

UZROCI I POSLEDICE NISKIH INVESTICIJA U SRBIJI

CAUSES AND CONSEQUENCES OF LOW INVESTMENTS IN SERBIA

Milojko Arsić*

Saša Randelović**

Aleksandra Nojković***

Apstrakt: *Investicije predstavljaju jednu od najznačajnijih direktnih determinanti privrednog rasta. Ukupne investicije u Srbiji u prethodnih pet godina iznosile su u proseku 16,8% BDP-a i kao takve su bile za oko četvrtinu (5% BDP-a) niže u odnosu na prosek zemalja Centralne i Istočne Evrope (CIE) i Zapadnog Balkana. Posmatrano po izvorima, uočava se da su u Srbiji vrlo niske domaće investicije – i javne i privatne, dok su strane direktne investicije relativno visoke. Uzroci niskih domaćih privatnih investicija se ne nalaze u domenu troškova angažovanja kapitala, već u niskoj domaćoj štednji i nepovoljnim opštim uslovima poslovanja. Javne investicije su niske budući da se u kreiranju fiskalne politike prednost daje tekućim izdacima (na plate i penzije), ali i zbog neefikasnosti države. Strane direktne investicije u Srbiji su visoke zbog jeftine radne snage, široke mreže slobodne trgovine, niskih poreza, visokih subvencija, ali i ad hoc zaštite stranih investitora od neefikasnog pravnog i administrativnog sistema. Niske ukupne investicije negativno utiču na produktivnost rada, zaposlenost i buduće realne zarade, što podstiče emigracione trendove. Za rast ukupnih investicija u Srbiji, potrebno je znatno povećati javne (produktivne) investicije, te načiniti strukturne promene u ekonomskoj politici, tako da se stvore sistemski podsticaji za štednju i investicije.*

KLJUČNE REČI: INVESTICIJE, ŠTEDNJA, PRIVREDNI RAST, EKONOMSKA POLITIKA

Abstract: *Investments in fixed capital are one of the main drivers of economic growth. Total (average) investments in Serbia in the last five years stood at 16.8% of GDP, thus being by one quarter (5% of GDP) lower than the Central and Eastern Europe (CEE) and Western Balkans average. This is due to low domestic – public and private investments, while foreign direct investments in Serbia were high. Domestic private investments in Serbia are low due to low domestic savings and poor doing business conditions, rather than due to user cost of capital. Public investments in Serbia because non-productive spending (public wages and pensions) are preferred by policy makers, as well due to inefficiency of the government. Foreign direct investments in Serbia are buoyant, due to cheap labour force, wide free trade network, low taxes and high subsidies, but also due to ad hoc protection from inefficient legal and bureaucratic system, offered to foreign investors. Low total investments trigger low productivity of work, thus affecting employment and future real wages, which encourages emigration trends. To boost total investments in Serbia, it is necessary to lift public (productive) investments and to introduce structural changes in economic policy, thus creating incentives for savings and investments.*

KEY WORDS: INVESTMENTS, SAVINGS, ECONOMIC GROWTH, ECONOMIC POLICY

JEL KLASIFIKACIJA: E20, E22, E60, E62

* Univerzitet u Beogradu – Ekonomski fakultet, E-mail: arsicm@ekof.bg.ac.rs

** Univerzitet u Beogradu – Ekonomski fakultet, E-mail: randjelovic@ekof.bg.ac.rs.rs

*** Univerzitet u Beogradu – Ekonomski fakultet, E-mail: nojkovic@gmail.com

1. UVODNA RAZMATRANJA

Privreda Srbije je u periodu od 2012. do 2018. godine ostvarila kumulativni rast (BDP-a) od 13,4%, što je znatno manje od prosečnog rasta zemalja CIE, koji je u ovom periodu u proseku iznosio oko 20,3%. Posledično, u navedenom periodu istorijski zaostatak u pogledu ekonomske razvijenosti Srbije u odnosu na zemlje CIE je dodatno povećan. Iako je u ovom periodu na dinamiku privrednog rasta uticalo i nekoliko egzogenih faktora, kao što su varijacije vremenskih prilika, ovi faktori su u manjoj ili većoj meri uticali i na ostale zemlje regiona i CIE¹, tako da se sporiji rast privrede Srbije ne može objasniti delovanjem tih faktora. Stoga je potrebno sagledati koji su to unutrašnji faktori, uticali na spor rast privrede Srbije.

Mehanizam privrednog rasta je relativno složen i zavisi od velikog broja međusobno povezanih faktora, između kojih postoji hijerarhija - neposredni faktori, ekonomska politika, strukturne karakteristike, fundamentalni faktori. Tako na dinamiku rasta BDP-a neposredno utiču investicije, zapošljavanje i tehnički progres. Ovi faktori dobro objašnjavaju rast privrede određene zemlje u nekom periodu, ali ne daju objašnjenje razlika u visini i efikasnosti investicija i inovacija, količini rada i ljudskog kapitala po zemljama i periodima. Pomenuti, neposredni, faktori su pod uticajem ekonomske politike, tj. makroekonomskih performansi zemlje, kao što su visina inflacije i kamatnih stopa, politika kursa, visina i struktura poreza, struktura javne potrošnje, politika dohodaka (odnos zarada i produktivnosti, ekonomska nejednakost) i dr. Na neposredne faktore privrednog rasta utiču i strukturne karakteristike privrede, kao što je razvijenost finansijskog tržišta, intenzitet konkurencije i otvorenost privrede, demografski faktori i sl. Dalje, i na kvalitet ekonomske politike, kao i na strukturne karakteristike privrede utiču neki fundamentalni faktori, kao što su institucije, istorijsko nasleđe (kultura, religija, običaji), geografski faktori.

Budući da su investicije jedan od najbitnijih neposrednih pokretača privrednog rasta, čija relevantnost je potvrđena u velikom broju empirijskih studija, te da su one u Srbiji već nekoliko decenija niske, tj. značajno niže nego u uporedivim državama CIE i Zapadnog Balkana², u ovom radu će se analizirati uzroci i posledice niskih investicija, na osnovu čega će se formulisati smernice za vođenje politike koje bi trebalo da utiču na rast investicija u Srbiji u narednom periodu.

U drugom poglavlju će biti dat prikaz teorijskog okvira i rezultata empirijskih istraživanja u pogledu determinanti investicija i uticaja investicija na privredni rast. Nakon toga, u trećem delu analiziraće se dugoročna dinamika investicija u Srbiji, a izvršiće se i komparativna analiza visine investicija (ukupno i po komponentama) u Srbiji, CIE i Zapadnom Balkanu. U četvrtom delu će se analizirati uzroci niskih ukupnih investicija u Srbiji, dok će se u petom delu analizirati odgovarajuće posledice niskih investicija. U šestom, zaključnom, poglavlju, date su osnovne preporuke za unapređenje javnih politika u cilju povećanja investicija u Srbiji.

¹ Sporiji rast Srbije se ne može objasniti ni fiskalnom konsolidacijom, jer su gotovo sve zemlje Regiona u posmatranom periodu primenjivale mere fiskalne konsolidacije.

² U ovom radu pod zemljama CIE podrazumevamo 11 članica EU iz Centralne i Istočne Evrope, a zemlje Zapadnog Balkana obuhvataju 4 zemlje iz ovog Regiona koje nisu u EU.

2. DETERMINANTE INVESTICIJA I PRIVREDNOG RASTA – TEORIJSKI OKVIR I EMPIRIJSKA ISTRAŽIVANJA

Investicije su ključni neposredni faktor rasta privrede, jer nivo i efikasnost investicija održava kvalitet ekonomske politike i institucija. Osim toga, investicije utiču i na druge neposredne faktore rasta kao što su tehnički progres i zapošljavanje. Uticaj investicija na rast privrede zavisi od institucionalnog okruženja, otvorenosti privrede i intenziteta konkurencije. S obzirom na relevantnost ove teme, ispitivanje veze između investicije i privrednog rasta bilo je predmet brojnih empirijskih istraživanja, koja po pravilu ukazuju na postojanje značajne pozitivne veze. Tako Levine i Renelt (1992) pokazuju da su stopa investicija i otvorenost, najrobusniji faktori rasta privrede, među 50 analiziranih faktora. Takođe, Mankiw et al. (1992), na osnovu proširenog Solovljevog modela ocenjuju da investicije u fizički kapital objašnjavaju 1/3 rasta privrede. Osim toga, empirijska istraživanja ukazuju da pojedine forme investicija imaju snažniji uticaj na privredni rast od ostalih. De Long i Summers (1991), na podacima za SAD, pokazuju da povećanje investicija u opremu za 1 pp. BDP podiže stopu rasta za 0,33 pp. BDP, dok Munnell (1992) daje pregled empirijske literature koja nedvosmisleno potvrđuje značajnu pozitivnu vezu između nivoa javnih investicija i rasta privrede.

