

INVESTICIONA I POSLOVNA KLIMA

1,00

Investiciona klima se nije popravila u odnosu na prethodno izdanje Bele knjige. Posle izlaska iz recesije izazvane pandemijom virusa COVID-19, ušli smo u stagflaciju, odnosno u stagnaciju i inflaciju. Kažu da je to posledica rata u Ukrajini, ali pažljiva analiza pokazuje da rat nije odgovoran za sve loše stvari. Inflacija u Srbiji je prevashodno domaći fenomen izazvan porastom cena hrane. Na drugoj strani, Srbija sve više zavisi od spoljne trgovine, što stvara dodatne rizike u situaciji kada se zemlja udaljava od članstva u EU. Rast javnih i stranih direktnih investicija ne može da nadoknadi pad privatnih investicija. Ciljani udeo od 25% ukupnih investicija u GDP je daleka budućnost. Tačno je da se kreditni rejting zemlje nije pogoršao, ali se nije ni popravio i još uvek je ispod investicionog nivoa. U takvim okolnostima članstvo Srbije u EU bi značajno pomoglo da se poboljša investiciona klima. Za to je potrebna dobra volja na obe strane.

SVETSKA PRIVREDA

Pandemija virusa COVID-19 gurnula je 2020. godine svetsku privredu u recesiju, iz koje se relativno brzo oporavila već sledeće 2021. godine. Američka privreda je bila samo tri kvartala u recesiji, a evropska privreda nešto duže za dva kvartala. Pad proizvodnje i rast nezaposlenosti je nastao zbog zatvaranja privrede, kidanja proizvodnih lanaca i usporenih tokova spoljne trgovine (delimično i zbog trgovinskog rata Kine i SAD).

Niko nije očekivao ponovno formiranje recesije u 2022. Mnoge vlade su u međuvremenu ubrizgale značajna finansijska sredstva svojim privredama radi borbe protiv pandemije, što je podiglo potrošačku tražnju bez adekvatne promene na strani ponude. Zato su počeli da se formiraju inflacioni pritisci, a osnovno je pitanje bilo koliko će centralne banke da pooštre monetarnu politiku da bi se inflacija držala u ciljanim okvirima. O recesiji niko nije govorio.

Međutim, tada je pokrenut rat u Ukrajini, uvedene su značajne ekonomske sankcije Rusiji, naglo su skočile cene energenata (nafta, gasa i električne energije), a paralelno s tim i cene hrane i osnovnih (berzanskih) metala. Mnogi lanci snabdevanja su prekinuti. Inflacija je drastično povećana, kamatne stope su počele da rastu, a sa njima i očekivanja nove ekonomske recesije. Poslednje prognoze MMF govore o usporavanju privrede i rastu inflacije, ali ne i o recesiji osim u Nemačkoj (videti tabelu 1).

TABELA 1: PROGNOZA MMF-A

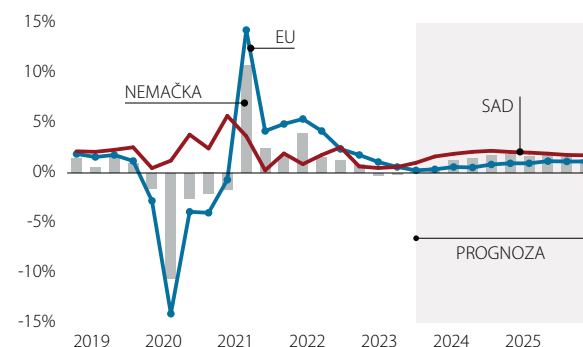
	BDP		Prognoza rasta BDP		
	2021	2022	2023*	2023**	2024**
Svet	6.1	3.5	3.0	3.0	2.9
Zona evra	5.4	3.3	0.9	0.7	1.2
Nemačka	2.8	1.8	-0.3	-0.5	0.9
Italija	6.6	3.7	1.1	0.7	0.7
SAD	5.7	2.1	1.8	2.1	1.5
Rusija	4.7	-2.1	1.5	2.2	1.1
Kina	8.1	3.0	5.2	5.0	4.2

