

POGLAVLJE 6

UTICAJ REFORMSKIH MERA FISKALNE POLITIKE NA MAKROEKONOMSKE PERFORMANSE SRBIJE

Aleksandar Zdravković¹

Apstrakt

Krajem 2014. godine Vlada Republike Srbije je usvojila budžet u okviru šireg paketa strukturnih reformi, koji uključuje i reformu javne uprave, javnih preduzeća, kao i preduzeća u restrukturiranju. Ovaj budžet se može okarakterisati po mnogim parametrima kao «reformski», prevashodno jer je predviđeno značajno smanjenje budžetskih rashoda, zbog čega je dobio i načelnu podršku IMF, kao i Fiskalnog saveta. S druge strane, rezanje državnih rashoda će, pored fiskalnih, neminovno imati uticaj i na druge makroekonomske performanse Republike Srbije značajne za privredni ambijent. U ovom radu će biti analiziran uticaj mera fiskalne politike na kretanje odabranih fiskalnih, monetarnih i realnih varijabli u srednjem roku.

Ključne reči: *fiskalna konsolidacija, strukturne reforme, makroekonomske performanse, projekcije*

UVOD

Srbija je u pretkriznom periodu beležila solidne rezultate u domenu realnog sektora i javnih finansija, koji su se prevashodno ogledali u visokim stopama ekonomskog rasta praćenih fiskalnom konsolidacijom i smanjenjem javnog duga. Privredni rast, pretežno generisan tokovima novca koji su dolazili iz inostranstva, rezultovao je nizom eksternih i internih slabosti, vidljivih u visokim deficitima tekućeg bilansa, eksplozivnom rastu zaduženja privatnog sektora, nepovoljnoj strukturi investicija i vođenju prociklične fiskalne politike.

¹ Aleksandar Zdravković, MA, istraživač saradnik, Institut ekonomskih nauka, Beograd, email: aleksandar.zdravkovic@ien.bg.ac.rs

Po izbijanju globalne krize, drastični prekid priliva inostranog kapitala rezultovao je šokovima na strani agregatne tražnje i investicionih i kreditnih aktivnosti. U pokušaju da uspori destruktivna dejstva krize, država je nastojala da održi agregatnu tražnju visokim rashodima, ali su rastući deficiti i javni dug za samo pet godina doveli državne finansije na ivicu srednjoročne fiskalne nesolventnosti, prevashodno zbog neuspeha da se pokrene privredni rast i promeni nepovoljna struktura privrede.

Rastući rizici fiskalne nesolventnosti nametnuli su fiskalnu konsolidaciju i strukturne reforme kao neminovne mere ekonomske politike u cilju zaustavljanja galopirajućeg tempa rasta javnog duga i stimulacije privrednog rasta. Fiskalnom strategijom za 2014. godinu definisan je paket mera fiskalne konsolidacije, koji je u prvoj godini bio uglavnom neuspešan, naročito u pogledu planiranog smanjenja rashoda. Nova Fiskalna strategija za 2015. godinu, rađena pod nadzorom IMF, generalno donosi značajnu reviziju makroekonomskih projekcija i mera fiskalne konsolidacije, i predstavlja veliki kvalitativni pomak ka ekonomskoj realnosti.

U ovom radu analizirani su potencijalni efekti programa fiskalne konsolidacije na odabrane makroekonomske performanse u srednjem roku. Analize su bazirane na poređenju aktuelnih makroekonomskih projekcija (zasnovanih na programu fiskalne konsolidacije i strukturnih reformi) sa projekcijama iz prethodne dve godine. Osnovi cilj istraživanja predstavlja identifikaciju nivoa realističnosti aktuelnih makroekonomskih projekcija u srednjem roku, kao i identifikaciju uzroka i ekonomskih konsekvenci potencijalnih devijacija. U prvoj sekciji opisani su uzroci eskalacije fiskalnih neravnoteža, dok druga sekcija skicira postkrizne poteze ekonomske politike. Treća, četvrta i peta sekcija prikazuju uticaj reformskih mera na fiskalne, monetarne i eksterne makroekonomske performanse. Posebna pažnja u šestoj sekciji je posvećena privrednom rastu, kao najkritičnijem faktoru uspeha programa fiskalne konsolidacije.

UZROCI ESKALACIJE FISKALNE NERAVNOTEŽE U POSTKRIZNOM PERIODU

U periodu koji je približno trajao od 2002. godine pa do izbijanja globalne finansijske i ekonomske krize krajem 2008. godine, većina zemalja Centralne i Istočne Evrope, uključujući i Srbiju, je prolazila kroz fazu značajne ekonomske ekspanzije. Srbija je u datom periodu beležila solidne rezultate u domenu realne i fiskalne ekonomije, koji su se prevashodno ogledali u visokim stopama ekonomskog rasta praćenih fiskalnom konsolidacijom i smanjenjem javnog duga. Nešto manje uspešna je bila u sferi monetarne ekonomije, zbog viših stopa

inflacije i veće kolebljivosti deviznih kurseva u odnosu na zemlje regiona (Vuković i Zdravković, 2011).