S obzirom da se i u teorijskim i u empirijskim modelima investicije prepoznaju kao robusan faktor privrednog rasta, sledeće relevantno pitanje je od čega zavisi nivo investicija. Tako neoklasična teorija (Modigliani i Miller, 1958; Jorgenson, 1963, 1971) ukazuje da investicije zavise od odnosa stope prinosa i troškova angažovanja kapitala, rizika i rigidnosti na tržištu kapitala:

$$C = \frac{(r + \delta)(1 - k)}{(1 - t)(1 - \theta)} \gamma \quad (1)$$

Tako, troškovi angažovanja kapitala (C) direktno zavise od kamatne stope (r) i stope amortizacije (δ), kao i od stope poreza na dobit preduzeća (t) i na dohodak od dividende (θ), čiji rast povećava troškove angažovanja kapitala. S druge strane, na smanjenje troškova angažovanja kapitala utiču poreske olakšice po jedinici investicija (k), dok rizici i neizvesnost u pogledu tržišnog i poslovnog okruženja (γ) povećavaju troškove angažovanja kapitala³.

Standardnu formulu za troškove angažovanja kapitala, u slučaju Srbije je potrebno modifikovati, kako bi se obuhvatio uticaj državnih subvencija. Ako direktne i indirektnе subvencije po jedinici investicija označimo sa s tada su troškovi angažovanja kapitala:

$$C = \frac{(r + \delta)(1 - k - s)}{(1 - t)(1 - \theta)} \gamma \quad (2)$$

iz čega sledi da državne subvencije snižavaju troškove upotrebe kapitala, što utiče na povećanje obima investicija. Međutim, prilikom ocene uticaja državnih subvencija na investicije neophodno je imati u vidu dva dodatna efekata. Prvi od njih se odnosi na oportunitetne troškove subvencija, odnosno da bi sredstva koje su odobrena kroz sub-

³ Vrednost parametra γ je veća od 1, pri čemu veća vrednost ovog parametra odražava viši nivo rizika i neizvesnosti.

vencije mogla da budu upotrebljena i na druge produktivne načine, kao što su javne ili private investicije (smanjenje poreza). Druga posledica subvencija odnosi se ne to da one narušavaju alokaciju resursa. Subvencije se odobravaju za samo neke investicije, i u tom slučaju se troškovi takvih investicija, smanjuju za 20% ili 30%, dok troškovi ostalih investicija ostaju nepromenjeni. Stoga subvencije mogu da podstaknu dugoročno neodržive investicije u neke delatnosti koje su visoko subvencionisane, kao što je npr. industrija automobilskih kablova. Takođe, subvencije mogu da kreiraju distorzije između grupa investitora kao što su domaći i strani investitori, privilegovani i ostali domaći investitori.

Neoklasična teorija objašnjava mikroekonomske determinante privatnih investicija u konkurentskoj tržišnoj privredi u kojoj preduzeća maksimiziraju profit. Ona dobro objašnjava nivo investicija u određenoj zemlji⁴, budući da obuhvata neposredne determinante investicija, ali ne može da objasni na zadovoljavajući način razlike koje u pogledu visine investicija postoje između različitih zemalja, budući da ne obuhvata institucionalne i strukturne faktore, niti uticaj ekonomske politike⁵. Prema Besley (1995) i Lim (2014), za objašnjenje razlika u nivou i efikasnosti investicija između zemalja važno je u obzir uzeti tri grupe faktora: *i) institucije* - od kojih zavisi sigurnost vlasničkih prava i rizik od eksproprijacije profita i kapitala, te ravnopravnost učesnika na tržištu, raširenost traganja za rentom i korupcije; *ii) strukturne karakteristike privrede* - razvijenost finansijskog sektora, intenzitet konkurencije i otvorenost privrede, obrazovanje, kao i demografske karakteristike stanovništva; *iii) ekonomska politika* – pre svega politika dohodaka (dinamika zarada i produktivnosti, nejednakost dohodaka), poreska politika i struktura javnih rashoda, visina javnog duga, politike kursa, nivo i stabilnost inflacije i dr.

Standardna ekonomska teorija ukazuje da je rast privrede rezultat investicija u fizički i ljudski kapital i inovacije. Prema neoklasičnoj teoriji u uslovima slobodnih tokova kapitala strani kapital predstavlja perfektan supstitut za domaći kapital, pa stoga nije važno da li su investicije finansirane domaćom ili stranom štednjom. Prema ovoj teoriji važno da u nekoj zemlji postoje dobri uslovi za investicije, a nije važno da li se one finansiraju domaćim ili stranim sredstvima, jer su cene domaćeg i stranog kapitala identične. Međutim, empirijska istraživanja pokazuju da zemlje koje imaju veću domaću štednju imaju veće investicije i brži privredni rast, što se vidi poređenjem štednje i rasta u zemljama Istočne Azije i Južne Amerike. Prema tome postoji pristrasnost investitora u smeru da se štednja nastala u određenoj zemlji više investira u toj zemlji. Tako Feldsteini Horioka, (1981) pokazuju da su razlike između zemalja u pogledu stope investicija, gotovo jednake razlikama koje postoje u pogledu stope domaće štednje. Neka od mogućih objašnjenja ove veze mogu se naći u manjim troškovima investiranja i manjoj percepciji rizika, uzrokovanoj boljom informisanošću domaćih investitora o poslovnim prilikama, kao i u rizicima investiranja i poslovanja u zemlji. Konzistentno sa time, Aghion et al (2009) zaključuju da je visoka štednja naročito važna za zemlje u razvoju, jer omogućava usvajanje napredne tehnologije. Osim toga, Aizenmann et al. (2007) pokazuju da zemlje u razvoju oko 90% kapitala finansiraju sopstvenom štednjom, te da finansijska liberalizacija tokom poslednjih decenija nije povećala ovaj procenat, kao i da zemlje u kojima domaća štednja više učestvuje u finansiranju investicija beleže brži rast privrede, te da visoka

⁴ Empirijska istraživanja u većoj meri potkrepljuju validnost neoklasične teorije investicija nego što je to slučaj sa alternativnim teorijama, kao što je kejnzijanska teorija akceleratora.

⁵ Moglo bio se tvrditi da neoklasična teorija implicitno izbirno obuhvata i ove faktore preko stope prinosa i nivoa rizika.

domaća štednja odražava dobre institucije, dobar privredni ambijent i dobru ekonomsku politiku. S druge strane, visoka neto strana imovina ukazuje da je domaća štednja niska u dužem periodu, što može da bude posledica prekomernog rasta zarada i potrošnje, precenjenog kursa, slabih institucija.

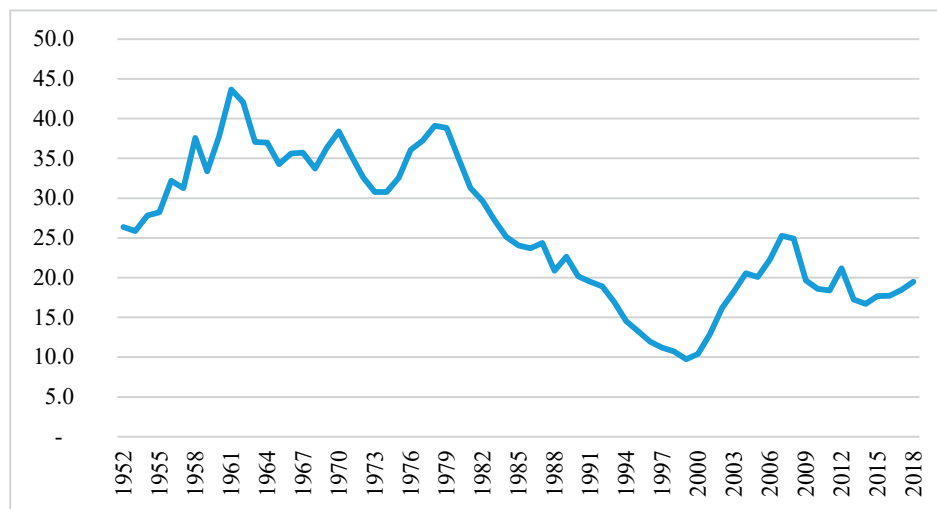
3. DINAMIKA I STRUKTURA INVESTICIJA U SRBIJI

3.1 Dugoročna dinamika investicija u Srbiji

U dugoročnoj dinamici investicija u Srbiji u prethodnih 70 godina uočavaju se četiri pot-perioda. Stopa investicija u Srbiji je od sredine 50-ih do početka 80-ih godina XX veka bila relativno visoka, i kretala se u rasponu od 30 do 44% BDP-a. Od početka 80-ih pa do 2000. godine stopa investicija u Srbiji je gotovo kontinuirano snažno opadala, sa 30% na svega 10% BDP-a, što je daleko ispod nivoa investicija koji je potreban za pokriće amortizacije (Grafikon 1.). Od 2001. do 2008. godine investicije u Srbiji su osetno rasle, ali su veći deo ovog perioda i dalje bile relativno niske, budući da su tek 2008. godine dostigle nivo od 25% BDP-a. Nakon toga, od početka svetske ekonomske krize, došlo je do pada ukupnih investicija.

