

Бојан Марковић
Вицегувернер НБС

Говор одржан на XVII интернационалном научном скупу на тему Стратегијски менаџмент и превазилажење економско-финансијске кризе

Палић, 20. април 2012.

Даме и господо,

Пре него што одговорим на питање коју стратегију, по мом мишљењу, Србија треба да примени на путу изласка привреде из економско-финансијске кризе, желео бих да још једном поновим поруку коју је Народна банка Србије у више наврата давала током последњих неколико година – боље је имати низак али одржив економски раст, него висок и неодржив раст.

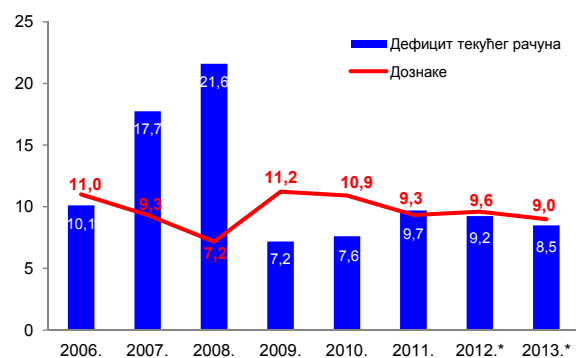
У деценији пре кризе привредним растом у Србији покушали смо да надокнадимо велики пад привредне активности из деведесетих година. Од 2001. до 2008. године остварена је релативно висока просечна годишња стопа раста БДП-а од 5,4%. Међутим, висок привредни раст својом структуром није обезбеђивао претпоставке за стабилан и одржив будући развој, јер се превише ослањао на потрошњу уз брз развој сектора услуга, док је производња разменљивих добара, поготово у сектору индустрије и пољопривреде, расла много спорије. С обзиром на то да се већина фискалних прихода заснива на приходима који су повезани с већом потрошњом – попут ПДВ-а или увозних царина – то је обезбеђивало привидну и привремену фискалну равнотежу. Овакви извори раста били су и политички популарни, зато што је раст потрошње остављао утисак трајног раста животног стандарда становништва. Међутим, бржи раст потрошње од производње довео је до раста спољнотрговинског дефицита, што је у 2008. години кулминирало рекордно високим дефицитом текућег рачуна, који је прешао 20% БДП-а. Крхка равнотежа је одржавана приватизационим приходима и прекограничним задуживањем приватног сектора, што није могло дуго да траје.

Долазак светске економске кризе смањио је могућност привлачења страног капитала и само убрзао спознају да наставак привредног раста вођеног потрошњом није одржив. Постало је јасно да Србија мора да се окрене другачијем, одрживом моделу раста. Тај модел раста треба да, преусмеравањем привреде са увоза и потрошње ка извозу и инвестицијама, отклони екстерну неравнотежу, која је један од два кључна фактора макроекономске равнотеже за стране инвеститоре, економске аналитичаре и агенције за кредитни рејтинг.

Екстерна равнотежа

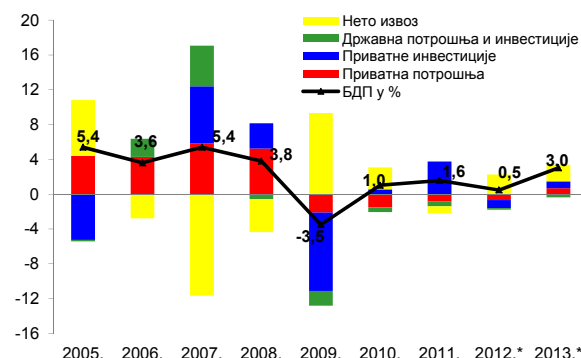
Већ од 2009. године дефицит текућег рачуна нагло је коригован. Након рекордног нивоа од 21,6% БДП-а у 2008. години, овај показатељ се поправио на 7,2% БДП-а у 2009. и 7,6% у 2010. Да би се дефицит текућег рачуна толико смањио, било је неопходно да се повећају нето извоз и инвестиције и да се смањи реална потрошња. И заиста, највећи позитиван допринос расту БДП-а у 2009. и 2010. пружио је нето извоз са 9,3 п.п. и 2,5 п.п, респективно, док је у 2011. допринос инвестиција био 3,5 п.п. Истовремено, реална потрошња је опала, и то, према проценама Народне банке Србије, за 3,4% у 2009. и за 1,8% у 2010. години. Пад реалне потрошње био је болан за становништво, али и неопходан за постизање одрживог привредног раста Србије, а једна од кључних мера за смањење потрошње је била замрзавање номиналних зарада запослених у јавном сектору и пензија у 2009. и 2010. години. Да подсетим, неке земље, попут Румуније или балтичких земаља, своје прилагођавање морале су да заснују не на замрзавању, него на значајном смањењу номиналних зарада. Смањењу потрошње код нас допринела је и флексибилност девизног курса, која је, преко номиналне депрецијације и раста цена увозних добара, смањила реалне зараде и друге дохотке.

