

IZVEŠTAJ MISIJE MEĐUNARODNOG MONETARNOG FONDA
koja je boravila u Republici Srbiji u periodu od 17. do 24. septembra 2008. godine

Opšte informacije

1. Privredni rast je snažan, inflacija je počela da se smanjuje nakon veoma visokog nivoa, a političke neizvesnosti su se smanjile. **Ukupna ekonomska kretanja, međutim, ukazuju da srpska privreda i dalje ne može da postigne snažan rast i nisku inflaciju a da istovremeno zadrži deficit tekućeg računa platnog bilansa na održivom nivou.**

- Očekujemo da će se nastaviti snažan rast *realnog BDP-a* po stopi od 6–7% tokom 2008–09. Takav rast, međutim, suviše zavisi od sektora nerazmenjivih dobara (bankarstvo, kupovina, komunikacije). Rast izvoza, s druge strane, ne prati rast uvoza. Postoje takođe mnogi spoljni rizici po privredni rast u vidu prenosa efekata globalne finansijske krize, koji bi mogli da dovedu do porasta troškova inostranog kreditiranja i smanjenja spoljne tražnje.
- U okviru režima implicitnog targetiranja inflacije koji sprovodi NBS, **inflacija merena indeksom cena na malo**, isključujući cene hrane i energenata, znatno se smanjila. Međutim, kao i u ostalim zemljama u regionu, cene hrane i energenata su zabeležile veliko povećanje tokom prošle godine, zbog čega je ukupna inflacija dostigla dvocifren nivo. Dobra poljoprivredna godina (2008) i smanjenje cena energenata na svetskom tržištu su, međutim, doveli do slabljenja tih pritisaka. Iako je verovatno da će se inflacija dalje smanjiti, nastavak procesa dezinflacije treba uzeti s rezervom: inflatorna očekivanja su visoka; nema dovoljno konkurencije koja bi dovela do preliivanja nižih troškova inputa na potrošačke cene; a nastavak nedovoljno čvrste fiskalne politike bi ponovo mogao podstaknuti rast inflacije.
- Iako privredni rast i kretanje inflacije daju osnova za oprezan optimizam, cena njihovog postizanja je neodrživ **deficit tekućeg računa platnog bilansa**. Taj deficit predstavlja razliku između onoga što građani Srbije troše na robu i usluge (oko 3,400 milijardi dinara u 2008) i onoga što zarade (oko 2,900 milijardi dinara). Na osnovu toga smo procenili da će ukupna potrošnja u 2008. biti veća od ukupnog dohotka za oko 500 milijardi dinara (ili 18¼ procenata BDP-a). Prekomerna potrošnja je za sada dobro pokrivena prilivima kapitala, ali spoljni dug privatnog sektora se povećao, utičući na jačanje rizika od neuravnoteženog platnog bilansa, a naročito u okruženju u kome se globalni finansijski uslovi pogoršavaju.

2. **Čini se da se iza uočenih makroekonomskih neravnoteža kriju tri međusobno povezane karakteristike srpske privrede.** Prvo, na **ponudu** je negativno uticao kasni početak tranzicije, sporo odvijanje i nedoslednost u procesu privatizacije i nepovoljna investiciona klima. Drugo, uprkos visokoj nezaposlenosti, *isplate zarada* su previsoke u

odnosu na ciljanu inflaciju i rast produktivnosti, što nepovoljno utiče na eksternu troškovnu konkurentnost preduzeća. I treće, veliki **javni sektor** ima tendenciju da troši i preraspoređuje sredstva umesto da ih investira u budućnost zemlje. Neto rezultat su male uštede i privreda s visokim jediničnim troškovima rada, koja je, čini se, u stanju da ostvari snažan potreban rast i nisku inflaciju jedino po cenu gomilanja rizika u pogledu eksterne stabilnosti. Da je srpska ekonomija zatvorena, vrlo je verovatno da bi njen rast bio spor, a inflacija visoka.

