

Mart 2017.

MAT
Broj 266

MAKROEKONOMSKE ANALIZE I TRENDOVI
MACROECONOMIC ANALYSES AND TRENDS

Tema broja

Tržište rada u Srbiji - pogled u budućnost

Ovo istraživanje će biti publikovano u časopisu:
NACIONALNA POSLOVNA REVIJA (NPR), mart 2017. godine



Koordinator istraživačkog programa
STOJAN STAMENKOVIĆ

Urednik
IVAN NIKOLIĆ

Autori
GORDANA VUKOTIĆ-COTIĆ • BOŠKO ŽIVKOVIĆ
• TIJANA ČOMIĆ • MILADIN KOVAČEVIĆ • IVAN NIKOLIĆ
• KATARINA STANČIĆ • STOJAN STAMENKOVIĆ • DRAGI STOJILJKOVIĆ

SADRŽAJ:

PRIVREDA U FOKUSU

Ocena privredne aktivnosti.....

Prognoze.....

KONJUNKTURNI BAROMETAR.....

AKTUELNOSTI U EKONOMSKOJ POLITICI.....

TEMA BROJA

Ivan Nikolić

TRŽIŠTE RADA U SRBIJI - POGLED U BUDUĆNOST.....

ANALIZE

Katarina Stančić i Miladin Kovačević

AMERIČKA EKONOMIJA I SVET.....

METODOLOŠKI PRILOG

Goran Radisavljević

BRUTO DOMAĆI PROIZVOD U REPUBLICI SRBIJI - EGZOSTIVNOST.....

Goran Radisavljenić i Nada Đerić

UTICAJ PRIMENE RAZLIČITIH METODA NA OBRAČUN STOPE REALNOG RASTA BDP-A
Primena eksperimentalnog modela MMF na obračune realnog rasta BDP-a Republike
Srbije.....

OCENA PRIVREDNE AKTIVNOSTI

Autor: Stojan Stamenković

Kada je reč o rezultatima u januaru 2017. godine, još uvek nisu raspoloživi podaci o spoljnotrgovinskoj razmeni u tom mesecu. Nastavljen je rast proizvodnje prerađivačke industrije, ali ukupna industrijska proizvodnja zaostaje zbog pada proizvodnje u elektroprivredi i energetske sektoru u celini. U januaru je nastavila da raste i nominalna i realna vrednost prometa u trgovini na malo, iako je izostao porast zarada u tom mesecu. Porastom potrošačkih cena u januaru inflacija je ušla u koridor koji je planirala NBS.

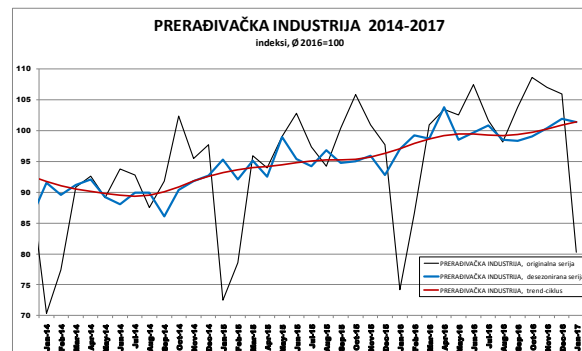
1. Fizički obim ukupne industrijske proizvodnje je u januaru 2017. bio za 2,8% veći nego u istom mesecu prethodne godine.

Gledano po nameni, u januaru je ostvaren međugodišnji rast proizvodnje intermedijarnih proizvoda za 11,9%, te netrajnih proizvoda za široku potrošnju i kapitalnih proizvoda za 9,6%, odnosno 9,1%, ali je međugodišnje smanjena proizvodnja trajnih proizvoda za široku potrošnju za 11,3% i proizvodnja energije za 7%.

Gledano po sektorima, proizvodnja elektroprivrede je smanjena za 7% a proizvodnja rudarstva za 4,4%. Na drugoj strani, zadržavši stabilan tekući rast, proizvodnja prerađivačke industrije je u januaru međugodišnje povećana za zamašnih 8,2%, ali je taj porast prenaplašen.

U okviru uobičajenih oscilacija, desezonirani indeks prerađivačke industrije je u januaru (posle skoka u decembru za 1,5%) bio manji nego prethodnog meseca za 0,5% i „susreo“ se sa rastućim trendom na vrednosti 1,5% iznad prošlogodišnjeg proseka¹. Kratkoročni trend je, nakon stagnacije od aprila do avgusta, rastao

počev od septembra 2016. prosečno po 0,46% mesečno (što odgovara godišnjem rastu od 5,6%).



U devet oblasti prerađivačke industrije u januaru je zabeležen međugodišnji pad proizvodnje. Među njima su: proizvodnja pića, proizvodnja koksa i derivata nafte, proizvodnja nameštaja i – to je već kontinuitet – proizvodnja motornih vozila i prikolica.

Na drugoj strani, među oblastima sa međugodišnjim rastom proizvodnje, najveći doprinos ukupnom međugodišnjem rastu proizvodnje prerađivačke industrije dao je rast proizvodnje prehrambene industrije. Slede: proizvodnja osnovnih metala, farmaceutska industrija, proizvodnja mašina i opreme na drugom mestu nepomenute (mašine opšte namene, poljoprivredne mašine, itd), proizvodnja proizvoda od gume i plastike, proizvodnja metalnih proizvoda osim mašina... Sve se one uglavnom odlikuju i stabilnim tekućim rastom i mogle bi podržati rast proizvodnje prerađivačke industrije u narednim mesecima.

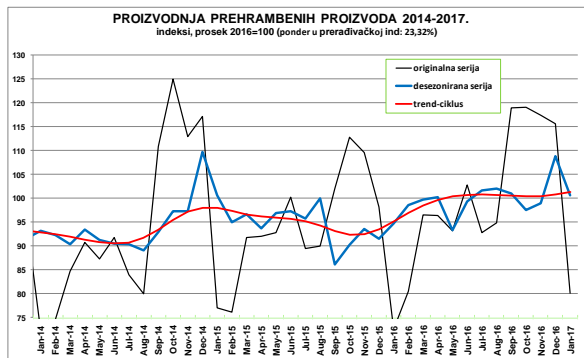
Detaljniji pogled, na prvom mestu – s obzirom na rast i udeo u prerađivačkoj industriji (ponder 23,32%) – zaslužuje prehrambena industrija.

