



## Prezentacija QM47

# Sadržaj

- Noviji makroekonomski trendovi
- Ekonomska politika i reforme
- Lupa: Will Bartlett i Milica Uvalić “Higher education and graduate labor market in Western Balkan”

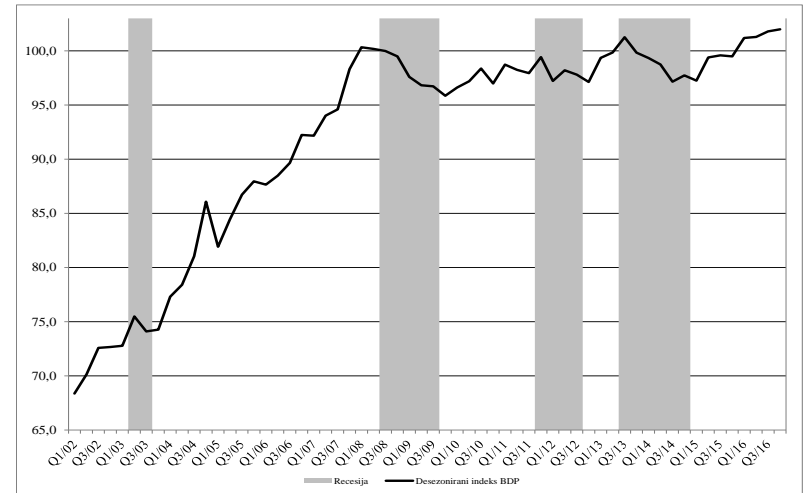
# Makroekonomski trendovi

- Privreda Srbije je u 2016. godini ostvarila relativno dobre rezultate:
  - povećana je privredna aktivnost, smanjen je deficit tekućeg bilansa, inflacija je niska i stabilna, formalna zaposlenost raste,
  - ..., investicije su niske, a razlika između investicija i domaće štednje visoka
- Na početku 2017. pozitivni trendovi se nastavljaju
- Dobri rezultati su rezultat solidnih ekonomskih politika:
  - fiskalni deficit je znatno smanjen, povećane su javne investicije, NBS je smanjila kamatne stope, smanjen je procenat loših kredita, ...
  - ..., ali napredak u reformama je skroman (tržište rada, građevinske dozvole, inspekcije...), dok u drugim oblastima nema napretka (pravosuđe, obrazovanje, korupcija, ...)
- Dobri rezultati su delom posledica povoljnih cikličnih međunarodnih okolnosti:
  - niske cene energenata, niske kamatne stope, visok priliv kapitala, rast uvoza EU
- Rast Srbije je na nivou proseka zemalja CIE, ali ispod proseka zemalja jugoistočne Evrope i zemalja Balkana

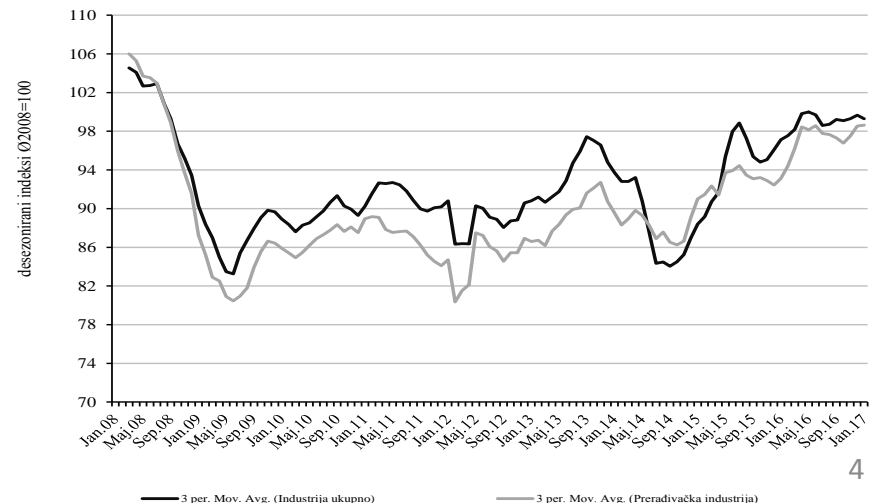
# Privredna aktivnost – kratkoročni trendovi

- Privredna aktivnost tokom 2016 solidno raste:
  - BDP je veći za 2,8%,
  - u poslednjem kvartalu rast iznosi 2,5%.
- BDP je konačno premašio pretkrizni nivo iz 2008. za oko 2%
- Izvori rasta na strani tražnje su dobri i održivi:
  - glavni pokretači rasta su izvoz (11,9%) i investicije (4,9 %) – krajem godine investicije se usporavaju
  - državna (2,3%) i privatna (0,8%) potrošnja su doprineli rastu BDP
- Na strani ponude rast je diverzifikovan:
  - snažno rastu poljoprivreda i građevinarstvo
  - solidno industrija i usluge
  - industrija već dve godine raste nešto brže od ukupne privrede
- Podaci o industrijskoj proizvodnji i prometu u trgovini za januar ukazuju da se nastavlja solidan rast privrede

Desezonirani rast BDP-a, (2008=100)



Desezonirani indeksi industrijske proizvodnje



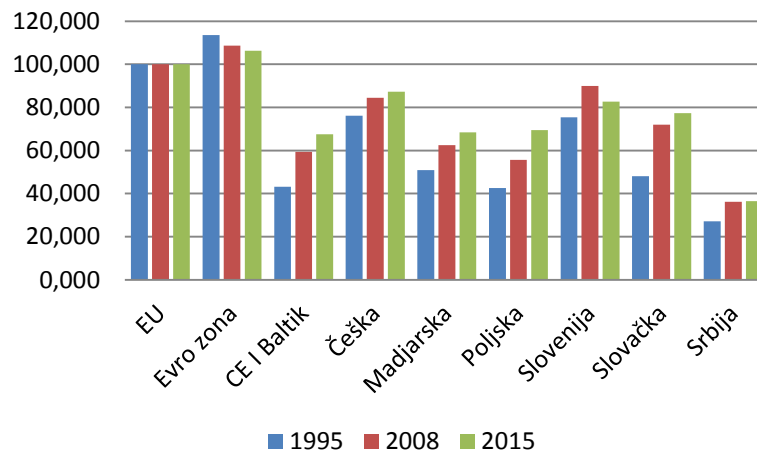
# Privredna aktivnost- očekivanja za 2017

