

Prezentacija QM41

Sadržaj

- Noviji makroekonomski trendovi
- Ekonomska politika i reforme
- Osvrti:
 - Grčka kriza - uzroci, mitovi i pouke (Randelović, Arsić)

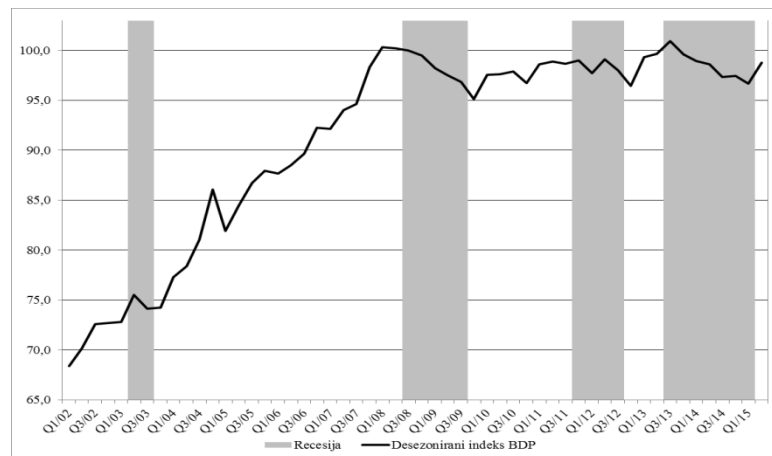
Makroekonomski trendovi

- Tokom prethodnog dela godine nekoliko važnih indikatora stanja privrede Srbije je poboljšano:
 - privreda je izašla iz recesije
 - fiskalni i spoljni deficit su smanjeni
 - stanje na tržištu rada je verovatno poboljšano
 - inflacija je niska
- Ipak radi se samo o početnim rezultatima, stanje u privredi Srbije je znatno slabije nego u drugim evropskim zemljama: rast je sporiji, nezaposlenost znatno veća, fiskalni i spoljni deficit su i dalje visoki
- Da bi se stanje popravilo potrebna je istrajnost u održanju makroekonomske stabilnosti i sprovođenju reformi

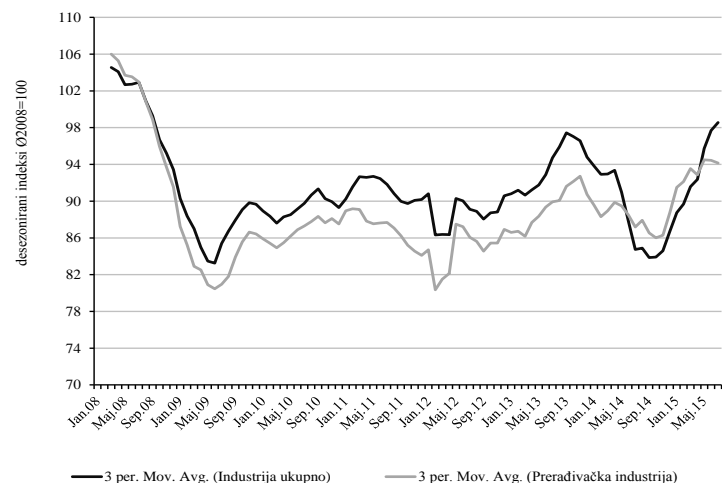
Privredna aktivnost

- Privreda Srbije je u Q2 izašla iz recesije u kojoj je bila od sredine 2013. godine
- U Q2 BDP je porastao za 1% u odnosu na isti period prethodne godine, odnosno za 2,2% u odnosu na prethodni kvartal
- Izlazak iz recesije potvrđuje i kretanje drugih makroekonomskih pokazatelja zaposlenosti, industrijske proizvodnje, izvoza i dr.
- Glavni pokretači oporavka na strani tražnje su izvoz i investicije, što je poželjno
 - ... državna i privatna potrošnja opadaju
- Nosioi oporavka su industrija – proizvodnja razmenjivih dobara i građevinarstvo - indikator kretanja investicija
- Rast je održiv, jer se ostvaruje uz smanjenje unutrašnjih i spoljnih neravnoteža
 - fiskalni deficit opada, inflacija je niska
 - spoljni deficit opada

Desezonirani BDP, 2008=100



Industrijska proizvodnja



Privredna aktivnost

- Procenjujemo da će BDP u ovoj godini porasti za 0,5-1%, da nije bilo suše rast bi iznosio preko 1%
- Rast privrede u godini kada je domaća tražnja preko fiskalne konsolidacije smanjena za 2% BDP predstavlja iznenađenje za ekonomiste (uključujući i QM), međunarodne finansijske organizacije, Vladu, NBS
- Razlozi neočekivanog rasta su:
 - Povoljne međunarodne okolnosti
 - pad cena nafte, gasa, ruda omogućio je održanje/rast proizvodnje u petrohemijskom kompleksu, metaloprerađivačkoj industriji, .. ublažen je pad domaće tražnje
 - Oporavak zemalja u EU, dodatni pad kamatnih stopa
 - Poboljšani uslovi poslovanja
 - uklanjanje prepreka za gradnju uz ubrzanje javnih investicija podstaklo je rast građevinarstva, pad cena stanova i kamatnih stopa
 - promene zakona o radu podstakle su investicije i zapošljavanje
 - makroekonomska stabilnost dodatno je ublažila pad lične potrošnje/domaće tražnje
 - jednokratni faktori - rast proizvodnje struje u letnjim mesecima

Privredna aktivnost

- Pобољшanje u odnosu na prethodnu godinu i bolji rezultati u odnosu na prognoze ne predstavljaju argumente za samozadovoljstvo, usporavanje fiskalne konsolidacije i reformi
- Privredni rast Srbije u 2015. godini će biti među najnižim u Evropi
 - U EU se očekuje rast od 1,8% , a u Centralnoj i Istočnoj Evropi oko 2,5%, samo u Hrvatskoj se očekuje rast ispod 1%
- Rast je i dalje znatno ispod srednjoročnog cilja od 3-4%, odnosno rasta od oko 5% u nešto dužem periodu
- Slabiji rezultati Srbije su posledica kašnjenja u sprovođenju reformi od preko jedne decenije, ali i kašnjenja u sprovođenju fiskalne konsolidacije od najmanje 3 godine