¹ U javnosti se pojavilo pitanje o tome kako to da je međugodišnje povećanje desezoniranog indeksa osetno manje od povećanja originalnog indeksa. Dva su činioca: kalendarski faktor (raspored radnih dana), koji je januarskoj proizvodnji u ovoj godini dodao 3,3%

- za toliko je originalni međugodišnji porast u januaru dodatno povećan – te suprotan smer promene desezoniranog indeksa (rast u prošloj i pad u ovoj godini).

Međugodišnji porast proizvodnje *prehrambene industrije* u januaru ove godine izneo je 10,5%. Ovaj porast je raspoređen u nekoliko grana, ali je, u suštini, koncentrisan u grani *proizvodnja ostalih prehrambenih proizvoda* u kojoj dominira rafinirani šećer. Zbog toga i porast zaliha gotovih proizvoda u prehrambenoj industriji (21,9% na kraju januara u odnosu na stanje pre godinu dana) nije indikator opadanja proizvodnje u ovoj oblasti.

Kada je reč o tekućim tendencijama, kratkoročni trend je i u januaru ostao rastući, uprkos tome što je desezonirani indeks u tom mesecu smanjen za 7,6%, ali nakon skoka u decembru za 10%.



Proizvodnja prehrambene industrije je podložna značajnim oscilacijama u toku godine zbog premeštanja težišta proizvodnje ove oblasti na različite grane (šećer, mesna industrija, konzervisanje voća i povrća, itd).

Na drugom mestu po doprinosu rastu prerađivačke industrije u januaru je *proizvodnja osnovnih metala*. Njen međugodišnji porast u januaru izneo je 49% a zasnovan je na aktiviranju *Hestila*: grana *proizvodnja sirovog gvožđa, čelika i ferolegura* u januaru je imala međugodišnji porast proizvodnje od 140%! Posle brzog rasta tokom većeg dela prošle godine, vrednosti trenda su se trenutno zaustavile na nivou koji je dvostruko viši od vrednosti početkom 2013. godine, ali još uvek i upola niži od najvišeg nivoa sredinom 2008. godine. Tek će uvođenjem u proizvodnju obeju visokih peći u Smederevu biti realno očekivati da

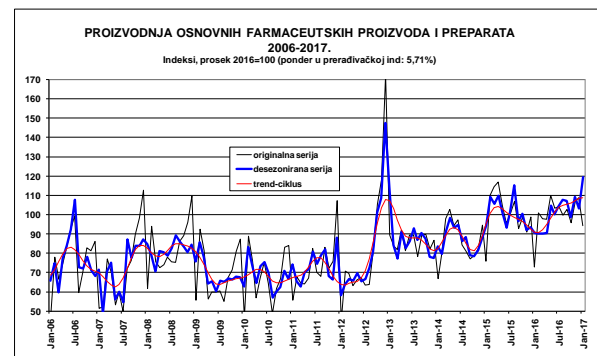
² Maksimalni obim proizvodnje postignut u 2013. godini; u 2016. taj obim je i dalje bio veći nego pre

proizvodnja ne samo dostigne, nego i premaši onu iz 2008. godine.

Sledi, na trećem mestu, *farmaceutska industrija*.

Ova oblast interesantna je i po tome što je u dve prethodne godine, 2015. i 2016, imala za više od četvrtine veći obim proizvodnje nego pre izbijanja krize u 2008. godini. Ukupna prerađivačka industrija nije dostigla obim proizvodnje iz godina pred izbijanje krize, a od većih oblasti veći obim proizvodnje od predkriznog dogodio se još samo u naftnoj industriji, proizvodnji električne opreme, kao i u proizvodnji motornih vozila i prikolica, ali je u ovom poslednjem slučaju to vezano za Fijat².

Međugodišnji porast *proizvodnje farmaceutske industrije* u januaru ove godine izneo je 29,5%, a i tekuća dinamika je izrazito uzlazna.



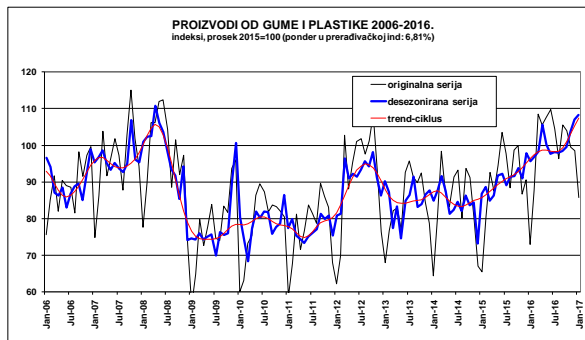
Desezonirani indeks u januaru povećan je za 15,9%, što je više nego dvostruko u odnosu na incidentni pad u decembru. Trend je rastući od marta prošle godine; od polugođa su priraštaji stabilizovani na 0,8% mesečno (oko 10% na godišnjem nivou). Nemamo procenu o tome da li bi problem oko privatizacije „Galenike“ mogao da uspori ovu dinamiku.

Proizvodnja proizvoda od gume i plastike u januaru je imala međugodišnji porast od 17,6%.

Rastući kratkoročni trend uspostavljen je počev od septembra 2014. godine i zadržao se do sada – sa kratkim prekidom (stagnacijom) tokom pet meseci (od aprila do avgusta) u prošloj godini.

izbijanja krize, ali je bio i manji od maksimalnog u 2013. godini za blizu 15%.

posle toga, okomito su rasli i desezonirani indeksi i vrednosti trenda – po 2%, odnosno, 1,8% mesečno. Nemamo podatke o izvozu za januar, ali treba verovati da je – kao i tokom prošle godine – izvoz presudni faktor ovog rasta.



Proizvodnja metalnih proizvoda osim mašina je u januaru ostvarila međugodišnji porast od 10,8% kome je najviše doprineo porast u grani proizvodnja metalnih konstrukcija za 32,9%. Kratkoročni trend ove oblasti je u drugom delu prošle godine stagnirao na nivou koji je za 0,6% iznad proseka te godine. U januaru je desezonirani indeks povećan za 2,3% i pokrenut je i rast trenda, koji je u januaru povećao (ocenjenu) vrednost za 0,4%.

Sa ocenom o oblastima čija je proizvodnja trenutno u padu sačekamo stabilnije mesece od januara. Izuzetak mogu biti proizvodnja motornih vozila i prikolica – o njenim problemima i izgledima u MAT-u je bilo reči više puta – te proizvodnja koksa i derivata nafte.

Međugodišnji pad proizvodnje oblasti proizvodnje motornih vozila i prikolica januaru nije veliki – iznosi samo 1,2% - ali zahvaljujući porastu proizvodnje u granama kao što su proizvodnja delova i pribora za motorna vozila, zatim proizvodnja ostalih saobraćajnih sredstava, itd. Proizvodnja u grani motorna vozila međugodišnje je pala u januaru za 17%.