Izvor: MMF, *April 2022; **Oktobar 2023

Ono što posebno zabrinjava sa tabele 1 jeste ozbiljan pad GDP kako u Evro Zoni, tako i u Nemačkoj i Italiji, koje su naša najveća izvozna tržišta. Nemačka će iduće godine da izađe iz recesije, a Italija će imati prosečan rast od oko jedan odsto. Rusija će iz recesije preći u blagi rast, ali naše poslovanje sa ovom zemljom značajno se smanjuje, iako ne postoje formalne sankcije. Kina će imati solidan rast, veći od svetskog proseka. SAD neće biti u recesiji, ali za nju se ne predviđa visok rast GDP. Inflacija je viša, nego što se očekivalo, jer su restriktivne mere centralnih banaka bile blaže od onih koje su potrebne da bi se inflacija vratila na svoje stabilno stanje. Trenutno niko ne zna šta će se desiti ove zime zbog krize sa energentima kao posledice novog rata na Bliskom Istoku. Na slici 1 dajemo prognozu za kretanje GDP u SAD (na bazi tro-faktorskog modela: GDP, inflacije i nezaposlenosti), EU Zonu i Nemačku.

Naša prognoza daje relativno niske stope rasta GDP u narednom periodu. Mi predviđamo da će centralne banke nastaviti sa restriktivnom politikom da bi u nekom

SLIKA 1: PRIVREDNI RAST U SAD I EU

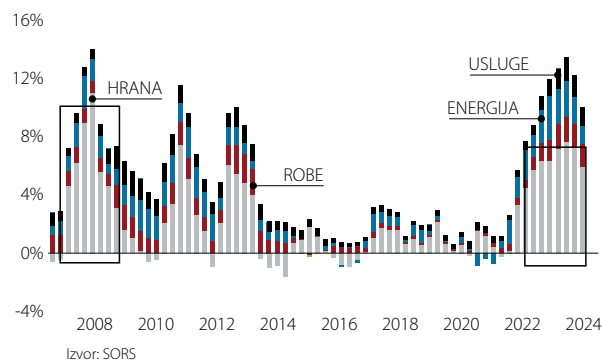


Izvor: Belox

SLIKA 2: PRIVREDNI CIKLUS U SRBIJI



SLIKA 3: INFLACIJA U SRBIJI



dužem roku vratile inflaciju na normalu (ne više od 2 odsto godišnje).

Šta sve to znači za investicije? Mi mislimo da je ovo netipična situacija u kojoj investicije nisu pokretač privrednog rasta, nego posledica cikličnog kretanja privrede i neizvesnosti. Mi očekujemo da će investicije vratiti svoju ulogu faktora rasta tek posle stabilizacije svetske privrede 2025.godine.

PRIVREDNI CIKLUS U SRBIJI

Privreda Srbije zavisi od privrednih kretanja u EU. Naša prognoza rasta GDP data je na slici 2. U Srbiji će, takođe, doći do usporavanja privrednog rasta, ali na nešto višem nivou nego u EU. Inflacija će polako početi da se spušta u narednom periodu, ali uz zadržavanje iznad ciljanog koridora (3% +/- 1.5%). Što se tiče nezaposlenosti, ona je strukturne prirode i prilično neosetljiva na inflaciju

i promene GDP. Rast GDP će biti usporen i cikličan, ali pozitivan.

Problem je inflacija. Ako pogledamo sliku 3, vidimo veliku sličnost sa krizom iz 2008.godine. Putanja smirivanja inflacije će verovatno izgledati kao u periodu 2009-2010.g. s tim što ne predviđamo njeno snižavanje na ciljni nivo u naredne dve godine. I tada i sada, najveći doprinos inflaciji daju cene sirove i prerađene hrane. Uticaj porasta cene energije nije zanemarljiv, ali nije dominantan u Srbiji. Njen uticaj u budućnosti ne smemo zanemariti, posebno zbog rasta cene sirove nafte i smanjenja njene svetske ponude. Cene električne energije će, takođe, da skoče, ali ne zbog spoljnih prilika, nego zbog potrebe da se uvedu dodatne akcize radi finansiranja budžetskog deficita. Država svojom poreskom politikom podstiče inflaciju da bi, na drugoj strani, stimulisala potrošačku tražnju. Ona, međutim, više nije glavni pokretač rasta GDP. Nažalost, to nisu ni investicije.