Графикон 1. Дефицит текућег рачуна
(у % БДП-а)



* Процена НБС.

Графикон 2. Компоненте БДП-а
(у п. п.)



* Процена НБС.

Да ли је сваки пораст дефицита текућег рачуна лош сигнал? Не нужно. Привремени пораст дефицита текућег рачуна је пожељан уколико је узрокован привременим растом увоза опреме и репроматеријала ради повећања инвестиција у извозно оријентисане секторе. Овакав „добар“ дефицит на средњи рок обезбеђује раст продуктивности, производње и извоза, повољно утиче на инвестициону климу и омогућава стабилан доток страних директних инвестиција, за разлику од „лошег“ дефицита вођеног потрошњом. Тако је на пример дефицит текућег рачуна у Србији у 2011. порастао на 9,7% БДП-а, али у највећој мери као последица раста инвестиција у извозно оријентисане гране, на шта указује висок раст увоза опреме од 48% у 2011. години. Завршетак инвестиционог циклуса и очекивани раст извоза, према процени Народне банке Србије, већ од 2012. године резултираће смањењем учешћа дефицита текућег рачуна у БДП-у.

У пракси, постоје три главна механизма за отклањање дефицита текућег рачуна:

1. Структурне промене које стимулишу секторе разменљивих добара више од сектора услуга;
2. Мере фискалне политике у домену прихода или расхода, које стимулишу производњу и штедњу, а дестимулишу потрошњу;
3. Депрецијација динара.

Структурне промене усмерене на унапређење пословног окружења у коме послују извозно оријентисани и увозно супститутивни сектори, најбољи су начин да се у средњем року појача продуктивност и конкурентност производње у Србији и постепено отклони дефицит текућег рачуна. Фискална политика може доста да помогне на страни фискалних прихода кроз пореску рекомпозицију која стимулише производњу, а дестимулише потрошњу – попут раста ПДВ-а уз истовремено смањивање пореза на зараде. На страни фискалних расхода, фискална политика може да допринесе смањењу дефицита текућег рачуна на средњи рок преусмеравањем буџета од трансфера и потрошње ка стимулисању инвестиција, које треба да допринесу развоју извозно оријентисаних и увозно супститутивних сектора.

Што су ова два механизма ефикаснија и више коришћена, мање ће бити потребе за прилагођавањем путем депрецијације динара. Штавише, сигуран сам да би ефикасне структурне промене, уз додатну помоћ фискалне политике, могле да буду сасвим довољне да у потпуности отклоне наш дефицит текућег рачуна без икаквог средњорочног прилагођавања девизног курса.

Фискална равнотежа

Док је композиција фискалних прихода и расхода потентан механизам за отклањање екстерне неравнотеже у Србији, равнотежа фискалних прихода и расхода је други кључан фактор у процени кредитног рејтинга и премије ризика Србије. Штавише, фискални проблеми неких земаља еврозоне који су допринели другом таласу кризе подигли су значај фискалне равнотеже и висине јавног дуга за процену макроекономске одрживости појединих економија.

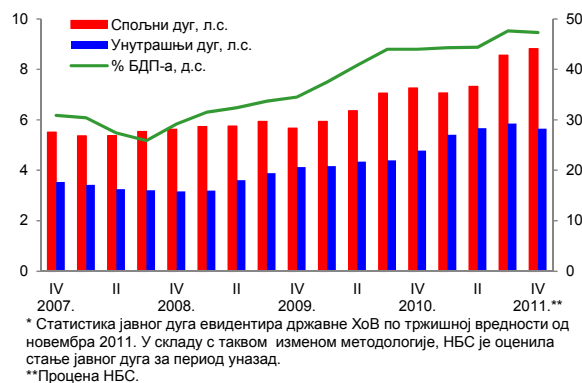
Иако је у Србији учешће јавног дуга у БДП-у ниже него у многим другим европским земљама, оно је достигло прудентну границу од 45% постављену фискалним правилом у Закону о буџетском систему, уводећи потребу за валидном фискалном консолидацијом. У кратком року фискална консолидација може да изазове пад тражње, али су користи од ње у средњем року по економску активност и привредни раст бројне. Висок фискални дефицит и растући јавни дуг повећавају ризик земље, чиме поскупљују задуживање српске државе, привреде, банака и становништва, али и

смањују прилив иностраног капитала. Заједно узето у обзир, то резултира нижим привредним растом и нижим стандардом становништва у средњем и дужем року.