Međugodišnji pad proizvodnje koksa i derivata nafte za 8,2% mogao bi biti povezan sa rastom cena (uz prodaju sa zaliha) i sa realnim padom

potrošnje. Zalihe gotovih proizvoda su na kraju ovogodišnjeg januara bile za 13% manje nego godinu dana ranije.

U ovom trenutku je rano za davanje prognoze za 2017. godinu; neka bude rečeno samo to da trenutni priraštaji kratkoročnog trenda proizvodnje prerađivačke industrije upućuju na porast u celoj godini od 5% do 6%, ali to nije prognoza koja bi morala uzeti u obzir i kompoziciju finalne tražnje i dinamiku pojedinih segmenata (izvoz, investicije, potrošnja).

Ovde se može dodati da je RZS izašao sa detaljnijom ocenom BDP-a i njegove strukture u četvrtom tromesečju 2016. godine³. Međugodišnji porast BDP-a po stalnim cenama izneo je 2,5%. Implikacija ovog porasta bio bi porast u celoj 2026. godini od 2,8%. U računu upotrebe BDP-a zapaža se da je potrošnja u 2016. realno povećana za 1,1%, a bruto investicije u osnovne fondove za 4,9%. Ukupna realizovana finalna tražnja povećana je za 1,8% - dakle, za jedan procentni poen sporije nego BDP, što je bilo neizbežno zbog smanjenja (negativne) vrednosti neto-izvoza koja predstavlja dodatak vrednosti BDP-a za domaću upotrebu. Ono što i dalje predstavlja problem je zadržavanje udela investicija u BDP-u na ispod 18%, dinamika investicija je daleko od one koja bi, iznevši najmanje 25%, podigla privredni rast na oko 5% godišnje i stabilizovala ga na tom nivou. Važno je napomenuti da je u poslednjem kvartalu 2016. dinamika investicija usporena, bilo da se meri međugodišnjom stopom realnog rasta⁴, bilo udelom u BDP-u.

2. U trenutku kada se radi ovaj broj MAT-a još uvek nema podataka RZS o spoljnotrgovinskoj razmeni u januaru 2017, ali su raspoloživi podaci NBS o platnom bilansu u celoj 2016. godini.

Deficit tekućeg računa u 2016. godini iznosio je 1370,3 miliona evra, što je za 13,1% manje nego

³ „Kvartalni bruto domaći proizvod u Republici Srbiji – četvrti kvartal 2016. godine“, Saopštenje br.050 , RZS, 28.02 2017.

⁴ Sa blizu 6% u prva tri kvartala na 2,6% u poslednjem.

u prethodnoj godini. Prihodi su izneli 21581,4 miliona evra (7,3% više), a rashodi 22951,7 miliona evra (5,8% manje), zahvaljujući tome što je deficit *računa robe i usluga* od 2581,4 bio manji nego prethodne godine za 686,6 miliona evra, ili za 11%. Poboljšanje ovog salda (i salda tekućeg računa u celini) je, pre svega, rezultat većeg *izvoza robe* u odnosu na prethodnu godinu – za 1375,2 miliona evra ili za 12,1%. Negativan saldo *robne razmene* iznosio je 3476,5 miliona evra (za 516,9 miliona evra ili za 12,9% manje). Suficit po osnovu *trgovine uslugama* je iznosio 895,1 milion evra (za 169,7 miliona evra ili za 23,4% više).

Platni bilans Republike Srbije, januar - decembar 2015-2016 (u mil. EUR)

	2015	2016	indeks
Tekući račun	-1.577	-1.370	86,9
Prihodi	20.107	21.581	107,3
Rashodi	21.685	22.952	105,8
Roba i usluge	-3.268	-2.581	79,0
Izvoz	15.631	17.312	110,8
Uvoz	18.899	19.895	105,3
Primarni dohodak	-1.658	-1.950	117,6
Sekundarni dohodak	3.349	3.161	94,4
Prihodi	3.794	3.637	95,9
Od čega: Doznake radnika	2.155	1.953	90,6
Rashodi	446	476	106,7
Kapitalni račun	-17	-10	56,2
Neto pozajmljivanje(+)/neto zaduživanje (-) (Saldo tekućeg računa i računa kapitala)	-1.595	-1.380	86,5
Finansijski račun, neto	1.205	790	65,6
Direktne investicije	1.804	1.861	103,2
Portfolio investicije	-291	-925	-
Neto povećanje finansijske aktive	-79	-127	-
Neto povećanje finansijskih obaveza	-212	-798	-
Vlasničke hartije od vrednosti i hartije od vrednosti investicionih fondova	-81	-12	-
Dužničke hartije od vrednosti	-131	-783	-
u tome: Država	-131	-783	-
Ostale investicije	-141	-448	316,9
Gotov novac i depoziti	218	-220	-
Kreditni	-230	-326	141,6
Neto povećanje finansijske aktive (naši plasmani)	-32	-14	44,3
Neto povećanje finansijskih obaveza (korišćenje)	-198	-312	157,4
Trgovinski krediti i avansi	-129	-98	-
Devizne rezerve	-166	302	-
Neto greške i propusti	390	590	151,3

*Da bi se pratile tekuće promene u eksternoj likvidnosti (za buduće promene ima dovoljno pokazatelja i bez uvođenja aktive i pasive u tekući bilans), ovde je dat prikaz finansijskog računa sa pozicijama iz modela BPM6, ali sa prikazom priliva i odliva (a ne aktive i pasive) po tim pozicijama, kao u sistemu BPM5.

Deficit primarnog dohotka – primarni dohodak obuhvata nadoknade za zaposlene i dohodak od investicija (direktnih, portfolio i ostalih investicija), kao i dohodak od deviznih rezervi – iznosio je u 2016. godini 1950,4 miliona evra (za 292,4 miliona evra ili za 17,6% više nego u prethodnoj godini). Povećanje deficita primarnog dohotka je prvenstveno rezultat *povećanog neto odliva dohotka po osnovu dividendi* (za 223,6

miliona evra ili za 67,6% više), što je direktna posledica većih stranih direktnih investicija u prethodnoj godini. Istovremeno, *neto odliv reinvestirane dobiti* je 698,4 miliona evra (za 74,7 miliona evra ili za 12,0% više). Neto odliv dohotka od *portfolio investicija* iznosio je 487,4 miliona evra (za 0,6 miliona evra ili za 0,1% više).

