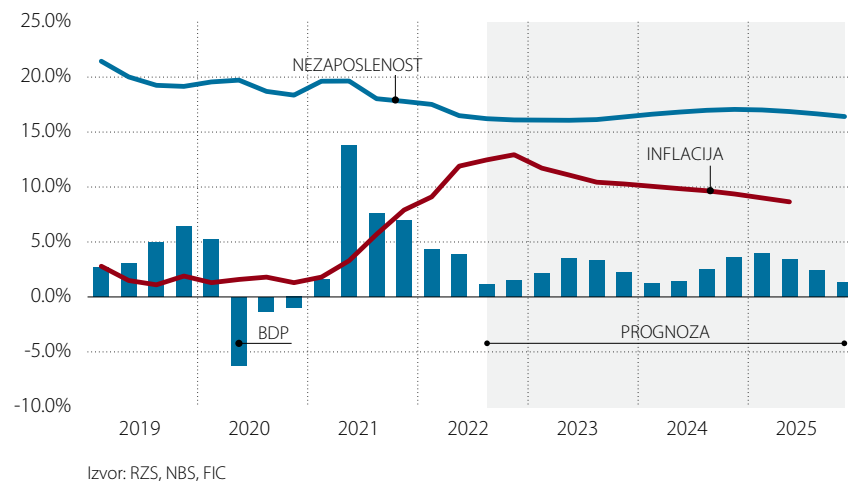
S druge strane, javne investicije rastu i približavaju se 6% BDP-a. To bi bilo u redu da ovaj iznos ne uključuje neproaktivna ulaganja u vojnu opremu (između 0,6% i 1,0% BDP-a). Takođe, MMF snažno preporučuje fiskalno pooštavanje u 2023. godini što bi moglo da utiče na javne investicije.

Direktne strane investicije su se oporavile od neposrednog negativnog efekta krize COVID-19, i beleže udeo od 5% BDP-a. Neizvesno je kakav će dalji uticaj rata u Ukrajini imati na strane direktne investicije. MMF je izdao upozorenja da bi odliv kapitala mogao da pogodi tržišne ekonomije u razvoju 2023. godine.

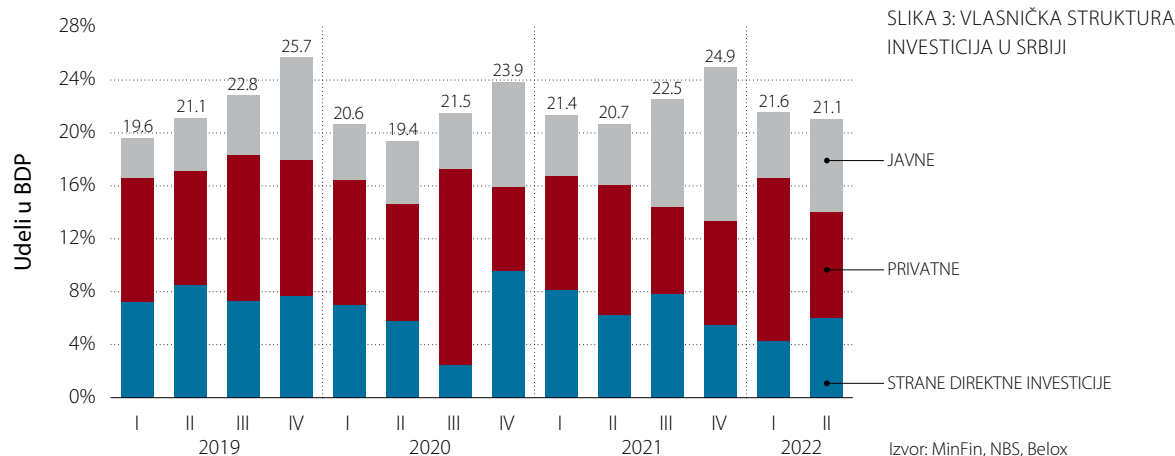
### PRISTUPANJE EU

Ekonomije Srbije i Evro zone su visoko integrisane. Ovu činjenicu mogu dokazati ne samo podaci o direktnim investicijama, izvozu i uvozu u Srbiji, već i faze recesije i ekspanzije koje su sinhronizovane sa pomeranjem od jedne četvrtine. U tom smislu, očekivana recesija u EU može biti ozbiljan problem za Srbiju. Ali ne i jedini.