Графикон 3. **Фискални приходи, расходи и дефицит**
(у % БДП-а)



Графикон 4. **Јавни дуг***
(у млрд EUR)



Фискални или монетарни стимуланс

Фискална консолидација и одговорна фискална политика отвориле би и већи простор за контрациклично деловање монетарне политике, тј. њену могућност да нижим реалним каматним стопама подржи опоравак привреде и допринесе бржем изласку привреде из кризе.

За разлику од првог таласа кризе, када су многе земље, па и Србија, експанзивном фискалном политиком давале стимуланс привредној активности, ослањање на фискалну експанзију у овој фази кризе је ризично, с обзиром на ограничени простор за њено финансирање и чињеницу да су страни инвеститори, агенције за процену кредитног рејтинга и међународне финансијске институције попут ММФ-а посебно осетљиви на високе дефиците и растући ниво јавног дуга. Не треба заборавити ни чињеницу да је могућност коришћења фискалног стимуланса иначе мала у земљама које карактерише висок ниво спољног дуга, будући да повећање јавне потрошње доводи до даљег повећања спољног дуга и поскупљује задуживање. Спољни дуг Србије је већ сада релативно висок – готово 80% БДП-а и даљи раст фискалног дефицита би га само повећао.

У таквим условима, вероватно је опортунитије консолидовати фискалну политику и тиме отворити простор за ефикасније деловање монетарне политике у изласку из економско-финансијске кризе.

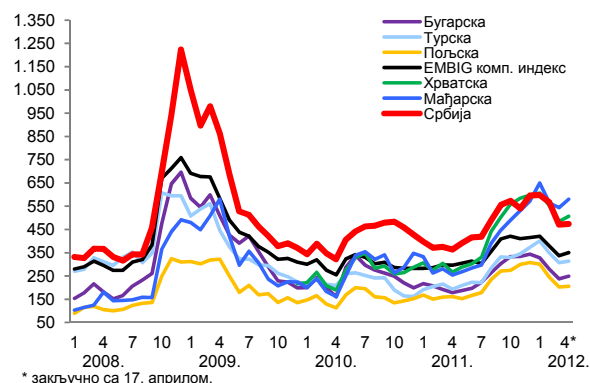
Дозволите да још једном нагласим – фискална и екстерна равнотежа су често међусобно условљене, а заједно представљају и кључне факторе у процени макроекономске одрживости и премије ризика било које земље. Зато свака валидна стратегија опоравка, тј. изласка из економско-финансијске кризе, мора да узме у

обзир и ефекат таквог раста на екстерни и фискални биланс земље. Само је раст који води постизању и одржању екстерне и фискалне равнотеже у средњем и дугом року уједно и одржив раст. Само тако вођен раст доведиће до трајног смањења премије ризика Србије и тиме јефтинијих кредита за српску државу, привреду, банке и становништво. Зато је боље имати низак али одржив економски раст, него висок и неодржив раст.

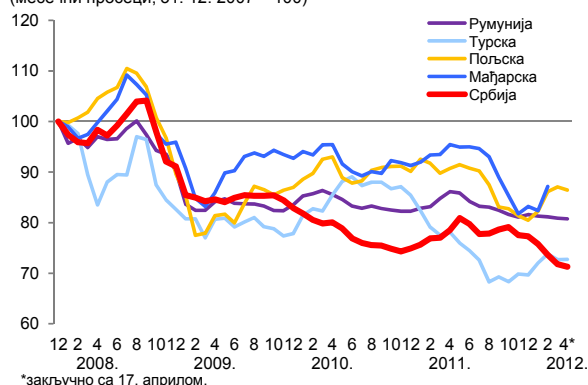
Да Србија треба да истраје на инвестиционо и извозно оријентисаном моделу привредног раста и да кључну улогу у његовом остваривању имају структурне реформе и фискална консолидација, сугерисала је и агенција Стандард енд Пурс, која је у свом званичном обраћању у марту 2011, када је побољшан кредитни рејтинг Србије са ББ- на ББ, истакла следеће:

„Повећање кредитног рејтинга Србије одражава наше мишљење о значајном побољшању примене економске политике, као и новом замаху када је реч о фискалној консолидацији, структурним реформама и економском ребалансу.”

Графикон 5. Показатељ премије ризика – EMBI по земљама
(месечни просеци, у базним поенима)



Графикон 6. Кретање курсева одређених националних валута према евр^{*}
(месечни просеци, 31. 12. 2007 = 100)



Са своје стране, Народна банка Србије наставиће да делује с циљем стабилизовања инфлације на ниском нивоу и одржавања здравог финансијског система, што представља, у то сам чврсто уверен, најбољи начин да се привреди помогне у постојећим околностима и допринесе креирању повољног амбијента за пословање и инвестиције. Што фискална консолидација и структурне промене буду ефикасније, то ће остваривање циљева Народне банке Србије бити могуће уз мању рестриктивност монетарне политике.