Suficit na računu sekundarnog dohotka u 2016. iznosio je 3161,4 miliona evra (za 187,2 miliona evra ili za 5,6% manje nego u prethodnoj godini). Na pozitivan saldo računa sekundarnog dohotka, ali i na njegovo smanjenje, najviše su uticali prilivi privatnog sektora: *neto priliv doznaka radnika iz inostranstva* u iznosu od 1873,6 miliona evra (za 203,8 miliona evra ili za 9,8% manje), *neto priliv po osnovu ostalih ličnih transfera* (od kojih su najvažnije penzije iz inostranstva) u iznosu od 636,2 miliona evra (za 7,2% više), kao i *neto priliv po osnovu ostalih tekućih transfera* (od kojih su najvažnije naplate po osnovu trgovinske razmene sa Kosovom) u iznosu od 570,1 milion evra (za 10,4% više).

Neto priliv po osnovu finansijskih transakcija u 2016. godini iznosio je 790,0 miliona evra (za 34,4% manje u odnosu na 2015. godinu). Manji suficit finansijskog računa rezultat je, pre svega, poboljšanja salda tekućeg računa, manjeg budžetskog deficita (uspešne fiskalne konsolidacije), kao i poboljšanja finansijske pozicije privatnog sektora zbog nižih cena sirovina. Manji fiskalni deficit znači istovremeno i manje potrebe za zaduživanjem države, kako po osnovu portfolio investicija (dužničkih HoV), tako i po osnovu finansijskih kredita.

Neto priliv od *direktnih investicija* u 2016. izneo je 1860,9 miliona evra, ili 3,2% više nego u prethodnoj godini, ali je neto priliv po osnovu *stranih direktnih investicija* (SDI) nerezidenata u Srbiju iznosio je 2080,2 miliona evra (za 34,0 miliona evra ili za 1,6% manje).

U cilju potpunijeg sagledavanja efekata SDI treba imati u vidu da je *odliv primarnog dohotka po osnovu SDI* iznosio 1584,2 miliona evra od čega se 653,4 miliona evra odnosi na odlive po osnovu dividendi, 89,2 miliona evra na odlive po osnovu

kamata, dok je 841,7 miliona evra odliv po osnovu reinvestirane dobiti koji predstavlja zadržanu dobit preduzeća u stranom vlasništvu, odnosno dobit koja nije isplaćena vlasnicima. Ukoliko se priliv koji je ostvaren po osnovu ulaganja nerezidenata u Srbiju umanji za odlive koje smo imali po osnovu rashoda od SDI (odnosno sredstava koja su „vraćena“ stranim investitorima), čisti neto priliv po osnovu SDI nerezidenata u Srbiju iznosio je 496,0 miliona evra.

U okviru SDI došlo je do **smanjenja neto direktnih vlasničkih ulaganja** za 528,8 miliona evra (na 1100,5 miliona evra), pri čemu je neto *reinvestirana dobit* smanjena za 74,7 miliona evra (na 698,4 miliona evra). S druge strane, **povećano je neto međukompanijsko zaduživanje** za 585,9 miliona evra (na 760,4 miliona evra). Za razliku od istog perioda prethodne godine, kada se samo 10,1% SDI u Srbiju odnosilo na međukompanijsko zaduživanje, u periodu januar-decembar 2016. godine njihov udeo je povećan na 37,6%, dok je udeo vlasničkih ulaganja, uključujući i reinvestiranu dobit, smanjen sa 89,9% na 62,4%. Ovakvo kretanje je nepovoljno i povezano je sa razduženjem preduzeća po osnovu finansijskih kredita. *Naša preduzeća se radije zadužuju kod povezanih preduzeća nego kod stranih poslovnih banaka. Umesto isplate dividendi, povezanim preduzećima u inostranstvu se isplaćuju kamate koje predstavljaju trošak i ne podležu oporezivanju.*

Neto odliv portfolio investicija – portfolio investicije (PI) obuhvataju ulaganja u vlasničke i dužničke HoV – u 2016. godini iznosio je 916,0 miliona evra (za 626,8 miliona evra ili za 216,7% više). U našem slučaju PI se najvećim delom odnose na ulaganja u dužničke HoV sektora države, pa je ovakvo kretanje portfolio investicija rezultat povlačenja nerezidenata (pre svega investicionih fondova iz SAD) iz HoV države. Razlozi ovog trenda povlačenja koje je počelo krajem 2015. godine se mogu videti u odluci Federalnih rezervi (FED) da podignu kamatnu stopu, što je dovelo do povećanja interesovanja za HoV koje izdaje FED i do povlačenja

nerezidenata iz dužničkih HoV u regionu, kao i odluci Uprave za javni dug RS da zbog uspešne fiskalne konsolidacije i manjih potreba za zaduživanjem, kao i nižih kamata na evropskom tržištu, smanji kamatne stope i produži ročnost domaćih HoV; samim tim one su postale manje atraktivne nerezidentima.

Neto odliv po osnovu ostalih investicija (ostale investicije obuhvaju gotov novac i depozite, finansijske kredite i trgovinske kredite) u 2016. iznosio je 447,7 miliona evra (za 306,4 miliona evra ili za 216,9% više). U okviru ostalih investicija, zabeleženo je **povećanje depozita domaćih poslovnih banaka u inostranstvu** u iznosu od 173,8 miliona evra (ovo povećanje je pre svega rezultat odluke NBS da smanji stopu obavezne devizne rezerve, kao i kupovine deviza na međubankarskom deviznom tržištu). *Smanjene su neto kreditne obaveze Narodne banke Srbije (za 23,2 miliona evra), poslovnih banaka (za 265,1 milion evra) i preduzeća (za 322,3 miliona evra), dok je jedino kod sektora države zabeleženo povećanje zaduživanja (za 298,7 miliona evra).*

U periodu januar-decembar 2016. godine zabeležen je porast *potraživanja preduzeća po osnovu trgovinskih kredita* u iznosu od 893,1 milion evra (za 428,9 miliona evra više), što je prevashodno posledica nenaplaćenih potraživanja po osnovu izvoza robe.

U 2016. je zabeleženo **smanjenje deviznih rezervi** (platnobilansne promene deviznih rezervi ne uključuju međuvalutne promene i promene vrednosti cene zlata i HoV) od 301,8 miliona evra (u periodu januar-decembar 2015. godine zabeležen rast od 166,5 miliona evra), što je najvećim delom rezultat intervencija NBS na međubankarskom tržištu deviza.