Grafikon 1.

Stopa investicija u Srbiji (% BDP-a)



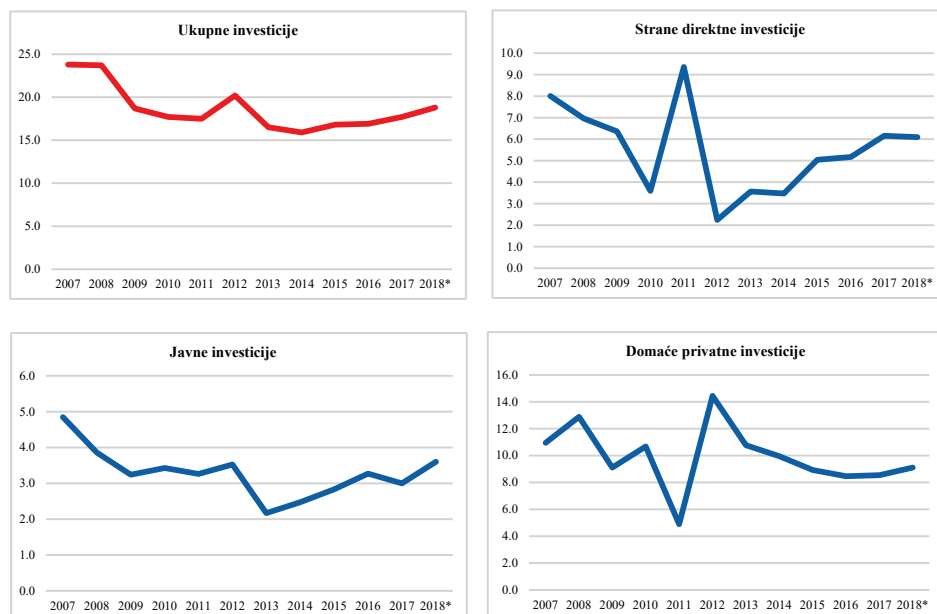
Izvor: Republički zavod za statistiku (od 1952. do 2000.) i Svetska banka (od 2001. godine)

Stoga se ocenjuje da su investicije u Srbiji bile visoke u periodu kada je takva politika sprovedena primenom administrativnih metoda – do kraja 60-tih godina prošlog veka. Od 70-ih godina prošlog veka stopa investicija u Srbiji velikoj meri zavisi od priliva stranog kapitala, tako da je smanjeni priliv stranog kapitala tokom 80-ih godina usled platnobilansne krize, te gotovo prekid priliva kapitala tokom 90-ih godina, usled međunarodnih sankcija, znatno uticao na oštar i kontinuiran pad investicija tokom ovog perioda. Nakon ulaska u proces tranzicije sa planske na tržišnu ekonomiju, Srbija nije uspjela da administrativne metode zameni metodama zasnovanim na podsticajima, što je jedan

od uzroka niskog nivoa investicija u Srbiji u prethodne dve decenije. U periodu tranzicije zavisnost privrede Srbije od priliva stranog kapitala je i dalje vrlo visoka. Tako naprimer, nakon smanjenja priliva kapitala usled svetske ekonomske krize, došlo je do ponovnog pada ukupnih investicija u Srbiji, pa su one tokom gotovo cele prethodne decenije bile ispod 20% BDP-a (Grafikon 2.)

Grafikon 2.

Dinamika investicija u Srbiji po komponentama, 2007-2018. (% BDP-a)



Izvor: RZS, Ministarstvo finansija, obračun autora

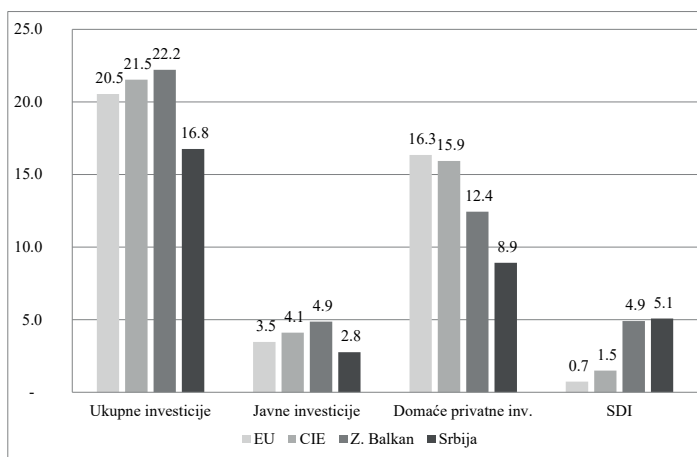
Prema izvorima finansiranja, investicije se mogu podeliti na strane i domaće, pri čemu se u okviru domaćih razlikuju javne i privatne investicije. Podaci prikazani na Grafikonu 2. pokazuju da su u periodu od 2008. do 2012. godine strane i domaće privatne investicije bile prilično volatilne, što se može objasniti i nestabilnošću na međunarodnim tržištima. Od 2013. godine, strane direktne investicije beleže kontinuirani rast, dok domaće privatne investicije gotovo kontinuirano opadaju. S druge strane, javne investicije u Srbiji su pre krize 2008. godine iznosile gotovo 5% BDP-a, da bi zatim u periodu od 2008. do 2012. godine opale na oko 3,5% BDP-a (u proseku), što se delimično objašnjava time da je u uslovima rastućeg fiskalnog deficita, došlo do usporavanja i odustajanja od realizacije od nekih projekata, budući da zbog složene strukture vladajuće koalicije nije bilo moguće postići dogovor o uštedama na tekućim rashodima. Od 2013. godine, iako je došlo do ukрупnjavanja vladajuće koalicije, tako da problem političkog usaglašavanja u okviru koalicije više nije predstavljao prepreku, ipak nije došlo do rasta javnih investicija, već su one, naprotiv, dodatno opale, tako da su u periodu od 2013. do 2018. godine u proseku iznosile oko 2,9% BDP-a. Ocenjuje se da je nizak nivo javnih investicija posledica, pre svega političke ekonomije i neefikasnosti države u pogledu planiranja i realizacije javnih investicija, na šta, između ostalog, utiče i urušavanje kvaliteta kadrova u javnoj upravi, kroz sve veću zastupljenost lica sa diplomama sumnjivog kvaliteta.

3.2 Nivo i struktura investicija: Srbija, CIE i Zapadni Balkan

Ukupne investicije u Srbiji su u periodu od 2013. do 2017. godine u proseku iznosile oko 16,8% BDP-a, što je za oko 5% BDP-a niže od proseka zemalja CIE i Zapadnog Balkana u istom periodu (Grafikon 3.). Posmatrano po komponentama, uočava se da su ukupne investicije u Srbiji niže nego u drugim pomenutim državama, zbog znatno manjih javnih investicija i domaćih privatnih investicija, dok su strane investicije relativno visoke. Tako su javne investicije u Srbiji u prethodnom petogodišnjem periodu bile niže 1,3% BDP-a u odnosu na prosek zemalja CIE, a za preko 2% BDP-a niže od proseka zemalja Zapadnog Balkana. To znači da je Srbija u prethodnih pet godina imala javne investicije jednake proseku zemalja Zapadnog Balkana, ukupno bi u ovom periodu u javnu infrastrukturu bilo uloženo preko 3 milijarde evra više, što je iznos koji je dovoljan za izgradnju kompletnog putnog Koridora 11 i rekonstrukciju celog železničkog Koridora 10. Osim javnih, u ovom periodu su vrlo niske bile i domaće privatne investicije, koje su u Srbiji u proseku iznosile svega 8,9% BDP-a godišnje, i kao takve bile niže za 3,5% BDP-a u odnosu na prosek Zapadnog Balkana, a za čak 7% BDP-a niže od proseka zemalja CIE. S druge strane, neto strane direktne investicije (SDI) u Srbiji su u prethodnih pet godina u proseku iznosile oko 5% BDP-a, i kao takve su bile relativno visoke, tj. za oko 3,6% BDP-a više u odnosu na prosek CIE. Slična situacija je u ovom periodu bila i u drugim zemljama Zapadnog Balkana, budući da je prosečan nivo SDI u ovim državama u prethodnih pet godina takođe iznosio oko 5% BDP-a. Niske neto strane direktne investicije u zemljama CIE, rezultat su toga što su ove zemlje ne pojavljuju samo kao značajni primaoci stranog kapitala, nego i kao značajni investitori u inostranstvu. Relativno visoke investicije zemalja CIE u inostranstvo posledica su rasta njihovog nivoa razvijenosti tokom poslednje tri decenije, ali i visoke domaća štednje⁶.