TABELA 2: PROJEKCIJA OSNOVNIH MAKROEKONOMSKIH AGREGATA

	2023/I-III	2024	2025	2023	2024	2025	2023
	FIC			MMF			Vlada
Realni BDP	2.0	2.1	2.8	2.0	3.0	4.0	2.5
Inflacija	14.0	6.7	4.5	12.4	5.3	4.0	8.0
Potro[n]ja				0.2	1.7	2.8	
Investicije				1.9	1.2	-0.5	
Izvoz				2.7	2.8	4.6	
Uvoz				0.8	1.6	5.0	
Trgovački bilans				-6.2	-6.8	-7.0	
Platni bilans				-2.5	-3.4	-4.3	
Fiskalni deficit				-2.8	-2.0	-1.6	
Javni dug				55.4	53.7	51.7	

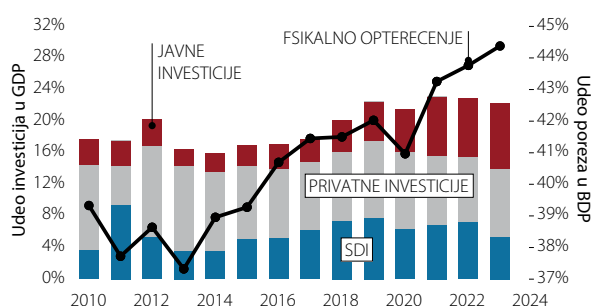
Na tabeli 2 smo dali prognoze osnovnih makroekonomskih agregata za period do kraja ove godine i osam kvartala u naredne dve godine. Prilično smo sigurni kako će se završiti ova poslovna godina. Međutim, kretanja u sledeće dve godine zavise od izvoza i uvoza. Mi pretpostavljamo dalji rast izvoza uz smanjenje uvoza. Ako se taj scenario ne ostvari, naravno, i sve druge procene makroekonomskih agregata postaju sporne.

Ako smo u pravu sa gornjom analizom, poruka je veoma jasna. Kreatori ekonomske politike moraju izuzetnu pažnju da posvete položaju zemlje u međunarodnoj trgovini i, uopšte, međunarodnim odnosima, kako bi smanjili rizike za obavljanje privredne aktivnosti u zemlji.

INVESTICIJE I PORESKO OPTEREĆENJE

Podrška privredi u borbi protiv negativnih efekata COVID-19 pandemije je bila efikasna, ali kratkotrajna. U 2020. godini značajno su povećane subvencije, kapitalni izdaci države su umereno skočili, ali je na drugoj strani smanjeno poresko opterećenje. Sve je to pozitivno uticalo na brzi oporavak privrede. Međutim, u naredne dve godine, promenila se poreska politika. Poresko opterećenje je povećano, a smanjene su subvencije privredi. Istovremeno, značajno su skočili državni kapitalni izdaci.

SLIKA 4: PORESKO OPTEREĆENJE I UDEO INVESTICIJA U GDP



Izvor: SORS, NBS, Belox

Od 2019. država pokušava da poveća udeo investicija u GDP. Razlog je razumljiv. Da bi se osigurala stabilna stopa rasta GDP od 5% godišnje, udeo investicija u GDP mora da bude najmanje 25%. Međutim, mere su kontradiktorne. Posebno u poslednje tri godine država povećava javne investicije, ali udeo ukupnih investicija u GDP opada. Slika 4 daje odgovor na ovaj paradoks. Udeli investicija su

predstavljani stubićima na levoj skali, a fiskalno opterećenje linijom s tačkama, na desnoj skali. Država stalno povećava poresko opterećenje i ostavlja privatnom sektoru sve manje akumulacije za investicije. Paralelno sa rastom javni i stranih investicija, odigrava se pad privatnih investicija. Rast poreskog opterećenja sprečava rast privatnih investicija. Koeficijent korelacije je negativan - 0.168.

Na drugoj strani, koeficijenti korelacije fiskalnog opterećenja i javnih investicija, odnosno FDI su 0.877 i 0.307. Očigledno je da poresko opterećenje negativno utiče na privatne investicije u Srbiji, a pozitivno na javne i strane direktne investicije. Sa ovakvom fiskalnom politikom ciljani udeo od 25% investicija u GDP je „never ended goal“.