U Izveštaju Srbija 2022, Komisija EU snažno je podvukla potrebu da se Srbija uskladi sa svim restriktivnim merama EU prema Rusiji, uključujući oštre ekonomske sankcije: „Srbija bi



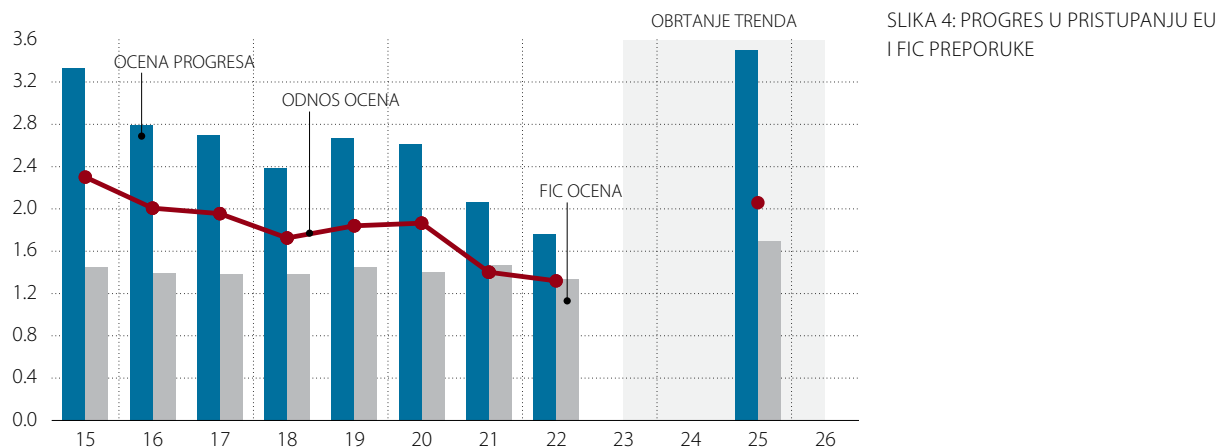
SLIKA 2: REALNI RAST BDP U SRBIJI



u narednoj godini posebno trebalo da unapredi, kao prioritet, svoje usklađivanje sa Zajedničkom spoljnom i bezbednosnom politikom EU, uključujući sankcije, i izbegavanje radnji i izjava koje su u suprotnosti sa stavovima EU o spoljnoj politici“.

Troškovi ovakve politike su već prisutni. Na primer, Srbija neće moći da uvozi jeftinu rusku naftu, ali uvoz skupog prirodnog gasa nije zabranjen, kao ni trgovina sa Rusijom. Pristup međunarodnim finansijskim institucijama je i dalje neometan. Međutim, postoje skriveni efekti sankcija. Srpske banke i kompanije sa osnivačkim kapitalom EU prekršiče sankcije ako trguju sa Rusijom ili daju kredite Rusiji. Takođe, evropski državljani ne mogu da budu u njihovim upravnim odborima ako posluju sa Rusijom, iako rade u srpskim privrednim društvima.

Postoji, međutim, veći problem od usaglašavanja spoljne politike. Srbija je visoko integrisana u evropsko tržište, ali ne i u institucionalnu postavku EU. Uvođenje sankcija Rusiji neće rešiti taj problem. Sporazum o stabilizaciji i pridruživanju (SSP) između Srbije i EU stupio je na snagu u septembru 2013. godine, a početak pregovora o pristupanju Srbije održan je u januaru 2014. Od tada je Srbija nastavila da primenjuje SSP, iako postoje neka pitanja usaglašenosti. Vlada Srbije nastavila je da proglašava članstvo u EU svojim strateškim ciljem, ali je tempo reformi i napredak ka članstvu usporen. Slika 4 otkriva oba puta: napredak u pristupanju (meren pristupnim rezultatima) i reforme prema standardima EU (merene ocenama Saveta stranih investitora o prihvatanju njegovih preporuka)<sup>1</sup>.



<sup>1</sup> Za trideset tri pregovaračka poglavlja koristili smo sledeću skalu ocenjivanja koja je ekvivalentna verbalnim ocenama Evropske komisije o napretku Srbije u pregovorima: nema napretka (0 poena), ograničen napredak (1 bod), mali napredak (2 boda), izvestan napredak (3 poena), umeren napredak (4 boda) i dobar napredak (5 poena). Za 45 privrednih sektora, ocene Saveta stranih investitora koje formiraju stopu prihvatanja njegovih preporuka su zasnovane na sličnom pristupu: bez napretka (1 bod), izvestan napredak (2 boda) i dobar napredak (3 boda).

Donje tačke oba procesa su se poklopile 2022. godine. To je razlog za zabrinutost. Rezultati pristupanja imaju jasan negativan trend, dok FIC ocene reformi stagniraju uz ciklične oscilacije. Savet stranih investitora snažno podstiče Vladu Srbije da preokrene oba trenda kao što je predloženo u osenčenom delu slike 4. Opravdanja za taj predlog su očigledna. Članovi SSI uglavnom dolaze iz EU, čije tržište je prirodni okvir za njihovo poslovanje. S druge strane, prihvatanje standarda EU uveliko se poklopilo sa predlozima SSI za unapređenje investicione klime u Srbiji.