Grafikon 3.

**Prosečna stopa investicija u periodu 2013-2017. (% BDP-a):
Srbija, CIE i Zapadni Balkan**



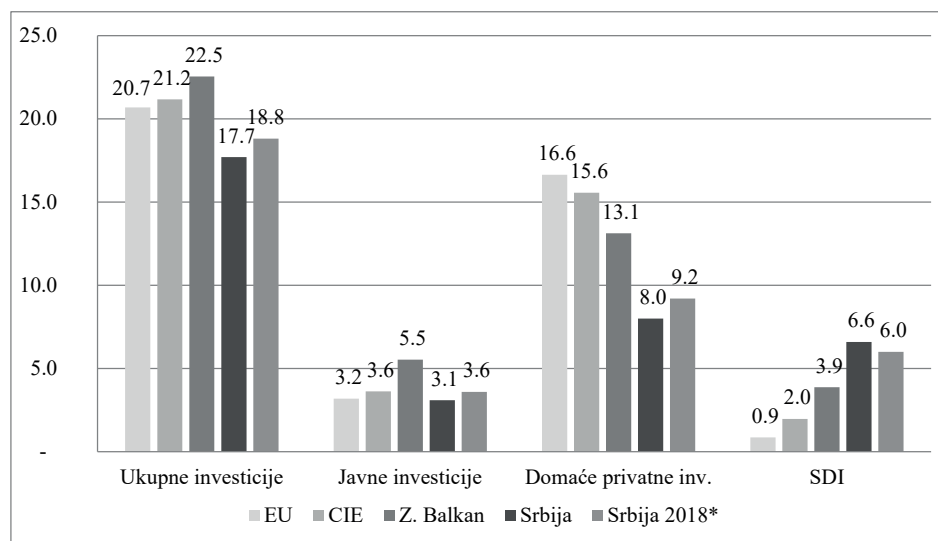
Izvor: Eurostat, Svetska banka, RZS i obračun autora

⁶ Podsećamo da su zemlje CIE članice EU u 2017. godini bile skoro duplo razvijenije od Srbije mereno u dolarima jednake kupovne snage, a da je pre tri decenije Srbija po razvijenosti bila na nivou proseka navedenih zemalja.

Iako se u prethodne dve godine beleži rast investicija u Srbiji, opšta ocena njihove relativne visine i strukture u 2017. godini je slična oceni za ceo prethodni petogodišnji period. Procene Republičkog zavoda za statistiku (RZS) ukazuju da je u 2018. godini došlo do solidnog rasta investicija, za oko 9% u odnosu na prethodnu godinu, te da njihovo učešće u BDP-u raste za oko 1 pp. BDP-a, i to po osnovu rasta domaćih privatnih i javnih investicija, što se ocenjuje kao pozitivno. Ipak, taj rast se istovremeno smatra nedovoljnim, budući da se ukupne investicije u 2018. procenjuju na ispod 19% BDP-a, tako da je jaz u odnosu na zemlje Zapadnog Balkana i CIE i dalje velik, i da iznosi 2,4% i 3,7% BDP-a respektivno.

Grafikon 4.

Prosečna stopa investicija u 2017. godini (% BDP-a): Srbija, CIE i Zapadni Balkan



Izvor: Eurostat, Svetska banka, RZS i obračun autora

4. UZROCI NISKIH DOMAĆIH I VISOKIH STRANIH INVESTICIJA

4.1 Uzroci niskih domaćih investicija

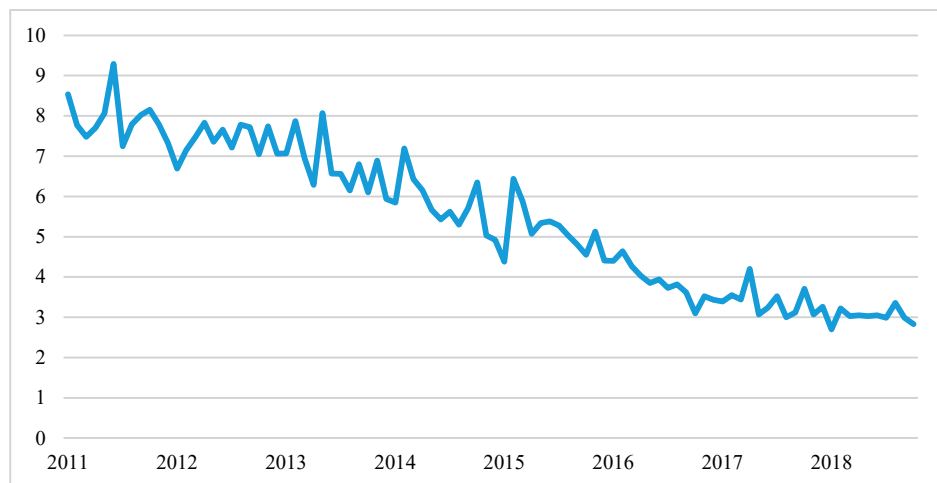
Prema neoklasičnoj ekonomskoj teoriji, odluke o investiranju direktno zavise od troškova angažovanja kapitala, o čemu je više reči bilo u poglavlju 2 ovog rada (jednačina (1)). Shodno tome, u traganju za uzrocima niskih investicija u Srbiji, potrebno je krenuti od pomenutih neposrednih determinanti.

Prema podacima NBS i Kvartalnog monitora (Grafikon 5.), kamatne stope na investicione kredite indeksirane u dinarima u Srbiji su duži niz godina u kontinuiranom padu, sa preko 8% u 2011. godini, na oko 3% u 2018. godini. Znatna pad kamatnih stopa u prethodnim godinama posledica je pre svega ekspanzivne monetarne politike ECB i američkih Federalnih rezervi, usled koje je ponuda kapitala na međunarodnom tržištu obilna. Osim toga, napredak koji je ostvaren u pogledu uspostavljanja makroekonomske

stabilnosti u Srbiji, kao i rešavanje problema loših kredita uticao je na smanjenje rizika zemlje, što je dodatno uticalo na pad troškova finansiranja. Kamatne stope na investicione kredite u Srbiji su već tri godine na nivou ispod 5% godišnje, što se može smatrati niskim, kako u apsolutnom pogledu, tako i u poređenju sa drugim državama Regiona i Evrope, zbog čega se niske investicije u Srbiji ne mogu objasniti visokim troškovima finansiranja.

Grafikon 5.