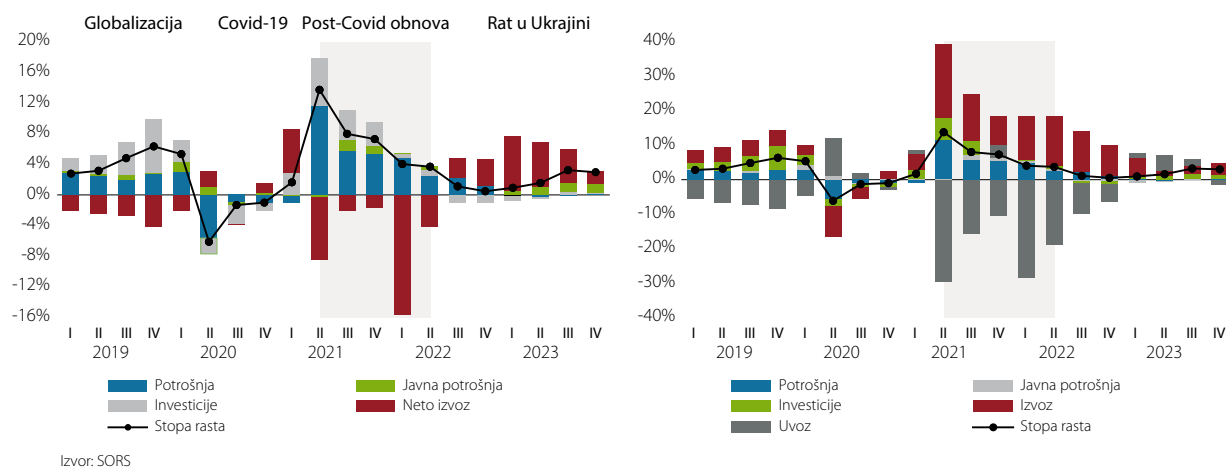
SPOLJNA IZLOŽENOST ZEMLJE

U prošlom izdanju Investicione klime uočili smo potrebu za promenom strategije privrednog rasta: predložili smo da se vodi takva ekonomska politika koja bi podstakla investicije da preuzmu od potrošnje ulogu ključnog pokretača rasta, koji bi se više zasnivao na industrijskoj proizvodnji a manje na pružanju usluga. To smo ilustrovali na grafikonu koji je prikazivao doprinose privrednom rastu u poslednjih deset godina na strani ponude i finalne tražnje. Pošle godine dominirala je privatna potrošnja, na strani tražnje, a trgovina i usluge, na strani ponude. Takav rast bi, po nama, bio neodrživ, iako smo imali razumevanja za situaciju koja je predstavljala oporavak ekonomije od šoka izazvanog pandemijom virusa COVID-19.

Međutim ovaj oporavak je prekinut izbijanjem rata u Ukrajini. Ponovo je došlo do depresije ekonomske aktivnosti. Ono što ovog momenta želimo da naglasimo, to je značajna promena rizika. Na slici 5 dali smo dve verzije iste pojave – doprinosa privrednom rastu od strane komponenti finalne tražnje. Razlika između jednog i drugog grafikona je u tome što smo na slici levo prikazali doprinos rastu od strane neto izvoza, a na slici desno smo neto izvoz razbili na dva komponente: izvoz i uvoz. Prošlogodišnji period oporavka smo osenčili i dodali smo prognozu za celu 2023. godinu.

U periodu oporavka značajnu pozitivnu ulogu je imalo podsticanje potrošnje, dok je neto izvoz smanjivao privredni rast. To se nije dogodilo zbog usporavanja izvoza, nego zbog velikog porasta (poskupljenja) uvoza. Neto izvoz je nastavio da pozitivno deluje na stopu realnog rasta GDP i u ovoj godini, ali više zbog smanjenja uvoza, nego porasta izvoza. Ono što slika 5 pokazuje, to

SLIKA 5: DOPRINOSI PRIVREDNOM RASTU U SRBIJI



je da rast mnogo više zavisi od spoljnih faktora (izvoza i uvoza), nego zbog unutrašnjih faktora (javne i privatne potrošnje i investicija).