Tokom ovog perioda ubrzanog rasta nastao je i niz ekonomskih slabosti u domenu ekonomskih odnosa sa inostranstvom, koji je ekonomiju Srbije izložio značajnim rizicima eksternih šokova. Privredni rast je većim delom bio generisan tokovima novca koji su dolazili iz inostranstva, kroz zaduživanje privatnog sektora putem kreditne ekspanzije stranih banaka i privatizacije državnih preduzeća stranim direktnim investicijama. Veliki priliv novca iz inostranstva je kreirao uzlet agregatne tražnje, koji se prelio na rast cena, rast plata i aprecijaciju dinara, što je dovelo do porasta bazičnih troškova proizvodnje i erozije međunarodne konkurentnosti. Brži rast privatne potrošnje i investicija od domaće proizvodnje je takođe rezultovao visokim i trajnim deficitima tekućeg bilansa.

Brz ekonomski rast finansiran prilivom kapitala iz inostranstva, osim kreiranja eksternih slabosti, doveo je i do kreiranja niza internih slabosti koji su se pre svega ogledali u nepovoljnoj strukturi investicija i vođenju prociklične fiskalne politike. Investicije su najvećim delom bile usmerene ka sektorima proizvodnje nerazmelnjivih dobara, koji su posledično bili generator ekonomskog rasta. Tokom perioda 2004-2008, prosečni realni rast bruto domaćeg proizvoda iznosio je oko 6%, pri čemu je kontribucija sektora za proizvodnju razmenljivih dobara realnom rastu, osim u 2004. godini, bila minorna na nivou jednog procentnog poena (IMF, 2013). Ovako nepovoljna struktura investicija i ekonomske aktivnosti dodatno je pogoršavala ekonomsku poziciju Srbije i slabila njenu eksternu konkurentnost, zbog prevelikog oslanja na domaću tražnju i potrebu za njenim finansiranjem inostranim kapitalom. Sa druge strane, rast ekonomske aktivnosti doveo je do rasta poreske baze i cikličnog rasta poreskih prihoda. Srbija je, kao i druge zemlje centralne i istočne Evrope, u predkriznom periodu sprovodila procikličnu fiskalnu politiku (Becker, 2010). Rezultat takve politike je bio diskrecioni rast državnih rashoda, uglavnom usmeren ka povećanju plata u javnom sektoru i penzija, koji je po inerciji nastavljen i posle izbijanja ekonomske krize, npr. prosečni rast realnih penzionih izdataka u periodu 2005.-2011. godine iznosio je 4,23% (Zdravković i ostali, 2012).

Po izbijanju globalne krize, drastični prekid priliva inostranog kapitala rezultovao je šokom na strani agregatne tražnje i kolebanjem ekonomske aktivnosti, pa očuvanje agregatne tražnje postaje prioritet ekonomske politike Srbije u odnosu na fiskalnu konsolidaciju. Posledično, plate u javnom sektoru i penzije nisu smanjivane, niti se odustalo od politike subvencionisanja javnih preduzeća i stranih investitora. Takvi potezi ekonomske politike su doveli u pitanje poverenje

u kapacitete Vlade Srbije da vodi kredibilnu ekonomsku politiku u uslovima globalne ekonomske turbulencije, pa je Srbija već krajem 2008. godine zatražila aranžman iz predostrožnosti sa IMF zarad međunarodnog kredibiliteta. Aranžman je stavio primarni fokus na fiskalnu konsolidaciju i strukturne reforme, uključujući restriktivnu fiskalnu politiku, reforme penzionog sistema i privatizaciju i restrukturiranje državnih preduzeća u cilju jačanja posrnulog privatnog sektora (IMF, 2012). Ovaj aranžman se završio neuspehom jer do fiskalne konsolidacije i strukturnih reformi nije došlo, državni deficit i javni dug su nastavili da rastu, zbog čega je IMF u 2012. godini opozvao aranžman.

MERE FISKALNE KONSOLIDACIJE

Posle neuspeha inicijalnih pokušaja fiskalne konsolidacije, strukturnih reformi i aranžmana sa IMF, dinamika rasta deficita i javnog duga je dovela u pitanje kompletnu solventnost državnog sektora Srbije, čak i u srednjem roku. Posle političkih promena u 2013. godini, nova Vlada je najavila da će se mnogo ozbiljnije posvetiti programu fiskalne konsolidacije, a prvi paket mera donet je krajem 2013. godine. Mere u okviru ovog paketa su se generalno mogle podeliti na one usmerene ka povećanju državnih prihoda na teret privatnog sektora (povećanje PDV, ukidanje poreskih olakšica i borba protiv sive ekonomije) i one usmerene ka budžetskim uštedama (smanjenje plata i subvencija državnim preduzećima) (Zdravković, 2013).

Prvi paket mera fiskalne konsolidacije primenjen tokom 2014. godine se može okarakterisati kao relativno neuspešan, pre svega zbog većih državnih rashoda od projektovanih planom konsolidacije. Gledano po veličini očekivanih efekata, glavne mere za smanjenje deficita u 2014. godini su bile bazirane na očekivanom povećanju prihoda, a u 2015. i 2016. godini na uštedama i smanjenju javnih rashoda. Zdravković (2013) je ilustrovao lošu praksu "preterano optimističnog" projektovanja javnih rashoda od strane sektora za makroekonomska planiranja Ministarstva finansija RS i ukazao na neophodnost rezanja javnih rashoda već u 2014. godini, kao kritične komponente za uspešnu srednjoročnu finansijsku konsolidaciju i stabilizaciju javnog duga. Očekivanja u pogledu potcenjenih projekcija rashoda su se ispostavila tačnim, jer je u 2014. godini procena javnih rashoda u BDP nadmašila inicijalnu projekciju za skoro 4 procentna poena. Visoko probijanje projektovanih rashoda u 2014. godini, i pored neočekivano boljih rezultata od projektovanih ostvarenih na stranih prihoda, dovelo je do nastajanja

istorijski visokog deficita u iznosu od 7,9% BDP, koji je nadmašio projektovani za 0,8 procentnih poena².

