

UDK: 338.1(497.11)  
338.23(4-672EU)  
Biblid 1451-3188, 14 (2015)  
Год XIII, бр. 52-53, стр. 135–149  
Изворни научни рад

др Горан НИКОЛИЋ<sup>1</sup>

## СРПСКА ПРИВРЕДА У НАРЕДНЕ ТРИ ГОДИНЕ: ТЕНДЕНЦИЈЕ ГЛАВНИХ МАКРОЕКОНОМСКИХ ИНДИКАТОРА У КОНТЕКСТУ ОПОРАВКА ЕВРОЗОНЕ

### ABSTRACT

The growth of the Serbian economy in late 2014 and early this year is to a large extent the result of recovery of the activities that were affected by the floods (energy, construction), and there is no reliable basis that a sustainable economic recovery has begun, although the growth in retail and merchandise exports are good signals. However, the potential drivers of economic growth on the demand side - exports and investment stagnate or decline, stocks rise, lending activity is stagnant or declining. Fiscal deficit since the beginning of 2015 strongly decreases, as late 2014 and early 2015 came into force the fiscal consolidation measures. The Plan published in Fiscal Strategy (2015) implied ambitious fiscal consolidation measures, which would permanently reduce the annual government expenditures by as much as 1.7 billion euros. This suggests that by measures of fiscal consolidation government deficit should be reduced from 6.6% of GDP (2014) to 3.8% of GDP in 2017. According to the official projections of key macroeconomic indicators for Serbia in the period 2015-2017 (Fiscal Strategy), we can expect the moderate path of economic recovery. After the fall of GDP in 2015 from 0.5% caused by the implementation of austerity measures (fiscal consolidation and decline in domestic demand), we expect GDP growth in 2016

<sup>1</sup> Институт за европске студије, Београд, е-маил: [goranvnikolic@gmail.com](mailto:goranvnikolic@gmail.com). Научни рад је резултат рада на пројекту: *Србија у процесима европских интеграција: глобални контекст, институције и идентитет*, који финансира Министарство просвете, науке и технолошког развоја Републике Србије (евиденциони бр. 179014).

and 2017. (same opinion is presented in the April forecast of 2015 by the IMF). The cumulative rate of real GDP growth of 3%, are apparently designed optimistic because it is unlikely to record the growth of economic activity in 2016. (this forecast assumes that private consumption achieve real growth of 1%, which is unrealistic). Government' plan is that increase of GDP from 2016 to 2017 to be based on the growth of investment and exports of goods and services at an average annual real rate of 5% (thanks to the growing import demand of EU, that is euro-zone countries), with practical stagnation of private consumption and a significant decline in government spending. Prerequisite for the balance of payments sustainability is to increase exports and the net inflow of foreign capital. On the production side of GDP, in the period 2015-2017, the largest contribution is expected from the growth of industrial production and recovery of the construction sector, while the service sector will negatively affect economic activity. It is expected that total employment slowly decline in 2015 after a sharp decrease in recent years, while in 2016 are expected a slight increase in employment in the private sector. An important contributor to the growth of Serbian GDP will be stronger than expected recovery of the eurozone. In April 2015, IMF is forecasting 1.5% real GDP growth of euro-zone, which is above previous expectations. The dramatic fall in the oil price is benefiting oil consumers, among other, improving performance of the euro zone.

*Key words:* Serbia, growth, economy, 2015-2017, industry, construction, fiscal deficit, employment, euro-zone, EU.

## 1) ТЕНДЕНЦИЈЕ У ПРИВРЕДИ СРБИЈЕ НА ПОЧЕТКУ 2015.

Након пада бруто домаћег производа (БДП) у 2014. за 1,8%, пројектовано је смањене БДП-а од 0,5% у 2015. Након снажног пада БДП-а у другом и трећем тромесечју (услед поплава), опоравак у четвртном кварталу наговештава да би се можда могла избећи рецесија у 2015. Наиме, након четири квартала узастопног пада, у последњем кварталу 2014. БДП је порастао за 0,4%. Главни потенцијални покретачи раста привреде на страни тражње: извоз и инвестиције, стагнирају или опадају, залихе расту, кредитна активност благо пада. Поред тога, државна потрошња опадаће у наредне две до три године, а приватна у 2015. а можда и у 2016. Ако се догоди значајнији и трајнији раст извоза и инвестиција то ће бити сигнал да је привредни опоравак почео, без тога су могућа само привремена побољшања. Према прелиминарној оцени Републичког завода за статистику, реални међугодишњи пад БДП-а је у првом тромесечју 2015. износио 1,9%, што није охрабрујуће.<sup>2</sup> Поред тога, током прва три месеца 2015. индустријска

<sup>2</sup> Интернет: <http://webrzs.stat.gov.rs/WebSite/public/PublicationView.aspx?pKey=41&pLevel=1&pubType=2&pubKey=2956>