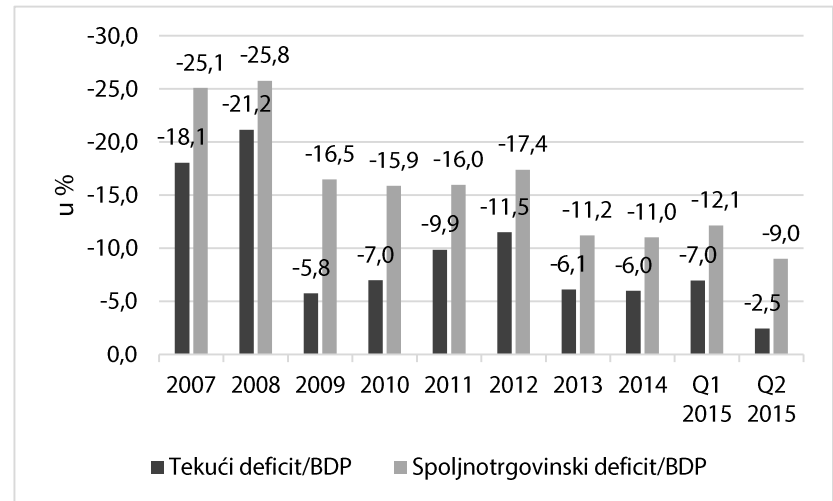
Privredna aktivnost

- Za ubrzanje rasta u narednim godinama presudan je rast investicija sa 18-20% BDP na oko 25% BDP
- Država može direktno da doprinese tome povećanjem javnih investicija sa 3% na 4-5% BDP
- Međutim za ubrzanje rasta je ključno povećanje domaćih i stranih privatnih investicija – država na njih utiče samo indirektno
 - unapređenjem privrednog ambijenta (finansijske discipline, okončanje privatizacije, efikasnije pravosuđe, katastar, bolje obrazovanje, moderna infrastruktura...)
 - učvršćenjem makroekonomske stabilnosti (fiskalni deficit oko 1% BDP, tekući platni deficit 3-4 % BDP, rešavanje problema loših kredita, niska inflacija)
 - u globalizovanom svetu za rast je važna adekvatna politika kursa
- Podsticanje rasta povećanjem domaće tržanje preko rasta plata i penzija ima ograničene domete,..., a povećalo bi makroekonomske neravnoteže

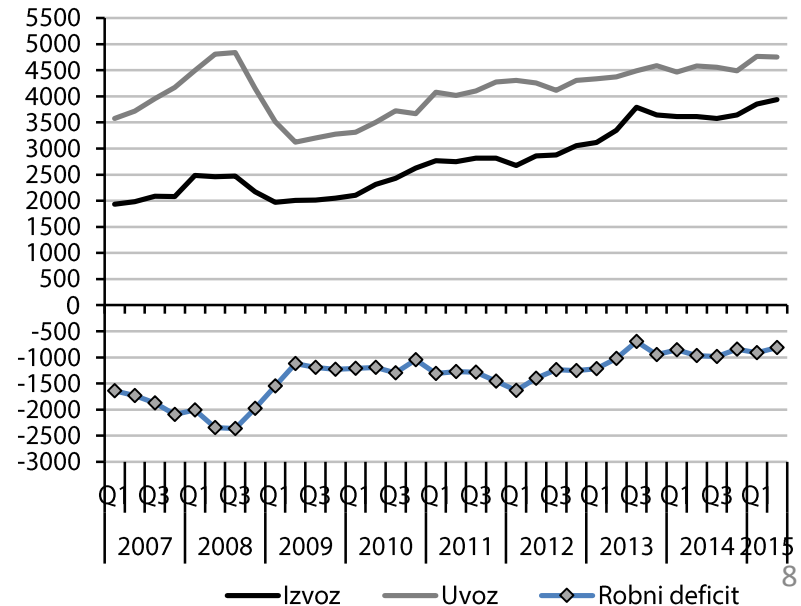
Spoljnoekonomski odnosi

- Trendovi u tekućem platnom bilansu su poboljšani, dok u finansijskom računu nema većih poboljšanja
- Deficit tekućeg platnog bilansa u Q2 iznosi samo 2,5% BDP, na nivou godine očekuje se deficit od oko 4 % BDP
- Spoljnotrgovinski deficit opada
 - u Q2 izvoz je porastao za 10,1%, a uvoz za 5,1% u odnosu na isti kvartal prethodne godine
 - usled rasta prerađivačke industrije u Srbiji, oporavka EU, poboljšanja uslova trgovine za 2,7%
- Postoji veliki prostor za rast izvoza koji u Q2 iznosi 47% BDP, u sličnim zemljama u okruženju oko 80% BDP
- Poboljšanju platnog bilansa doprinose doznake sa 7,2% BDP
- Spoljni dug je visok - oko 82% BDP

Tekući spoljnotrgovinski bilans



Izvoz, uvoz i deficit



Spoljnoekonomski odnosi

- Finansijski bilans u Q2 je približno u ravnoteži
 - priliv kapitala po osnovu stranih direktnih investicija bio je približno jednak odlivu po osnovu razduživanja
- Promena strukture stranog kapitala od kredita ka investicijama je poželjna, ali su investicije niske
 - rast direktnih stranih investicija je uslov za ubrzanje rasta dok se ne poveća domaća štednja

Restrukturiranje privrede ka održivom modelu rasta

- Restrukturiranje privrede Srbije traje već nekoliko godina:
 - izvoz raste brže od uvoza: u odnosu na prvu polovinu 2007. godine izvoz je dupliran, uvoz je povećan za 30%
 - industrija raste brže od BDP
 - fiskalni deficit i inflacija su smanjeni
- Potrebno je još dosta da bi se došlo do održivog rasta
 - investicije i izvoz su niski u odnosu na BDP, državna i privatna potrošnja je visoka
 - učešće industrije, poljoprivrede i drugih razmenljivih sektora u BDP je nisko
 - spoljni i fiskalni deficit još uvek su visoki

Tržište rada

- Prema Anketi o radnoj snazi osnovni indikatori tržišta rada u Q2 su značajno poboljšani
- U Q2 u odnosu na isti period prethodne godine:
 - ukupna zaposlenost je povećana za 6,6% (158 hiljada)
 - formalna zaposlenost je povećana za 10,2% (194 hiljade)
 - neformalna je opala za 7% (36 hiljada)
- Određena poboljšanja na tržištu rada verovatno postoje
 - ukupna zaposlenost verovatno raste (ali minimalno), rad na crno se smanjuje
- Ali velika poboljšanja koje pokazuje ARS nisu u skladu sa kretanjem BDP, potrošnje građana, poreza i doprinosa na rad
 - ni u jednoj evropskoj zemlji nisu zabeležana ni približno tolika poboljšanja na tržištu rada, mada u nekima od njih BDP raste 3-4%

Tržište rada

- Podaci o rastu formalne zaposlenosti u nekim delatnostima su prilično sumnjivi:
 - značajno raste zaposlenost u sektorima u kojima dominira država
 - u obrazovanju u Q2 zaposleno je 24 hiljade više nego u istom kvartalu prethodne goidne, u zdravstvu 15 hiljada više!?
 - podaci ministrastava o broju zaposlenih, rashodi države za plate ukazuju na pad broja zaposlenih u državnom delu ovih delatnosti
 - nije veovatno da je ceo navedeni rast ostvaren u privatnim segmentima obrazovanja i zdravstva
 - rast u nekim delovima privatnog sektora je sumnjiv:
 - u finansijskim delatnostima i delatnosti osiguranja broj zaposlenih je povećan za 34,4%
- Rast zaposlenosti u nekim delatnostima (prerađivačka industrija i dr.) u skladu je sa kretanjem privredne aktivnosti