- Trendovi sa kraja 2016 i na početku 2017. upućuju na rast BDP od oko 3% - rast nepoljoprivredne proizvodnje u 2016. je iznosio 2%
- Faktori koji će delovati na ubrzanje rasta
  - idustrijska proizvodnja, izvoz i trgovina na malo solidno rastu
  - očekuje se nastavak rasta građevinarstva i usluga
  - privatna potrošnja će dodatno podstaći rast
  - očekuje se rast bankarskih kredita (pada kamatnih stopa, smanjenja loših kredita, rast BDP i standarda)
  - napredak u makroekonomskoj stabilnosti, određene reforme i subvencije će privući strane investitore
  - očekuje se solidan rast BDP i tražnje u Regionu i EU
- Međutim postoje i značajna ograničenja
  - privredni ambijent je u velikoj meri nepovoljan, a reforme stagniraju,
  - investicije od 18-19% BDP su nedovoljne za ubrzanje rasta (u Q4 čak opadaju), a glavno ograničenje za rast je nedovoljna količina kapitala
  - odnosi razmene su umereno pogoršani (rast cena energenata)
  - može se očekivati rast kamatnih stopa u svetu
  - politička nestabilnost u Regionu nepovoljno utiče na SDI
- Kratkoročni stimulan: bolje rezultate u javnim finansijama iskoristiti za povećanje javnih investicija i investicija javnih preduzeća

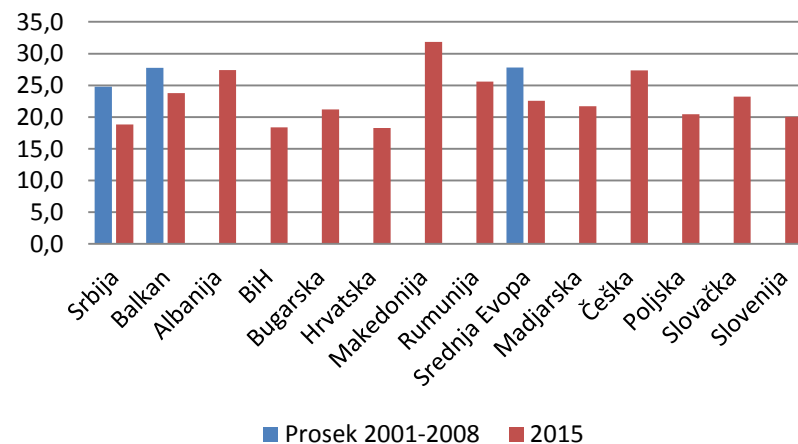
# Perspektive rasta privrede Srbije

- Srbija je sada na oko 36% razvijenosti EU i 55% od nivoa razvijenosti CE
- Srbija ima šansu da u budućnosti sustiže evropske zemlje
  - uslov za to je rast privrede Srbije u nekoliko narednih decenija po prosečnoj stopi od 4-5% godišnje
  - zemlje CE su već prošle taj put – one su 1995. bile na 43% proseka EU, a 2015 su na 67% proseka EU
- Neposredan uslov za brz rast u dugom roku je
  - povećanje stope investija na 25% BDP
  - investicije u Srbije su manje od proseka zemalja Balkana i zemalja CE, manje su nego pre krize
  - sa investicijama manjim od 20 % BDP nema brzog rasta

BDP p.c. u EUR PKS



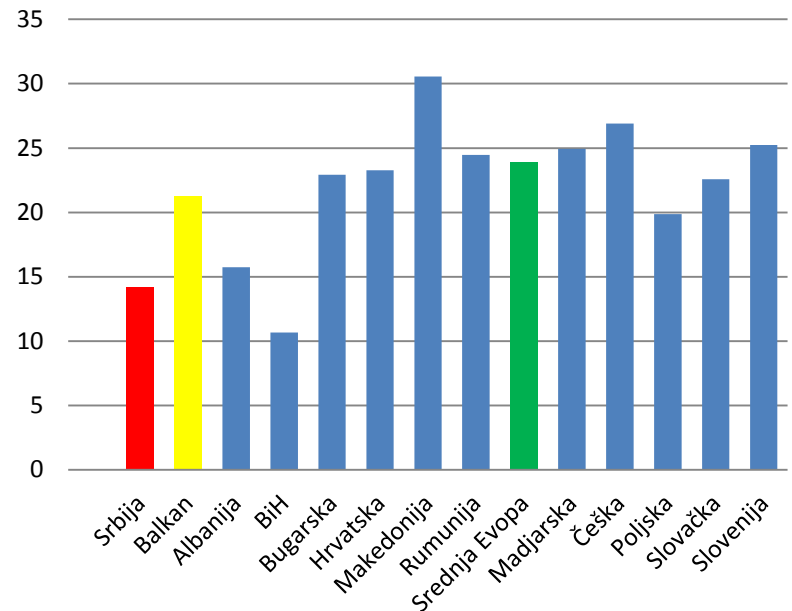
Investicije kao % BDP: Srbija i okruženje



# Perspektive rasta privrede Srbije

- Da bi rast privrede u dugom roku bio održiv potrebno je da domaća štednja bude približno jednaka investicijama
  - u 2015 domaća štednja je bila samo 14% BDP (ranije je bila znatno niža)
  - zemlje Balkana imaju u proseku štednju od 21% BDP, zemlje CE 24 % BDP
  - Bugarska, Makedonija i Rumunija, zemlje na sličnom nivou razvijenosti kao i Srbija, u proseku štede 26% BDP
- Velika razlika između investicija i domaće štednje u dužem periodu ugrožava platnobilansnu poziciju Srbije
  - visoki odlivi po osnovu kamata i dividendi
  - velika zavisnost zemlje od kolebanja na svetskom tržištu kapitala
- ..., ne isključuje mobilnost kapitala
- Fiskalna konsolidacija i rast javnih investicija su doprineli povećanju domaće štednje za oko 6% BDP
- Podsećanje: domaća štednja je deo proizvodnje koji se izdvaja za buduću proizvodnju i sastoji se
  - od štednje privrede, građana i države
- Detaljnije o štednji videti u Uvodniku

Domaća štednja: Srbija i okruženje, 2015.  
(% BDP)



# Perspektive rasta privrede Srbije

- Povećanje investicija i domaće štednje predstavljaju neposredne, bilansne, uslove za dugoročno održiv rast privrede
- Fundamentalni uslov za povećanje domaće štednje, investicija i brz rast privrede je izgradnja institucija po uzoru na stare članice EU
  - dosadašnji napredak je skroman, u nekim segmentima je ostvaren napredak, u većini oblasti stagnacija, a u nekim nazadovanje
  - potrebna je i promene državne politike sa ciljem da se povećaju državna štednja i investicije
- Za dugoročno održiv rast potrebno je
  - učvršćenja makroekonomske stabilnosti, izgradnja infrastrukture, kvalitetnije obrazovanje i dr.
  - kao i slobodna trgovina sa EU i svetom i slobodne tokovi kapitala (ovo je uglavnom sprovedeno)
- Za rast Srbije je važno da EU i zemlje Regiona solidno napreduju