производња је пала за 2%, док је прерађивачка индустрија бележила раст од 4,2%. Десезонирани индекс индустријске производње за март 2015, у односу на просек 2014, показује да је остварен раст од 3,9%, а за прерађивачку индустрију раст од 6,1%.<sup>3</sup> Промет робе у трговини на мало у периоду јануар-март 2015, у односу на исти период 2014, мањи је у сталним ценама за 1%, али је то последица и бољег обухвата сиве економије тако да би резултат вероватно био лошији, имајући у виду да су главни извори тражње, плате и пензије у паду (за 0,4%, односно 4,2% у првом тромесечју 2015).<sup>4</sup> Ипак, охрабрује да је извоз робе у првом кварталу 2015, изражен у еврима, имао повећање од 5,2% у поређењу са истим периодом претходне године, док је, пак, раст увоза износио 8,5%, те је робни дефицит повећан је за 18% (десезонирано посматрано, у марту 2015, робни извоз је порастао за 2,2%, док је увоз опао за 1,1%).<sup>5</sup> Треба додати да би током 2015. ефекат смањења светских цена нафте на смањење вредности нашег увоза могао да буде преко милијарду евра, односно 6% до 7% овогодишње вредности укупног увоза. Све процене у вези са БДП-ом, равнотежом у платном билансу, простором за задуживање са гледишта екстерне ликвидности, имају везе са променама цене нафте. Дакле, једно од кључних питања на које одговор не зависи од наше економске политике је питање хоће ли се цена нафте задржати на овом или њему блиском нивоу ('Брент' је почетком маја већ на 66 долара по барелу, што не охрабрује).<sup>6</sup> Централна банка је у прва четири месеца 2015. на међубанкарском девизном тржишту доминатно куповала евре, да би спречила јачање динара у односу на евро. Јасно је да би умерено слабљење динара у односу на евро подржало макро-стабилност и економски раст. Монетарна политика требало би да настави да се релаксира у ситуацији када је инфлација испод таргета НБС (4% +/- 1,5%) и када нема високих инфлационих очекивања, а привреда је у рецесији. Фискални дефицит у прва четири месеца 2015. снажно опада, како су крајем претходне и почетком 2015. ступиле су на снагу мере фискалне консолидације, активно се радило на сузбијању сиве економије, док је дошло и до реализације једнократних фактора (дивиденде јавних предузећа, ниске јавне инвестиције). Иако се

---

<sup>3</sup> Интернет: <http://webzrzs.stat.gov.rs/WebSite/public/PublicationView.aspx?pKey=41&pLevel=1&pubType=2&pubKey=2951>

<sup>4</sup> Интернет: <http://webzrzs.stat.gov.rs/WebSite/public/PublicationView.aspx?pKey=41&pLevel=1&pubType=2&pubKey=2949>

<sup>5</sup> Интернет: <http://webzrzs.stat.gov.rs/WebSite/public/PublicationView.aspx?pKey=41&pLevel=1&pubType=2&pubKey=2950>

<sup>6</sup> Интернет: <http://www.bloomberg.com/energy/>

први подаци о извршењу буџета за прва четири месеца чине веома добрим, умањујући резултат за све ванредне приходе или изостанак расхода буџетски дефицит би могао пасти на 5% у 2015, што би био веома добар резултат. По свему судећи, најважни фактор пада дефицита је сузбијање сиве економије. ФРЕН процењује да ће јавни дуг Србије на крају 2015. бити заједно са дугом локалних заједница (од 2% БДП) око 79% БДП-а.<sup>7</sup> Спољни дуг на крају 2014. износи 26 млрд. евра (78% БДП), а током 2014. држава се задужила за око милијарду евра, док су се банке и предузећа раздужили за преко 700 милиона евра. У 2015. очекује се пад трговинског и текућег дефицита. Стране директне инвестиције износиле су скромних 1,3 милијарди евра у 2014, док би се сличан прилив, без продаје Телекома, могао очекивати и у 2015. Договор са ММФ-ом укључује и „резервне“ мере (*contingency measures*) које би требало да ступе аутоматски на снагу уколико дође до застоја у реализацији појединих, ризичнијих, делова програма (решавање судбине петрохемијског комплекса до средине 2015. или оптимизација броја запослених у јавној управи, су неизвесне мере). Ове мере, поред осталог, подразумевају раст ПДВ-а, као најиздашнијег пореског облика.

## 2) ПРОЈЕКЦИЈА МАКРОЕКОНОМСКИХ ИНДИКАТОРА СРБИЈЕ ДО 2017.

У Фискалној стратегији Министарства финансија изнете су пројекције главних макроекономских индикатора Србије за период 2015-2017, које указују на умерену путању опоравка (Министарство финансија, 2015). Кумулативна стопа раста реалног БДП-а за наредне три године од 3% прогнозирана је на основу раста извоза и опоравку инвестиционе активности. Раст ће бити базиран на расту инвестиција и извоза робе и услуга по просечној годишњој реалној стопи од 5,2% и 4,9%, респективно, уз просечни годишњи пад личне (-0,2%) и државне потрошње (-5,7%). Спровођење оштрих мера фискалне консолидације током 2015. утицаће на смањење личне и државне потрошње и по том основу домаће тражње. Убрзање раста БДП-а у 2016. и 2017. години на 1,5% и 2,0% засновано је, пре свега, на расту инвестиционе потрошње али и постепеном опоравку стандарда становништва. Дата пројекција предвиђа да се на крају 2017. обезбеди повећање удела инвестиција на око 20% БДП, смањење удела државне потрошње у БДП-у на 14,6% и повећање удела извоза робе и услуга у БДП-у на преко 45%. Неопходан је нето прилив страних инвестиција од

<sup>7</sup> Квартални монитор, бр. 39. ФРЕН & Економски факултет, Београд, 2015.