Na kraju, valja skrenuti pažnju na **najvažnije promene u decembru 2016. godine.**

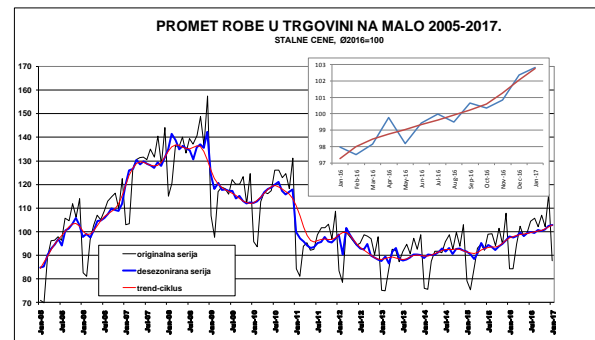
Ono što je karakteristično za decembar 2016. godine jeste *značajan rast izvoza robe* u odnosu na isti mesec prethodne godine (za 216,5 miliona evra ili za 22,8% više). U istom mesecu, zabeležen

je i značajan *neto priliv po osnovu ostalih investicija* u iznosu od 417,0 miliona evra. Ovaj priliv je rezultat **povećanja neto kreditnih obaveza** poslovnih banaka (za 191,2 miliona evra – zaduženje za potrebe likvidnosti, kao i za potrebe povećanja obaveznih deviznih rezervi) i države (za 126,1 milion evra – uobičajeno zaduženje države na kraju godine za potrebe investiranja), kao i **povećanja neto priliva po osnovu trgovinskih kredita** u iznosu od 189,6 miliona evra (ovakav saldo trgovinskih kredita je rezultat smanjenja potraživanja preduzeća po osnovu nenaplaćenog izvoza robe za 74,5 miliona evra, kao i povećanja obaveza preduzeća po osnovu neplaćenog uvoza robe za 115,2 miliona evra). U decembru je zabeleženo i **povećanje deviznih rezervi** u iznosu od 360,9 miliona evra. Na rast deviznih rezervi najviše su uticali neto prilivi na račune obaveznih deviznih rezervi poslovnih banaka, zatim veća prodaja državnih deviznih HoV nego što su iznosila dospeća, kao i veće korišćenje deviznih kredita od otplata.

3. Na području unutrašnje tražnje, najnoviji obračun SZS o veličini i strukturi BDP-a u četvrtom kvartalu 2016. revidira raniju procenu o porastu investicija u 2016. godini za 6,1%. Iz ovog obračuna sledi da je realni rast bruto investicija u osnovne fondove u 2016. izneo 4,9% a njihov udeo u BDP-u 17,7%. Pri tome je u četvrtom tromesečju došlo do slabljenja dinamike investicija. Podsetićemo i na to da je, kako to pokazuju podaci o platnom bilansu, neto priliv SDI nerezidenata u Srbiju u 2016. godini bio za 1,6% manje nego u prethodnoj godini. Prema tome, **stabilnost povećanog privrednog rasta za sada je poduprta nameravanom investicionom aktivnošću, ali još uvek ne i stvarnim investicijama.**

Nastavljen je rast prometa u trgovini na malo i u januaru 2017, ali on nije podržan rastom zarada. Desezonirani indeks u stalnim cenama u januaru je povećan za 0,4%, Toliki su i priraštaji trenda počev od početka 2016. godine; od početka četvrtog kvartala oni su ubrzani na 0,56% mesečno. Mereno vrednošću u tekućim cenama

rast je izrazitiji: desezonirani indeks u januaru je povećan za 2%.



Pri međugodišnjem poređenju, nominalna vrednost prometa je u januaru 2017. porasla za 8%, što je nešto više nego što je u proseku međugodišnje rasla tokom 2016. godine (7,4%), ali je realan rast u januaru iznosio 4,1% i to je osetno sporije nego u 2016, kada je realan rast (7,5%) bio skoro izjednačen sa nominalnim.

Najizrazitija promena se dogodila u strukturi prometa zbog poskupljenja goriva. Dok je promet u 2016. bio povećan u stalnim cenama (5,7%) znatno više nego u tekućim (1,2%), vrednost prometa motornih goriva u januaru 2017. povećana je međugodišnje za zamašnih 8,9% dok je realno (u stalnim cenama) taj promet bio manji za 2,1% (u odeljku o industrijskoj proizvodnji videlo se da je smanjena i proizvodnja motornih goriva).

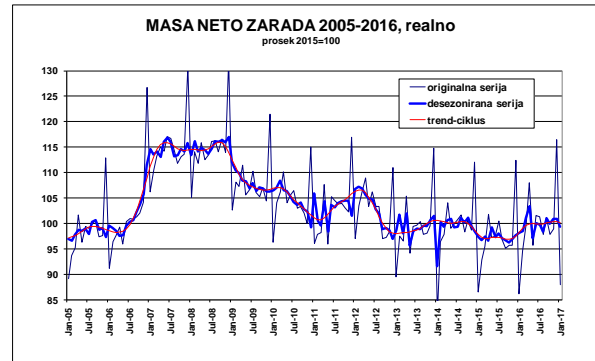
U ostalim agregatima u januaru su međugodišnje povećani i vrednosti prometa u tekućim i u stalnim cenama. Vrednost *prometa hrane, pića i duvana povećana* je za 5,3% nominalno i 3,2% realno.

Najbrže je rasla vrednost *prometa neprehrambenih proizvoda osim motornih goriva* i to nominalno za 11,2% i realno za 9,3%. **Ova činjenica, nasuprot kojoj leži pad realne mase zarada, govori o tome da je rast statistički prikazanog prometa uslovljen ne samo većim zaduživanjem stanovništva, nego i merama prinude za seobu dela prometa iz sive zone u legalne tokove. Takav zaključak podupire i rast prihoda budžeta od PDV-a.**

Međugodišnji porast **prosečnih neto zarada** na celom uzorku u januaru 2016. iznosi 2,6%, tako da je realni porast simboličan: 0,2%. Slični su i podaci za *privatni sektor* – prosečne neto zarade su povećane za 2,7%. Prosečne neto zarade u *javnom sektoru* istovremeno su povećane za 1,1%, što znači njihov realni pad za 1,3%. Nešto veći nominalni međugodišnji porast – a time i minimalni realni porast – u okviru javnog sektora zabeležen je u *obrazovanju i kulturi* (4%, odnosno 1,6%) i u oblasti *zdravstvenog i socijalnog rada* (3,7%, odnosno 1,3%).