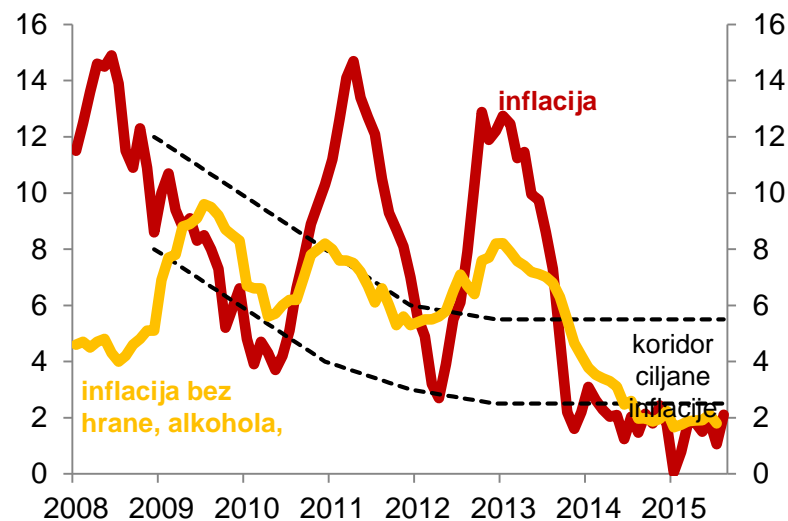
Tržište rada

- Pad realnih zarada se nastavlja u Q2
- U Q2 u odnosu na isti period prethodne godine
 - ukupne zarade su realno opale za 2,3%
 - zarade u sektoru opšte države su realno smanjene za 11,9%
 - u privatnom sektoru su povećane za 2,9%
- Razlika u zaradama između opšte države i privatnog sektora se i dalje smanjuje i u Q2 iznosi 3%

Inflacija i kurs

- Inflacija tokom Q2, jula i avgusta fluktuirala pod uticajem sezonskih faktora i korekcije administrativno kontrolisanih cena
- U celom periodu inflacija je ispod donje granice koridora
 - niska domaća tražnja,
 - poboljšani odnosi razmene,
- U avgustu inflacija je bila blizu donje granice ciljnog koridora(2,1%)
- Ne očekujemo da će ući i cijni koridor do kraja ove i u prvim mesecima naredne godine
- Prosečna inflacija u odnosu na prethodnu godinu iznosiće oko 1,6%, što je manje od planiranih 2,7%
- Niža inflacija smanjuje nominalni BDP, poreske prihode, umanjuje efekte fiskalne konsolidacije
- ... nastaviti sa smanjivanjem restriktivnosti monetarne politike dok se inflacije ne približi sredini ciljnog koridora

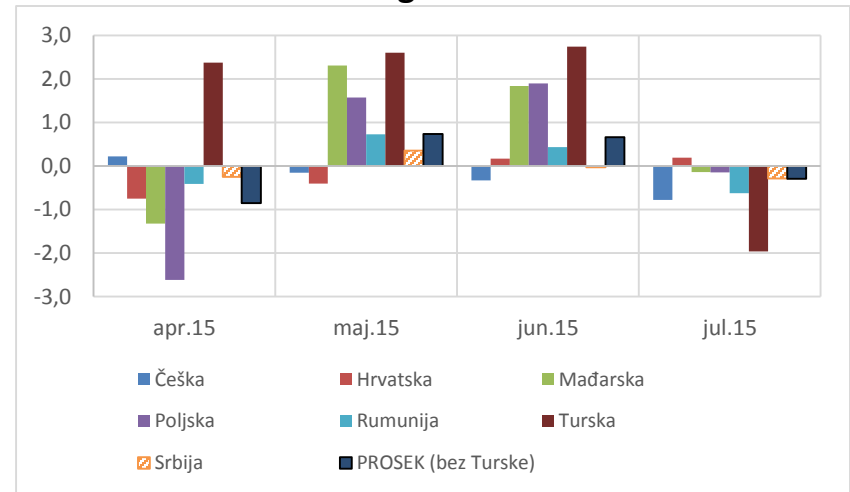
Međugodišnja inflacija u %



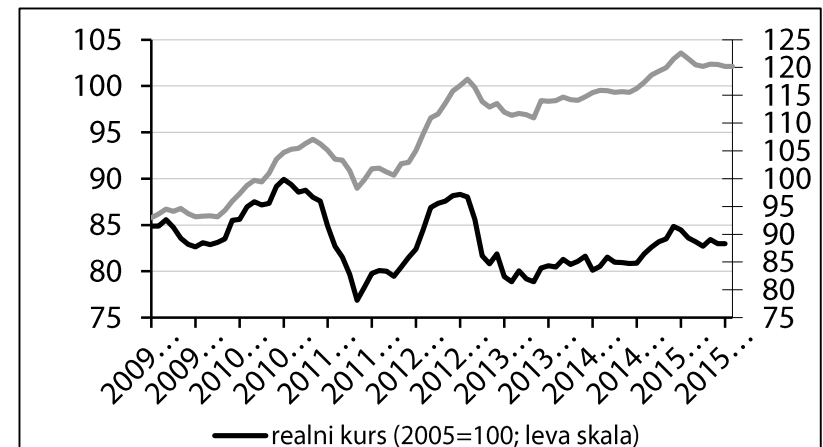
Inflacija i kurs

- Nominalni kurs već nekoliko meseci je skoro fiksiran
 - građani i investitori podržavaju takvu politiku
 - ali država treba do vodi računa o dugoročnim efektima
 - dobro je što je NBS tokom Q2 snažnim intervencijama sprečila jačanje dinara
 - ali je za rast izvoza, BDP i zaposlenosti poželjna umerena deprecijacija