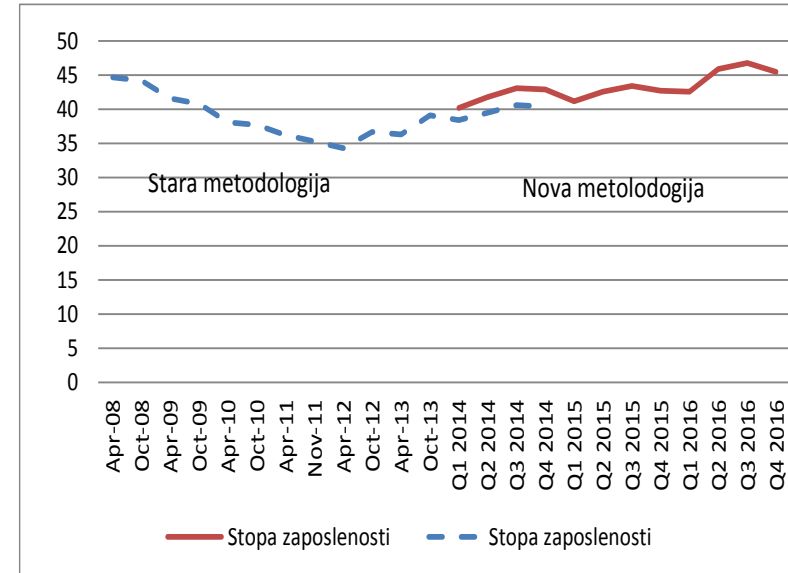
# Rebalansiranje privrede

- Rebalansiranje privrede na strani tražnje:
  - brz rast izvoza traje od 2010 – obim izvoza je povećan kumulativno za 92% (prosečan rast 9,8% godišnje)
    - Izvoz roba i usluga u 2016. dostiže 50% BDP, dok je 2008. bio ispod 30% BDP – adekvatan cilj za Srbiju je izvoz od 70-80% BDP
  - investicije rastu sporo, još uvek su niske i iznose ispod 20% BDP, srednjoročni cilj bi trebao da bude oko 25% BDP
  - štednja je niska i iznosi oko 15% BDP, cilj je da bude oko 25% BDP
- Za održiv i visok rast privrede potrebno je da investicije i izvoz rastu brže od BDP, a privatna i državna potrošnja nešto sporije sve dok ne dostignu ravnotežne vrednosti
- Industrijska proizvodnja od 2010. raste brže od BDP
  - kumulativan rast industrije iznosi 13,9%, a BDP 5,4
  - učešće industrije u BDP je povećano na 24,4%, u toku je blaga industrijalizacija Srbije
  - u zemljama Centralne Evrope učešće industrije u BDP se kreće od 31-37% u proseku 34%
- Za zemlju veličine Srbije industrija treba da bude najveća privredna delatnost - glavni nosilac tehničkog progressa i rasta produktivnosti

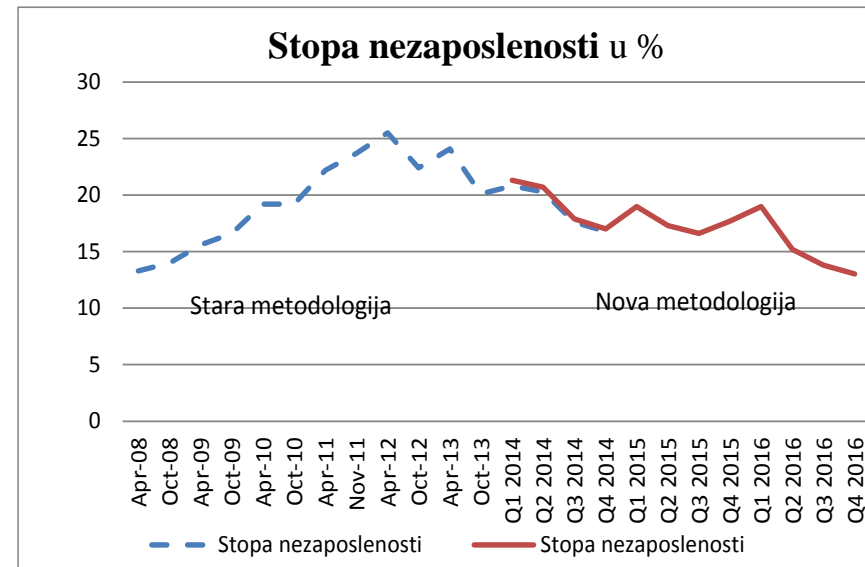
# Zaposlenost i zarade

- Statistički podaci pokazuju da je tokom poslednje četiri godine stanje na tržištu rada izuzetno poboljšano
  - tome je prethodilo dramatično pogoršanje u periodu 2008 - 2012 – koje je takođe sumnjivo?
- Veliko poboljšanje nije u skladu sa ostalim makroekonomskim kretanjima: BDP, potrošnjom, fiskalnim prihodima
  - implicira veliki pad produktivnosti i rast jediničnih troškova rada
- Procenjujemo da je određeno poboljšanje ostvareno usled rasta privrede i liberalizacije tržišta rada
  - povećani odlazak radnika u inostranstvo je smanjio ponudu rada u zemlji