### FINANSIJSKI RIZICI

Finansijsko tržište otkriva investicione rizike u Srbiji trgovanjem državnim obveznicama i upoređivanjem njihovih prinosa sa sigurnim prinosima na obveznice. Na slici 5 prikazani su prinosi na državne obveznice u Srbiji i Nemačkoj. Prinosi na državne obveznice Srbije značajno su porasli u poslednjih šest meseci (zeleni linija sa tačkama u odnosu na donju crvenu liniju). Na desetogodišnje obveznice prinosi su porasli na 7,9% (3% više nego u martu). Istovremeno, prinosi na obveznice Srbije su od 4 do 6 odsto veći od nemačkih. Nemačka i dalje ima AAA rejting, čak i ako prinosi na njihove državne obveznice polako rastu (bili su negativni pre izbivanja rata u Ukrajini).

Prinosi na državne obveznice Srbije pokazatelj su rasta cene zaduživanja i očekivanog pogoršanja privredne aktivnosti. S&P i Fitch su zadržali kreditni rejting Srbije na nivou BB+, sa stabilnim izgledima za poboljšanje. Da bi Srbija podržala takav kreditni rejting, mora da zaključi novi Stand-by aranžman sa MMF-om, koji je već u principu dogovoren. Iskustvo nas uči da svaki novi aranžman sa MMF-om na osnovu povlačenja njegovih sredstava podrazumeva promenu ekonomske politike. Ta promena će ovog puta

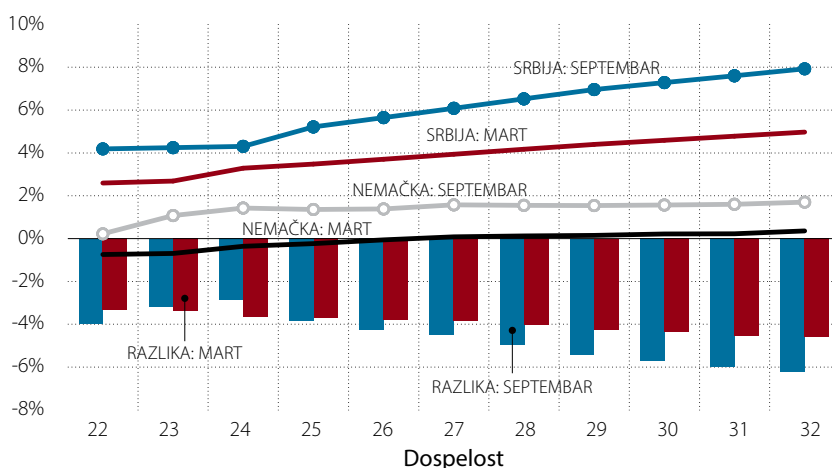
zahtevati ne ekspanzivnu fiskalnu politiku koja balansira restriktivnu monetarnu politiku i podršku ranjivom delu stanovništva i biznisa. Indikatori takve politike su sadržani u predlogu rebalansa budžeta za 2022. godinu, što može da se vidi u tabeli 2.

### MAKROEKONOMSKE PROGNOZE

U tabeli 2 prikazana je projekcija glavnih makroekonomskih agregata Ministarstva finansija. Prva kolona odnosi se na rebalans budžeta u 2022. godini, a sledeće tri kolone na Fiskalnu strategiju. Neposredne promene su u poslednjoj koloni. Mi smo prilično znatiželjni u pogledu krajnjeg ishoda jer rebalans budžeta nagoveštava novu ekonomsku politiku koja će revidirati Fiskalnu strategiju. Njen novi cilj je da finansira povećani platni deficit zbog rastućih troškova uvoza energije, a da istovremeno zadrži pod kontrolom fiskalni deficit. Time će se razdvojiti dva deficita koja tradicionalno idu ruku pod ruku (tzv. deficiti blizanci) i otvoriti problem deficita privatne štednje (u odnosu na privatne investicije).

Tabela 2: Projekcija osnovnih makroekonomskih agregata

Fiskalna strategija je s pravom nagovestila promenu strategije rasta: investicije su trebale da preuzmu od potrošnje ulogu ključnog faktora rasta, a industrijska proizvodnja od usluga. Da bismo ilustrovali ovu promenu, na slici 6 smo prikazali doprinose privrednom rastu u poslednjih pet godina na strani ponude i finalne tražnje. Trenutno dominiraju privatna potrošnja (finalna tražnja), trgovina i usluge (ponuda). Takav rast je neodrživ. Savet stranih investitora podržava novu strategiju rasta zasnovanu na investicijama i proizvodnji roba (kao preduslov za povećanje izvoza). Međutim, sva je prilika da se ovakva strategija neće pojaviti u bliskoj budućnosti.