око 1,3 млрд евра просечно годишње, уз промену структуре улагања ка сектору размењивих добара. Финансирање платног биланса подразумева истовремено смањивање удела дефицита робе и услуга и дефицита текућих трансакција у БДП-у на 7,6%, односно 4,3% у 2017. За 2015. годину био је очекиван завршетак процеса реструктурирања предузећа, што би се у кратком року негативно одразило на кретање БДП-а. Почетком априла 2015. официјелне најаве из Агенције за приватизацију указују да ће се тај рок извесно пробити. Након 2015. очекује се убрзање раста привредне активности по основу системског унапређења привредног амбијента. Процењује се да ће на раст потенцијалног БДП-а у наредним годинама позитивно утицати јачање инвестиционе активности и у мањој мери раст стопе запослености. Наиме, повећање незапослености услед завршетка процеса реструктурирања предузећа под контролом државе биће ублажено порастом нето запослености у приватном сектору, што је извесно оптимистична претпоставка. Посматрајући производну страну БДП-а, у периоду 2015-2017, највећи допринос очекује се од раста индустријске производње и опоравка сектора грађевинарства (допринос 1,2 п.п. просечно годишње), док ће сектор услуга негативно утицати на кретање економске активности (0,4 п.п. просечно годишње) највећим делом због спровођења мера фискалне консолидације. Са расходне стране БДП, у периоду 2015-2017, највећи допринос очекује се од инвестиционе потрошње и нето извоза (допринос 1,1 п.п. просечно годишње). Државна потрошња имаће и у наредне три године негативан допринос расту БДП-а заснован, пре свега, на смањењу зарада у јавном сектору, али и на другим видовима рационализације и побољшања ефикасности јавног сектора. Лична потрошња становништва негативно ће утицати на кретање БДП-а у 2015. (допринос -2,3 п.п.) услед смањивања зарада и пензија, док се за 2016. и 2017. очекује раст потрошње захваљујући опоравку на тржишту рада, пре свега убрзању раста зарада и запослености у приватном сектору и раста кредитне активности банака усмерене према становништву. Макроекономском пројекцијом предвиђен је реални раст инвестиција од 4,7% у 2015. и 5,5% у 2016. и 2017, који ће бити генерисан покретањем новог инвестиционог циклуса. Расту БДП-а у наредне три године значајно ће допринети и нето извоз (допринос 2,2 п.п. у 2015, 0,6 п.п. у 2016. и 0,4 п.п. у 2017.). Позитиван допринос нето извоза резултат је прогнозираног привредног опоравка главних спољнотрговинских партнера Србије, док је спорија динамика раста увоза (2% просечни годишњи раст) последица најављених мера фискалног прилагођавања, и по том основу смањене потрошње државе и домаћинства. Удео извоза робе и услуга у БДП у 2015.

процењује се на 44,2%, а у 2016. и 2017. на 44,5% и 45,3%. Удео инвестиција у БДП у 2015. процењује се на 18,5%, а у 2016. и 2017. се очекује наставак раста инвестиционе активности што ће, у условима рестриктивне фискалне политике, омогућити остваривање умерених стопа привредног раста и повољнијих кретања на тржишту рада од 2016. Раст приватних инвестиција је од пресудног значаја имајући у виду да је пад привредне активности у претходном, кризном периоду, утицао на смањивање потенцијалног БДП кроз губитак привредних капацитета и знатно погоршавање услова на тржишту рада. Очекује се да ће укупна запосленост успорити пад у 2015, након оштрог пада у претходним годинама, док се у 2016. очекује благи раст запослености у приватном сектору. Средњорочна пројекција запослености заснива се на пројектованом расту БДП-а и повећању инвестиција. У наредном периоду очекује се спорији раст реалних нето зарада у приватном сектору од раста реалног БДП-а, као и раст бруто зарада у складу са растом продуктивности у приватном сектору, што ће утицати на смањивање јединичних трошкова рада и на побољшање конкурентске позиције земље. Инфлација би у границе дозвољеног одступања од циља требало да се врати средином 2015, на шта ће у највећој мери утицати раст регулисаних цена (нпр. раст цене струје, који би могао бити максимално 15% од јула 2015.) и одложени ефекти депрецијације динара из 2014, док ће у другој половини године постепено ишчезавати дезинфлаторни утицаји пада цена примарних пољопривредних производа и нафте. Предуслов платнобилансне одрживости је повећање извоза и нето прилива страног капитала. Редукција негативног нето извоза робе и услуга, првенствено као резултат промене структуре домаће привреде, допринеће смањивању спољне неравнотеже и ризика одрживости спољног дуга и екстерне ликвидности. Биланс текућих плаћања без донација биће негативан и износиће у периоду 2015-17. у просеку 1,5 млрд евра.