Stopa zaposlenosti u %



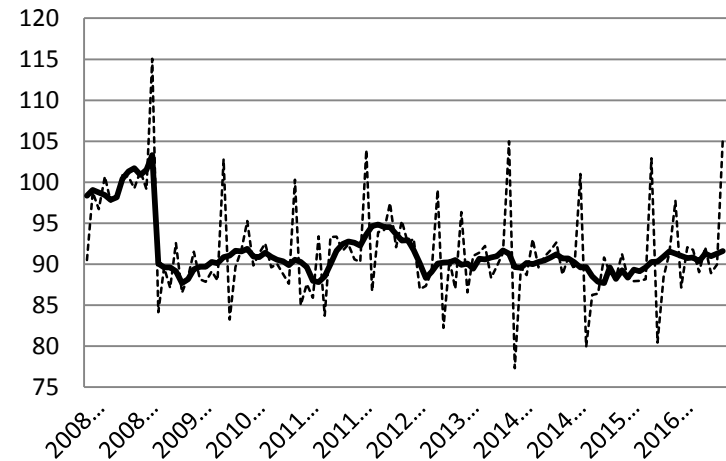
Stopa nezaposlenosti u %



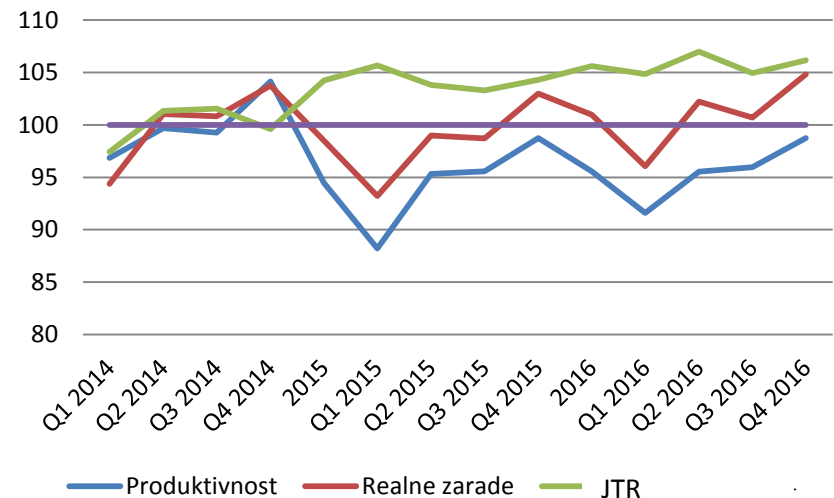
# Zaposlenost i zarade

- Realne zarade su u toku 2016. povećane za 2,5%, u Q4 rast iznosi 1,8%, u januaru 0,2%
  - po rastu zarada prednjači prerađivačka industrija
  - najsporiji rast u državnom sektoru
- Tokom poslednje dve godine produktivnost rada je opala za 4,7% dok su JRT porasli za 6%
  - pogoršanje je posledica rasta registrovane zaposlenosti (CROSO) za 8,8%?
  - rezultate treba uzeti sa rezervom jer se CROSO uhodava
- Kada bi koristili podatke ARS pogoršanje produktivnosti i rast JTR bili bi još veći?!

Realne zarade, 2008=100

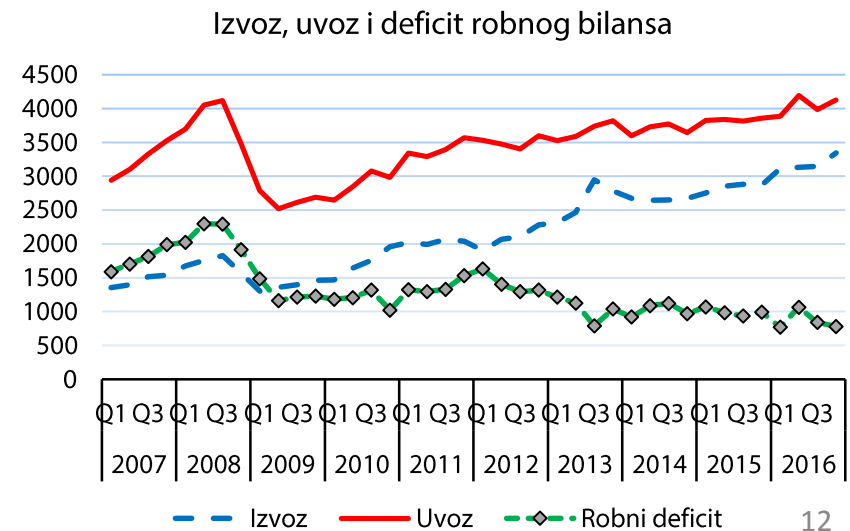
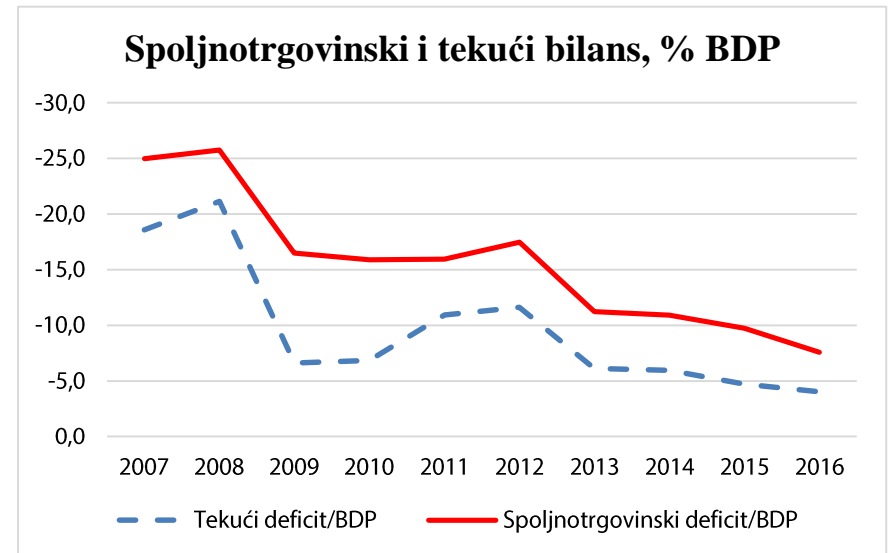


Zarade, produktivnost i JTR, bez, polj., 2014=100



# Spoljnoekonomski odnosi

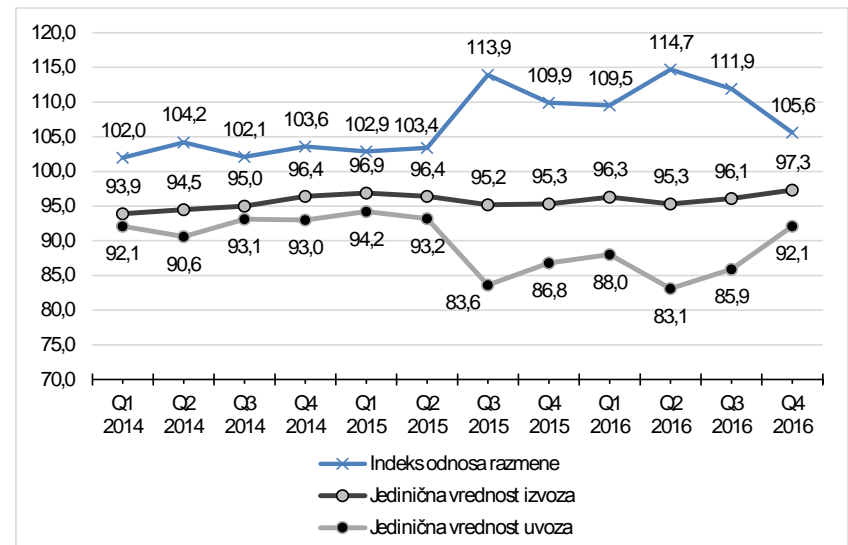
- U spoljnoekonomskim odnosima nastavljaju se pozitivni trendovi
  - deficit tekućeg bilansa od 4% je najniži u poslednjih 15-ak godina
  - izvoz roba i usluga već nekoliko godina raste preko 10% godišnje
- Spoljnotrgovinski deficit u 2016 iznosi 7,6% BDP
  - u robnom bilansu je smanjen na 10% BDP
  - u razmeni usluga ostvaren suficit od 2,6% BDP
- Izvoz roba u 2016. povećan za 11,5%, a usluga za 7,2%
- Uvoz roba raste znatno sporije (8,8%), kao i usluga (3,9%)
- U Q4 izvoz se ubrzava i iznosi 15,4%,
  - raste izvoz svih robnih grupa
- ..., a uvoz usporava na 4,7% godišnje