Novi paket mera fiskalne konsolidacije, usvojen krajem 2014. godine, predstavlja kvalitativni pomak u smislu realističnosti projekcija, jer čak šest od predloženih devet mera isključivo targetira rashodnu stranu državnih finansija. Devet mera predloženih Fiskalnom strategijom za 2015. godinu predviđaju smanjenje plata u javnom sektoru, smanjenje penzija, novu indeksaciju plata i penzija, racionalizaciju javnog sektora, smanjenje subvencija, uštede na robama i uslugama, reformu javnih preduzeća, naknade za transport gasa i novi model finansiranja samouprave (Ministarstvo finansija RS, 2014). Prvih šest mera striktno targetira relaksaciju rashodne strane budžeta, naknada za transport gasa i reforma javnih preduzeća targetira prihodnu stranu, dok poslednja mera nastoji da kreira budžetske uštede kroz poboljšanu naplatu sopstvenih prihoda lokalnih samouprava. Takođe, većina predloženih mera nije nova, već predstavljaju ponavljanje mera iz prethodnog paketa koje nisu adekvatno implementirane tokom 2014. godine, kao što su smanjenje plata zaposlenih u državnom sektoru, subvencije državnim preduzećima i nova indeksacija plata i penzija.

Iako su neke od mera već implementirane (smanjenje plata i penzija), analize Fiskalnog saveta ukazuju da je pravovremena implementacija pojedinih mera fiskalne konsolidacije pod velikim rizikom. Najveći rizici se odnose na racionalizaciju javnog sektora i reformu javnih preduzeća, gde još uvek nisu definisani konkretni planovi za sprovođenje ovih mera, smanjenje subvencionisanja javnih preduzeća zbog loših iskustava u prošlosti, kao i finansiranje lokalnih samouprava gde još uvek nije usvojena odgovarajuća legislativa (Fiskalni savet, 2015).

UTICAJ NA FISKALNE VARIJABLE

Opšti je utisak da aktuelne fiskalne projekcije, izvedene iz plana fiskalne konsolidacije, izgledaju daleko realističnije u odnosu projekcije iz prethodnih godina, što je verovatno i posledica usklađivanja sa projekcijama IMF. To je najviše vidljivo iz značajnog povećanja projektovanih rashoda u odnosu na fiskalnu strategiju iz 2013. godine, koja je predviđala da će nivo javnih rashoda u BDP opasti na 40% već u 2016. godini (Tabela 1). S druge strane, projekcije prihoda su

² Izvor podataka: Fiskalne strategije za 2014. i 2015.

takođe racionalno postavljenje, sa tendencijom postepenog umanjnja u srednjem roku.

Tabela 1. Projekcije javnih rashoda, % BDP

Javni rashodi		Godina na koju se odnosi projekcija					
		2012	2013	2014	2015	2016	2017
Godina projekcije	2012	49,8	47,7	46	44,7	-	-
	2013	-	44,9	45	43,1	40,6	-
	2014	-	-	48,9	46,1	43,8	41,9

Izvor: Fiskalne strategije za 2012, 2013 i 2014. godinu

I pored značajno većeg realizma u pogledu projekcija prihoda i rashoda, velike su šanse da projektovani deficit konsolidovane pozicije države u srednjem roku neće biti oboren ispod 4%, kao što je predviđeno Fiskalnom strategijom. Jedan deo rizika proizilazi iz potencijalno manjih stopa rasta BDP od planiranih, koje bi konsekvntno umanjile i poresku osnovicu i javne prihode. Drugi deo je povezan sa rizicima prolongiranja ili neadekvatnog sprovođenja neke od mera fiskalne konsolidacije, diskutovanih u prethodnoj sekciji, koje bi u krajnjoj instanci doveli do pobijanja projektovanih javnih rashoda. I pored potencijalnih rizika vezanih za probijanje projektovanog deficita, pohvalno je prisustvo značajno većeg realizma u projekcijama, npr. projektovani deficit u 2016. godini je uvećan za 1,5 procentnih poena (Tabela 2).

Tabela 2. Projekcije deficita države, % BDP

Kosolidovani deficit		Godina na koju se odnosi projekcija				
		2013	2014	2015	2016	2017
Godina projekcije	2012	-3,6	-1,9	-1	-	-
	2013	-6,5	-7,1	-5,2	-3,2	-
	2014	-	-7,9	-5,9	-4,7	-3,8