Razlika između privatnog i javnog sektora znatno je veća kada je u pitanju **masa zarada**. U privatnom sektoru je broj zaposlenih povećan za 8,5%, pa je i masa zarada u tom sektoru povećana za 11,4% nominalno, odnosno 8,8% realno. U javnom sektoru broj zaposlenih je u januaru ove godine bio za 1,3% manji nego u istom mesecu prošle godine, pa je masa zarada smanjena (za 0,3% nominalno i 2,6% realno). Kada je reč o ukupnom uzorku, broj zaposlenih je, zahvaljujući privatnom sektoru, povećan za 1,4%, pa je masa zarada nominalno povećana za 4,1% i realno za 1,6%. *Ako realnu masu zarada posmatramo kao izvor tražnje i dinamike prometa u trgovini na malo, očigledno je da ona nije bila presudni faktor realnog povećanja tog prometa za nešto više od 4%.*

Tekuće tendencije zarada mogu se meriti pomoću trenda i sezonalnih indeksa. Sezonalni indeksi su u januaru smanjeni i za prosečne zarade i za masu zarada – i nominalnih i realnih. Kratkoročni trend nije se usmerio ka opadanju jedino u slučaju nominalnih prosečnih zarada.



Kao i obično, ovde ćemo se osvrnuti na dinamiku mase zarada u stalnim cenama koja je bitna za formiranje kupovne snage stanovništva.

Desezonirani indeks je u januaru smanjen za 1,5%, trend se preusmerio ka opadanju i u januaru je za 0,2% manje vrednosti nego u decembru.

U svemu, kretanja na sektoru zarada idu u prilog fiskalnoj stabilizaciji, ali nisu izrazita podrška privrednom rastu.

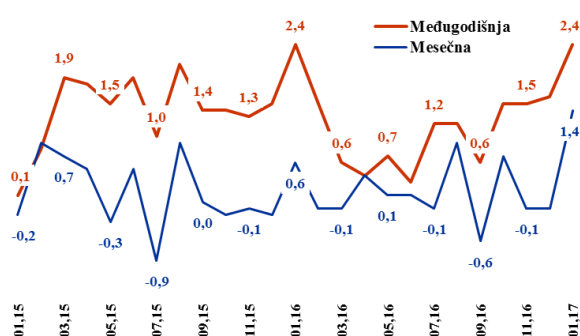
4. Inflacija⁵ je, i na mesečnom i na međugodišnjem nivou, ubrzana u januaru 2017.

U decembru 2016. i u januaru 2017. respektivno je zabeležena mesečna inflacija od -0,1% i 1,4%, te međugodišnja inflacija od 1,6% i 2,4%. Međugodišnja inflacija je u januaru 2017. bila za 0,4 procentna poena *iznad* donje granice aktuelnog inflacionog cilja (3,5% ± 1,5 pp), dok je u decembru 2016. bila za 1,4 procentna poena *ispod* donje granice tadašnjeg inflacionog cilja (4,5% ± 1,5 pp).

Inflacija je u januaru 2017. proistekla u najvećoj meri iz poskupljenja svežeg povrća na mesečnom nivou i poskupljenja motornih goriva na međugodišnjem nivou. U januaru 2017. mesečno poskupljenje svežeg povrća je, usled nepovoljnih vremenskih prilika, iznelo čak 24,6%, dok je međugodišnje poskupljenje motornih goriva, usled porasta svetskih cena sirove nafte, iznelo čak 11,7%.

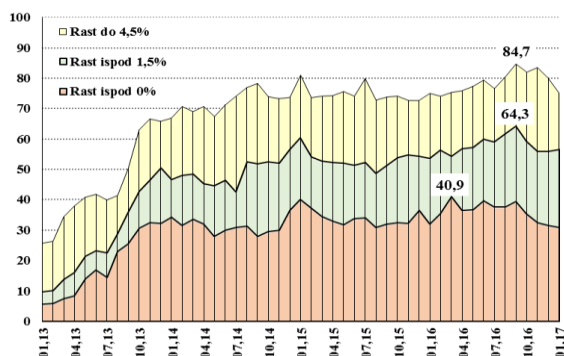
⁵⁵ Autor: Gordana Vukotić-Cotič

Inflacija: 2015–2017. (%)



U potrošačkoj korpi je, u januaru 2017. u odnosu na decembar 2016, smanjeno učešće stavki s negativnim međugodišnjim rastom cena – ali je smanjeno i učešće stavki s međugodišnjim rastom cena u granicama novog inflacionog cilja te povećano učešće stavki s međugodišnjim rastom cena iznad gornje granice novog inflacionog cilja.

Potrošačka korpa prema visini međugodišnjeg rasta cena njenih pojedinačnih stavki: 2013–2017. (%)^{1, 2}



¹ Procentualne vrednosti potrošačke korpe u jedinicama ciljane inflacije koja je važila od januara 2013. do decembra 2016. (4,5% ± 1,5 pp) preračunate su u jedinice ciljane inflacije koja važi od januara 2017. (3,5% ± 1,5 pp). ² Na slici

su navedene maksimalne procentualne vrednosti potrošačke korpe od januara 2013. do januara 2017. za međugodišnji rast cena: do gornje granice novog inflacionog cilja (4,5%), ispod donje granice novog inflacionog cilja (1,5%) i ispod 0%.

Deo potrošačke korpe s međugodišnjim rastom cena ispod 0% izneo je 31,4% u decembru 2016, a 30,9% u januaru 2017. S druge strane, delovi potrošačke korpe s međugodišnjim rastom cena od 1,5% do 4,5% i iznad 4,5% respektivno su izneli 24,2% i 20,0% u decembru 2016, a 18,6% i 24,9% u januaru 2017.

AKTUELNOSTI U EKONOMSKOJ POLITICI

Srbija zaključno sa 2016. stavlja tačku na fazu makroekonomske stabilizacije koja je izvršena veoma uspešno, eliminisanjem fiskalnog deficita i svođenjem spoljne neravnoteže na prihvatljiv nivo, uz ranije dostignutu nisku inflaciju i relativno stabilan kurs dinara. Time je, napokon, okončana ova inicijalna faza razvoja koja je trebalo da bude gotova još sredinom prethodne decenije. Uz to, u toku je proces značajnog smanjenja učešća problematičnih kredita u ukupnim kreditima, što bi trebalo da omogući rast kreditne aktivnosti banaka i, konzistentno, jačanje dinamike privredne aktivnosti.

Dakle, pravi je trenutak da se okrenemo budućnosti i godinama za koje se očekuje da će nam doneti više stope ekonomskog rasta kako bismo smanjili jaz sa EU i značajnije podigli životni standard građana.

1. Dinamičan ekonomski rast zavisi od velikog broja faktora. Među bitnijim su populacione promene, kvantitet i kvalitet radne snage tj. njegova obrazovna i starosna struktura⁶.