# Spoljnoekonomski odnosi

- Povoljni rezultati su prvenstveno rezultat unutrašnjih politika i reformi: makroekonomska stabilnost, konkurentan kurs, privatizacija, liberalizacije trgovine, ..., SDI u razmenljiva dobra
- ..., ali su značajne i povoljne međunarodne okolnosti: odnosi razmene, rast tražnje EU i Regiona
- Odnosi razmene krajem 2016. su počeli da se pogoršavaju
  - to će uticati na rast inflacije, pogoršanje spoljnog bilansa i usporavanje rasta BDP
  - druge mere (kurs, zarade) treba da neutrališu ove efekte, a ne da ih pojačaju
- Ipak u 2017 očekujemo brži rast izvoz od rasta uvoza i smanjenje spoljnog deficita
  - očekuje se rast EU i u regionu
  - efektuiraće se ranije investicije
- Bitno je da se domaća tražnja drži pod kontrolom (sporiji rast od BDP), kao i da se ne dozvoli realno jačanje dinara
- Srednjoročni cilj – ravnoteža tekućeg bilansa

**Međugodišnji indeksi odnosa razmene, 2014-2016**



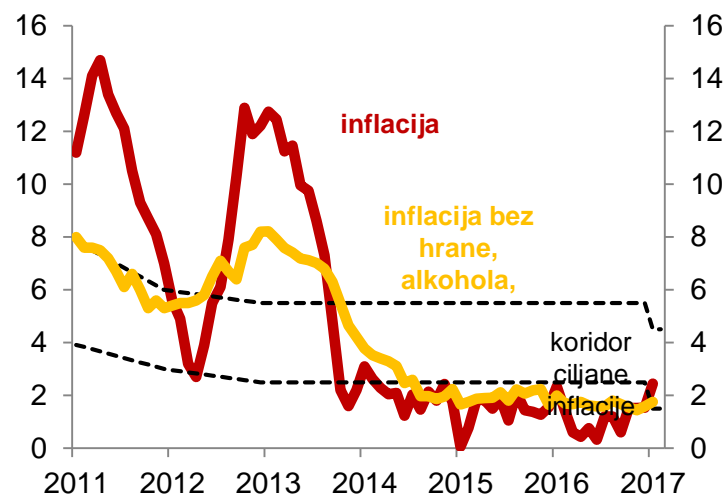
# Spoljnoekonomski odnosi: finansijske transakcije

- Neto priliv kapitala u prethodnoj godini je iznosio 0,5 mlrd evra, što je rezultat
  - priliva direktnih investicija u iznosu od 1,86 mlrd evra
  - odliva portfolio investicija za 0,9 mlrd evra, razduživanja banaka i preduzeća za 0,6 mlrd evra, zaduživanja države za 0,3 mlrd evra i dr.
- Neto efekat tekućih i kapitalnih transakcija u 2016. je smanjivanje deviznih rezervi za 300 miliona evra
- Prema saopštenjima NBS devizne rezerve u prva dva meseca su smanjene za oko 450 miliona evra, što je jednim delom rezultat sezonskih faktora, dok je drugim delom rezultat rasta regionalnih i unutrašnjih rizika

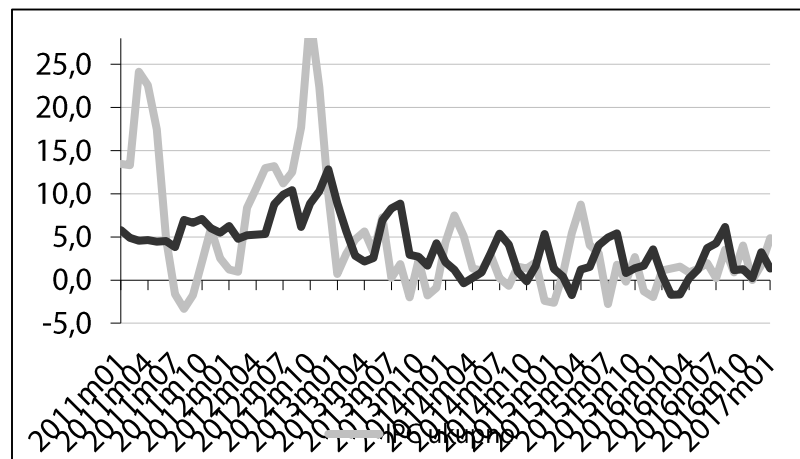
# Inflacija i kurs

- Već tri godine Srbija ostvaruje nisku i stabilnu inflaciju:
  - to je rezultat uspešne kontrole domaće tražnje
  - stabilnog kursa dinara
  - povoljnih odnosa razmene (cene energenata, hrane i dr.)
  - drugih faktora (kontrole plata, pad kamatnih stopa i dr.)
- U ovoj godini se očekuje povećanje inflacije u okviru novog ciljnog koridora
  - odnosi razmene se pogoršavaju (videti deo o spoljnoj trgovini) ovo pogoršanje će verovatno biti srednjoročno
- Rast inflacije u prva dva meseca odražava pogoršane odnose razmene, sezonske i jednokratne faktore
  - da bi se inflacija održala u koridoru važno je se fiskalnom politkom održi kontrola tražnje i zarada - nije dovoljna kontrola kursa

Međugodišnja inflacija i ciljni koridor, u %



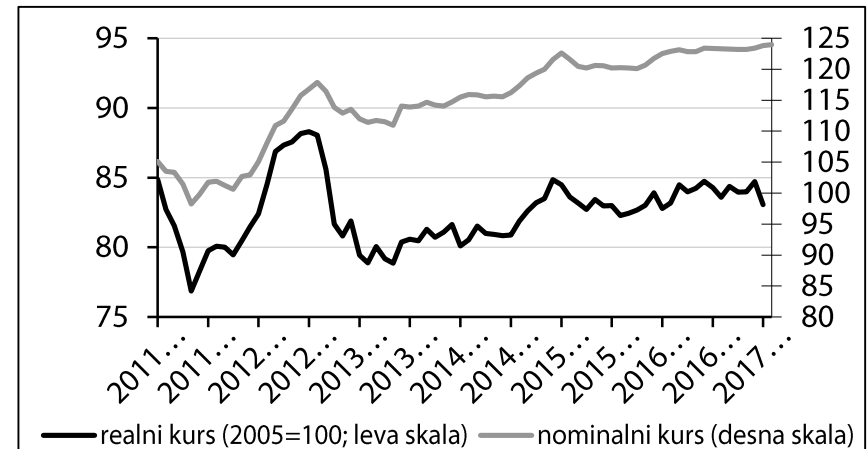
Ukupna i noseća inflacija, anualizovane serije, u %,