Kamatne stope na investicione kredite indeksirane u dinarima u Srbiji (u %)

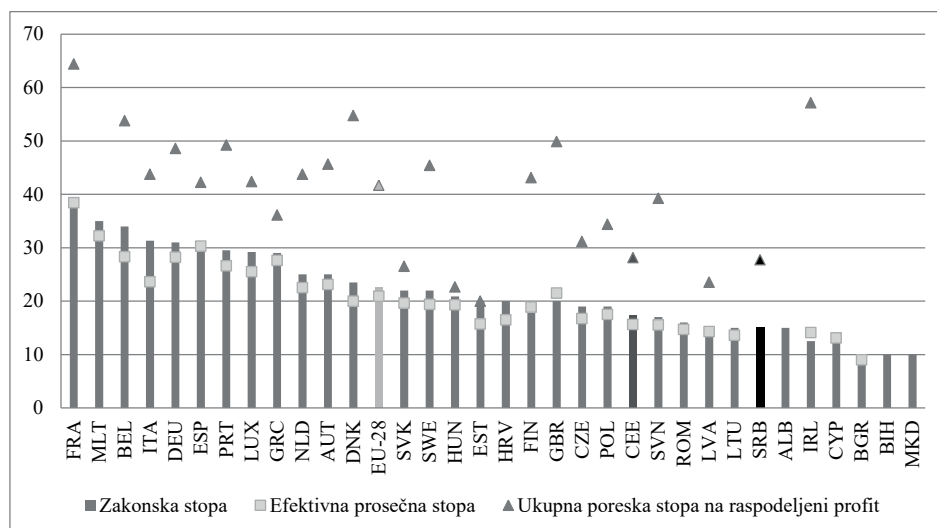


Izvor: Kvartalni monitor br. 54

Na troškove angažovanja sredstava utiču i porez na dobit preduzeća, kao i porez na prihode od dividende (videti jednačinu 1). Na osnovu komparativnih analiza, zaključuje se da je zakonska stopa poreza na dobit preduzeća u Srbiji od 15%, znatno ispod proseka EU-28 (23%), kao i proseka CIE (17,2%), tako da samo pet od 32 posmatrane evropske države ima nižu zakonsku stopu poreza na dobit od Srbije (Grafikon 6.). Slični zaključci se dobijaju i na osnovu poređenja efektivnih stopa poreza na dobit, kada se u obzir uzmu diferencirana pravila za utvrđivanje poreske osnovice i razlika u politikama poreskih olakšica. Kada se porezu na dobit doda i porez na prihod od isplaćene dividende, dobije se ukupno poresko opterećenje dohodaka od kapitala. U Srbiji ukupno poresko opterećenje dohodaka od kapitala iznosi 27,8%, i niže je nego u većini evropskih država – samo pet zemalja Evrope ima niže ukupno poreskog opterećenje. S obzirom da je poresko opterećenje kapitala u Srbiji nisko, a da je u prethodnoj deceniji bilo još niže, budući da je stopa poreza na dobit do 2014. bila niža za 5 pp, zaključuje se da se niske investicije u Srbiji ne mogu objasniti ni poreskim faktorima. Osim toga, subvencije u novcu i naturi u Srbiji su visoke i dodatno snižavaju troškove upotrebe kapitala (jednačina 2), tako da se ocenjuje da su troškovi upotrebe kapitala u Srbiji relativno niski, i da ne predstavljaju efektivnu barijeru za rast investicija.

Grafikon 6.

Stope poreza na dobit i dividende (u %)



Izvor: Arsić i Randelović (2017)

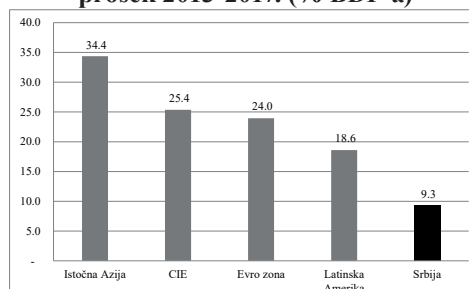
S obzirom da su ukupne investicije u Srbiji niske pre svega zbog niskih domaćih (privatnih i javnih) investicija, te da se domaće investicije prevashodno finansiraju iz domaće štednje, nakon analize troškova angažovanja kapitala, trebalo bi razmotriti nivo domaće štednje, kao potencijalni uzrok niskih investicija u Srbiji. Uporedivi podaci Svetske banke pokazuju da je prosečan nivo domaće štednje u Srbiji u periodu od 2013. do 2017. godine iznosio svega 9,3% BDP-a, dok je prosek zemalja CIE, kao i Evro zone 25,4% BDP-a i 24% BDP-a respektivno, a prosek zemalja Istočne Azije, koje su prethodnih decenija ostvarivale visoke stope rasta iznosi oko 34,4% BDP-a. Istovremeno, zemlje Latinske Amerike koje su po nivou razvijenosti uporedive sa Srbijom su ostvarivale stope domaće štednje od preko 18% BDP-a (Grafikon 7). Ti podaci pokazuju da je stopa bruto domaće štednje u Srbiji duplo niža od proseka Latinske Amerike, preko 2,5 puta niža od proseka CIE i Evrozone, a za preko 3,5 puta niža od proseka Istočne Azije. U prethodnih pet godina došlo je do znatnog rasta stope domaće štednje u Srbiji (za preko 75%), sa 6,9% BDP-a u 2013. na 12,2% BDP-a u 2017. godini. Taj rast je naročito bio izražen od 2015. godine, što vremenski koincidira sa fiskalnom konsolidacijom, koja je direktno uticala na povećanje javne štednje⁷, a indirektno potencijalno i na rast privatne štednje, zbog sporijeg rasta lične potrošnje. Ipak, i pored znatnog rasta u prethodnim godinama, stopa domaće štednje u Srbiji u 2017. godini je i dalje duplo niža od proseka zemalja CIE i Evro zone, što može ukazivati da je niska domaća štednja jedan od fundamentalnih uzroka niskih domaćih investicija. U javnosti se može čuti primedba da je domaća štednja u Srbiji mala zbog niskih dohodaka. Međutim, podaci o stopi domaće štednje u Rumuniji i Bugarskoj, zemljama koje su po nivou razvijenosti slične Srbiji, u kojima domaća štednja iznosi oko 22% BDP-a, i kao takva je gotovo duplo veća nego

⁷ Javna štednja se računa kao zbir javnih investicija i fiskalnog bilansa. Uz javne investicije od 3% BDP i fiskalni deficit od 4% BDP javna štednja je negativna i iznosi -1% BDP, dok uz javne investicije od 3% BDP i suficit od 1% BDP javna štednja iznosi 4% BDP.

u Srbiji, ukazuju da nizak dohodak ne mora nužno da bude povezan sa niskom stopom domaće štednje. Slično, i zemlje Istočne Azije u periodu kada su bile na sadašnjem nivou razvijenosti Srbije imala su domaću štednju od oko 35% BDP.

Grafikon 7.

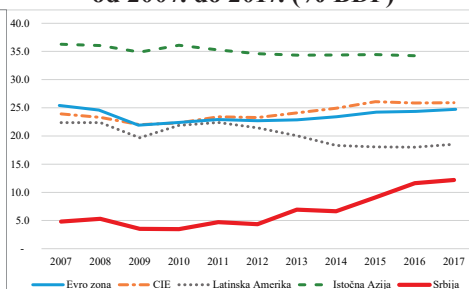
**Bruto domaća štednja,
prosek 2013-2017. (% BDP-a)**



Izvor: Svetska banka, obračun autora

Grafikon 8.

**Dinamika bruto domaće štednje
od 2007. do 2017. (% BDP)**



Izvor: Svetska banka, obračun autora

Pored niske štednje, na nivo investicija, tj. na odluku preduzeća i pojedinaca o tome koji deo svoje štednje će investirati, utiču i brojni drugi faktori, od kojih zavisi očekivani prinos na investicije i nivo rizika preuzet za dati prinos. Među faktorima⁸ koji značajno utiču na rizike i prinos od investicija, a time i na visinu investicija važnu ulogu imaju makroekonomske politike, strukturne karakteristike privrede i kvalitet institucija. Važnost ekonomske politike i strukturnih karakteristika privrede za privatne investicije se uočava na primerima Bugarske i Rumunije koje imaju duplo veću stopu domaćih investicija nego Srbija, mada su njihove institucije slabe kao i u Srbiji.

Ekonomska politika utiče pozitivno na privatne investicije ukoliko u dužem periodu održava makroekonomsku stabilnost, odnosno ukoliko održava inflaciju na niskom i stabilnom nivou, ukoliko nema naglih i velikih promena kursa⁹, ako su kamatne stope niske i relativno stabilne, a ne postoji veliki rizik od krize javnog ili privatnog duga (Aizenman i Nancy, 1993). Osim toga važno je da u ekonomskoj politici nema čestih, velikih i neočekivanih promena, jer takve promene kreiraju rizike za investiranje, a mogu da izazovu i makroekonomsku nestabilnost. Sa stanovišta investicija bolje je ako se ekonomska politika sprovodi na osnovu stalnih pravila, nego na osnovu vladine diskrecije (Fatasi Mihov, 2003 i 2013). Štaviše, česte i velike promene u ekonomskoj politici po pravilu su posledica slabih institucija. U tržišnoj privredi država, kao najveći poslodavac i regulator, utiče na privatne investicije preko politike dohodaka. Ukoliko plate u javnom sektoru rastu brže od produktivnosti to stvara pritisak na rast plata i jediničnih troškova rada u privatnom sektoru, usled čega prinos na privatne investicije opada, a kao odgovor na to one se smanjuju. Na sličan način brži rast minimalne zarade od rasta produktivnosti povećava jedinične troškove rada, što nepovoljno utiče na investicije.