### **3) СТАЊЕ ЕКОНОМИЈА ЗЕМАЉА ЕВРОЗОНЕ НА ПОЧЕТКУ 2015. ГОДИНЕ, И ПОТЕНЦИЈАЛНИ ЕФЕКТИ НА СРБИЈУ**

Оно што би значајно могло да порави економску слику Србије је почетак повољних тенденција у еврозони. Наиме, раст увозне тражње подстицајно ће деловати на српски извоз, док би снажно повећање ликвидности генерисано квантитативним олакшицама ЕЦБ могло да се реперкутује кроз раст прилива капитала, поред осталог и СДИ, у нашу земљу. Оно што је већ видљиво је пад цене задуживања на европском тржишту што омогућава

нашој земљи јефтиније финансирање фискалног дефицита и ино-дугова. Након четири месеца узастопног пада потрошачких цена упумпавање милијарду евра у привреду од стране ЕЦБ даје ефекте. Цене, на међугодишњем нивоу, коначно су стагнирале у априлу 2015, након пада од 0,1% у марту. Незапосленост се одржала на 11,3% у марту 2015. Кредитирање бележи пораст у марту 2015. први пут од 2012. Очекује се да ће инфлација убрзати на више од 1% до краја године, како дефлаторни утицај пада цена нафте буде слабио, а базна инфлација биће подстакнута депресијацијом евра и опоравком прехранбене индустрије. Услед практичне стаганације америчке економије у првом кварталу 2015. евро јача, те је достигао 1,12 долара. ЕЦБ предвиђа раст просечне стопе инфлације од 0% ове године на 1,8% до 2017.<sup>8</sup> После рецесије, стагнације или анемичног раста током седам година, економија еврозоне крајем 2014. и почетком 2015. успева да се стабилизује и почне опоравак, пре свега, захваљујући финансијској инјекцији ЕЦБ од 60 милијарди евра месечно (куповина обвезница влада ЕУ), која би требало да потраје до септембра 2016. ЕЦБ процењује да ће стопа незапослености у еврозони и даље бити чак 9,9% у 2017, знатно изнад 7,2%, колико је била пре глобалне финансијске кризе. Поред тога, јавни дуг периферних земљама еврозоне, као проценат БДП-а, је висок и растући.<sup>9</sup> *TSEurofirst 300*, водећи композитни индекс европских берзи, износио је 1. маја 2015. године 1570 бодова, што је, истина, пад у односу на средину априла када је био на највишем нивоу од 2000. (када је био пребачен и предкризни ниво овог индекса). Ипак, од почетка године овај индекс је у плусу за 15%, а његов међугодишњи раст износи скоро 16%.<sup>10</sup> Добар тренд европских берзи на почетку године бележи се захваљујући паду курса евра према долару, интензивне куповине европских хартија од вредности од стране ЕЦБ, али и растућег тренда немачке индустрије, извоз и увоза. Такође, допринос расту европских берзи даје и опоравак ауто-индустрије, који се, поред Немачке, шири на Француску, Шпанију, Италију и Португал, као и очекивање да ће раст каматних стопа у САД, услед нешто лошијег стања економије у тој земљи, бити одложен

---

<sup>8</sup> Maria Tadeo, 2015. 'Euro Area Ends Flirt With Deflation as ECB Pumps Billions in QE'.

Bloomberg, April 30, 2015, Интернет: <http://www.bloomberg.com/news/articles/2015-04-30/euro-area-ends-flirt-with-deflation-as-ecb-pumps-billions-in-qe>

<sup>9</sup> Nouriel Roubini, "Signs of Life in the Eurozone", *Project-syndicate*, MARCH 31, 2015. Интернет: [www.project-syndicate.org/commentary/eurozone-fragile-recovery-by-nouriel-roubini-2015-03#1Fobe1twJ34xWmu1.99](http://www.project-syndicate.org/commentary/eurozone-fragile-recovery-by-nouriel-roubini-2015-03#1Fobe1twJ34xWmu1.99)

<sup>10</sup> Интернет: <http://data.cnbc.com/quotes/.FTEU3-GB>

за другу половину 2015.<sup>11</sup> Генерално, еврозона је, коначно делујући јединствено, награђена снажним економским подстицајем: привреда еврозоне расте 22. месец узастопно, закључно са мартом 2015. Наиме, мере штедње више не успоравају раст, монетарна подстицаји су изражени, банке се опорављају, нафта и евро су појефтинили, док структурне реформе доносе резултате.<sup>12</sup> На крају, поставља се питање да ли је економија еврозоне на прекретници? Бржи од очекиваног раст у четвртном кварталу 2014. можда упућује на то, као и процена Европске комисије која указује на убрзавање раста у 2015. на 1,3%, што би био најбољи резултат од 2011.<sup>13</sup> Априлска прогноза *Economist Intelligence Unit* (2015) пројектује раст еврозоне на 1,4%.<sup>14</sup> Још су оптимистичне процене ИМФ (2015), који очекује привредни раст еврозоне од 1,5%,<sup>15</sup> као и ЕЦБ која предвиђа убрзање раста БДП-а са 1,5% ове на 2,1% 2016, што би био рекорд од 2007, и што је за земље у окружењу, попут Србије, веома добра вест.<sup>16</sup> Како *Gavyn Davies* напомиње (2015), велики помак у релативним перформансама је у току. Он процењује да на годишњем нивоу стопа раста САД-а сада износи само 2%, у односу на 2,5% пре месец дана и 4% прошле јесени. У међувремену, на годишњем нивоу раст у еврозони је 1,7%, у односу на 1,3% у фебруару (иначе, процене су да ће раст БДП-а у другом кварталу 2015. достићи 1,8% за еврозону и пасти на 2% за САД). Као резултат тога, геп између САД-а и еврозоне сузио се на само 0,3 процентних поена, у односу на 3,5 процентних поена прошлог лета.<sup>17</sup> Међу објашњењима су колапс цена

