

# GLOBALNA RECESIJA I PRIVREDA SRBIJE GLOBAL RECESSION AND SERBIAN ECONOMY

*dr Boško Živković*  
*Stojan Stamenković*  
*dr Miladin Kovačević*  
*dr Vladimir Vučković*

## REZIME I KLJUČNE REČI

Akutna faza globalne krize jeste recesija. Globalna tražnja i globalna ponuda se ubrzano smanjuju. Ove pojave na privredu Srbije deluju kroz dva kanala. Prvi je razmenski. Izvoz se smanjuje, što indukuje smanjivanje stope rasta BDP ali i smanjivanje obima prometa i investicija. Drugi kanal uticaja jeste finansijski. Smanjuje se obim priliva kredita i kapitala. Ove pojave nameću oštra ograničenja ekonomskoj politici u Srbiji. Nužna je ozbiljna revizija i ciljeva i sredstava ekonomske politike. Glavni rizik jeste eksterna nelikvidnost zemlje.

KLJUČNE REČI: finansijska kriza, recesija, kapitalni prilivi, spoljni dug, investicije potrošnja

## 1. Uvod: kratak opis toka krize

1. Okidač krize je, u tehničkom smislu, bio veliki spekulativni balon na tržištu nekretnina. Balon je počeo da puca sredinom 2007. godine. Problem za investitore na sekundarnom tržištu hipotekarnih kredita je, ispostavilo se, bio u tome što su zajmodavci prodavali netransparentne pakete loših kredita kao gotovo bezrizične hartije. Standard&Poor's je utvrdio da su kreditni rejtinzi nekih hartija preceñeni i 12. jula 2007. je degradirao značajan deo MBS na sekundarnom tržištu, u ukupnoj nominalnoj vrednosti od oko 12 milijardi USD. Tokom avgusta 2007. počinje panika na sekundarnim tržištima SAD i Velikoj Britaniji. Istovremeno, tražnja za nekretninama drastično opada. Rezultat je da su cene nekretnina drastično opale, dok je sekundarno tržište MBS postalo nelikvidno.

2. Na obim i potencijalno globalni karakter krize ukazivao je već udeo koji su u bilansima investicionih banaka i fondova imali MBS oslonjeni na *sub-prime* kredite. U prvom talasu krize stradaju britanski Northern Rock (februar 2008) i američki Bear Stearns (mart 2008). Tokom prve polovine 2008. godine kriza se prenela na tržišta akcija i obveznica. U početku kolebljivo, a u drugoj polovini godine dramatično brzo, padaju cene akcija i berzanski indeksi koji mere dinamiku promene cena ove vrste imovine. Smanjuje se i vrednost i likvidnost baznih (a ne samo izvedenih) hartija od vrednosti.

3. Do efekta lančane reakcije na finansijskom tržištu i masovnih bankrotstava nekoliko velikih investicionih banaka dolazi u septembru 2008. Tada se nacionalizuju Fannie Mae i Freddie Mac, ubrzo potom Lehman Brothers i Wachovia podnose zahtev za bankrotstvom, Bank of America kupuje Merrill Lynch a JPMorgan preuzima Washington Mutual, dok su Goldman Sachs i Morgan Stanley prinuđeni da promene status iz investicionih banaka u znatno regulisanije i univerzalne 'bankarske holding kompanije'. Država reaguje kroz kontroverzni Paulsonov plan spašavanja (*bail-out*), čiji je cilj da se o trošku poreskih obveznika od ugroženih banaka otkupe nelikvidne MBS u ukupnoj vrednosti od 700 milijardi USD i time povрати likvidnost na sekundarno tržište hipotekarnih hartija od vrednosti.<sup>1</sup>

4. Iako su upozorenja profesionalne javnosti na prisustvo simptoma krize (rast spekulativnog balona na tržištima nekretnina, ubrzana ekspanzija rizičnih stambenih kredita koja je registrovana već 2006. godine), regulatori i politička elita nisu reagovali. Ignorisanje problema i kratkovidost regulatora i učesnika na tržištu doveli su do nedosledne i haotične intervencije i prenošenja krize na druge sektore. Početkom septembra 2008. kriza je počela da se prelijeva na osnovnu delatnost finansijskog posredovanja – poslovno (depozitno-kreditno) bankarstvo. Kriza se tako sa SAD i Velike Britanije proširila i na zemlje Evrope koje se oslanjaju na ovo "tradicionalno" bankarstvo, pre svih na Nemačku, Francusku, zemlje Beneluksa, Island, Irsku, Španiju, i konačno na čitavu Evropsku uniju i Rusiju. Proces daljeg razvijanja krize se od ovog trenutka ubrzao, a njegovi efekti su se proširili na celu privredu i društvo. Berzansku paniku je zamenila bankarska panika sa ubrzanim povlačenjem depozita, ubrzanim rastom kamata, smanjivanjem vrednosti imovine banaka. Međutim, dramatični scenario koji je viđen u prethodnim epizodama krize nije se još dogodio jer su regulatorna tela u EU blagovremeno reagovala.