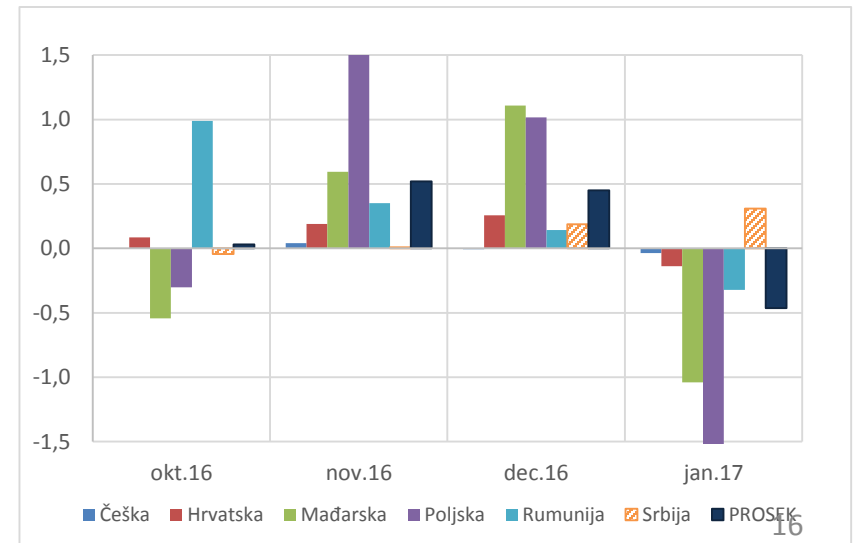
# Inflacija i kurs

- Dinar je već skoro dve godine jedna od najstabilnijih valuta u Evropi, koje su u režimu fleksibilnog kursa
- Stabilnost dinara je rezultat smanjenja deficita u tekućem računu i priliva kapitala, ali i snažnih intervencija NBS
  - intervencije u dvovalutnom sistemu opravdane
  - preterane intervencije guše tržišne signale

Nominalni i realni kurs dinara, prosek meseca



Nominalne promene kursa, u %

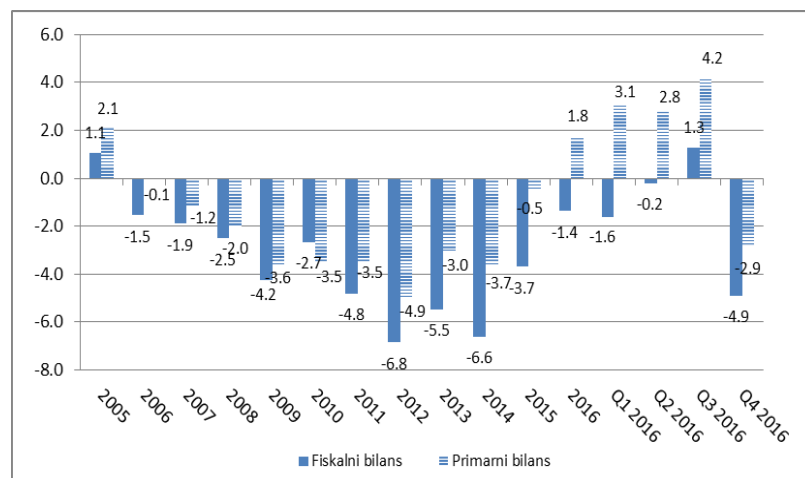




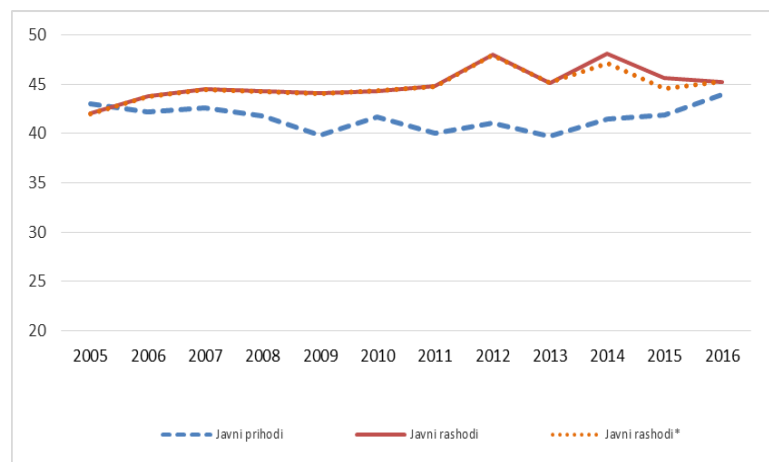
# Fiskalni tokovi – rezultati konsolidacije

- U periodu 2015-2016. ostvareno je značajno poboljšanje u javnim finansijama Srbije:
  - fiskalni deficit je smanjen sa 6,7% na 1,4% BDP
    - strukturno smanjenje je za oko 1% BDP manje (deo poboljšanja je rezultat privremenih prihoda i rashoda)
- Tokom prethodne dve godine prihodi su povećani za 2,4% BDP, a rashodi smanjeni za 2,9% BDP, povećane su javne investicije za 1% BDP
  - konsolidacija je povećala domaću štednju za preko 6% BDP
- Nešto više od pola konsolidacije je ostvareno smanjenjem rashoda
  - u uspešnim konsolidacijama smanjenje rashoda u proseku je doprinelo sa 70% smanjenju deficita
- Nastavak konsolidacije u Srbiji sprovesti kroz rashode – smanjenje subvencija i rashoda za kamate i sporijim rastom plata i penzija

**Konsolidovani fiskalni bilans i primarni bilans (% BDP)**



**Javni prihodi i rashodi, % BDP**



# Fiskalni tokovi u 2016.

- U 2016 ostvaren je realni rast poreskih prihoda od čak 7,2%
- Visok realni rast su imali skoro svi važniji poreski oblici: PDV 7,8% , Akcize 11,4%, porez na dobit 26,9%, PDG 4,5%, doprinosi 3,2%
  - rast je posledica rasta poreskih osnovica (potrošnje, zarade, profita i dr), ali i suzbijanja sive ekonomije i odloženog efekta povećanja poreskih stopa
- Značajno su povećani i neporeski prihodi
  - da li je opravdano da država uzima veliki deo profita JP i sredstva namenjena investicijama troši, dominantno za tekuću potrošnju?
- Javni rashodi su realno veći za 1,9% - manje od BDP, ali su oni još uvek 45,2% BDP, veći nego u sličnim zemljama za oko 3 p.p.
- Struktura rasta javnih rashoda je dobra
  - javne investicije su povećane za 20%, ali su i dalje niske 3,5% BDP
  - tekući rashodi su minimalno porasli (0,4% BDP), ali su i dalje visoki
- Potrebno je smanjenje ukupnih rashoda za 2-3% BDP uz povećanje učešća javnih investicija za oko 1% BDP

