

Srbija — Konsultacije po članu IV (Statuta MMF) u 2007. godini

Zaključna izjava Misije

6. novembar 2007.

Privreda Srbije i dalje beleži snažan rast dok je inflacija značajno smanjena. Međutim, makroekonomske neravnoteže se povećavaju. Rast je bio potpomognut prilivima sredstava iz inostranstva kao i ekspanzivnim politikama i merama. Prilivi su omogućili značajno akumuliranje deviznih rezervi, ali su istovremeno zakomplikovali upravljanje makroekonomskom politikom time što su pospešili kreditnu i domaću tražnju. Situacija je postala složenija zbog velikih povećanja zarada. A zbog pomešanih rezultata postignutih u okviru strukturnih reformi, tekući bilans plaćanja je pogoršan i konkurentnost je oslabljena.

Ovi trendovi zahtevaju značajno rebalansiranje politika uz brže strukturne reforme i čvršću fiskalnu politiku čime bi se ublažio teret koji nosi monetarna politika. Probleme treba rešavati u korenu: restrukturiranje preduzeća treba da se ubrza, rizici u finansijskom sektoru da se kontrolišu, porast zarada treba da bude ublažen, a fiskalna politika u značajnoj meri pooštrena. Konkretno, Srbija treba da se kreće u pravcu fiskalnih suficita sve dok efekti strukturnih reformi ne zažive. To bi smanjilo pritisak na monetarnu politiku, omogućilo da se inflacija stabilizuje na niskom nivou i da se vrati poverenje u dinar, a istovremeno bi stvorilo prostor za veću konkurentnost. Samo u takvim uslovima može da se obezbedi značajno smanjenje deficita na tekućem računu platnog bilansa i ponovno uspostavljanje spoljne stabilnosti i održivosti.

Privreda: manje ružičasta nego što izgleda na prvi pogled...

1. **Rast je snažan ali neuravnotežen —podstaknut je povećanjima plata, kredita i javne potrošnje.** Snažan privredni rast od oko 8 procenata u prvoj polovini 2007. godine je bio impresivan. Međutim, mada je to delimično dobrodošao rezultat strukturnih reformi i privatizacije u proteklih nekoliko godina, on je takodje odraz visoke domaće tražnje podstaknute velikim povećanjima plata, rastom kredita i ekspanzivne fiskalne politike u protekloj godini. Pored toga, potrošnja je daleko premašila ulaganje u proizvodnju. S' obzirom na to da će se deo tog kratkoročnog podsticaja istopiti, naša je projekcija da će se privredni rast usporiti u drugoj polovini godine - takođe i zbog letnje suše - i da će se posle dostizanja oko 7 procenata u 2007. godini usporiti na oko 6 procenata sledeće godine, dok se za nezaposlenost očekuje da i dalje bude na visokom nivou.

2. **Čvrsta monetarna politika je imala uspeha u održavanju niske inflacije, međutim, rast zarada nije shodno tome ublažen.** Inflacija je opala uprkos nedavnim udarima na strani ponude, porastu cena nafte i drugih cena pod kontrolom države. Bazna inflacija – targetirana od strane NBS - pala je sa 14 procenata u 2005. na 6 procenata u 2006. godini i očekuje se da u 2007. godini bude oko 4½ procenta. Ukupna inflacija je smanjena sa 18 procenata u 2005. godini na sadašnjih 8½ procenata. Istovremeno su realna povećanja zarada od 20 do 25 procenata jasno prelazila visinu rasta produktivnosti.

... i ranjiva

3. **Deficit na tekućem računu platnog bilansa dostigao je 15 procenata BDP-a.** Uz monetarnu politiku okrenutu ka održavanju niske inflacije, višak tražnje se preneo na brz rast uvoza. Izvoz je rastao istom brzinom, međutim, on predstavlja samo polovinu uvoza, a njegov rast je uglavnom bio odraz porasta cena a ne obima. Smanjenje doznaka i pritisak koji na konkurentnost vrše spore strukturne reforme i velika povećanja plata dalje su povećali deficit tekućeg računa.