S tim u vezi, nažalost, imamo veliki problem. Stopa fertiliteta (plodnosti) u Srbiji je u 2015. iznosila 1,46. Niža je nego 2001. kada je dostizala 1,58. Ni tada, ni danas ova stopa nije dovoljna za zaustavljanje izrazite depopulizacije.

Čak i bez uključivanja u obračun onih koji svakodnevno odlaze u inostranstvo⁷ negativan prirodni priraštaj iznosio je preko 38 hiljada. Već postoje demografski potpuno ispražnjeni delovi Srbije. Rapidno iseljavanje stvara i strukturni problem jer emigrira mahom visokoobrazovana mlađa populacija.

Polazna osnova scenarija razvoja tržišta rada do 2040. mogla bi poći od projektivanih realnih stopa rasta BDP-a do 2021. iz *Fiskalne strategije*. Podrazumevamo da se model rasta oslanja na dominaciju investicija i izvoza, nastavak političke i makroekonomske stabilnosti, efikasniju državu, atraktivnu za poslovnu aktivnost i slično.

Iz Ankete o radnoj snazi znamo da je prosečan broj zaposlenih u Srbiji tokom 2016. iznosio 2.719,4 hiljada, te je u odnosu na 2015. uvećan za 145 hiljada ili 5,6%⁸. Ako pretpostavimo da će se do 2020. ukupan broj zaposlenih uvećavati prosečno godišnje za samo 30 hiljada, ili pet puta sporije nego u prošloj godini, zatim za po 15 hiljada godišnje u periodu 2021-2025. i po 10 hiljada godišnje tokom sledećeg petogodišnjeg perioda, 2030. bi u Srbiji bilo zaposleno 2.964 hiljade ljudi. To je 9% više nego u 2016. Tokom naredne decenije, tj. od 2031. do 2040. zaposlenost se neće bitnije menjati.

⁶ Videti: I. Nikolić, „Tržište rada u Srbiji - pogled u budućnost“, analiza u ovom broju MAT-a.

⁷ Prema procenama UN-a u periodu od 1995. do 2005. iz Srbije je u inostranstvo emigriralo preko pola miliona ljudi.

⁸ Broj formalno zaposlenih u 2016. dostigao je 2.120,2 hiljade i u odnosu na 2015. bio je veći za 70 hiljada.

S druge strane, pođimo od optimistične pretpostavke da će se stopa aktivnosti (broj aktivnih, kao suma zaposlenih i nezaposlenih, u ukupnom broju stanovništva starijem od 15 godina) blago uvećati, sa trenutnih 53,3% na 54%, do 2020. i ostati na tom nivou do kraja 2040. Kakve bi to imalo efekte na broj nezaposlenih i stopu (ne)zaposlenih?

Shodno prethodnim pretpostavkama, broj nezaposlenih bi se do 2033. smanjio sa sa lanjskih 489,4 hiljada na 369,2 hiljade, do 2025. pada na 240,7 hiljada, a od 2033. na ispod 100 hiljada. Sledstveno, stopa nezaposlenosti bi se 2020. spustila na 11,5%, od 2022. ide ispod 10%, a već nakon 2027. i ispod 6%. **U četvrtoj deceniji ovog veka Srbija bi mogla da bude u deficitu već sa oko 80 do 100 hiljada zaposlenih.**

Iz ovakve tendencije rasta broja zaposlenih implicitno sledi da bi faktor rada do 2020. generisao nešto više od 30% realnog rasta BDP-a. U periodu 2021-2030. radu bi se dugovalo samo 8,4% (dakle, 91,6% pripalo bi multifaktorskoj produktivnosti rada, tj. faktoru kapitala, znanju i tehnologiji), da bi već u deceniji 2031-2040. projektovani rast BDP morao biti oslonjen isključivo na produktivnost.

Dakle, i umerenom dinamikom porasta broja zaposlenih na srednji rok, koja bi odgovarala ciljanim stopama ekonomskog rasta od oko 4%, već pred kraj naredne decenije pri ovakvim demografskim tendencijama dostigli bismo punu zaposlenost (odnosno prirodnu stopu nezaposlenosti). Već od 2027. ulazimo u ozbiljnu krizu tržišta rada koja bi se ogledala u nemogućnosti obezbeđivanja dovoljne radne snage kao podrške daljem rastu. U ovom periodu, ukoliko bismo zadržali postojeću privrednu strukturu, zbog veće tražnje u odnosu na ponudu radne snage *rast nadnica bi bio veći od rasta inflacije* što bi se negativno odrazilo na konkurentnost i usporavanje ekonomske aktivnosti.

Uzimajući sve prethodno u obzir, urgentno se mora delovati. U sagledivoj budućnosti, nepovoljne demografske tendencije koje će neizbežno imati ozbiljne negativne posledice, teško možemo savladati "demografskim oružjem"⁹. **Težište rešavanja ovog problema treba pomeriti ka "nedemografskim rešenjima" koja se odnose na poboljšanja u obrazovnoj sferi, prilagođavanju na tržištu rada, u penzionom sistemu i pomeranju starosne granice penzionisanja.**

Povećano ulaganje u obrazovanje populacije koja se nalazi u radnom dobu će nesumjivo dovesti do popravljavanja obrazovnog profila. S obzirom na činjenicu da znamo da će inputi rada nastaviti da opadaju, usled tehnoloških promena, ova kombinacija malobrojnih, ali bolje obrazovanih radnika može stimulatивно delovati na povećanje produktivnosti rada.

⁹ Država može dodatno finansijski stimulisati rađanje trećeg i četvrtog deteta, subvencionisati kredite za kupovinu prve nekretnite mlađim parovima, ne samo oslobađanjem plaćanja PDV-a, povećati iznos naknade za porodilje, čak i možda dati dodatne benefite majkama za rađanje trećeg i četvrtog deteta i sl.

Uporedo, **moraju se podsticati kapitalno intenzivne investicije** u svrhu poboljšanja produktivnosti (a time i konkurentnosti i ekonomskog rasta), kako bi se rastom produktivnosti "pokrio" problem sve većeg starenja stanovništva. Osim toga, treba skratiti ciklus trajanja studiranja, podstaći ranije zapošljavanje, veću participaciju žena u radnoj snazi i slično.

2. Dalje značajno smanjenje učešća problematičnih kredita u ukupnim kreditima u relativno kratkom roku je jedna od pretpostavki rasta kapitalno intenzivnih investicija i jačanja dinamike privredne aktivnosti na toj osnovi.