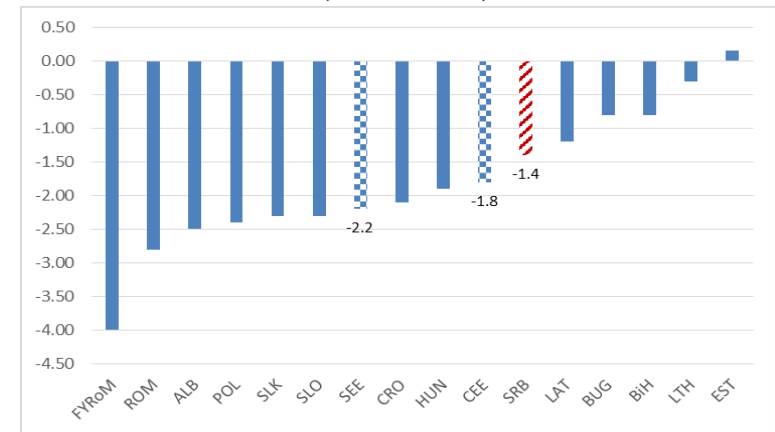
# Kratkoročni fiskalni tokovi

- U poslednjem kvartalu 2016. i na početku 2017. nastavljaju se povoljni fiskalni trendovi
  - poreski prihodi ostvaruju visok rast, javni rashodi sporije rastu, ali se njihov rast ubrzava
  - u poslednjem kvartalu 2016. ostvaren je fiskalni deficit od 52,5 mlrd dinara
    - usled sezonskog povećanja rashoda i izmirenja vanrednih obaveza
- U januaru 2017. godine ostvaren je fiskalni suficit od 19,7 milijardi dinara – sezonski faktori

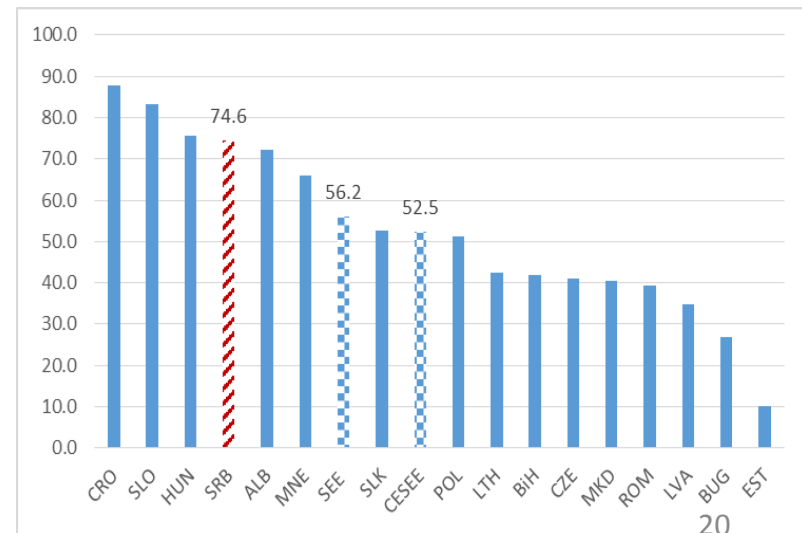
# Fiskalni tokovi i politika

- Fiskalna konsolidacija nije završena - javni dug je visok iznosi oko 74% BDP
  - za njegovo znatnije smanjenje potrebno je da se deficit stabilizuju ispod 1% BDP
- Postoje rizici da se to ne dogodi:
  - preduzeća pod državnom kontrolom nisu restrukturirana ni privatizovana
  - najavljuje se smanjenje poreza i značajno povećanja plata i penzija
    - umesto smanjenja poreza bolje je prihodno neutralna promena strukture poreza
    - umesto dodatnog povećanja plata i penzija povećanje investicija
    - plate i penzije povećati redovno početkom naredne godine
  - iščezavanje privremenih ušteda (neplansko smanjenje zaposlenosti), iščezavanje privremenog rasta prihoda (dividende javnih preduzeća, uzimanje 10% od zarada u javnim preduzećima i dr.)

**Konsolidovani fiskalni bilans u CIE u 2016. godini (% BDP-a)**



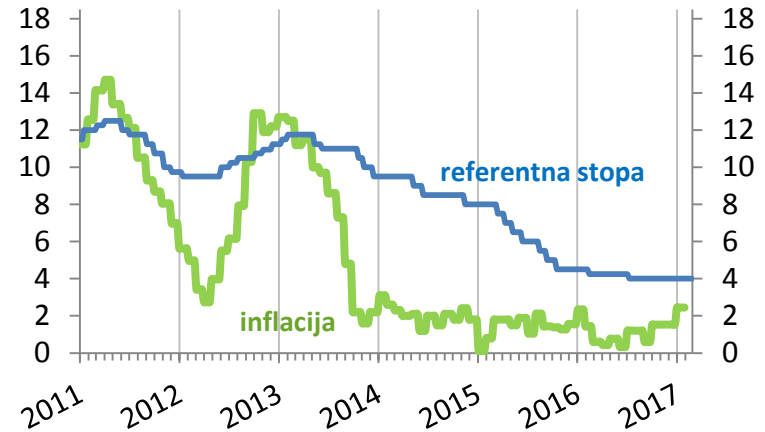
**Javni dug u Centralnoj, istočnoj Evropi na kraju 2016 (BDP)**



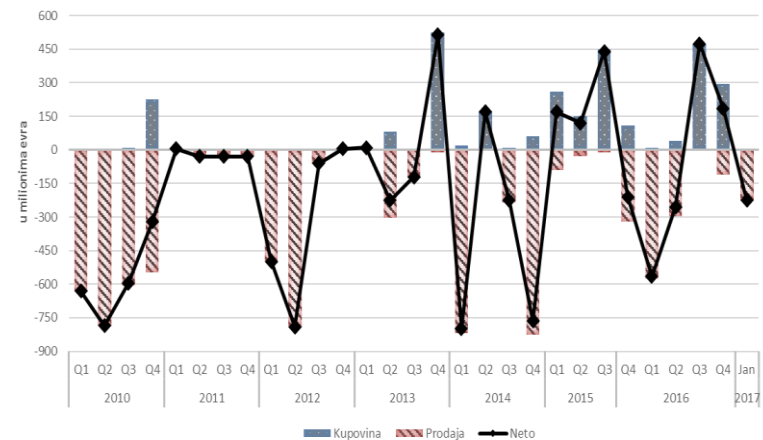
# Monetarna politika

- NBS je tokom prethodne godine nastavila smanjenje referentne kamatne stope
- Dodatno smanjenje referentne stope je opravdano tek kada se inflacija stabilizuje oko donje granice ciljnog koridora
  - opravdano je smanjenje širine ciljnog koridora na  $\pm 1$
- Intervencijama na deviznom tržištu NBS je kontrolisala inflaciju i odžavala finansijsku stabilnost
  - preterane intervencije guše tržišne signale