Promene nominalnog kursa u %



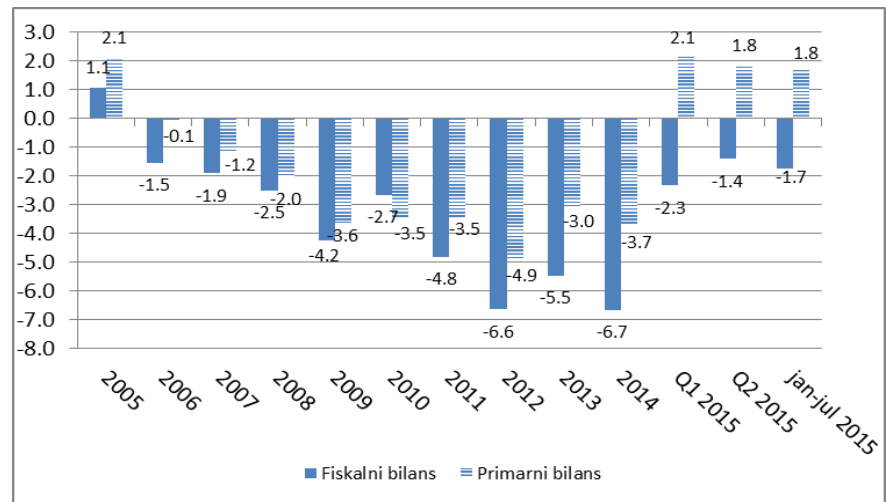
Nominalni i realni kurs dinara



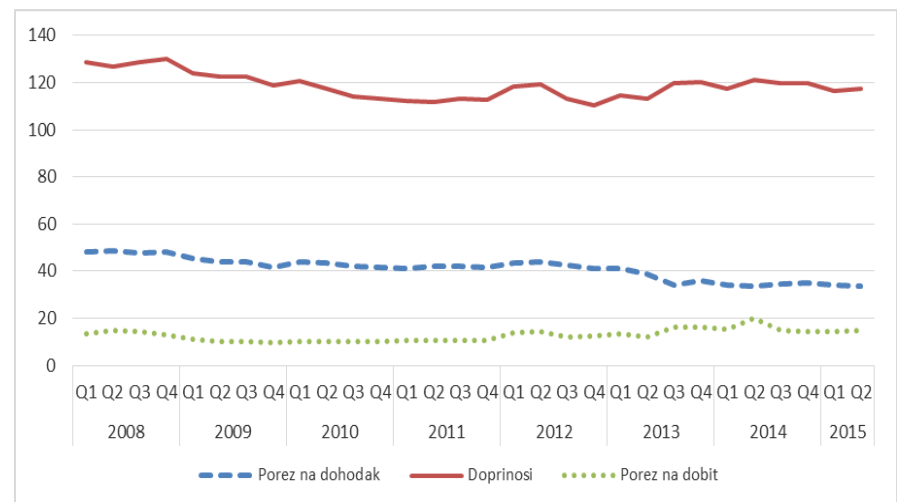
Fiskalni trendovi

- Nastavljaju se dobri rezultati u javnim finansijama
 - fiskalni deficit u prvih sedam meseci 2015. iznosi 39,4 mlrd. dinara (oko 1,7% BDP-a) a u periodu april-jul 1,4% BDP-a
- U periodu jan- jul
 - ukupni prihodi su realno povećani za 4,2%
 - poreski prihodi realno niži za 0,3%,
 - neporeski prihodi su veći za 47,3%
 - prihodi od PDV su povećani za 1,2%, akciza 2,5%, carina 7,2%
- Prihodi od doprinosa su realno niži za 2%, a od poreza na dohodak su veći za 0,3 – što nije u skladu sa rastom formalne zaposlenosti od 10% i padom realnih zarada od 2%
- U Q2 usporava se rast poreskih i neporeksih prihoda, ali su i dalje bolji od plana

Fiskalni deficit (% BDP)



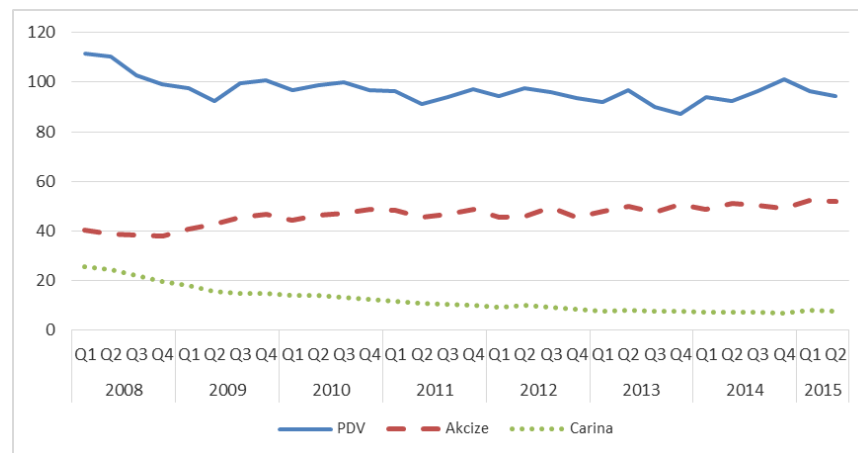
Prihodi od poreza na faktore proizvodnje



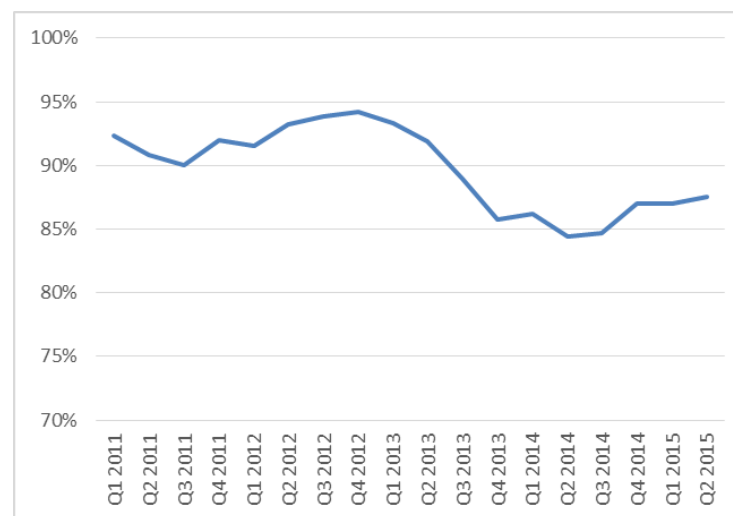
Fiskalni trendovi - prihodi

- Veći poreski prihodi od plana su posledica suzbijanja sive ekonomije - efekat 25 do 30 mlrd
- Postoji dodatni prostor za suzbijanje sive ekonomije – u slučaju PDV još nije dostignuta naplata iz 2012. godine
- Veći rast realnog BDP od plana nije uticao na rast poreskih prihoda:
 - nosioci rasta su izvoz i investicije koji donose male poreske prihode
 - manja inflacija od planirane neutralisala je veći deo realnog rasta BDP
- Uvođenje akciza na struju će uticati na rast poreskih prihoda u drugom delu godine
- Neporeski prihodi će na nivou cele godine rasti, ali će njihov rast u drugoj polovini godine biti sporiji