<sup>11</sup> Jamie McGeever, "Stocks gain momentum, Europe at seven-year high". *Reuters*, April 9, 2015, Интернет: <http://www.reuters.com/article/2015/04/09/us-markets-global-idUSKBN0N001520150409>

<sup>12</sup> Greg Ip, "At Last, Eurozone Gets Growth in Gear", *WSJ*, April 22, 2015, Интернет: <http://www.wsj.com/articles/at-last-eurozone-gets-growth-in-gear-1429723674>

<sup>13</sup> "European economy guide: Taking Europe's pulse", *The Economist*, April 14, 2015. Интернет: <http://www.economist.com/blogs/graphicdetail/2015/04/european-economy-guide>

<sup>14</sup> "Global Forecasting Service", *Economist Intelligence Unit*, April 2015. file:///C:/Users/pc2012/Downloads/GSJXAB00\_20150318.pdf

<sup>15</sup> ИМФ сматра да ће пад цена нафте да подстакне привреде еврозоне, али упозорава да ће позитивни ефекат бити умањен негативним факторима, као што су слаба улагања.

<sup>16</sup> Maria Tadeo, "Euro Area Ends Flirt With Deflation as ECB Pumps Billions in QE", *Bloomberg*, April 30, 2015. <http://www.bloomberg.com/news/articles/2015-04-30/euro-area-ends-flirt-with-deflation-as-ecb-pumps-billions-in-qe>

<sup>17</sup> Gavyn Davies, "Global growth report card: world slowdown causes concern" *Financial Times*, April 05, 2015. Интернет: <http://blogs.ft.com/gavyndavies/2015/04/05/global-growth-report-card-world-slowdown-causes-concern/>

нафте, пад евра и закаснили, али ипак, опоравак погођених кризом периферних економија еврозоне, посебно Шпаније и Италије. Најмоћнији ефекат нових агресивних мера монетарне политике ЕЦБ је утицај на курс евра: према ЈПМоргану, трговином пондерисани реални ефективни курс у еврозони опао је за 14% у периоду од децембра 2013. до марта 2015, што ће донети велику корист међународно изложеном бизнису. Коначно, економија еврозоне у целини је и даље мања него у првом кварталу 2008, док је незапосленост преко 11% радне снаге (у САД-у само 5,5%), што указује да простора за раст има (можда и за постизање повећање БДП-а од чак 2% у овој години). Циклична незапосленост остаће превисока, а инфлација и даље ниска. Очигледно успоравање у САД-у истиче потребу за великим опрезом од стране ФЕД-а у погледу затезања монетарне политике, јер САД има прекомерни дуг, ниске инвестиције и тренутно превише јак долар, лош за конкуритивност америчке индустрије.<sup>18</sup> За земље периферије, оне које нису чланице евро зоне али су од ње зависне, међу којима је Србија, смањивање каматних стопа је добро из два разлога. Први је директан трошак рефинансирања јавног дуга деноминованог у еврџу, који ће бити мањи. Нове емисије еврообвезница из тих земаља имаће ниже стопе захтеваног приноса од претходних. Ако се каматне стопе на европским финансијским тржиштима смање на довољно низак ниво биће могуће, лакше и брже, успоставити равнотежу између стопе раста БДП-а и каматних стопа на нижим нивоима. Друга група последица може бити смањивање комерцијалних каматних стопа, које су и даље релативно високе, нарочито на периферији ЕУ и у земаљама које имају стаус кандидата за ЕУ. Реалистично је претпоставити да ће ослобађање велике количине новца (куповином обвезница на секундарном тржишту) које су заробљене у државним обвезницама и обвезницама приватног сектора довести до смањивања и комерцијалних каматних стопа. Током 2013. и 2014. из земаља европске периферије је, због процеса раздуживања, капитал премештан у земље центра. Тај процес је сада нешто успорен. Међутим, ако програм „монетарног попуштања“ ЕЦБ буде добро функционисао, могуће је очекивати промену смера, па би се кредитна активност банака на периферији могла увећати. Ово је посебно важно за земље Западног Балкана, где се региструје пад кредитне активности и одржавање високих каматних стопа. На дуги рок може се очекивати и смањивање вредности имовине и обавеза деноминованих у еврџу.

---

<sup>18</sup> “US and eurozone growth rates seem to converge”, *Financial Times*, April 12, Интернет: 2015. <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/62f9570a-debe-11e4-8a01-00144feab7de.html#axzz3XU9nNk00>