4. **Privatni spoljni dug brzo raste, kao što rastu i devizni rizici.** Nastavljen je priliv kapitala u zemlju, ali manje u obliku inostranih direktnih ulaganja, a više kao spoljno, uključujući i „off-shore“, zaduživanje. Dakle, spoljni dug je nastavio da se povećava. Konkretno, privatni dug je povećan na 38 procenata BDP-a krajem septembra, što je više nego dvostruko u odnosu na njegov nivo krajem 2004. godine. Istovremeno, zabeležen je veoma brz porast kredita indeksiranih u evrima.

Tekući izgled: Uporne neravnoteže

5. **Uz tekuće politike, spoljni deficiti će uporno opstajati, a spoljni dug će nastaviti da raste.** Neadekvatno koordinisanje makroekonomskih politika bi, ako se nastavi, ugrozilo izgleda za ekonomski rast, a istovremeno bi povećalo pritiske na strani tražnje. Prema tome, naša je projekcija da će deficit tekućeg računa ostati velik, i da će spoljni dug brzo rasti. Ukratko, sadašnji „mix“ neuravnoteženih domaćih politika u vidu labave fiskalne, oštre monetarne i do sada sporih strukturnih reformi bi dalje povećavao zabrinutost u pogledu eksterne stabilnosti.

Preporučene mere

Fiskalna politika treba da bude znatno pooštrena

6. **Restriktivna fiskalna politika jeste glavni raspoloživi kratkoročni makro-ekonomski instrument za smanjivanje spoljnih deficita i obuzdavanje domaće tražnje.** Mali suficit u prvih deset meseci 2007. godine i izgledi da godišnje izvršenje bude bolje od budžetiranog – mada, prema definiciji MMF-a još uvek u deficitu – jesu kretanja koja treba pozdraviti. Međutim, fiskalna ekspanzija koja se očekuje u preostalom delu godine —pospešena prethodno obećanim velikim povećanjem plata u javnom sektoru — kontraproduktivna je i verovatno će pogoršati spoljne neravnoteže. Važno je postaviti čvrst cilj na planu fiskalne politike. On bi pomogao da se obuzdaju, ako ne i smanje, veliki pritisci na tražnju i time bi se povećala verovatnoća preokreta u okviru deficita tekućeg računa. To bi takođe bio signal spremnosti za fiskalnu disciplinu a time i podrška monetarnoj politici. To bi takođe stvorilo fiskalni prostor za finansiranje infrastrukturnih potreba koje podstiču srednjoročni ekonomski rast.

7. **Fiskalna politika za narednu godinu, kako je predviđena u revidiranom budžetskom memorandumu za period 2008-10, je ekspanzivna.** Uprkos naporima da se smanje diskrecioni rashodi, ovaj memorandum implicira fiskalni deficit koji premašuje očekivani ishod za ovu godinu i zbog toga ne bi mogao da obuzda domaću tražnju. Sa planiranim velikim povećanjima

plata u javnom sektoru - uglavnom kao rezultat prenošenja povećanja zarada iz 2007. godine – i sa daljim velikim rashodima u okviru Nacionalnog investicionog plana, fiskalna politika može dalje da podgreva širenje spoljnih deficita.

8. **Da bi se pomoglo obuzdavanju domaće tražnje, u budžetu za 2008. godinu je potreban suficit.** Smanjivanje spoljnih deficita zahteva velike fiskalne suficite od 2-3 procenta BDP-a, sve dok ne počnu da se ubiraju plodovi strukturnih reformi. Od suštinskog je značaja da se brzo krene ka ovim suficitima i da budžet postavi za cilj suficit od 1 procenta već u 2008. godini. Iskustvo drugih zemalja u istočnoj Evropi pokazuje da je takvo fiskalno prilagođavanje izvodljivo.

9. **Fiskalna konsolidacija treba da se usresredi na kontrolu rashoda.** Ključne mere treba da sadrže kontrolu zarada u javnom sektoru strožiju od one koja je predviđena (i za vladu i za javna preduzeća), veće rezove u kapitalnom budžetu, subvencijama i drugim tekućim izdacima, a indeksiranje penzija bi trebalo da prati samo inflaciju. Ove mere treba na srednji rok da budu podržane širim reformama državne službe i penzionog sistema.