Izvor: Fiskalne strategije za 2012, 2013 i 2014. godinu

Visok nivo javnog duga i dalje ostaje najveća pretnja dugoročnoj fiskalnoj i makroekonomskoj stabilnosti, čak i ako mere fiskalne konsolidacije u srednjem roku budu uspešno realizovane. U stručnoj javnosti je već dugo vremena prisutna rasprava o kritičnom nivou javnog duga koji aktivira takozvanu "zamku duga", situaciju u kojoj privredni rast više nije u stanju da dugoročno kompenzuje rastuće potrebe za servisiranjem duga, što u krajnjoj instanci vodi ka potpunoj fiskalnoj nesolventnosti. Iako ne postoji konsenzus, neka od istraživanja ukazuju da se za

razvijene zemlje prag tolerancije kreće u intervalu od 85%-105% BDP-a (Checherita i Rother, 2010, za EU zemlje; Cecchetti i ostali, 2011, za OECD zemlje), što implicitno sugerira da je ovaj nivo još niži za zemlje u razvoju. Prema projekcijama iz 2014. godine, pod pretpostavkom uspješne fiskalne konsolidacije, javni dug će u srednjem roku biti blizu 80% (Tabela 3), što je vrlo blizu praga tolerancije razvijenih zemalja i ukazuje koliko je situacija u pogledu dugoročne fiskalne solventnosti "napeta". S druge strane, opet je pohvalan nivo realizma u aktuelnim projekcijama koji se ogleda u značajnim korekcijama prethodnih prognoza.

Tabela 3. Projekcije javnog duga, % BDP

Javni dug		Godina na koju se odnosi projekcija					
		2012	2013	2014	2015	2016	2017
Godina projekcije	2012	65,1	65,2	58,7	58,4	-	-
	2013	-	64,2	67,2	69,8	69,7	-
	2014	-	-	69,9	77,7	79,2	78,7

Izvor: Fiskalne strategije za 2012, 2013 i 2014. godinu

Kontinuirano smanjenje deficita, u slučaju uspješne konsolidacije, će umanjiti potrebe za finansiranjem, ali brojni makroekonomski rizici i dalje ostaju pretnja za potpunu stabilizaciju javnog duga: povećanje kamatnih stopa, deprecijacijski šokovi, slab privredni rast i aktiviranje garancija izdatih državnim firmama. IMF (2015) je analizirao uticaje pojedinačnih i kombinovanih šokova ključnih makroekonomskih varijabli na srednjoročnu i dugoročnu dinamiku javnog duga. Rezultati njihove analize pojedinačnih šokova ukazuju da je visina javnog duga vrlo osetljiva na šokove deprecijacije, aktiviranja garancija i slabog privrednog rasta – u svim od razmatranih scenarija koji uključuju neki od ovih šokova javni dug u srednjem roku gravitira ka kritičnom pragu od 85% BDP, sa tendencijom da do kraja 2020. godine ostane iznad 80%. Međutim, ekonomska realnost ispoljena naročito tokom poslednje krize, implicira da šok jedne makroekonomske varijable ima destruktivno dejstvo i na ostale makroekonomske performanse, pa je kombinovani šok verovatniji scenario od izolovanog pojedinačnog šoka. Rezultati analize IMF u tom smislu su vrlo poražavajući – u slučaju kombinovanog šoka rasta, deprecijacije, primarnog deficita i kamatne stope, javni dug Srbije bi se već u srednjem roku uvećao na 100%, što bi zemlju verovatno odvelo u potpuno "dužničko ropstvo", slično situaciji u kojoj se trenutno nalazi Grčka.

UTICAJ NA MONETARNE VARIJABLE

Kontrola stope inflacije je u prethodnih nekoliko godina predstavljala ozbiljan problem ekonomske politike, zbog učestalih probijanja granica targetiranog opsega. Osnovni uzroci visoke volatilnosti stope inflacije obuhvatali su značajne šokove cena na tržištu poljoprivrednih proizvoda, visok nivo "pass-through" efekta (transmissionog mehanizma deviznog kursa na inflaciju) deprecijacije dinara na cene, visok nivo eurizacije monetarnih tokova i neanticipirane promene državno regulisanih cena (IMF, 2015).

Posle perioda visokih stopa inflacija od preko 10%, u 2013. godini došlo je do drastičnog pada inflacije na svega 2,2% (kraj perioda)³ zbog vođenja restriktivne monetarne politike, kao kontrateže ekspanzivnoj fiskalnoj politici. Ovako niska stopa inflacije na kraju 2013. godine predstavljala je iznenađenje i za makroekonomske planere (Tabela 4). Inflacija je i u 2014. ostala niska, ispod donje ciljane granice od 2,5%.

Tabela 4. Projekcije stope inflacije u %

Inflacija		Godina na koju se odnosi projekcija					
		2012	2013	2014	2015	2016	2017
Godina projekcije	2012	13,8	5,5	5	4,5	-	-
	2013	-	5,5	5,5	5,0	4,5	-
	2014	-	-	2,2	4,2	4	4

Izvor: Fiskalne strategije za 2012, 2013 i 2014. godinu

Fiskalna konsolidacija i restriktivnija fiskalna politika u srednjem roku otvara prostor za vođenje ekspanzivne monetarne politike, kojom bi se stimulisala agregatna tražnja. Značajno ubrzanje inflacije se očekuje krajem 2015. kada bi projektovana stopa inflacije na kraju perioda iznosila 4,2%. što je osetno više u odnosu na očekivani prosek perioda od 2,7%. Imajući u vidu nekarakteristično niske stope inflacije u prethodne dve godine, kao i nezavisnost monetarne politike (koja proizilazi iz politike fleksibilnog deviznog kursa) projektovane stope inflacije će verovatno biti dostignute, čak i ukoliko mere fiskalne konsolidacije ne budu sprovedene u potpunosti.

³ Izvor podataka: Fiskalne strategije za 2014. i 2015. godinu.