3. **Srpska ekonomija je, međutim, otvorena, i visoki prilivi kapitala su, bar do sada, uspevali da značajno ublaže makroekonomske neravnoteže.** Prilivi kapitala su omogućili glatko premošćavanje brzorastućeg jaza između potrošnje i dohotka, smanjujući prevelike pritiske na strani tražnje, koji bi u suprotnom podstakli rast inflacije. Ali ono što zabrinjava jeste činjenica da rastući spoljni deficit nije rezultat ekspanzije investicija u privatnom sektoru – koje bi se vremenom isplatile kroz bolju ponudu i rast izvoza – već posledica visokog nivoa potrošnje.

4. **Ono što dodatno doprinosi makroekonomskim neravnotežama prisutnim u Srbiji jeste i činjenica da je fiskalna politika od 2006. procikličnog karaktera.** Nakon što je zabeležen fiskalni suficit u 2005. godini, u 2006. i 2007. je ostvaren deficit u sektoru javnih finansija. U poređenju s drugim zemljama, fiskalni deficiti od 2% BDP-a možda i ne izgledaju visoko, a bili su i finansirani najvećim delom iz privatizacionih prihoda. Međutim, nagli zaokret u pogledu fiskalne politike bio je problematičan iz najmanje tri razloga. Prvo, do takvog zaokreta je došlo u vreme kada je potrošnja privatnog sektora već nadmašila njegov dohodak, i on je direktno uticao na povećanje spoljnih deficita Srbije. Drugo, ako pogledamo malo dalje u budućnost, jednom kada se jaz između potrošnje i dohotka vrati na održiv nivo — npr. u uslovima naglog usporavanja ekonomskog rasta — Vlada će biti prisiljena da poveća poreze ili da smanji potrošnju kako bi obuzdala rast deficita. Neke zemlje u tranziciji koje su vodile daleko oprezniju fiskalnu politiku u uslovima visokog spoljnog deficita zapravo su ostvarivale fiskalni suficit. Treće, prelazak na fiskalni deficit je javnosti poslao signal da se lobiranje za veću državnu potrošnju i preraspodelu sredstava i te kako isplati.

Kako dalje?

5. **Opšti ekonomski ciljevi nove Vlade ukazuju na njenu rešenost da istovremeno postigne snažan ekonomski rast, nisku inflaciju i spoljnu stabilnost.** Ti ciljevi obuhvataju održavanje prosečne stope rasta BDP-a od 7% u periodu od 2009. do 2012. kroz povećanje zaposlenosti i produktivnosti; smanjenje inflacije na oko 4% do 2012. godine; i smanjenje deficita tekućeg računa platnog bilansa ispod 10% BDP-a u srednjem roku.

6. Da bi postigla te ciljeve, novoj Vladi je potrebna sveobuhvatna, koherentna i kredibilna strategija za sprovođenje ekonomskih reformi koje bi se usmerile na rešavanje samih uzroka makroekonomskih tenzija u Srbiji.

Restrukturiranje privrede

7. **Privatizacija, restrukturiranje preduzeća, kao i smanjenje troškova i rizika poslovanja, i dalje su od ključnog značaja za jačanje ponude srpske ekonomije.** Glavni elementi strategije Vlade za sprovođenje strukturnih reformi obećavaju: (i) dublju integraciju sa Evropskom unijom i zemljama regiona u cilju razvoja trgovine i privlačenja stranih direktnih investicija; (ii) privatizaciju i restrukturiranje preduzeća u cilju povećanja još uvek relativno malog udela preduzeća u srpskoj ekonomiji koja reaguju na tržišne podsticaje i opstaju u uslovima velikih finansijskih ograničenja; i (iii) smanjenje regulatornog tereta. S tog stanovišta, dobrodošli su i planovi za unapređenje i razvoj javne infrastrukture.