SLIKA 5: PRINOSI NA DRŽAVNE HARTIJE OD VREDNOSTI

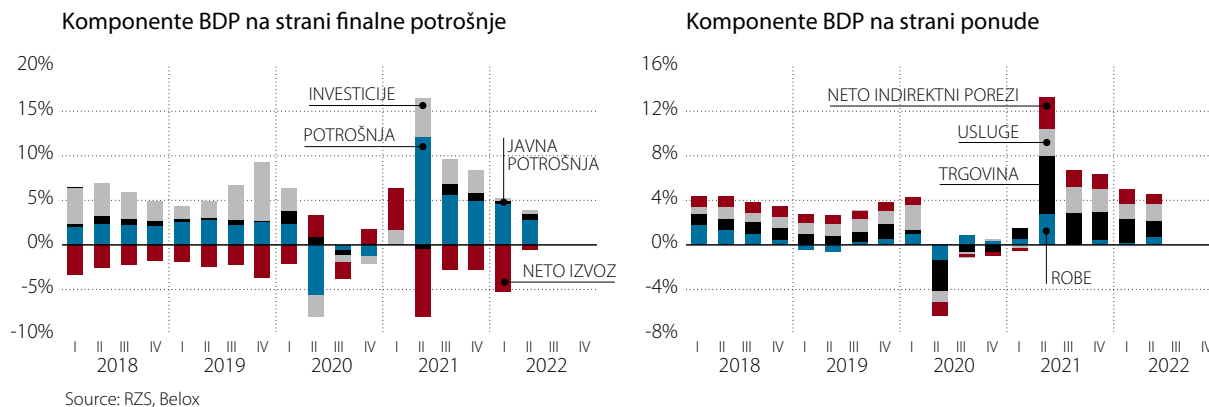
Izvor: www.worldgovernmentbonds.com

	Rebalans 2022	2023	Fiskalna strategija 2024	2025	Efekat promena	Naš komentar
<b>GDP, %</b>						
Realna stopa rasta BDP	3.0	4.0	4.0	4.5	-0.5	Neodrživa
Potrošačke cene	11.6	5.3	3.0	3.0	2.4	Permanentna
<b>Komponente BDP, %</b>						
Potrošnja	3.9	3.8	3.0	3.0	0.8	Optimistično
Javna potrošnja	0.5	1.0	1.1	1.5	0.9	Stabilna
Investicije	0.0	6.1	6.8	7.6	-3.0	Indikator krize
Izvoz	11.3	9.6	10.2	10.8	2.3	Stabilan
Uvoz	12.7	8.0	8.4	8.9	4.1	Stabilan
Poljoprivreda	-8.0	0.0	0.0	0.0	-8.5	Kriza
Industrija	2.1	5.1	5.6	6.3	-1.6	Usporavanje
Građevinarstvo	-5.7	5.5	6.2	7.9	-7.1	Kriza
Usluge	4.9	4.1	4.1	4.5	0.9	Mašina rasta
Neto indirektni porezi (NIP)	4.7	3.8	3.0	3.0	0.7	Visoki viskalni teret
<b>Makroekonomski bilansi, % BDP</b>						
Trgovački bilans	-13.0	-10.8	-10.1	-9.3	-2.3	Pogoršan
Platni bilans	-9.0	-6.9	-6.4	-6.0	-2.3	Pogoršan
Fiskalni deficit opšte države	-3.9	-1.5	-1.0	-0.5	0.9	Potisnut
Javni dug	55.5	53.1	52.0	50.7	0.9	Teško održiv

TABELA 2: PROJEKCIJA OSNOVNIH MAKROEKONOMSKIH AGREGATA

Source: Budget rebalance in 2022, Fiscal strategy 2023-25

SLIKA 6: DOPRINOSI EKONOMSKOM RASTU U SRBIJI



## PREPORUKE SAVETA

Savet stranih investitora promenio je preporuke u odnosu na prošlogodišnju Belu knjigu zbog novonastalih okolnosti:

- intenzivirati pregovore sa EU o statusu članstva;
- uskladiti domaću regulativu sa evropskim standardima i smanjiti rizik za investicije i spoljnu trgovinu;
- vratiti inflaciju u ciljni koridor;
- završiti restrukturiranje infrastrukturnih preduzeća, posebno u oblasti energetike i
- optimizirati fiskalno opterećenje i javne rashode kako bi se sprečio rast javnog duga zemlje.