10. **Plan za restituciju imovine treba da bude pažljivo pripremljen da bi se izbeglo ugrožavanje fiskalne i makro stabilnosti.** Plafon koji se u ovom trenutku predviđa na nivou od EUR 4 milijarde (više od 10 procenata BDP-a) je veoma visok i u odsustvu mera za kompenzaciju tog rashoda pogoršaće fiskalnu poziciju i produbiti makroekonomske neravnoteže. U slučaju finansijske nadoknade preko izdavanja obveznica, ove bi trebalo da glase na domaću valutu da bi se ograničila izloženost vlade deviznom riziku.

Monetarna politika treba i dalje da se usredsređuje na inflaciju

11. **Posle dosta godina nestabilnosti, okvir nove monetarne politike je sa uspehom oborio inflaciju na jednocifrene stope.** Istovremeno je kamatna stopa na repo operacije prerasla u referentnu stopu za dinarska tržišta. Ovi dobici bi se mogli dalje učvrstiti mogućim usvajanjem formalnog targetiranja inflacije onog trenutka kada se obezbedi podrška vlade i zdrava fiskalna politika.

12. **Sa niskom baznom inflacijom čini se da postoji prostor za dalje postepeno snižavanje kamatnih stopa, bez novih pretnji za inflaciju.** Nedavno usporavanje rasta cena prehrambenih proizvoda i primetno jačanje dinara posle pooštavanja mera vezano za stabilnost bankarskog sektora u avgustu ukazuje na slabljenje osnovnih inflatornih pritisaka.

13. **Ipak, ciljana inflacija — i kredibilitet centralne banke — ne treba da budu kompromitovani, što ukazuje na ograničen prostor za manevar.** U ovom kontekstu, NBS treba da ima za cilj srednju granicu od 3-6 procenata kao raspon za baznu inflaciju u 2008. Kod utvrđivanja dugoročnih ciljeva inflacije, NBS treba da razmotri odgovarajuću ravnotežu između želje za daljom nižom inflacijom i potrebe za strukturnom konvergencijom cena tokom tranzicije.

14. **Probleme vezane za konkurentnost treba rešavati kroz restrukturiranje preduzeća i kroz umerenost kada se radi o zaradama, a ne kroz politiku deviznog kursa.** Sa ovim drugim je u prošlosti bilo pokušaja u Srbiji, ali je to na kraju dovelo do visoke inflacije. Pokušaji da se depresijacijom kompenzuje gubitak konkurentnosti, koji ima svoje korene u preteranom povećanju zarada, sporim strukturnim reformama i relativno labavoj fiskalnoj politici naneli bi štetu kredibilitetu monetarne politike i istovremeno ne bi doneli održiv podsticaj izvoza. A direktan uticaj inflacije na zarade u javnom sektoru bi bio još jedan doprinos potencijalnoj makro-ekonomskoj nestabilnosti. Intervencije na deviznom tržištu treba da se koriste samo za ublažavanje udara.

Ubrzanje strukturnih reformi je ključ, ali je potrebno vreme da bi se ubrali prvi plodovi

15. **Reformisanje preduzeća jeste jedini način za postizanje trajnog rasta i ono treba da se ubrza.** Opsežna privatizacija i restrukturiranje su potrebni da bi se smanjili finansijski gubici u preduzećima u državnoj i društvenoj svojini, i da se na taj način postavi temelj za snažniji rast, izvoz i zapošljavanje. Tokom postupka restrukturiranja preduzeća, koji će potrajati, makroekonomski uslovi treba da budu stabilni da se ne bi ugrozili ekonomski dobici od reformi.