## Анализа пројекције Министарства финансија РС из Фискалне стратегије

У складу са проценама Фискалног савета мере из Фискалне стратегије нису довољне да би се јавне финансије учиниле одрживим, односно избегла криза јавног дуга, односно банкрот.<sup>19</sup> Фискални савет сматра да је потребно да се фискална консолидација продужи и у 2018, јер су потребне додатне мере за смањење дефицита за око 300 милиона евра и тој години. Фискални савет сматра да учешће јавног дуга у БДП-у не би могло да почне да се смањује пре 2018. када би премашило ниво од 83%. Потребно је снажније од планираног повећања издвајања за јавне инвестиције, како би се спречило да рецесија у којој се привреда Србије тренутно налази угрози фискалну консолидацију. Поред тога, Фискални савет (2015) сматра да су мере недовољно добро припремљене и сувише су оптимистична очекивања. Кључне мере су смањење, те замрзавање плата и пензија, отпуштање запослених и промена у начину управљања јавним предузећима. Фискални савет оцењује да није реалистично да се оствари добар део прогноза приказаних у Фискалној стратегији, посебно оне које се односе на средњорочни раст привредне активности, кретање курса динара и путању јавног дуга. Прогнозирани спорији раст учешћа јавног дуга у Фискалној стратегији у односу на пројекције Фискалног савета је последица и вероватно нереалне претпоставке да ће динар у наредне три године реално да јача у односу на евро (наиме, Министарство финансија планира просечан курс у 2015. од 120 динара у односу на евро, а у 2016. и 2017. од 121,5 и 123 динара за евро). Фискални савет сматра да је прогнозирана стопа реалног раста БДП-а од 1,5% у 2016. највероватније недостижна, а да би уместо тога раст привреде у 2016. могао бити 0%. Приватна и државна потрошња у Србији су још увек превелике у односу на тренутну развијеност домаће привреде, па ће се њихово учешће у БДП-у у средњем року смањивати. Због тога једини простор за солидан и одржив раст у средњем року привреда Србије има у релативно снажном повећању нето извоза и инвестиција. Фискална стратегија предвиђа знатан раст инвестиција у 2016. и 2017. години од по 5,5% и раст извоза од 5% и 6,5% (уз нижи раст увоза). Повећања јавних инвестиција је једна од ретких мера којом држава може битије да утиче на кретање привредне активности, што би сада било посебно значајно, јер се Србија налази у рецесији. Према Фискалном савету да би се зауставио раст учешћа јавног дуга у БДП-у фискални дефицит би

<sup>19</sup> Фискални савет, „Мишљење на нацрт фискалне стратегије за 2015. годину са пројекцијама за 2016. и 2017. годину”, Београд, 30. јануар 2015.

морао да се обори на ниво нижи од 3% БДП-а, а Фискалном стратегијом предвиђено је, истина, значајно смањење дефицита опште државе, на 3,8% БДП до 2017, уз стабилизацију нивоа јавног дуга и преокретање његовог тренда (78,7% БДП у 2017.). Међутим, у Фискалном савету (2015) сматрају да је то реално тек у 2018, и то са нивоом дуга од 83% БДП. Ипак, резултати у првом кварталу 2015. охрабрују и указују да свођење дефицита у оквиру циљане Фискалном стратегијом можда није немогућа мисија, посебно имајући у виду да би фискални дефицит већ 2015. могао пасти на око 5% БДП-а. Дакле, у сладу са Фискалним саветом (2015) потребно је и у 2018. наставити смањивање фискалног дефицита за око 1 п.п. БДП-а (нпр. у 2017. је планирано умањење дефицита од 0,9 п.п. БДП-а, а да би се то и постигло предвиђено је да те године на снази буде замрзавање пензија и плата, уз инфлацију од 4%, и отпуштање 5% запослених у буџетском сектору). Велики ризик да раст јавног дуга у средњем року буде и већи је и због јачања долара који чини скоро трећину јавног дуга Србије. Експанзиван раст јавног дуга последица је високих дефицита након 2008, посебно после 2009. Генерално, Фискалном стратегијом планиране су мере фискалне консолидације којима би се трајно умањили годишњи државни расходи за око 1,7 милијарди евра. Мерама фискалне консолидације дефицит државе требало би да се смањи са око 6,6% БДП-а 2014. на 3,8% БДП-а у 2017. То, међутим, претпоставља знатно веће уштеде у средњем року од 3 п.п. БДП-а (1 млрд евра) на које оволико умањење дефицита на први поглед указује. До 2017. ће, због неминовног раста јавног дуга, државна издвајања за камате да порасту за преко 1 п.п. БДП-а (са 3% БДП 2014. на преко 4% БДП-а у 2017.). Расходи за јавне инвестиције мораће, такође, да порасту за 0,5-1 п.п. БДП-а, јер су тренутно неодрживо ниски, а због ребалансирања привреде (смањење потрошње уз раст инвестиција и нето извоза) смањиће се учешће прихода од ПДВ-а у БДП-у за приближно 0,5 п.п. Други стуб на ком почива фискална консолидација је довођење у ред јавних и државних предузећа. Фискалном стратегијом је планирано да држава од 2015. више не покрива губитке јавних и државних предузећа издавањем нових гаранција на њихово задуживање. Најризичније мере фискалне консолидације су смањење броја запослених без припремљеног плана и решавање проблема јавних предузећа у кратком року. Петрохемијски комплекс би могао да „преживи“ уз приватизацију и инвестиције за које држава нема средстава, а тренутно нестабилно стање у енергетском сектору у свету не указује на могућност доласка неког од озбиљних страних инвеститора. Одустајање од циљева фискалне консолидације несумњиво води у кризу јавног дуга, па је једина алтернатива да се у том случају одмах усвоје нове мере које би надокнадиле потенцијални