Prihodi od poreza na potrošnju



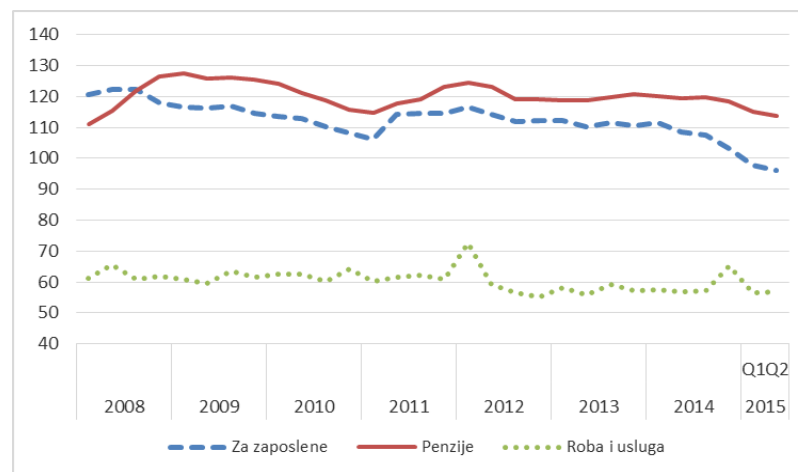
Efiskanost u naplati PDV



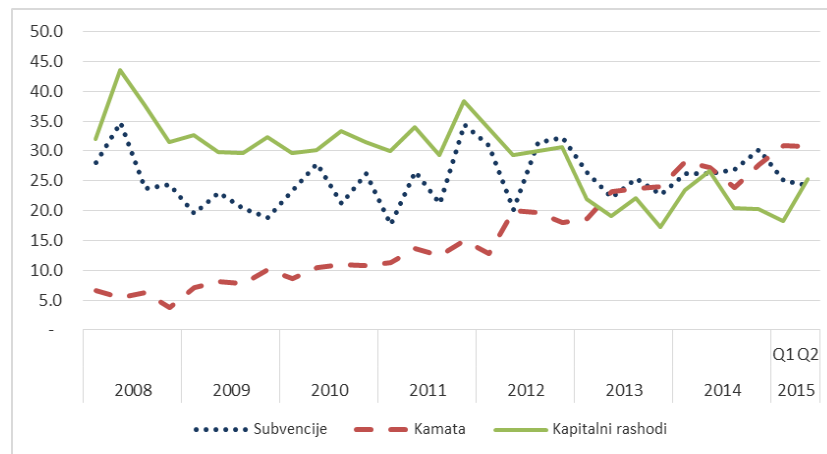
Fiskalni trendovi -rashodi

- Javni rashodi su u prvih sedam meseci realno manji za 3,6% u odnosu na isti period prethodne godine
 - još uvek su visoki 44% BDP
- Najviše su opali rashodi za zarade 12,2%, subvencije 6,6% i penzije 4,5%,
- Kapitalni rashodi su manji za 5,2%, ali poslednjih meseci snažno rastu – naročito rashodi za infrastrukturu
 - ipak će biti ispod 3% BDP u celoj godini
- Rashodi za kamate su veći za skoro 15% u odnosu na isti period prethodne godine

Odabrani rashodi, cene 2014.

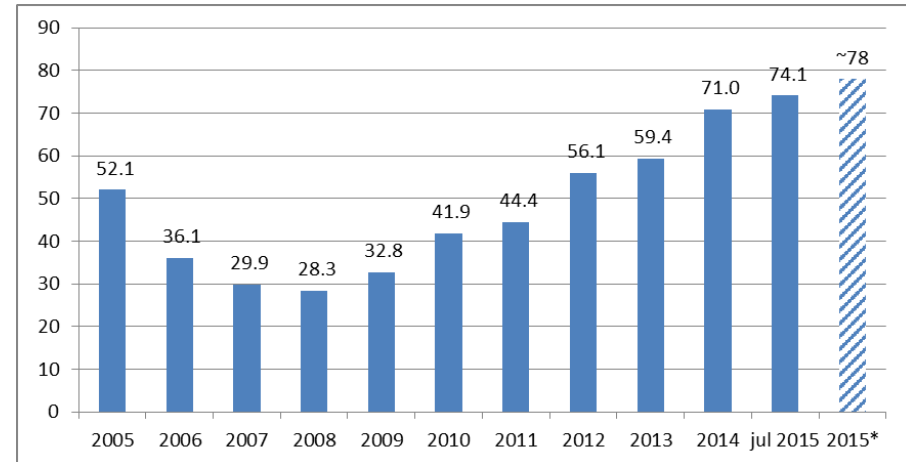


Odabrani rashodi, cene 2014.



Javni dug

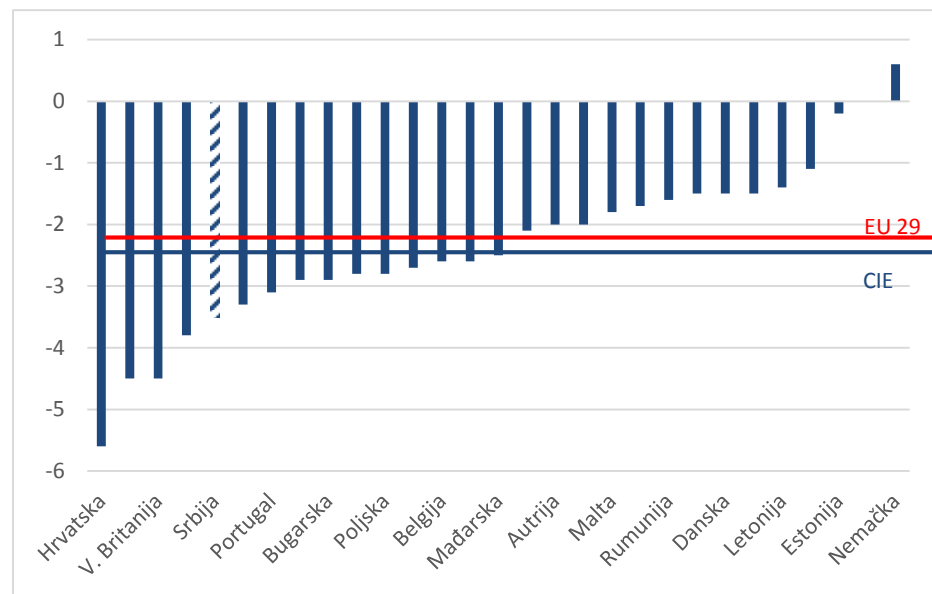
- Javni dug Srbije na kraju jula iznosio je 24 mlrd. evra (74,1% BDP-a) ...sa negarantovim dugom lokalnih zajednica – 75,3% BDP-a
- Javni dug će na kraju 2015. iznositi oko 78% BDP, država će se zadužiti za oko još miiijardu evra



Projekcija fiskalnog rezultata u 2015. godini

- U 2015. godini se očekuje konsolidovani deficit od oko 140-160 mlrd dinara (3,5-4% BDP)
- ...što predstavlja znatno poboljšanje u odnosu na prošlu godinu, kao i u odnosu na plan za 2015.
- Fiskalni deficit će biti među većim u Evropi i znatno veći u odnosu na srednjoročni cilj – deficit od 1% BDP

Fiskalni deficit u Srbiji i EU u 2015. (% BDP)



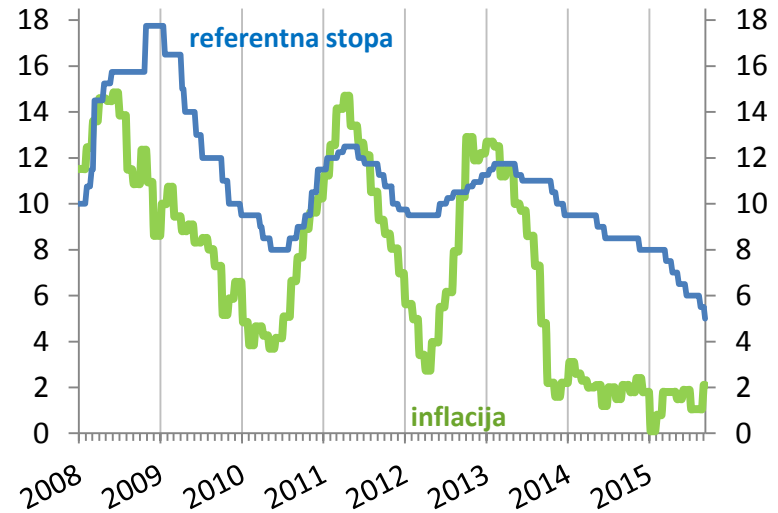
Fiskalna politika u srednjem roku

- Rano je za ublažavanje glavnih mera fiskalne konsolidacije
 - u tom slučaju deficit bi u naredne dve-tri godine ostao iznad 3% BDP, dok bi odnos dug/BDP prešao preko 80%
 - eventualni rast deficita u odnosu na ovu godinu bi doveo u pitanje poverenje u Vladu Srbije - za poverenje je važno da deficit opada iz godine u godinu, umesto da se kreće po cik-cak putanji
 - bilo bi dobro da se revidira plan dinamike deficita u sporazumu sa MMF tako da već 2017. deficit padne ispod 3% BDP
 - polaznu osnovu treba da predstavljaju rezultati u ovoj godini, a ne ranije projekcije
 - eventualna vanredna poboljšanja bi trebalo iskoristiti za rast javnih investicija, umesto za povećanja plata i penzija