Anticipirana ekspanzivna monetarna politika će doprineti postojećim latentnim deprecijacijskim pritiscima, što će u srednjem roku verovatno imati negativan uticaj na kolebljivost deviznih kurseva, koji predstavljaju jedan od kritičnih elemenata za uspešnu fiskalnu konsolidaciju. Osnovni kontributori latentnom pritisku na deprecijaciju nacionalne valute predstavljaju visok nivo spoljne zaduženosti, kako privatnog tako i javnog sektora, kao i konstantni deficit trgovinskog i tekućeg bilansa. Eventualna kratkoročna relaksacija deprecijacijskih pritisaka mogla bi nastati u slučaju priliva iz inostranstva od privatizacije i stranih direktnih ulaganja. U osnovnom scenariju na osnovu koje su urađene fiskalne projekcije za period 2015. - 2030, predviđen je nivo nominalne deprecijacije od 2%. Ovu pretpostavka u srednjem roku bi mogla biti problematična, jer bi ubrzavanje inflacije moglo dovesti do realne aprecijacije i dodatnih pritisaka na Narodnu banku Srbije da interveniše da deviznom tržištu.

UTICAJ NA EKONOMSKE ODOSE SA INOSTRANSTVOM

Iskustva zemalja u razvoju Centralne i Istočne Evrope tokom prethodne decenije ukazuju da su fleksibilniji režimi deviznih kurseva imale pozitivan uticaj na redukciju spoljno-ekonomskih neravnoteža zemalja koje su usvojile politiku inflatornog targetiranja, uključujući i Srbiju. Zdravković i ostali (2014) komparativnom analizom ilustruju da su, u proseku, zemlje Centralne i Istočne Evrope (Nove članice EU i zemlje zapadnog Balkana) koje praktikuju politiku rigidnih deviznih kurseva realizovale veće deficite tekućeg računa u prekriznom periodu, zbog čega su bile prinuđene na značajnije korekcije spoljnih neravnoteža u postkriznom periodu. Vođenjem restriktivne monetarne politike, uz kontrolisanu deprecijaciju nacionalne valute, Srbija je ostvarila izvanredne rezultate u pogledu redukcije tekućeg deficita – u odnosu na projekcije iz 2012., procenjena realizovana vrednost tekućeg deficita je i više nego duplo redukovana (Tabela 5). Imajući u vidu dalju redukciju tražnje merama fiskalne konsolidacije i verovatnu deprecijaciju dinara, realno je očekivati da će tekući deficit ostati na niskom nivou i u srednjem roku.

Tabela 5. Projekcije tekućeg bilansa, % BDP

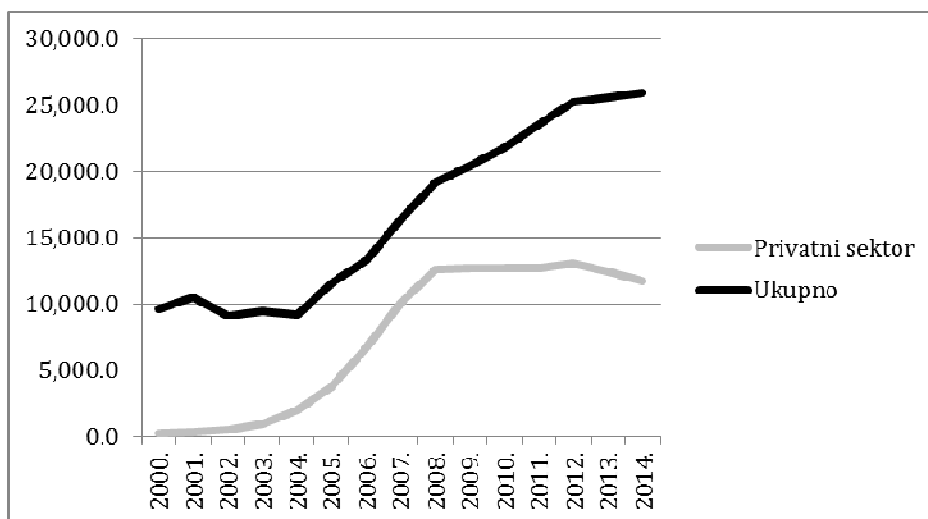
Tekući bilans		Godina na koju se odnosi projekcija					
		2012	2013	2014	2015	2016	2017
Godina projekcije	2012	-19,5	-16,7	-14,8	-12,9	-	-
	2013	-	-12,9	-10,7	-9,2	-7,8	-
	2014	-	-	-6,1	-4,7	-4,5	-4,3

Izvor: Fiskalne strategije za 2012, 2013 i 2014. godinu

I pored odličnih makroekonomskih rezultata ostvarenih u pogledu redukcije deficita tekućeg računa u prethodnim godinama, kontinuirana realizacija tekućih deficita nižih od 5% u srednjem roku predstavlja jednu od manje ostvarljivih projekcija fiskalne strategije. Suštinsko smanjenje tekućih deficita dolazi kao posledica rasta realne produktivnosti, koji je teško realizovati u srednjem roku. Srbija je zahvaljujući restriktivnoj monetarnoj politici uspeła da značajno umanjí deficit tekućeg bilansa, ali treba imati u vidu visoke inicijalne vrednosti, kao i prirodne limite smanjenja tekućih deficita instrumentima monetarne politike, koji se ogledaju u teškoćama istovremene kontrole deviznog kursa, tekućeg bilansa i privrednog rasta. U slučaju rasta deviznog kursa, tekući bilans bi mogao da nastavi sa poboljšavanjem po osnovu smanjenja negativnog trgovinskog salda, ali bi prekomerna deprecijacija imala verovatan negativan uticaj na privredni rast zbog pada potrošnje i investicija privatnog sektora. S druge strane, vrlo blaga deprecijacija, kao što je predviđena trenutnim planom, bi verovatno zaustavila pad deficita na nivou iznad 5%.