⁸ Ovi faktori utiču na nivo investicija, ali i na domaću štednju, jednu od važnih determinanti investicija.

⁹ Nagle i velike promene kursa su manje verovatne ako je spoljni bilans uravnotežen, što je slučaj kada je kurs blizu ravnotežnog nivoa.

Ekonomska politika u Srbiji je pre početka fiskalne konsolidacije negativno uticala na privatne investicije, a taj negativan uticaj je bio naročito snažan od sredine 2011. do kraja 2014. godine, kada je postojao rizik od krize javnog duga. Od početke fiskalne konsolidacije ostvaren je znatan napredak ka poboljšanju makroekonomske stabilnosti, čime su unapređeni uslovi za investiranje¹⁰. Inflacija je stabilizovana na niskom nivou, dinar je stabilan (ali verovatno precenjen), fiskalni bilans je pozitivan, kamatne stope su niske, dok je procenat loših kredita oboren na predkrizni nivo. Kao što podaci na Grafikonu 8. pokazuju, sa uspostavljanjem makroekonomske stabilnosti, došlo je do rasta domaće štednje, ali je uticaj preostalih faktora i dalje dovoljno snažan, tako da su ukupne investicije vrlo niske.

Međutim, neke karakteristike ekonomske politike još uvek nisu pogodne za investicije. Promene u ekonomskoj politici su česte, nenajavljene, a većina zakona se usvaja po hitnom postupku i stupa na snagu odmah nakon usvajanja. Ovakav način sprovođenja ekonomske politike stvara neizvesnost u poslovanju i povećava rizike, što nepovoljno utiče na investicije. Politika dohodaka tokom 2018. i 2019. karakteriše se visokim rastom plata u javnom sektoru (kumulativno 19%) kao i velikim povećanjem minimalne zarade, što nije u skladu sa stvaranjem dobrih uslova za investiranje. Javne investicije u saobraćajnu, energetske i komunalnu infrastrukturu smanjuju troškove poslovanja privatnog sektora, što podstiče privatne investicije. Stoga, nizak nivo produktivnih javnih investicija negativno utiče na privatne investicije, s obzirom na to da su pri niskom nivou javnog kapitala javne i privatne investicije komplementarne.

Nivo investicija u nekoj zemlji zavisi i od strukturnih karakteristika privrede i društva kao što su razvijenost finansijskog sektora, starosna struktura stanovništva, otvorenost privrede i dr. Prema većini strukturnih karakteristika Srbija se ne razlikuje značajno od drugih zemalja CIE. Srbija, kao i druge zemlje CIE, ima relativno staro stanovništvo, dok je njena privreda otvorena. Međutim, razvijenost finansijskog sektora u Srbiji zaostaje za drugim zemljama CIE. Finansijski sektor ima važnu ulogu u mobilisanju domaće štednje kao i u njenom usmeravanju na produktivne namene. Od razvijenosti finansijskog sektora zavisi visina troškova angažovanja kapitala (r u jednačinama 1 i 2), a time i visina investicija.

Obim kreditne aktivnosti banaka u Srbiji zaostaje za zemljama CIE za oko 15 procenatnih poena BDP, dok je zaostatak u nivou razvijenosti drugih finansijskih institucija još veći. Prema podacima¹¹ OECD krajem 2017. godine ukupna aktiva privatnih penzijskih fondova u zemljama CIE članicama EU iznosila je u proseku 11,5% BDP, dok je u istom periodu aktiva privatnih penzijskih fondova u Srbiji iznosila 0,8% BDP. Srbija zaostaje u odnosu na zemlje CIE i prema razvijenosti sektora osiguranja, mada je u ovom slučaju zaostatak znatno manji – premija osiguranja u Srbiji u 2017. godini je iznosila 2,07% BDP dok je prosek za zemlje CIE bio 2,7% BDP¹². Prema najnovijim podacima Svetske banke obim trgovine akcijama u zemljama Centralne Evrope i Baltika iznosi je 6,5% BDP, dok je u Srbiji iznosio 0,6% BDP. Ozbiljno ograničenje za finansiranje investicija malih preduzeća je i nedostatak zakonskog okvira za funkcionisanje različitih nebankarskih

¹⁰ Deficit u tekućem platnom bilansu je još uvek visok, što predstavlja znatan rizik, koji bi se snažno ispoljio u slučaju neke buduće svetske krize.

¹¹ OECD (2018)

¹² Swiss Re Institute Sigma (2018)

finansijskih organizacija (mikrokreditne organizacija, crowdfundig i dr.). Stoga se može oceniti da inerazvijenost finansijskog sektora nepovoljno utiče na nivo investicija u Srbiji.

Osim ekonomske politike nedovoljne razvijenosti finansijskog sistema, važan uzrok niskih domaćih privatnih investicija su slabe institucije. Prema različitim istraživanjima u okviru kojih se procenjuje kvalitet institucija Srbija se nalazi među najslabije rangiranim zemljama u Evropi. Prema proceni Svetskog ekonomskog foruma Srbija se po kvalitetu institucija nalazi na 76. mestu u svetu, a u Evropi od nje su slabije plasirani samo Bosna i Hercegovina, Makedonija i Moldavija. Prema kvalitetu upravljanja¹³ Srbija se na rang listi Svetske banke nalazi na 104. mestu u svetu, a u Evropi od nje su slabije plasirane samo tri prethodno navedene zemlje. Ekonomski posmatrano slabe institucije kreiraju nekomercijalne rizike, kao što su slaba zaštita svojine i ugovora, česte i nepredvidive promene propisa, koji preduzetnike odvraćaju od investicija. Slabe institucije koje se manifestuju kroz komplikovane birokratske procedure i visoku korupciju, neravnopravnost učesnika na tržištu, visoku sivu ekonomiju i dr. povećavaju troškove investiranja u Srbiji, što direktno utiče na manji obim investicija. Osim toga, slabe institucije podstiču preduzetnika da veliki deo vremena i resursa troše na društveno neproduktivne aktivnosti kao što su traganje za vezama, lobiranje, podmićivanje, što smanjuje raspoloživost resursa za investicije.

Osim niskih privatnih investicija, u Srbiji su od početka svetske ekonomske krize niske javne investicije. Prema istraživanjima raznih institucija saobraćajna, energetska i komunalna infrastruktura¹⁴ u Srbiji značajno zaostaje za stanjem u zemljama CIE. U kojoj meri je infrastruktura nedovoljno izgrađena u Srbiji dobro ilustruje procena¹⁵ MMF-a prema kojoj je vrednost javnog kapitala po stanovniku u 2015. godinu u Srbiji za preko 80% manja u odnosu na stare članice EU. Prema ovom kriterijumu od evropskih zemalja samo je Makedonija slabije plasirana od Srbije. Prema tome, za razliku od razvijenih zemalja zapadne Evrope, niske javne investicije u Srbiji se ne mogu objasniti time da već imamo dobro izgrađenu infrastrukturu. Nizak nivo javnih investicija se ne može objasniti ni time da nisu obezbeđena sredstva za njihovu realizaciju. Nedostatak sredstava jednim delom može da objasni niske investicije na nivou lokalnih zajednica, ali ne i na nivou Republike gde su sredstva za realizaciju velikih infrastrukturnih projekata obezbeđena još pre sedam-osam godina. Nedostatak projekata i neadekvatan zakonski okvir za eksproprijaciju zemljišta uticali su na nizak nivo velikih infrastrukturnih investicija tokom prve decenije ovog veka. Međutim, od 2010-2011. godine nekoliko krupnih projekata (Koridori 10 i 11) na nivou Republike je pripremljeno¹⁶, ali je ubrzanje realizacije nakon toga izostalo. Prema tome, nepostojanje projekata i problemi sa eksproprijacijom zemljišta u poslednjih 7-8 godina nisu predstavljali efektivno ograničenje za rast javnih investicija. Izuzetak predstavljaju lokalne zajednice koje zbog nedostatka sredstva, slabe administracije i neadekvatne prioritizacije nisu pripremile dovoljno projekata iz njihove nadležnosti.

¹³ Prema metodologiji Svetske banke kvalitet vladavine obuhvata indikatore kao što su: odgovornost vlade, politička stabilnost, efektivnost vlade, kvalitet propisa, vladavinu zakona i kontrolu korupcije. Ukupni rang zemalja smo izračunali kao običan prosek rangova u navedenih šest oblasti.