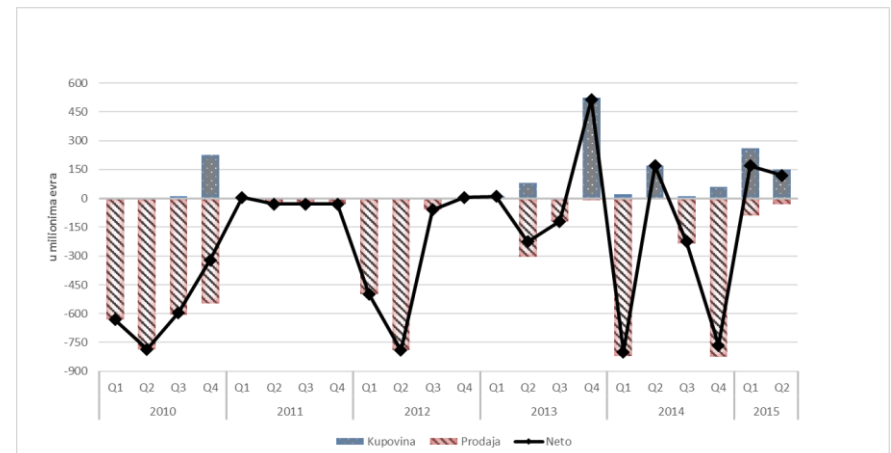
Monetarna politika

- NBS nastavlja sa smanjivanjem restriktivnosti monetarne politike
 - referentna kamatna stopa je sukcesivno smanjivana za po 0,5 p.p.
 - u septembru je dostigla novi istorijski minimum od 5%
 - usvojena je odluka o sukcesivnom smanjenju stopa obaveznih rezervi na devizne depozite – ova mere će dodatno povećati likvidnost banaka
 - verovatno će kretanje cene i kursa u narednim mesecima opravdati dodatno smanjenje restriktivnosti monetarne politike
- NBS je tokom Q2 snažno intervenisala na deviznom tržištu kako bi sprečila jačanje dinara
 - ovakva politika podržava konkurenost privrede
 - NBS bi trebala da deluje asimetrično da dozvoli umereno slabljenje i sprečava jačanje dinara

Inflacija i referentna stopa NBS



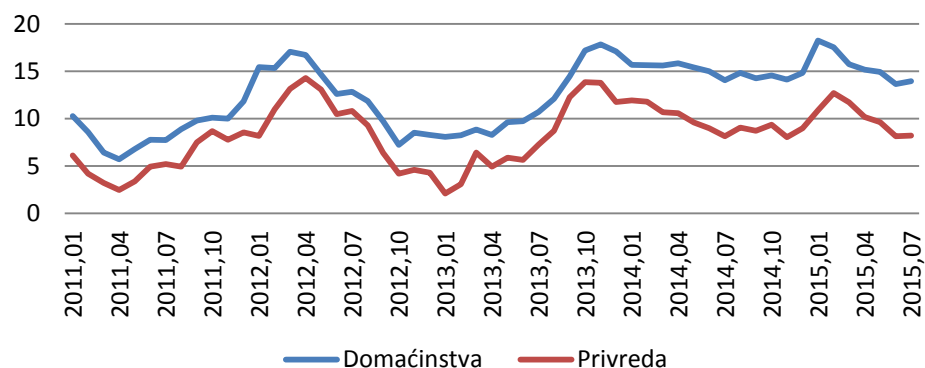
Intervencije NBS na deviznom tržištu



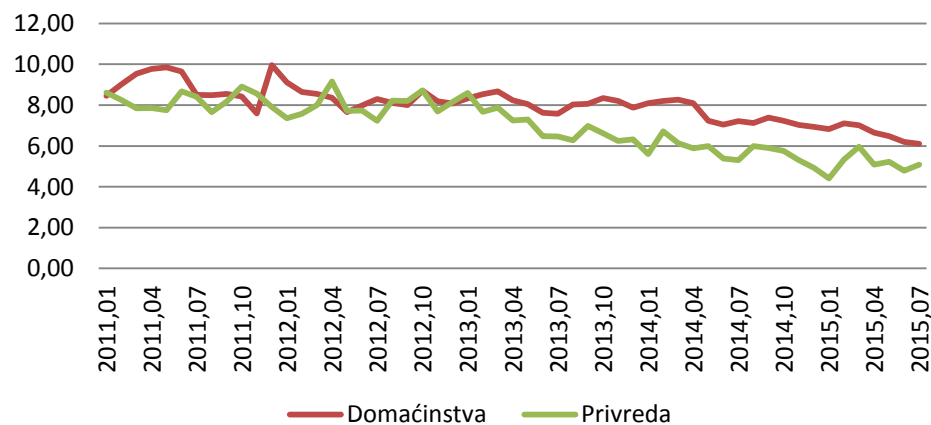
Kamatne stope na kredite banaka

- Realne kamatne stope na nove dinarske kredite još uvek su visoke, naročito za domaćinstva
- Realne kamatne stope na nove evro i indeksirane kredite opadaju:
 - U odnosu na 2011. opale su za građane za preko 25% (2,4 p.p), dok su za privredu smanjene za blizu 40% (3 p.p)
- Velika razlika između kamatnih stopa na dinarske i devizne kredite:
 - skupih izvora na dinarske kredite
 - rizik promena kursa

Realne kamatne stope na dinarske kredite u %



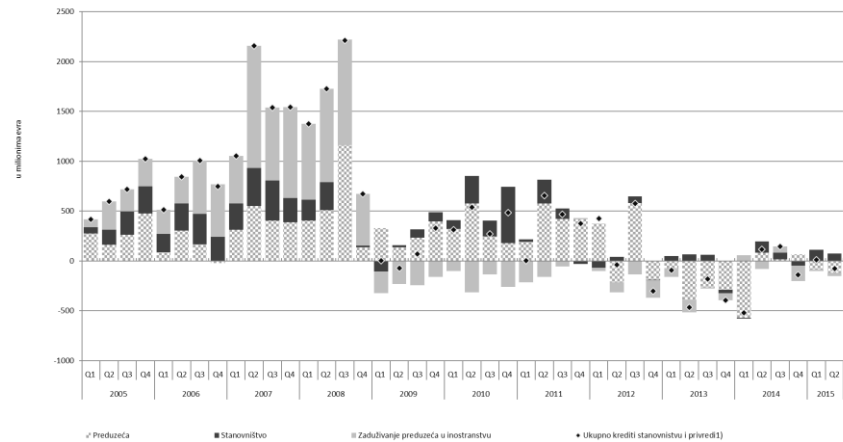
Kamatne stope stopa na evro kredite i kredite indeksirane u evrima u %