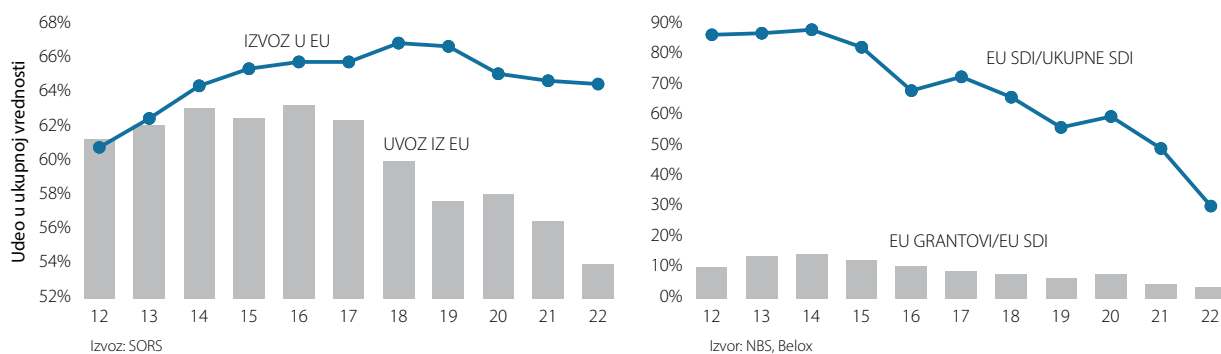
U pogledu izloženosti Srbije prema EU, zaprepašujuća je činjenica da ona poslednjih godina vidno opada, iako je još uvek dominantna. To je navelo Londonski Times u avgustu 2023 da napiše „Peking sada investira u Srbiju koliko i cela Evropska unija. To je loša vest za zapadne diplomate.“ Ovaj zaključak nije potpuno tačan, ali prema podacima NBS, koje smo naveli na desnom grafičkonu na slici 6, udeo FDI iz EU drastično opada u ukupnom iznosu FDI. Takođe, grantovi EU se smanjuju. To korespondira sa padom relativnog izvoza u EU (izvoz u EU podeljen sa ukupnim izvozom) poslednjih četiri godina, što je prikazano na levom grafičkonu slike 6. Na drugoj strani,

relativni uvoz iz EU pada još više i još duže¹. Iako je EU i dalje dominantan trgovinski i investicioni partner za privredu Srbije (fond SDI iz EU je pet puta veći nego iz Kine), navedeni trendovi su zabrinjavajući.

Ovi trendovi korespondiraju opadajućem marginalnom napretku u pridruživanju Srbije ka EU. Na osnovu ocena EU Commission sastavili smo numeričke skorove napretka u pregovorima i prikazali ih na slici 7. Dodali smo, takođe, i njenu ocenu pripremljenosti Srbije za članstvo u EU? Postoji javna zablude, koja se širi i na jednoj i na drugoj strani Evrope, da je najveći problem Srbije u njenoj neusklađenoj spoljnoj politici sa EU. Stara je mudrost da treba razlikovati ono što je važno od onog što je bitno. Spoljna politika Srbije jeste važan faktor, pogotovu danas u uslovima rata

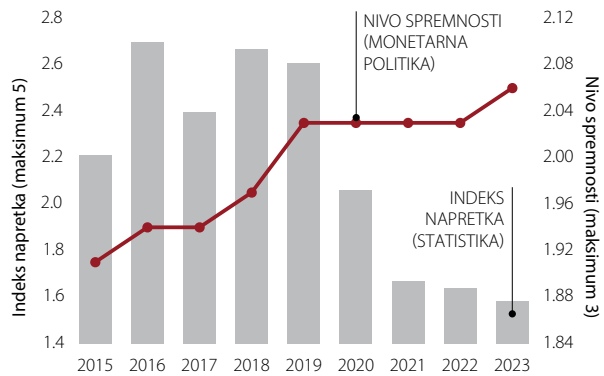
¹ Podaci EU Delegation to Serbia se ne slažu u svemu sa podacima Zavoda za statistiku i NBS.

SLIKA 6: IZLOŽENOST SRBIJE PREMA EU



u Ukrajini i na Bliskom Istoku. Ali ona nije bitna prepreka za priključivanje Srbije EU. Bitna prepreka je institucionalna neusklađenost i odsustvo neophodnih reformi u Srbiji. Skor napretka Srbije ka EU je na istorijski najnižoj tački u 2023. godini (1.58), iako je statistika dobila najvišu ocenu, dok je nivo pripremljenosti za članstvo nešto povećan (zbog uspešne monetarne politike).

SLIKA 7: NAPREDAK SRBIJE U PRIDRUŽIVANJU EU



Izvor: EU, FIC

PREPORUKE SAVETA

Preporuke Saveta stranih investitora se odnose na najveće izazove za investicije: udaljavanje Srbije od EU, zadržavanje inflacije uz rast kamata, porast poreskog opterećenja i održivost javnog duga. Pojedinačne preporuke su:

- Intenzivirati pregovore sa EU o članstvu da bi se harmonizovali domaći propisi sa evropskim standardima i smanjio geopolitički rizik za investicije i spoljnu trgovinu,
- Vratiti inflaciju u okvire ciljanog koridora,
- Optimizovati fiskalno opterećenje u cilju podsticanja investicija i privrednog rasta i
- Smanjiti javne izdatke i dovršiti restrukturiranje infrastrukturnih preduzeća, posebno u oblasti energetike, radi održivosti fiskalnog deficita i javnog duga.