¹⁴ Fiskalni savet (2018)

¹⁵ IMF (2016).

¹⁶ Problem što su neki od tih projekata loše urađeni, pa je bilo neophodno da se više puta prepravljaju.

Ključni uzroci niskih javni investicija u Srbiji, nakon što su obezbeđena sredstva za finansiranje i rešeni problemi sa eksproprijacijom zemljišta, nalaze se u neefikasnosti državi i političkim faktorima. Niska efikasnost države se ispoljava u svim fazama realizacije javnih investicija, počev od izrade projekata, pripreme investicija, preko odabira izvođača, do realizacije projekata. Uzroci neefikasnosti su u niskoj kompetentnosti nadležnih ministarstava, lokalnih samouprava, javnih i komunalnih preduzeća, koja postaje rastući problem sa sve masovnijom primenom prakse partijskog zapošljavanja nekompetentnih kadrova. Neefikasnost se dodatno pogoršava zbog korupcije koja rezultira u nekonkurentskom izboru projektantskih kuća i izvođača. Posledice niske efikasnosti su višegodišnje kašnjenje u pokretanju i završetku projekta, usled čega je godišnja vrednost investicija niska. Osim toga, u nekim slučajevima troškovi realizacije projekata su neopravdano visoki, dok je kvalitet radova nizak.

Dodatni razlog za niske javne investicije je u tome da političari, ali i građani daju prednost velikom često neodrživom povećanju tekuće potrošnje u odnosu na povećanje investicija, koje bi omogućile povećanje potrošnje u dugom roku. Kao posledica toga plate i penzije u javnom sektoru često rastu brže od BDP i plata u privatnom sektoru, dok se javne investicije umanjuju i odlažu. Ovakva politika podržana je javnim zalaganjem nekih provladinih ekonomista da se rast privrede ubrza povećanjem tekuće državne potrošnje. Pri tome se zanemaruje da je i u izvornoj kejnzijanskoj teoriji rast tekuće potrošnje države bio zamišljen kao deo anticiklične politike, a ne kao dugoročni pokretač rasta privrede. Ovakvi predlozi ignorišu rezultate brojnih empirijskih istraživanja prema kojima je u malim, otvorenim, evroiziranim privredama, kao što je srpska, mogućnost primene anticiklične fiskalne politike vrlo ograničena. Nizak nivo javnih investicija u oblasti ekologije jednim delom bi mogao da se objasni preferencijama građana i političara, odnosno nedovoljnim vrednovanjem ove vrste ulaganja.

Posledica niskog nivo javnih investicija je sporiji privredni rast Srbije u odnosu na potencijalni. Veće javne investicije bi povoljno uticale na privredni rast sa stanovišta tražnje, jer su multiplikativni efekti javnih investicije znatno veći nego multiplikativni efekti tekuće potrošnje¹⁷. Veće javne investicije bi povoljno uticale na privredni rast i sa strane ponude, jer bimoderna infrastruktura smanjila troškove privatnih preduzeća, što bi podsticao na njihove investicije. Generalno, u zemlji kao što je Srbija, gde je količina javnog kapitala po stanovniku niska, javne investicije su komplementarne sa privatnim investicijama.

4.2 Uzroci i posledice visokih stranih investicija

Dok su domaće privatne investicije u Srbiji niske, strane direktne investicije, koje su dominantno privatne, relativno su visoke u odnosu na prosek zemalja CIE i EU. Stoga se postavlja pitanje da li domaći i strani privrednici posluju u istim uslovima? Neki uslovi, poput fiskalne i monetarne politike, dostupnosti infrastrukture i obrazovane radne snage, su nesumnjivo identični za domaće i strane investitore. Domaćim i stranim investitorima podjednako je dostupna jeftina radna snaga, niski porezi ili mreža sporazuma o bescarinskoj trgovini (EU, CEFTA/Zapadni Balkan, Rusija, Turska i dr.). Strani investitori imaju nešto jeftinije izvore finansiranja investicija, ali i domaći investitori već nekoliko godina imaju pristup jeftinim kreditima¹⁸.

¹⁷ Petrović i dr. (2018)

¹⁸ Izuzetak su mikro i mala preduzeća, koja imaju otežan pristup izvorima finansiranja.

Ključna razlika u uslovima poslovanja domaćih i stranih investitora je u tome što su strani investitori zaštićeni od najvećih institucionalnih slabosti i birokratskih barijera sa kojima se suočavaju domaća preduzeća. Rizici povezani sa pravnom nesigurnošću, neefikasnošću birokratskog aparata, korupcijom i sl., su u slučaju stranih investitora manje izraženi, jer se stranim investitorima pruža *ad hoc* zaštita države. Tako je ustanovljena praksa da svim značajnijim stranim investitorima dodeljuje činovnik Vlade koji pomaže u savladavanju birokratskih procedura na efikasan način, pruža zaštitu od korupcije i dr. Povoljniji položaj stranih investitora je naročito izražen u fazi investiranja i prvim godinama rada, ali se sa protokom vremena strani investitori sve više suočavaju sa istim problemima kao i domaći, što znači da i oni vremenom imaju sve više problema sa pravnom nesigurnošću, birokratskim barijerama, čestim i nepredvidivim promenama propisa, nelojalnom konkurencijom, finansijskom nedisciplinom, sivom ekonomijom.

Iako je proaktivna politika države u obezbeđenju priliva stranih investicija neophodna, budući da niskom domaćom štednjom ne možemo da finansiramo neophodne investicije, ocenjuje se da bi umesto selektivne i *ad hoc* zaštite pojedinim investitorima, bilo potrebno opšte unapređenje poslovnog okruženja, kroz jačanje pravne sigurnosti, efikasnosti pravosuđa i administracije, smanjenje korupcije i sl., od čega bi korist imali svi investitori, tj. preduzetnici, bez obzira odakle dolaze. Opšti povoljni uslovi privređivanja bi doprineli da se aktiviraju prigušeni potencijali privrede Srbije, što bi se ispoljilo kroz rast domaće štednje, domaćih investicija i inovacija, a to bi omogućilo ubrzanje rasta privrede na dugoročno održivim osnovama.

Visoke strane direktne investicije imaju niz povoljnih efekata, budući da pozitivno utiču na rast proizvodnje, zaposlenosti i izvoza, dovode do transfera novih tehnologija, znanja, poslovne kulture i nematerijalne imovine. Strane direktne investicije učestvuju sa 1/3 u ukupnim investicijama u Srbiji, iz čega sledi da bi bez njih ukupne investicije bile oko 12% BDP, što ne bi bilo dovoljno ni za održavanje proizvodnje na sadašnjem nivou, a kamoli za rast privrede. Strane kompanije u Srbiji zapošljavaju veliki broj radnika, a 13 od 15 najvećih izvoznika iz Srbije su strane kompanije. S druge strane, visok priliv stranog kapitala stvara pritisak za jačanje dinara, što negativno utiče na konkurentnosti privrede Srbije i dovodi do rasta spoljnog deficita. Visok priliv SDI u dužem vremenskom periodu, zajedno sa zaduživanjem u inostranstvu, doveo je do toga da neto strana imovina u Srbiji iznosi blizu 90% BDP. Deficit tekućeg platnog bilansa od blizu 6% BDP kao i visoka vrednost strane imovine Srbiju čini zavisnom od priliva stranog kapitala. U slučaju neke nove svetske ili unutrašnje ekonomske krize, skoro sigurno bi došlo do naglog smanjenje priliva stranog kapitala, što bi imalo za posledicu značajno smanjenje deviznih rezervi, jačanje pritiska za slabljenje dinara, ali i pad privredne aktivnosti zbog velikog pada SDI i ukupnih investicija.

5. ZAKLJUČNA RAZMATRANJA - POLITIKE ZA POVEĆANJE INVESTICIJA I UBRZANJE PRIVREDNOG RASTA

Niske investicija u odnosu na BDP predstavljaju neposredni uzrok sporijeg rasta privrede Srbije u odnosu na zemlje CIE i Zapadnog Balkana. Sporije rast privrede Srbije od 2010. Godine, dovodi do povećanje inače velikog istorijskog zaostatka Srbije u odnosu na zemlje Centralne i Zapadne Evrope. Direktna posledica niskih investicija u dugom

periodu, što je u Srbiji slučaj u prethodne tri i po decenije, je mala količina privatnog i javnog kapitala po radniku, što se negativno odražava na produktivnost (i međunarodnu konkurentnost), pa posledično i na niske realne zarade i nizak standard građana Srbije.