мањак уштеда у односу на план. Почетком 2015. Влада Србије припрема акциони програм за предузећа у реструктурирању којим се предвиђа да предузећа која немају шансу буду затворена, а за она друга да се прикупљају понуде. Реорганизацијом државе и стратешким смањењем броја запослених треба да се постигну два ефекта: један је ефекат смањења трошкова, а други ефекат шаље сигнале да није држава та која диктира темпо, већ то треба да ради приватни сектор. За консолидацију финансија битне уштеде остварити укидањем субвенција и гаранција јавним предузећима и рационализацијом њиховог пословања, као и решењем питања предузећа у реструктурирању и сузбијањем избегавања пореза. У случају ЕПС-а и Железница Србије влада ће користити структурне кредите који ће подржавати суштинску реформу ових јавних предузећа од корпоративизације, до смањења администрације, побољшања перформанси и побољшања финансијске структуре.<sup>20</sup> Проблем који може да угрози успешно спровођење фискалне консолидације је рецесија у којој се привреда Србије налазила током 2014. и која ће се продужити на 2015, а могуће и на 2016. Стога је важно, упоредо с мерама штедње, активирати и антирецесионе мере, а најбоља од свих антирецесионих мера којима држава располаже је повећање обима и ефикасности јавних инвестиција. Фискално прилагођавање које подразумева смањење текућих и повећање капиталних буџетских расхода препоручује и ММФ, због чега би овакав приступ морао да буде прихваћен у склопу новог аранжмана Србије са ММФ-ом. Економском реструктурирању српске привреде требало би да допринесе смањење нерационалне јавне потрошње и промена модела финансирања инвестиција чиме би се подстакло привредни раст и запошљавање. У томе кључну улогу има фискална политика, активније привлачење страних инвестиција, спречавање одлива девиза сивим каналима, дестимулисање непотребног увоза, подстицање предузећа да супституишу увоз и јачају извозну понуду, те повољнији пословни амбијент. Експанзивну фискалну политику требало би да замени рестриктивна, са одговарајућим ефектима већ у 2015. У наредне три године фискална политика ће се заснивати на спровођењу мера за смањење расхода, борби против сиве економије и подизању ефикасности наплате јавних прихода као и планираним реформама у домену јавног сектора, посебно јавних предузећа. Подршку фискалној политици требало би да пружи и то што је у претходном периоду усвојен је већи број реформских закона међу којима су најзначајнији Закон о изменама и допунама Закона о раду, Закон о приватизацији, Закон о изменама и допунама Закона о стечају, Закон о изменама

<sup>20</sup> Фискални савет, „Јавне инвестиције у Србији: подстицај раста у фискалној консолидацији”, Београд, 30. јануар 2015.

и допунама Закона о планирању и изградњи, Закон о изменама и допунама Закона о пензијском и инвалидском осигурању.

### Макроекономске пројекције ММФ-а за Србију

Пројекције ММФ-а из 2015. године за Србију указују да ће у наредним годинама бити постигнут скроман напредак у расту робног извоза, удела инвестиција у БДП-у те смањењу платнобилансног дефицит. Пројекције раста у 2016. и 2017. су 1,5% и 2%. Кумулативан пораст износи 15,3% у другом делу друге деценије XXI века. Бруто јавни дуг ће 2019. достићи 3849 милијарди динара (74,6% БДП-а).

Табела 1. Макроекономске пројекције ММФ-а за Србију 2015-2020.

		2015	2016	2017	2018	2019	2020
БДП	годишњи раст	-0,5	1,5	2,0	3,5	3,5	4,0
БДП, текуће цене	долари, милијарде	40,665	43,254	45,854	49,404	53,140	57,191
БДП, текуће цене	долари, <i>per capita</i>	5 676	6 037	6 400	6 896	7 417	7 982
БДП по куповној моћи	Интернационални долари, милијарде	95,859	98,754	102,802	108,687	114,733	121,680
БДП по куповној моћи	Интернац. долари, пц	13 380	13 784	14 349	15 171	16 014	16 984
Укупне инвестиције	% БДП	18,4	18,9	19,4	19,7	20,1	20,4
Штедња	% БДП	13,6	14,2	15,0	15,4	16,1	16,7
Инфлација	на крају године, %	4,2	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0
Робни увоз	%, раст	-1,5	2,9	4,6	6,8	7,1	7,4
Робни извоз	%, раст	3,1	4,9	6,5	7,7	7,9	7,6
Незапосленост	% радне снаге	20,7	21,9	22,3	21,9	21,4	20,9
Јавни приходи	% БДП	38,7	37,7	36,9	36,7	36,6	36,6
Јавни расходи	% БДП	44,4	42,3	40,6	39,9	39,7	39,2
Нето јавни дуг	% БДП	72,7	74,6	74,5	72,9	71,3	69,0
Бруто јавни дуг	% БДП	76,3	78,3	78,0	76,2	74,6	72,1
Текући рачун платног биланса	милијарди долара	-1,926	-2,013	-2,032	-2,135	-2,098	-2,122
Текући рачун платног биланса	% БДП	-4,7	-4,6	-4,4	-4,3	-3,9	-3,7

ИМФ, 2015. Online база података.