Kreditni banaka

- U Q2 kreditna aktivnost banaka prema privatnom sektoru i dalje opada
 - krediti privredi opadaju (-121 miliona evra)
 - krediti građanima rastu (+75 miliona evra)
- Za razliku od Q1 u Q2 povećavaju se izvori za nove plasmane
 - depoziti građana i privrede rastu, naročito dinarski, kamtne stope na devine depozite su vrlo niske (+165)
 - kapital i rezerve banaka rastu (+157)
 - i dalje se vraćaju krediti prema inostranstvu (-114 miliona evra)
- Moguće je da su stvoreni uslovi za početak rasta kreditne aktivnosti, najpre prema građanima potom i prema privredi

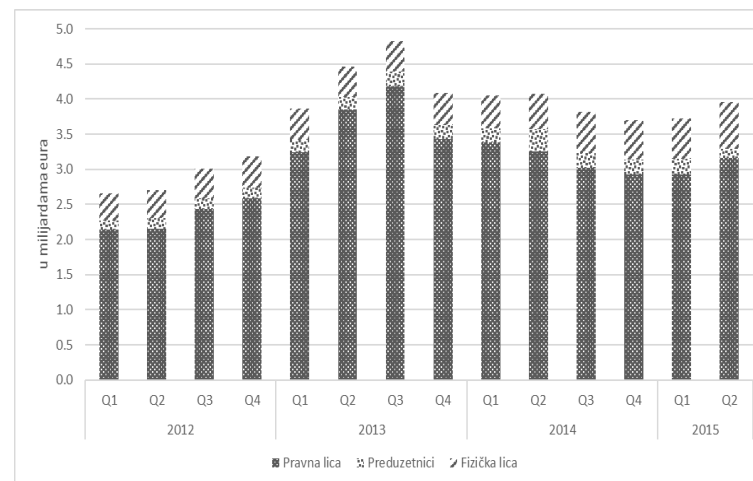
Promene kredita, milioni evra



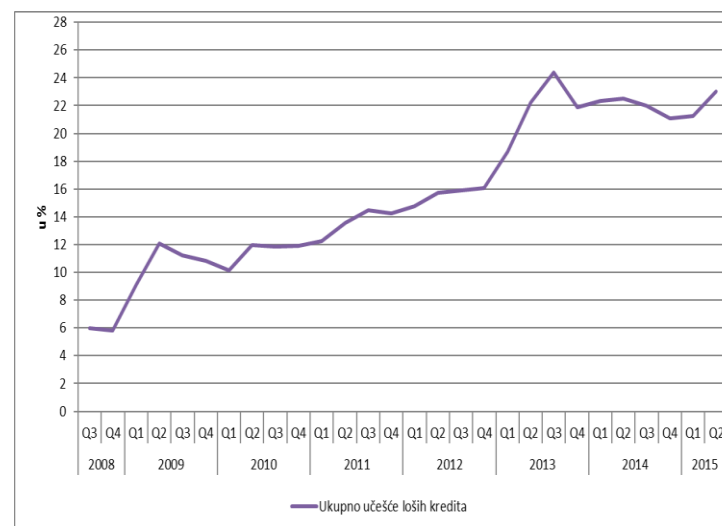
Problem loših kredita

- Učešće loših kredita ispoljava neobičajene varijacije...ali ne pada ispod visokog nivoa od 20%
- Čekaju se rezultati detaljne analize banka
- NBS je avgustu usvojila akcioni plan za sprovođenje *Strategije za rešavanje problematičnih kredita*
- Rešavanjem problema loših kredita otklonili bi se rizici za javne finansije i pokrenula kreditna aktivnost

Loši krediti u mlrd evra



Loši krediti u %



Grčka kriza

– uzroci, mitovi i pouke

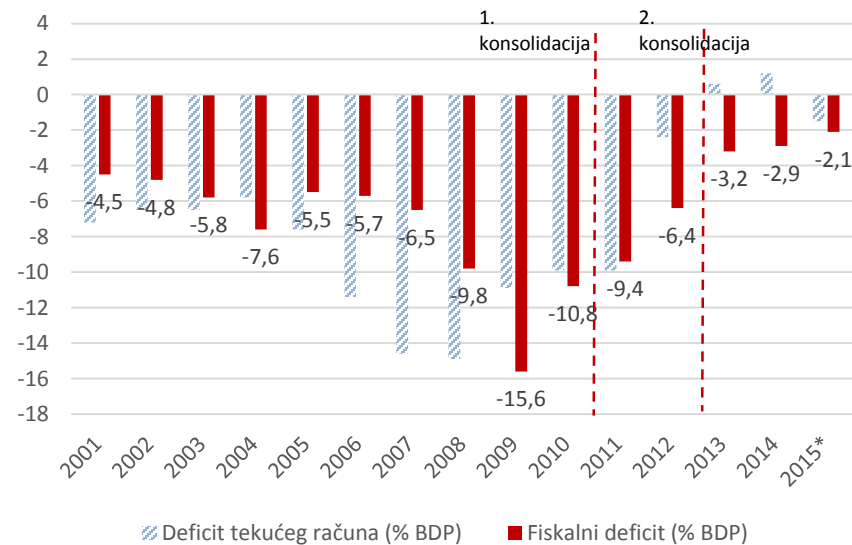
Saša Randelović

Milojko Arsić

Uzroci krize u Grčkoj

- Dinamičan rast privrede grčke (4,2%) od 2001. do 2008. – zasnovan na rastu lične i državne potrošnje
- Rast praćen spoljnom i unutrašnjom neravnotežom
 - Deficit tekućeg računa platnog bilansa (2001-2008.) u proseku 9,3% BDP: rast zasnovan na potrošnji/uvozu, niska konkurentnost, nemogućnost korišćenja kursa
 - Fiskalni deficit 6,3% BDP: diskrecione mere (smanjenje poreza, povećanje rashoda), odustajanje od penzijske reforme 2001, apsorpcija, korupcija/siva ekonomija

Grčka: deficit tekućeg platnog bilansa i fiskalni deficit (% BDP)