## Inflacija i referentna stopa NBS



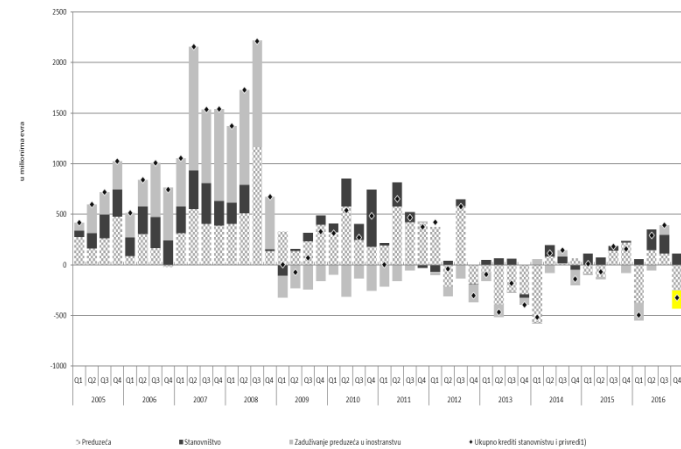
## Intervencije NBS na deviznom tržištu



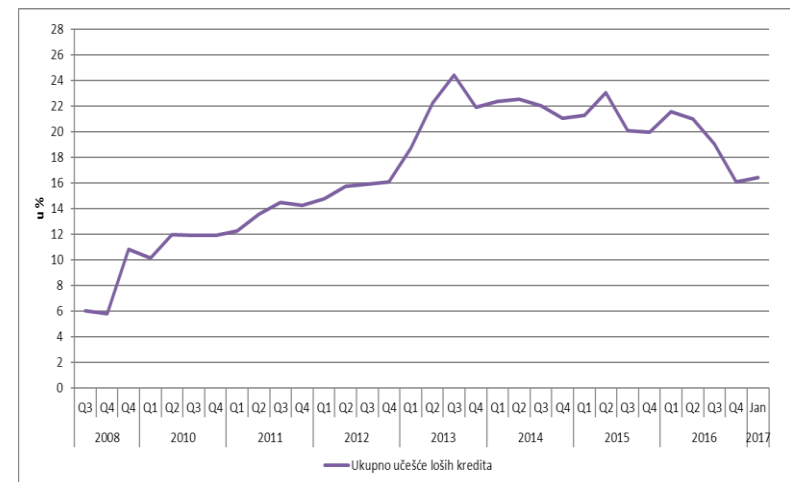
# Bankarski sektor

- Kreditna aktivnost banaka prema nedržavnom sektoru tokom 2016. je realno stagnirala
  - krediti domaćinstvima su kontinuirano rasli tokom godine
  - nakon rasta u Q2 i Q3 krediti privredi u Q4 opadaju
    - pad u Q4 je posledica otpisa/prodaje loših kredita
    - bez toga krediti i u Q4 rastu
  - učešće loših kredita je u 2016. smanjeno za oko 4 procenta poena, ali je i dalje na visokih 17%

Promena stanja kredita, milioni evra



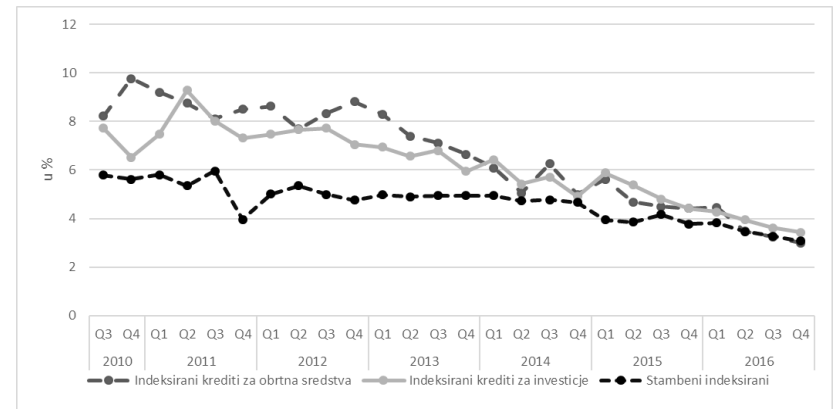
Loši krediti u %



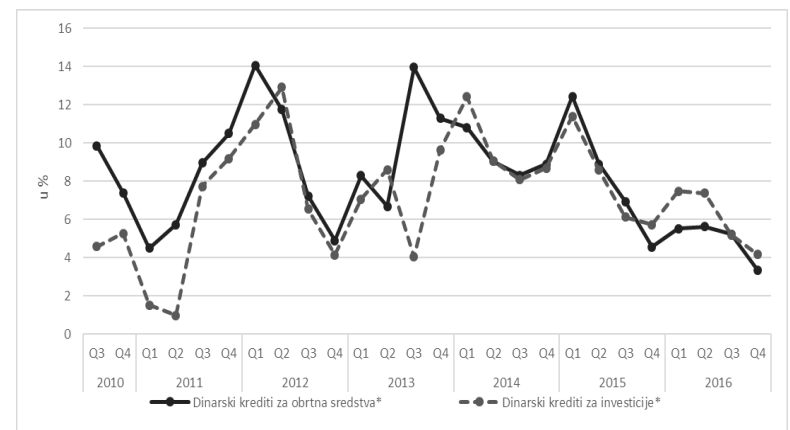
# Bankarski sektor

- Kamatne stope su nastavile pad tako da su u prošloj godini dostigle istorijski minimum od početka slobodnog formiranja
  - kamatne stope malo veće nego u CE
- Kamatne stope na indeksirane kredite opadaju umereno i postojno, dok realne kamatne stope na dinarske kredite imaju trend pada uz velike oscilacije, usled variranja inflacije
- U budućnosti se može očekivati umeren pad kamatnih stopa – postepena konvergencija ka EU
  - uslov za to je poboljšanje kreditnog rejtinga zemlje
- Poboljšanje kreditnog rejtinga je važno i da se očekivano povećanje kamatnih stopa u EU ne bi prenelo na Srbiju

## Kamatne stope na devizne kredite u %



## Realne kamatne stope na dinarske kredite u %



Hvala na pažnji!