8. **Međutim, iskustva drugih zemalja u regionu, kao i dosadašnje iskustvo Srbije, pokazuju da sprovođenje strukturnih reformi neće biti nimalo lak zadatak.** Efekti promenljivih političkih okolnosti, prisustva interesnih grupa i ograničeni administrativni kapaciteti mogli bi znatno otežati proces reformi. Jasan vremenski raspored sprovođenja reformi, otvorenost i transparentnost biće od ključne važnosti za ostvarivanje napretka u oblasti privatizacije i restrukturiranja preduzeća.

Fiskalna politika

9. **Fiskalna politika bi trebalo da bude usmerena na ostvarivanje makroekonomske stabilnosti i podsticanje održivog rasta.** Delujući u koordinaciji s monetarnom politikom, fiskalna politika bi trebalo da bude jedan od faktora stabilizacije privrede. Međutim, da bi taj cilj bio ostvaren, neophodno je izbeći vođenje prociklične politike prisutne tokom poslednje dve godine. Postoji i potreba za smanjenjem opterećenja koja Vlada nameće privredi vodeći računa da budu podmirene potrebe socijalne zaštite stanovništva. Za ostvarenje ovog cilja biće potrebno znatno smanjenje nivoa tekuće potrošnje (njenog udela u BDP-u), unapređenje efikasnosti potrošnje i povećano investiranje u budućnost Srbije.

10. **Najavljene namere nove Vlade u pogledu fiskalne politike su, bez sumnje, pravilno usmerene,** budući da je cilj Vlade da do 2010. godine bude ostvaren suficit konsolidovanog budžeta, i to uglavnom kroz smanjenje tekuće potrošnje.

11. **Rebalans budžeta za 2008. godinu bio je prva prilika za izgradnju fiskalnog kredibiliteta – ali je nova Vlada tu priliku, po svemu sudeći, propustila.** Rebalans budžeta za 2008. godinu će verovatno predviđati fiskalni deficit od 3 procenta BDP-a, čime će se nastaviti serija procikličnih budžeta iz prethodne dve godine. Glavni razlog za to jeste činjenica da je, uz redovno indeksiranje penzija, predviđeno i veoma skupo povećanje opšteg nivoa penzija za 10 procenata. U isto vreme, smatramo da će činjenica da je odobreni kapitalni deo budžeta izvršen na znatno nižem nivou od predviđenog – kao što je to bio slučaj i u 2007. godini – rezultirati ograničenjem gotovinskog deficita za 2008. godinu na oko 2 procenta BDP-a.

12. **Kada je u pitanju budžet za 2009. godinu, svesni smo da Vlada razmatra mogućnost sprovođenja nekoliko inicijativa koje bi mogle doprineti rastu fiskalnog deficita.** Te inicijative uključuju: (i) povećanje prosečne penzije na nivo od 70 procenata prosečne neto zarade; (ii) povećanje javnih ulaganja u odabrane projekte u okviru drumskog i železničkog saobraćaja; i (iii) smanjenje niza poreza i uvođenje fiskalnih olakšica pri investiranju. Prema našoj proceni, potpuna realizacija ovih obećanja mogla bi dodati do 5% BDP-a fiskalnom deficitu u 2009. godini. Neophodno je izmiriti i zaostala dugovanja fondu za puteve u iznosu od oko 1 procenta BDP-a. Biće neophodno doneti teške odluke u pogledu budžeta, jer se ova obećanja mogu uklopiti u okvire odgovorne fiskalne politike samo na uštrb već usvojenih programa potrošnje. Napominjemo i da bi, s daljim ograničenjem prihoda od privatizacije i potencijalno višim kamatnim stopama na novo zaduživanje Srbije, finansiranje visokih fiskalnih deficita moglo postati veoma skupo.

13. **Ono što izaziva još veću zabrinutost u pogledu uspešnosti buduće fiskalne politike jeste činjenica da različite interesne grupe podržavaju još nekoliko skupih fiskalnih predloga.** Ti predlozi se odnose na izuzetno visoko povećanje zarada zaposlenih u javnom sektoru; socijalna davanja ratnim veteranima; i povećanje naknada za porodiljsko odsustvo. Naša procena je da bi troškovi potpunog sprovođenja svih ovih inicijativa mogli da dostignu čak dodatnih 6½ procenata BDP-a u 2009. godini.