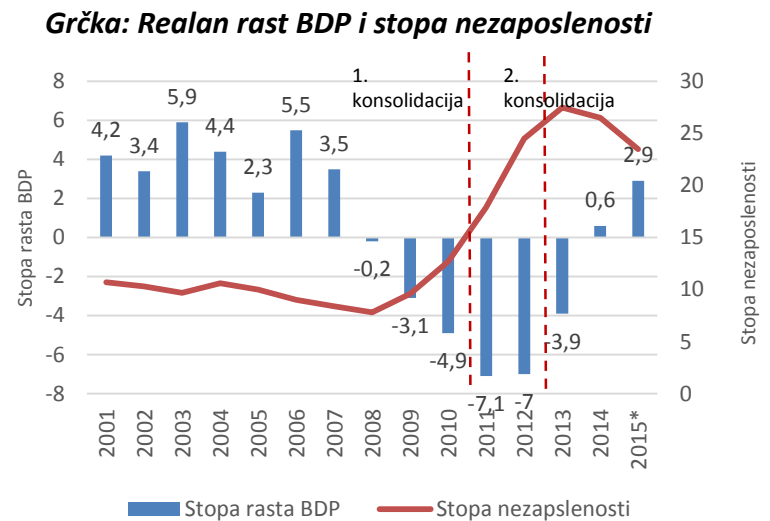


Uzroci krize u Grčkoj

- Spoljna i unutrašnja neravnoteža učinile zemlju zavisnom od priliva kapitala iz inostranstva
- Svetska ekonomska kriza i pad poverenja investitora usled otkrića da je fiskalni deficit znatno veći od objavljenog doveli do recesije
- Ograničen pristup svetskom finansijskom tržištu primorali Grčku na sklapanje programa sa EU, ECB, MMF – fiskalna konsolidacija i strukturne reforme:
 - Prvi program: kraj 2010.
 - Drugi program: kraj 2012.
 - Treći program: avgust 2015.
- Prvi i drugi program dali rezultate u 2014:
 - Rast BDP +0,6%
 - Nezaposlenost opala za 3 pp (na 23,5%)
 - Fiskalni deficit 2,9% BDP
 - Suficit u tekućem računu platnog bilansa (+1,2% BDP)
- Kolebanje u sprovođenju reformi u 2015, delimično narušilo ostvarene rezultate

Mitovi u vezi sa krizom u Grčkoj

- **Mit 1: Oštar pad BDP-a uzrokovan fiskalnom konsolidacijom**
 - Pad BDP započeo dve godine pre prve fiskalne konsolidacije
 - U 2012-2013. konsolidacija produbila pad BDP, ali su osnovni uzroci nekonkurentnost privrede i makroekonomski rizici
 - Drugačija struktura i dinamika konsolidacije su možda mogle da učine pad BDP manjim
- **Mit 2: Fiskalna konsolidacija ne dovodi do smanjenja fiskalnog deficita**
 - Od 2009. do 2014. Grčka smanjila fiskalni deficitiza 13,5% BDP
- **Mit 3: Zelenaške kamate uzrok visokog fiskalnog deficita**
 - Kroz dva programa pomoći znatan deo duga restrukturiran: efektivna kamatna stopa smanjena sa 4,9% na 2,5% (Srbija 4,2%)
 - Da li su korist imale banke?



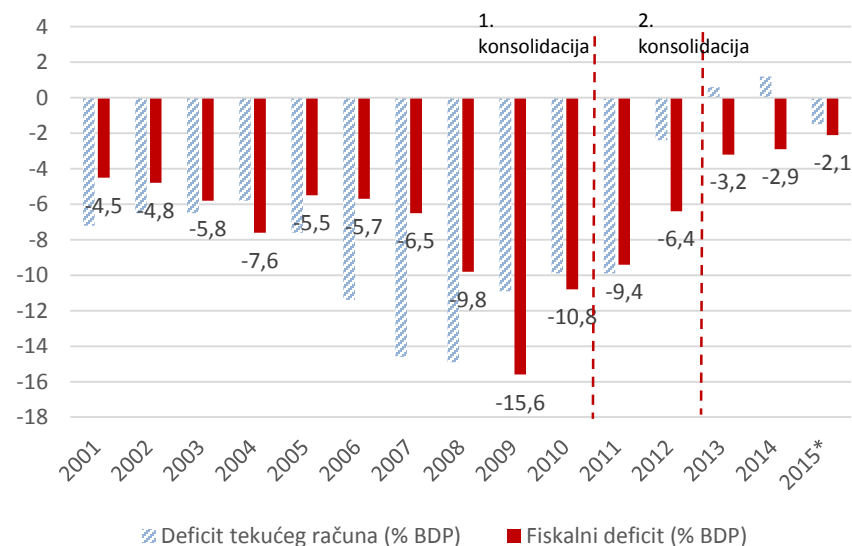
Mitovi u vezi sa krizom u Grčkoj

- *Mit 4: Strane banke su enormno zaradile na Grčkoj*
 - Otpis dela duga iz 2012. stvorio bankama velike gubitke (Kipar)
 - Visoke kamate u periodima eskalacije krize nisu znatnije uticale na prosečnu kamatnu stopu
- *Mit 5: Grčka nije dobila otpis duga*
 - U 2012. Grčka dobila otpis 105 mlrd. evra duga (28%)
 - Ostatak refinansiran po povoljnijim kamatnim stopama i uz produženje perioda otplate
 - efekat na smanjenje budućeg duga za $\frac{1}{3}$ do $\frac{1}{2}$
 - Zašto je dug sada veći nego pre otpisa?
 - Moralni hazard za strane banke?
- *Mit 6: Oporavak Grčke privrede nemoguć zbog velikih otplata duga u budućnosti*
 - Niske kamatne stope + dug period otplate = troškovi servisiranja duga manji nego u mnogim evropskim državama
 - ...ali ostaje nemogućnost osetnijeg obaranja javnog duga, bez otpisa – neophodan delimičan otpis nakon trajne stabilizacije niskog deficita

Mitovi u vezi sa krizom u Grčkoj

- *Mit 7: Grčka ne sprovodi reforme, već čeka pomoć evropskih poreskih obveznika*
 - Fiskalni deficit smanjen za 15% BDP za pet godina – konsolidacija bez presedana
 - Strukturni deficit smanjen za gotovo 17% BDP – strukturni suficit od 2% BDP u 2014.
 - Pad prosečnog dohotka domaćinstva za 35%
 - Visoka pozicija Grčke na OECD listi zemalja rangiranih prema sprovođenju strukturnih reformi

Grčka: deficit tekućeg platnog bilansa i fiskalni deficit (% BDP)



Pouke iz Grčke krize

- Potrebno je da privredni rast bude dugoročno održiv
 - uz mali spoljni i unutrašnji deficit
- Visok tekući deficit platnog bilansa rizik po održiv rast, ali i po stabilnost javnih finansija
- Važno je obezbediti da institucionalni procesi odlučivanja o politikama uvažavaju dugoročne posledice
 - Na sceni koalicija političara koji povećanje potrošnje „kupuju“ glasače, koji zauzvrat tolerišu korupciju i klijentilizam
- Neophodno je da kurs nacionalne valute bude usklađen sa drugim makroekonomskim varijablama (zarade, produktivnost)
- Visok fiskalni deficit dugoročno neodrživ – sa konsolidacijom početi što pre i sprovesti je istrajno dok se deficit ne smanji na održiv nivo
 - Pozitivno iskustvo baltičkih država, Rumunije...pa i Srbije i Grčke (oporavak počeo u drugoj godini po konsolidaciji)
- Za uspeh fiskalne konsolidacije potrebna istrajnost u primeni
 - ...u suprotnom prvi pozitivni efekti budu izgubljeni
 - Male privrede ne mogu da menjaju način funkcionisanja globalne ekonomije, već bi trebalo da optimizuju svoje politike u zadatom kontekstu

Hvala na pažnji!