Narodna banka Srbije je 10. marta saopštila da, prema njenim preliminarnim podacima, učešće problematičnih kredita u ukupnim kreditima krajem decembra 2016. godine iznosi 17,03%. Ovo je značajna promena jer, prema istom izvoru, to predstavlja smanjenje za 4,5 procentnih poena u odnosu na kraj 2015. godine. Nadalje, NBS konstatuje da se „problematični krediti u bankarskom sektoru Republike Srbije trenutno ... nalaze na najnižem nivou u poslednje gotovo četiri godine.“

Dodatne javno dostupne informacije¹⁰ pokazuju da je najveći doprinos ovoj promeni ostvaren kod NPL plasiranih preduzećima, gde je smanjenje iznosilo oko 6%. Sektor stanovništva, inače, malo učestvuje u ukupnim NPL, i tu nisu registrovane značajne promene.

Glavni faktor smanjivanja NPL jeste pojačana aktivnost banaka u naplati, restrukturiranju i otpisu nenaplativih kredita. Najveći uticaj na smanjivanje iznosa imao je otpis koji je u 2016. godini iznosio 41,6 milijardi dinara ili približno 6 puta više nego u prethodnoj godini. Ubrzani otpis nenaplativih kredita je snažno stimulisan poreskim pogodnostima: iznos otpisa se tretira kao rashod i, konsistentno, smanjuje poresko opterećenje banaka.

Drugi po značaju faktor smanjivanja NPL jeste pojačana aktivnost sekundarnog tržišta. Banke su tokom 2016. godine prodale 57,1 milijardu dinara svojih potraživanja prema preduzećima, što je 3,5 puta više nego prethodne godine. Deo ovih potraživanja je već bio otpisan.

Treći bitan faktor smanjivanja nivoa NPL jeste obnova aktivnosti u nekim sektorima i, na njoj zasnovana, obnova vrednosti kredita. Iako nema javno dostupnih podataka o iznosu NPL koji su rešeni na ovaj način, realistično je pretpostaviti da je značajno manji nego u prethodna dva procesa. U svakom slučaju, i nezavisno od toga šta je glavni uzročnik, ovaj rezultat se može smatrati i dobrim i važnim.

¹⁰ Politika, 7.03.2017.

Relevantno je pitanje da li se ova dinamika smanjivanja NPL može održati na kratki i srednji rok? Slede bitni elementi odgovora na ovo pitanje.

Prvi element su osobine samog stoka NPL. U slučaju Srbije registruje se visoka koncentracija NPL na mali broj velikih dužnika. U isto vreme taj deo sektora preduzeća je ekstremno visoko zadužen. Verovatnoća obnove vrednosti kredita u ovom segmentu privrede nije visoka.

Drugi važan element odgovora na postavljeno pitanje jesu bazične osobine strategije koja se u Srbiji koristi za rešavanje problem NPL. Naša nacionalna strategija pripada grupi tzv. aktivnih strategija, čije je osnovno svojstvo da na razne načine smanjuje vrednost količnika *NPL/Ukupni kredit*. Još jednostavnije: vrednost količnika se smanjuje smanjivanjem vrednosti brojioca. Druga grupa strategija vrednost ovog količnika smanjuje povećanjem vrednosti imenioca, odnosno uvećanjem stoka kredita, sve dok se ne svede na tolerantan nivo¹¹. Ako se pođe dalje od ove zaista elementarne podele svih poznatih strategija na aktivne i pasivne dolazi se do pitanja da li, kada i koliko ove strategije mogu da dovedu do povećanja vrednosti ključnih parametara privredne aktivnosti (stopa rasta BDP, stopa zaposlenosti, investicije itd..)

Banke su glavni igrači u ovoj strategiji. One otpisuju, naplaćuju, prodaju i restrukturiraju svoja potraživanja. **Ali i uloga države u ovoj strategiji je bitna.** Ona definiše mere prinude ali i mere pobude banaka da rešavaju NPL. Ova pravilnost se pokazala i na iskustvu Srbije u prethodnoj godini. Naime, kada su banke dobile poreske podsticaje da otpisuju nenaplativa potraživanja one su to i učinile. Drugi dobar primer jeste mehanizam dobrovoljnog unapred pripremljenog plana restrukturiranja, koji je omogućio velikom broju preduzeća konsesualni reprogram dugova sa bankama. *Sa ovim aktivnostima će se, verovatno, nastaviti i u budućnosti. Nivo kapitalizovanosti bankarskog sektora je relativno visok i može izdržati nastavak procesa otpisivanja nenaplativih kredita.*

Drugi kritično važan element ove strategije jeste likvidno i efikasno sekundarno tržište NPL. Iako podaci o strukturi prodatih potraživanja nisu javno dostupni, realistično je pretpostaviti da su u pitanju krediti relativno male vrednosti. Poseban problem jeste dubina diskonta u sekundarnom prometu. Ukoliko je diskont veliki i ukoliko se ne bude menjao tokom vremena, banke će biti manje zainteresovane za prodaju potraživanja.

¹¹ Detaljnije u Maria Balgova, Michel Nies and Alexander Plekhanov, „**The economic impact of reducing non-performing loans**“, EBRD. October 2016

Poseban problem jesu veliki stokovi NPL kod pojedinačnih dužnika sa visokim leveridžom. Problem se može formulirati i kroz pitanje: da li naše sekundarno tržište može da absorbuje velike kredite uz dubok diskont? Alternativa je formiranje dobro kapitalizovane državne institucije koja bi kupovala te kredite na određeni period dok se njihova vrednost ne obnovi. (Ovo rešenje je u tipologiji strategija poznato i kao “*bad assets bank*”, koja se kao dobo rešenje pokazala u Skandinaviji i Meksiku.) Jasno je da je ova opcija za Srbiju skupa i u ovom trenutku nerealistična, ali, na srednji rok može postati neizbežna. Naime, ukoliko proces smanjivanja vrednosti količnika NPL/Ukupni kredit bude spor, negativne posledice na rast, zaposlenost i investicije će se kumulirati i uvećavati ukupne troškove rešavanja problema. Averzija banaka prema kreditiranju sektora preduzeća će se održavati.

Visoka koncentracija NPL u velikim preduzećima smanjuje likvidnost celih grupa preduzeća, formiranjem lanaca nelikvidnosti. Naime, kritično važan element procesa redukcije NPL jeste i obnova rasta kreditne aktivnosti banaka. Efekat kombinovanja aktivne i pasivne strategije nije samo trivijalno aritmetički u smislu smanjivanja vrednosti količnika uvećanjem vrednosti imenioca (rast sume kredita) nego, dublje, u ubrzanju procesa obnove aktivnosti preduzeća dužnika i, konsistentno, obnove vrednosti njihovih dugova prema bankama.