Mala količina fizičkog kapitala onemogućava produktivno angažovanje ljudskog kapitala u Srbiji, što utiče na visoku nezaposlenost, koja ako potraje dugo, što je slučaj u Srbiji, dovodi do sve veće emigracije, odnosno masovnog odlaska ljudi u inostranstvo. Na ubrzavanje takvih tokova podsticajno deluje i sve liberalnija politika useljavanja kvalifikovane radne snage u zemljama šireg okruženja (EU), koje su na znatno višem nivou ekonomske razvijenosti. Sintetička posledica niskih investicija u dužem vremenskom periodu je nizak nivo razvijenosti zemlje, što pokreće masovno iseljavanje stanovništva u razvijeniye zemlje.

U javnosti se često može čuti, i to od najviših kreatora politike, da bi Srbija trebalo da pređe iz faze razvoja zasnovane na investicijama, na razvoj zasnovan na inovacijama. Podaci o niskim investicijama u Srbiji u prethodne tri i po decenije ukazuju da je količina akumuliranog javnog i privatnog kapitala u Srbiji niska u međunarodnom poređenju, što predstavlja osnovno efektivno ograničenje za rast privrede. U tom pogledu, inovacije ne mogu biti alternativa za investicije, jer su i inovacije posledica investicija u obrazovanje, istraživanja i razvoj. Stoga bi bilo opravdano u narednom periodu povećati ulaganja u istraživanja i razvoj, uz unapređenje efikasnosti i efektivnosti tih ulaganja, ali je istovremeno potrebno da se značajnije povećaju i investicije u fizički kapital.

Srbija je u velikoj meri već iskoristila potencijal za povećanje stranih direktnih investicija, budući da su one u međunarodnim, relativnim, poređenjima već visoke, te da se zbog prirodnog ograničenja apsorpcionog kapaciteta za priliv stranog kapitala, ne može očekivati da njihov dalji značajniji rast nadomesti niske ostale kategorije investicija. Shodno tome, javne politike u Srbiji bi u narednom periodu trebalo da budu orijentisane na povećanje javnih investicija i otklanjanje osnovnih ograničenja za rast domaćih privatnih investicija, što podrazumeva unapređenje pravne sigurnosti i ravnopravnosti preduzeća na tržištu i unapređenje efikasnosti pravosuđa i administracije. Takve promene bi istovremeno omogućile da u budućnosti strana preduzeća ulažu u Srbiju bez subvencija.

U domenu ekonomske politike, za osetnije povećanje domaćih investicija potrebno je dalje održanje makroekonomske stabilnosti i niskih kamatnih stopa, te revidiranje politike dohodaka, tako da zarade ne rastu brže od rasta produktivnosti. U tom pogledu, značajan rast zarada u javnom sektoru u 2018. i veliko povećanje u 2019. godini, koje je iznad očekivanog rasta produktivnosti, smanjuje bilansni prostor za povećanje investicija, kako javnih, tako i privatnih, budući da rast zarada u javnom sektoru dovodi do pritiska za rast zarada i u privatnom sektoru. Osim toga, rast ukupnih investicija bi se mogao podstaći još nekim merama iz domena ekonomske, tj. fiskalne politike. To se pre svega odnosi na dodatno smanjenje doprinosa na zarade, ukoliko bude fiskalnog prostora, povećanje investicija u infrastrukturu i unapređenje njihove efikasnosti, jer je javni kapital komplementaran privatnom, te odustajanje od politikenaplate dividendi od javnih i državnih preduzeća, kao i postepeno napuštanje politike subvencija. U tom smislu, ocenjuje se da je propuštena prilika da se ovakvom strukturnom promenom fiskalne politike već u 2019. godini načini značajniji zaokret ka podsticanju rasta investicija, budući da je relativno veliki fiskalni prostor od preko 1% BDP-a, većim delom iskorišćen

za povećanje neproaktivnih izdataka (na plate i penzije), dok je povećanje investicija, iako značajno, iz perspektive strukture - neproaktivno, jer ulaganja u infrastrukturu ostaju nepromenjena, dok se povećavaju investicije u vojnu opremu, koja je mahom uvozna. Iako je predviđeno smanjenje fiskalnog opterećenja zarada za lpp. poželjno, ono se ocenjuje kao nedovoljno za znatnije podsticanje investicija i rasta privrede. Uvođenje namenskih ekoloških transfera od Republike ka lokalnim zajednicama je neophodno da bi se na sistematski način obezbedila sredstva za investicije u unapređenje životne sredine.

Osim promene u fiskalnoj politici u užem smislu, na rast investicija se može uticati i drugim strukturnim reformama, što podrazumeva restrukturiranje javnih i državnih preduzeća kako bi više i efikasnije investirala, razvoj nebankarskih finansijskih institucija (penzijski fondovi, osiguranje, tržište kapitala, mikrokreditne organizacije). Osim toga, kroz formalne i neformalne kanale obrazovanja neophodno je razvijati svest stanovništva o važnosti štednje, kao determinante budućeg privrednog rasta.

LITERATURA

- Aghion, P., Diego C. & Howitt, P. (2006) "When Does Domestic Saving Matter for Economic Growth?" Working Paper 12275 NBER.
- Arsić M. i S. Randelović (2017) *Ekonomija oporezivanja – teorija i politika*, Centar za izdavačku delatnost Univerziteta u Beogradu – Ekonomskog fakulteta
- Aizenman, J. & Nancy, M. (1993) "Policy Uncertainty, Persistence and Growth," *Review of International Economics* 1:145–63.
- Aizenman, J.P B. Pinto & Radziwill, A. (2007) „Sources for Financing Domestic Capital - Is foreign Saving a Viable Option for Developing Countries“, *Journal of International Money and Finance* 26, pp. 682-702
- Besley T. (1995) "Property Rights and Investment Incentives: Theory and Evidence from Ghana" *Journal of Political Economy*, Vol. 103, No. 5.
- Caselli, F., J. Feyrer, (2007) The Marginal Product of Capital. *Quarterly Journal of Economics*. 122 (2), pp. 535–568,
- De Long, J., & Summers, L. (1991) „Equipment Investment and Economic Growth“. *The Quarterly Journal of Economics*, 106(2), 445-502.
- Fiskalni savet (2018) "Investicije u zaštitu životne sredine društveni i fiskalni prioritet", Fiskaani savet, Republika Srbija
- Fatás, A. & Mihov, I. (2003) The Case for Restriction Fiscal Policy Discretion. *The Oxford Quaterly Journal of Economics*. 118(4), 1419-1447.
- Fatás A. & Mihov. I. (2013) "Policy Volatility, Institutions, and Economic growth", *The Review of Economics and Statistics* 95(2): 362–376
- Feldstein, M., Horioka, C., (1980). „Domestic Saving and International Capital Flows. *The Economic Journal* 90 (358), pp.314-329.
- IMF (2016), "Central, Eastern, and South eastern Europe – Effective Government for Stronger Growth: Regional Economic Outlook". Washington, D.C. : International Monetary Fund
- Jorgenson, D. (1963). "Capital Theory and Investment Behavior." *American Economic Review* 53, no. 2: 247-259.

- Jorgenson, D. (1971). "Econometric Studies of Investment Behavior: A Review." *Journal of Economic Literature* 9, no. 4: 1111-1147.
- Kvartalni monitor br. 54 (2018). FREN i Univerzitet u Beogradu – Ekonomski fakultet
- Lim, J. J. (2014). „Institutional and Structural Determinants of Investment Worldwide,“ *Journal of Macroeconomics*, vol. 41(C), pages 160-177.
- Levine, R. & D. Renelt, 1992. „A Sensitivity Analysis of Cross-Country Growth Regressions,“ *American Economic Review*, American Economic Association, vol. 82(4), pages 942-963, September.
- Mankiw, N.G., Romer, D., & David, W. (1992). A Contribution to the Empirics of Economic Growth. *Quarterly Journal of Economics*, 107(2), 407-437
- Munnell, A. H. (1992). "Policy Watch: Infrastructure Investment and Economic growth". *Journal of economic perspectives*, 6(4), 189-198.
- Modigliani, F., & M. H. Miller, (1958). „The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment,“ *American Economic Review*, 48, 261-297.
- OECD 2018, *Pension Market in Fokus*, OECD
- Stiglitz, J. E., (1973), Taxation, Corporate Financial Policy and the Cost of Capital. *Journal of Public Economics* 2(1), February, pp. 1-34.
- Swiss Re Insitute Sigma (2018) „*World insurance in 2017: solid, but mature life markets weigh on growth*, No 3/18