Spoljni dug Srbije će u srednjom roku verovatno stagnirati ili blago rasti, s obzirom da će fiskalna konsolidacija dovesti do manjeg zaduživanja države, a da će se privatni sektor vrlo oprezno zaduživati na međunarodnom tržištu. Srbija je, kao što je već pomenuto, poput ostalih zemalja Centralne i Istočne Evrope, u pretkriznom periodu prošla kroz fazu intenzivnog zaduživanja privatnog sektora, kako na domaćem tako i na međunarodnom tržištu kapitala. Studije McKinsey (2010, 2012) ukazuju na istorijsko iskustvo da se epizode ekspanzivnog ekonomskog rasta stimulisano prekomernim zaduživanjem privatnog sektora, posle pucanja balona obično završavaju prolongiranom periodom u kojem privatni sektor stabilizuje i smanjuje svoju zaduženost dok se dug javnog sektora uvećava. Zdravković i Jovanović (2014) ukazuju da je proces stabilizacije duga privatnog sektora u Srbiji, kao i zemljama u okruženju, na isteku 2012. godine bio tek u začetku, i da je teško predvideti koliko će dugo trajati imajući u vidu dubinu globalne ekonomske krize, naročito izražene u Evropi. Pomenuti obrazac kretanja privatnog i javnog duga vidljiv je u dinamici spoljnog duga (Grafikon 1) – posle nekoliko godina stagnacije spoljni dug privatnog sektora je počeo da se umanjuje po prvi put u 2014. godini. U slučaju da strukturne reforme, predviđene planom konsolidacije, budu uspešno realizovane i generišu podsticaj privatnom sektoru za novo zaduživanje, u svetlu očekivane ekspanzivne monetarne politike, deprecijacijskih pritisaka i nastojanja da stabilizuju spoljnu zaduženost, realno je očekivati da će privatni sektor nova zaduživanja prevashodno tražiti na domaćem tržištu kapitala, uz vrlo oprezno prekogranično zaduživanje.

Grafikon 1. Kretanje spoljnog duga RS u milionima evra



Izvor: Statistika Narodne banke Srbije

UTICAJ NA REALNE VARIJABLE

Uticaj fiskalne kontrakcije na realni sektor, pre svega rast bruto domaćeg proizvoda predstavlja kritičnu komponentu za uspešnost realizacije plana fiskalne konsolidacije, jer je realni rast u najvećoj meri generisan veličinom i strukturom privatnih investicija, na koji država ima samo posredan uticaj. Upoređivanje zvaničnih prognoza rasta i ostvarenih stopa rasta u prethodne tri godine su poražavajuće, npr. 2012. godine je projektovana vrlo optimistična stopa rasta za 2014. u iznosu od 3,5%, a procene ukazuju da je Srbija u 2014. godini imala recesiju od -2% (Tabela 6). Slično važi i za 2014, kada se od projektovanih 4% stiglo do -0,5%, u scenariju koji podrazumeva sprovođenje mera fiskalne konsolidacije.

Tabela 6. Projekcije stope realnog rasta u %

Realni rast		Godina na koju se odnosi projekcija				
		2013	2014	2015	2016	2017
Godina projekcije	2012	2	3,5	4	-	-
	2013	2	1	1,8	2	-
	2014	-	-2	-0,5	1,5	2

Izvor: Fiskalne strategije za 2012, 2013 i 2014. godinu

Imajući u vidu da fiskalna konsolidacija rezultuje padom domaće apsorpcije, ključno pitanje je da li će privatni sektor moći da iznese teret privrednog rasta. Nove investicije zahtevaju i nova zaduživanja, a kao što je već napomenuto, privatni sektor je opterećen dugovima i nastoji da stabilizuje svoju zaduženost. Pored ovog faktora, postoji i drugi faktori koji mogu imati negativan uticaj na spremnost investitora da se zadužuju, kao što su:

i) Očekivani rast kamatnih stopa; međunarodne referentne kamatne stope su već godinama na istorijskom minimumu. S obzirom da prema većini indikatora SAD polako izlaze iz krize, očekuje se da će FED u skorije vreme započeti restriktivniju monetarnu politiku, što će se neminovno preneti i na ostale kamatne stope i poskupeti buduća zaduživanja.

ii) Neizvesnost dinamike deviznih kurseva; samo u poslednjih godinu dana došlo je do velikih turbulencija na valutnom tržištu (skok švajcarskog franka, naglo jačanje dolara i pad rublje). Uz prisutne turbulencije na domaćem valutnom tržištu zadnjih godina i pritiske na slabljenje dinara, realno je očekivati da će privatni sektor biti vrlo uzdržan prema novim zaduživanjima indeksiranim u stranim valutama.