14. **U tom kontekstu, treba izbeći svako novo povećanje tekuće potrošnje ili smanjenje prihoda i preduzeti dodatne mere u cilju ograničenja tekuće potrošnje.** Imajući u vidu trenutne izgleda privrede Srbije, cilj nove Vlade trebalo bi da bude barem postizanje uravnoteženog konsolidovanog budžeta u 2009. godini, što bi pripremlilo put za ostvarenje suficita u 2010. godini i bilo u skladu s najavljenim namerama Vlade. Prema tome, ostvarivanje budžeta za 2009. godinu koji ima za cilj postizanje stabilnosti trebalo bi da uključi sledeće opšte mere: usklađivanje penzija s cenama prema važećem zakonu o penzijama, što bi omogućilo da se odnos prosečne penzije prema prosečnoj zaradi dovede na održiviji nivo; zamrzavanje realnih rashoda za zarade, ali i za robu i usluge; smanjenje subvencija za prevoz i poljoprivredu, kao i za finansijski sektor; i ograničavanje neto plasmana javnim preduzećima i javnim finansijskim institucijama. Ukoliko se pokaže da tekuća potrošnja ne može biti smanjena na nivo potreban za postizanje cilja u pogledu uravnoteženog budžeta, može se pristupiti smanjenju kapitalnog dela budžeta ili, kao poslednja opcija, povećanju indirektnih poreza. Kada je reč o periodu nakon 2009. godine, neophodno je hitno usvojiti plan reformi za uspostavljanje održivijeg penzijskog sistema.

Monetarna politika i finansijska stabilnost

15. **NBS i dalje treba da se koncentriše na smanjenje inflacije, u skladu s početnom fazom okvira za ciljanje inflacije.** Suočena s visokim rastom cena hrane i energenata koji je uticao i na mnoge druge zemlje, centralna banka je odlučno reagovala povećanjem restriktivnosti svoje monetarne politike. Nedavno smanjenje cena poljoprivrednih proizvoda i energenata, međutim, ukazuje na mogućnost znatnog ublažavanja direktnih inflatornih

pritisaka u narednom periodu. Međutim, kako se ističe u avgustovskom izdanju *Izveštaja o inflaciji* Narodne banke Srbije, rizici neostvarivanja ciljanih stopa inflacije za 2009. godinu nesumnjivo su povećani, posebno ukoliko se nastavi s vođenjem ekspanzivne fiskalne politike i politike zarada. Nadležne institucije bi trebalo da nastave da unapređuju okvir za ciljanje inflacije, i to kroz jačanje operativnih kapaciteta i nezavisnosti centralne banke, snažnu podršku Vlade i usvajanje stabilnog srednjoročnog fiskalnog okvira.

16. Iako trenutna kriza na globalnom finansijskom tržištu do sada nije imala veliki direktan uticaj na Srbiju, neophodno je budno pratiti rizike po finansijsku stabilnost. Naime, rast finansijskih marži u Srbiji ukazuje na pogoršanje okolnosti u međunarodnom okruženju, dok indirektni kreditni rizici koji proističu iz valutne neusklađenosti u privatnom sektoru nastavljaju svoj rast, a banke čiji je cilj da ostvare visok prihod i učešće na tržištu mogu i potceniti direktne kreditne rizike. U tako neizvesnim okolnostima, restriktivna makroprudencijalna politika centralne banke i visoke stope obavezne rezerve predstavljaju adekvatne mere koje omogućavaju zadržavanje neophodne zaštite od rizika, iako to pokreće sasvim opravdana pitanja vezana za disintermedijaciju i izbegavanje primene propisa.

* * * * *

Želeli bismo da zahvalimo nadležnim institucijama na visokoj spremnosti na saradnju s misijom, na konstruktivnim razgovorima i srdačnom gostoprimstvu.