16. **Pozdravljamo obnovljene napore na ubrzanju privatizacije ili stečaja preduzeća u društvenom vlasništvu.** Međutim, rokovi su bili redovno odlagani i mi urgiramo da se ovaj postupak okonča što je pre moguće. Pored toga, stečajni postupak treba da bude ojačan, a vlada i javni organi treba da bez odlaganja iniciraju stečajne postupke. Preduzeća koja nisu sposobna za opstanak i koja se ne mogu lako i brzo prodati treba da budu likvidirana da bi se oslobodila produktivna sredstva.

17. **Nažalost, manje je pomaka do sada učinjeno kada se radi o preduzećima u državnom vlasništvu, a planovi s tim u vezi su i dalje nejasni.** I dalje podržavamo prodaju većinskog udela u državnoj naftnoj kompaniji, prodaju avio kompanije, i otvaranje kapitala drugih preduzeća u državnom vlasništvu, a to su jedini načini za modernizaciju i za obezbeđivanje mogućnosti za opstajanje ovih firmi. Veliki naponi su potrebni za poboljšavanje poslovnog okruženja, uključujući usklađivanje propisa.

Finansijski sektor: snažan nadzor i razvoj tržišta kapitala

18. **Ranjivost finansijskog sektora je porasla.** Brza kreditna ekspanzija - doduše, od niske osnovice - kredita indeksiranih u stranoj valuti odobrenih nepokrivenim dužnicima povećava ranjivosti. Kao rezultat toga, došlo je do neznatnog pada u kvalitetu plasmana u kredite stanovništvu. Snažna konkurencija i preterano optimistički ciljevi za tržišno učešće mogu ugroziti profitabilnost banaka. Stambeni krediti, uglavnom indeksirani u stranoj valuti, mogu potencijalno pospešiti rast cena nekretnina s'obzirom da velika potražnja za stanovima, delimično stimulirana osiguranjem i subvencijama države, premašuje ponudu.

19. **Međutim, dobro finansijsko stanje banaka je uglavnom sačuvano izgradnjom adekvatnih amortizera.** Rigorozna pravila za rezervisanje i za klasifikaciju rizika, kao i velike obavezne rezerve i adekvatnost kapitala bile su odgovarajuća rešenja za rastuće rizike. Kao

rezultat toga, bankarski sektor je dobro kapitalizovan sa adekvatnošću kapitala od preko 25 procenata u junu 2007. Bez obzira na bojazni u pogledu zaobilaženja propisa i smanjenje bankarskog posredovanja, regulatorne mere treba da ostanu restriktivne sve dok budu opstajali makro i finansijski rizici.

20. **Nedavna turbulentna događanja na međunarodnim finansijskim tržištima do sada su imala malo uticaja na Srbiju, međutim, ona ukazuju na potrebu povećanog opreza u daljem radu.** Kako se Srbija bude uključivala u globalna finansijska tržišta, ona mora da izgrađuje kapacitet za reagovanje na udare na širim tržištima. Rad nove jedinice u NBS za finansijsku stabilnost i njeni planovi za obavljanje periodičnih „stress“ testova pomoći će NBS i bankama da se bolje pripreme za sistemske rizike.

21. **Regulatorni okvir i nadzor banaka treba i dalje da jačaju.** Bankarski nadzor je poboljšan posle stupanja na snagu novog zakona o bankama. Očuvanje finansijske stabilnosti zahteva neprestano praćenje kako banke upravljaju rizicima i koliko su otporne na udare. Dalji pomak bi se mogao postići daljom izgradnjom kapaciteta i jačanjem dijaloga sa bankama i inostranim supervizorima.

22. **Razvijanje tržišta kapitala može da pomogne diversifikaciji finansijskog sistema i da doprinese finansijskoj stabilnosti.** U ovom trenutku, likvidnost na berzi je plitka i nema dovoljno domaćih obveznica. Strategija za izradu referentne krive prinosa državnih hartija od vrednosti omogućila bi bankama da određuju bolju cenu za dinarske proizvode sa dužim rokovima dospeća, a time bi se omogućilo smanjivanje nepokrivenog zaduživanja. Pored toga, to bi ojačalo efikasnost repo stope u novčanoj transmisiji, osnažilo rast domaće baze institucionalnih investitora i povećalo privatnu štednju.