Према процени Светске банке из 2015. године, Србија ће бити једина земља југоисточне Европе која ће у 2015. имати пад БДП-а и он ће износити 0,5%. Србија ће остати у рецесији због слабе домаће тражње и тешке фискалне консолидације.<sup>21</sup> Европска банка за обнову и развој предвиђа, пак, да ће Србија остварити раст БДП-а у 2015. ЕБРД (2015) сматра да ће се економске тешкоће Србије из 2014, као последица поплава, вероватно наставити, али се ипак предвиђа раст БДП-а од 0,5%. ЕБРД оцењује да ће нови програм Међународног монетарног фонда помоћи да се у Србију врате фискална дисциплина и поверење инвеститора. Међутим, аранжман са ММФ-ом пратиће мере штедње које ће деловати депрецирајуће на домаћу тражњу на кратак рок.<sup>22</sup>

## ИЗВОРИ

- “The Economist Intelligence Unit Limited”, *Global Forecasting Service*, April 2015. EIU, 2015, Интернет: [file:///C:/Users/pc2012/Downloads/GSJXAB00\\_20150318.pdf](file:///C:/Users/pc2012/Downloads/GSJXAB00_20150318.pdf)
- “US and eurozone growth rates seem to converge”, *Financial Times*, April 12, 2015, Интернет: <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/62f9570a-debe-11e4-8a01-00144feab7de.html#axzz3XU9nNk00>
- “European economy guide: Taking Europe’s pulse”, *The Economist*, April 14, 2015, Интернет: <http://www.economist.com/blogs/graphicdetail/2015/04/european-economy-guide>
- “Global Growth Revised Down, Despite Cheaper Oil, Faster U.S. Growth”, World Economic Outlook Update, *IMF Survey*, January 20, 2015. Интернет: [imf.org/external/mmedia/view.aspx?vid=3999556076001](http://imf.org/external/mmedia/view.aspx?vid=3999556076001).
- “South East Europe: Economic Recovery in Some, but Not All Countries, Says World Bank”, World Bank, January 20, 2015, Интернет: <http://www.worldbank.org/en/news/press-release/2015/01/20/south-east-europe-economic-recovery-in-some-but-not-all-countries-says-world-bank>
- Blagrave, Patrick, Furceri, Davide, “Lower Potential Growth: A New Reality”, Weo Analytical Chapter, *IMF Research Department*, April 7, 2015, Интернет: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/survey/so/2015/NEW040715A.htm>

<sup>21</sup> World Bank, South East Europe: Economic Recovery in Some, but Not All Countries, Says World Bank (January 20, 2015). Интернет: <http://www.worldbank.org/en/news/press-release/2015/01/20/south-east-europe-economic-recovery-in-some-but-not-all-countries-says-world-bank>.

<sup>22</sup> Интернет: <http://www.ebrd.com/where-we-are/serbia/overview.html>

- Davies, Gavyn, "Global growth report card: world slowdown causes concern" *Financial Times*, April 05, 2015. Интернет: <http://blogs.ft.com/gavyndavies/2015/04/05/global-growth-report-card-world-slowdown-causes-concern/>
- Ip, Greg, "At Last, Eurozone Gets Growth in Gear", *WSJ*, April 22, 2015. Интернет: <http://www.wsj.com/articles/at-last-eurozone-gets-growth-in-gear-1429723674>
- McGeever, Jamie, "Stocks gain momentum, Europe at seven-year high", *Reuters*, April 9, 2015, Интернет: <http://www.reuters.com/article/2015/04/09/us-markets-global-idUSKBN0N001520150409>
- Roubini, Nouriel, "Signs of Life in the Eurozone", *Project-syndicate*, March 31, 2015, Интернет: [www.project-syndicate.org/commentary/eurozone-fragile-recovery-by-nouriel-roubini-2015-03#1Fobel1twJ34xWmu1.99](http://www.project-syndicate.org/commentary/eurozone-fragile-recovery-by-nouriel-roubini-2015-03#1Fobel1twJ34xWmu1.99)
- Tadeo, Maria, "Euro Area Ends Flirt With Deflation as ECB Pumps Billions in QE", *Bloomberg*, April 30, 2015, Интернет: <http://www.bloomberg.com/news/articles/2015-04-30/euro-area-ends-flirt-with-deflation-as-ecb-pumps-billions-in-qe>
- Williams, Anthony, "Oil-driven Russia downturn adds to weakness in EBRD economies" (19 Jan 2015). EBRD, 2014, Интернет: <http://www.ebrd.com/news/2015/oildriven-russia-downturn-adds-to-weakness-in-ebrd-economies.html>
- Влада Републике Србије, "Фискална стратегија за 2015. годину са пројекцијама за 2016. и 2017. годину", Министарство финансија РС, Интернет: [http://www.mfin.gov.rs/UserFiles/File/dokumenti/2015/Fiskalna%20strategija%202015-2017\(1\).pdf](http://www.mfin.gov.rs/UserFiles/File/dokumenti/2015/Fiskalna%20strategija%202015-2017(1).pdf)
- Интернет: [http://www.fiskalnisavet.rs/images/izvestaji/fiskalna\\_kretanja\\_decembar\\_2014.pdf](http://www.fiskalnisavet.rs/images/izvestaji/fiskalna_kretanja_decembar_2014.pdf)
- Квартални монитор, бр. 39. ФРЕН & Економски факултет, Београд, 2015.
- МАТ, Економски институт Београд & ПКС, бр 242, март 2015.
- Министарство финансија РС, 2015. Макроекономски и фискални подаци, 30. јануар 2015, Интернет: <http://www.mfin.gov.rs/pages/article.php?id=7161>
- Фискални савет, "Јавне инвестиције у Србији: подстицај раста у фискалној консолидацији", Београд, 30. јануар 2015.
- Фискални савет, "Фискална кретања у децембру 2014. године", 6. II 2015.
- Фискални савет, „Мишљење на нацрт фискалне стратегије за 2015. годину са пројекцијама за 2016. и 2017. годину“, Београд, 30. јануар 2015.