iii) Nepovoljni uslovi zaduživanja; finansijski sistem Srbije je izrazito bankocentričan, tako da je privatni sektor upućen na klasično kreditno zaduživanje. Banke koje posluju u Srbiji za dugoročne kredite preferiraju indeksaciju u stranim valutama i fluktuirajuće kamatne stope, tako da ovakvi krediti automatski povlače značajni kamatni i valutni rizik. S druge strane, krediti u dinarima imaju izuzetno visoke kamatne stope, često i preko 20%⁴. Iako nizak nivo akumulacije domaće dinarske štednje neosporno predstavlja otežavajući faktor, sasvim je opravdana upitnost ovako visokih kamatnih stopa imajući u vidu niska inflatorna očekivanja u srednjem roku. Takođe, banke su poslednjih godina bile vrlo uzdržane u kreditiranju privrede, opterećene visokim procentom kontaminiranih, problematičnih zajmova (Non-Performing Loans).

iv) Slab privredni rast Evrope; Evropa i naročito evrozona se od izbijanja krize generalno muče sa oživljavanjem privrednog rasta, zbog čega je i Evropska centralna banka započela sa ekspanzivnom monetarnom politikom. Usporeni rast eksterne tražnje i nivoa investiranja Evropske unije, kao glavnog investitora i spoljnotrgovinskog partnera Srbije, u srednjem roku nameće ograničenje bržem rastu izvoza i prilivu stranih ulaganja.

⁴ Izvor: internet prezentacije banaka

v) Nepovoljna privredna struktura; sa stanovišta veličine investicija, proširivanje postojećih kapaciteta predstavlja povoljniju opciju od greenfield investicija. Ograničenost domaće tražnje, koja će očekivano biti produbljena merama fiskalne konsolidacije, nameće značajne limite sektoru nerazmenljivih dobara (koji je bio glavni generator investicija u pretkriznom periodu) u daljem investiranju i proširenju kapaciteta.

Imajući u vidu značajne rizike kojima je izložen privatni sektor prilikom novog zaduživanja, malo je verovatno da će projektovane stope rasta investicija u fiksni kapital biti realizovane, ukoliko država ne podigne nivo investicione potrošnje ili ne stimuliše privatno zaduživanje dodatnim merama. Kao i u većini analiziranih parametara, projekcije stope rasta u fiksni kapital iz 2014. godine se mogu okarakterisati znatno većim realizmom u odnosu na prethodne godine (Tabela 7). Međutim, oštri prelazak iz trogodišnje tendencije pada investicija u godišnji rast od skoro 5% tokom perioda 2015 - 2017. godine predstavlja malo verovatan scenario, čak i uz uspešnu fiskalnu konsolidaciju i strukturne reforme, imajući u vidu gore diskutovane limite i rizike sa kojima se privatni sektor suočava prilikom zaduživanja i investiranja.

Tabela 7. Projekcije stope rasta investicija u fiksni kapital, u %

Rast investicija		Godina na koju se odnosi projekcija					
		2012	2013	2014	2015	2016	2017
Godina projekcije	2012	-14,5	8,7	7,8	8,3	-	-
	2013	-	-3,4	4,7	9,6	8,9	-
	2014	-	-	-1,8	4,7	5,5	5,5

Izvor: Fiskalne strategije za 2012, 2013 i 2014. godinu

ZAKLJUČAK

U ovom radu su analizirani efekti mera fiskalne konsolidacije i strukturnih reformi na ključne makroekonomske performanse Srbije u srednjem roku. Iako su neke od mera fiskalne konsolidacije i strukturnih reformi i dalje pod znakom pitanja, opšti je utisak da su zacrtane mere, koje prevashodno gađaju redukciju rashodne strane budžeta, značajno realističnije za ostvarivanje u odnosu na prethodne pokušaje. Konsekventno, komparativna analiza aktuelnih projekcija makroekonomskih performansi, u odnosu na projekcije iz prethodne dve godine, ukazuje na prisutnost visokog nivoa realizma u makroekonomskom planiranju.

S druge strane, realističnost nekih makroekonomskih projekcija su i dalje pod velikim znakom pitanja. To se posebno odnosi na projekcije privrednog rasta. Projekcije rasta BDP, iako vrlo umerene u srednjem roku, zasnovane su na potpunom zaokretu trenda dezinvestiranja u fiksni kapital ka prosečnom rastu od oko 5%, što izgleda kao malo verovatan scenario usled brojnih ograničenja i rizika sa kojima se privatni sektor suočava prilikom donošenja odluka o zaduživanju i investiranju. Manji rast od predviđenog bi imao multiplikativno negativno dejstvo, zbog automatskog pogoršanja svih makroekonomskih pozicija iskazanih relativno u odnosu na BDP.

Drugi kritični momenat predstavlja fiskalna solventnost, koja je značajno ugrožena ne samo visokim nivoom javnog duga (koji je blizu nivoa koji počinje da guši rast od 85% do 105%), već i visokom osetljivošću duga na skoro sve (izuzev šoka posredstvom kamatne stope) makroekonomske šokove. Čak i u slučaju uspešne fiskalne konsolidacije, nepovoljan razvoj makroekonomskih okolnosti bi i u srednjem roku mogao da ozbiljno ugrozi fiskalnu solventnost.

Treći kritičan momenat predstavlja buduće kretanje deviznih kurseva. Zbog brojnih deprecijacijskih pritisaka, deprecijacija dinara je neminovna dugoročna tendencija, ali tempo deprecijacije može imati značajan uticaj na skoro sve makroekonomske performanse. Prebrza deprecijacija bi obeshrabrila buduće investicije i ubrzala rast javnog duga, a prespora nominalna deprecijacija ili realna aprecijacija bi ugrozila izuzetno povoljne tendencije u kretanju tekućeg deficita i dala stimulans ulaganju u sektor nerazmenljivih dobara. Uz prisutne turbulencije na međunarodnom valutnom tržištu, monetarne vlasti će imati jako težak zadatak u "optimalnom" doziranju tempa deprecijacije.

I pored značajno suženog fiskalnog prostora za proaktivno delovanje uslovljenim programom fiskalne konsolidacije, država i dalje raspolaže određenim instrumentima kojima može povećati uspešnost realizacije svog ekonomskog programa. Opšte preporuke se prevashodno odnose na predvidivost i kredibilnost fiskalne i monetarne politike, kojim bi se privatni sektor ohrabrio da u srednjem roku uđe u novi investicioni ciklus. Takođe, modifikacija postojećeg modela diskrecionog subvencionisanja sektora za proizvodnju razmenljivih dobara novim modelom koji bi inkorporirao veću transparentnost i tržišnu orijentaciju, u kombinaciji sa ekspanzivnom monetarnom politikom, mogla bi dati bolje rezultate u nastojanju da se promeni postojeća neadekvatna privredna struktura. Na kraju, država raspolaže i izvesnim fiskalnim prostorom za povećanje investicionih aktivnosti, prevashodno u infrastrukturu, koja bi mogla dati dodatni stimulans klimavom ekonomskom rastu, što je takođe i preporuka Fiskalnog saveta.

LITERATURA

1. Becker, T., Daianu, D., Darvas, Z., Gligorov, V., Landesmann, M., Petrovic, P., Pisani-Ferry, J., Rosati, D., Sapir, A., Weder di Mauro, B., (2010), Whither growth in Central and Eastern Europe? Policy lessons for an integrated Europe, *Bruegel Blueprint* 11.
2. Cecchetti, S., Mohanty, M., Zampolli, F., (2011), The real effects of debt. *BIS Working Paper* No. 352.
3. Checherita, C., Rother, P., (2010), The impact of high and growing government debt on economic growth: an empirical investigation for the Euro Area, *ECB Working Paper* No. 1237.
4. Fiskalni savet RS., (2015), *Mišljenje na nacrt Fiskalne strategije za 2015. godinu sa projekcijama za 2016. i 2017. godinu.*
5. McKinsey Global Institute., (2012), *Debt and Deleveraging: Uneven Progress on the Path to Growth.*
6. McKinsey Global Institute., (2010), *Debt and Deleveraging: The Global Credit Bubble and Its Economic Consequences.*
7. Međunarodni monetarni fond., (2015), *IMF Country Report* No. 15/50.
8. Međunarodni monetarni fond., (2013), *IMF Country Report* No. 13/206
9. Međunarodni monetarni fond., (2012), *How Emerging Europe Came Through the 2008/09 Crisis*, Washington DC.
10. Ministarstvo Finansija RS., (2014), *Fiskalna strategija za 2015. godinu sa projekcijama za 2016. i 2017. godinu.*
11. Ministarstvo Finansija RS., (2013), *Fiskalna strategija za 2014. godinu sa projekcijama za 2015. i 2016. godinu.*
12. Ministarstvo Finansija RS., (2012), *Fiskalna strategija za 2013. godinu sa projekcijama za 2014. i 2015. godinu.*
13. Vuković, V., Zdravković, A. (2011), The inflation and exchange rate in the five Balkan countries from Maastricht convergence criteria prospect. U *Contemporary issues in the integration processes of Western Balkan countries in the European Union*, International Center for Promotion of Enterprises.
14. Zdravković, A., Bradić-Martinović, A., Kamenković, S., (2014), Exchange rate regimes and macroeconomic performances in Emerging European Economies, U *Contemporary Trends and Prospects of Economic Recovery*, CEMAFI International, str. 456-472.
15. Zdravković, A., Jovanović, I., (2014), Beograd na vodi: kratak osvrt na ekonomsko-finansijske aspekte projekta, *Makroekonomske analize i prognoze*, Vol. 2014, No 3-4., str. 74-87.

16. Zdravković, A., (2013), Mere fiskalne konsolidacije: da li je ovog puta drugačije?, Makroekonomske analize i prognoze, Vol. 2013, No 3-4., str. 78-80.
17. Zdravković, A., Domazet, I., Nikitović, V. (2012). Uticaj demografskog starenja na održivost javnih finansija u Srbiji. *Stanovništvo*, Vol. 50, No. 1, str. 19-44.

SUMMARY

THE IMPACT OF FISCAL POLICY REFORMS ON SERBIAN MACROECONOMIC PERFORMANCE

At the end of 2014 Serbian Government has adopted budget in line with wider set of structural reforms, including reforms of public governance, state-owned enterprises and companies in restructuring. This budget can be considered as the "reform-wise" by many aspects, primarily due to anticipated cuts in budget expenditures, and received provisional support of the IMF as well as of the Fiscal Council. Apart from the fiscal variables, cuts in expenditures will also affect other macroeconomic performances of RS, which are important for general economic environment. In this paper we analyze impact of the fiscal policy measures to be undertaken, on mid term dynamic of selected fiscal, monetary and real variables.

Key words: fiscal consolidation, structural reforms, macroeconomic performances, projections