5. Kriza u bankarstvu će imati dugoročne posledice. Posledice ove faze procesa su veliki gubici neto kapitala u bankarskom sektoru. Gubici na hartijama od vrednosti i međubankarskim operacijama smanjili su neto kapital ovog sektora, pa time i sposobnost uvećavanja ponude kredita. Nelikvidnost imovine banaka će uvećati tražnju za gotovinom. Oba procesa će potiskivati kamatnu stopu naviše. Pomeranje krive prinosa će biti teško predvidivo. Rast kratkoročnih kamatnih stopa će dovesti do potpune inverzije normalne krive prinosa. Rast cene gotovine i surogata će destimulisati investicione aktivnosti u realnom sektoru.

6. Akutna faza procesa je obeležena njenim prodorom u realni sektor. Stope rasta BDP u Severnoj Americi i Zapadnoj Evropi ulaze u zonu negativnih vrednosti. Privredni rast i njime vođena tražnja na ključnim izvoznim tržištima Srbije se dramatično brzo smanjuju.

---

<sup>1</sup> Za formalnu nesolventnost investicionih banaka u kritičnim trenucima krize delimično je kriv i računovodstveni standard zasnovan na metodu tekuće izloženosti (*mark-to-market*), uveden devedesetih. Radi se o regulaciji koja zahteva da se u bilansima stanja aktiva kojom se trguje na sekundarnom tržištu vodi po tržišnim, umesto po knjigovodstvenim cenama. U normalnoj situaciji to nije problem, ali kada je sekundarno tržište MBS postalo nelikvidno i kada ovakve hartije praktično nije bilo moguće prodati, sve investicione banke koje su imale ozbiljnija ulaganja u MBS postale su nesolventne. Usled toga su krajem 2008. korigovane ove računovodstvene norme.

Ovaj rizik se može multiplikovati delovanjem eventualnog rasta kreditnih rizika u sektoru preduzeća, koji, logikom negativne povratne sprege, može ponovo pokrenuti krizni ciklus u finansijskom sektoru.

7. Dalji tok i trajanje kriznog procesa je teško predvidiv. Međunarodni monetarni fond je upozorio da se „*svetska privreda veoma usporava suočavajući se sa najopasnijim potresom na razvijenim finansijskim tržištima nakon tridesetih godina prošlog veka<sup>2</sup>*”. Sve ranije prognoze o rastu proizvodnje se, iz meseca u mesec, revidiraju naniže, a svaka nova prognoza je sumornija od prethodne. Najuočljiviju kontrakciju će doživeti razvijene industrijske zemlje: pad njihovog BDP-a biće oko 0,3%, što će biti prva godišnja negativna stopa rasta tih zemalja nakon Drugog svetskog rata.

8. Recesija u razvijenom delu sveta već ima sledeće predvidive posledice:
- porast uvoza iz zemalja u razvoju biće više nego prepolovljen;
  - obim svetske trgovine će opasti, sa stope rasta od 4,7% u 2008. na stopu rasta od 1,8% u 2009. godini;
  - *spoljno finansiranje će biti teže i osetno skuplje nego do sada*. Zaoštriće se borba za opstanak izvoza na postojećim tržištima, a osvajanje novih tržišta će neposredno zavisiti od konkurentske sposobnosti koju će pre svega diktirati lokalni troškovi, a tek onda efikasnost privređivanja u širem smislu;
  - male i slabije razvijene zemlje će se u narednoj godini suočiti sa sekundarnim efektima krize. Prvo, njihov *izvoz robe i usluga će se usporiti zbog kontrakcije privrednog rasta u svetu*. Drugo, uvoz kapitala će biti otežan i svakako manji nego ranije, što će zahtevati od tih zemalja da redukuju spoljnotrgovinski deficit ili da se suoče sa rastakanjem svojih deviznih rezervi.

### **3. Dva osnovna kanala uticaja globalne krize na Srbiju**

9. Kriza je Srbiju dočekala sa relativno visokom inflacijom i visokim kamatnim stopama. Drugi veliki strukturni problem sa kojim Srbija ulazi u recesiju jeste veliki deficit u razmeni roba i usluga. Taj deficit se pokrivao kapitalnim prilivima sve do sredine 2008. godine kada to više nije bilo moguće. Osnovni mehanizmi transfera kapitala su bili portfolio investicije (privatizacioni i analogni prihodi) i pozajmljivanje kroz bankarski sistem. Tokom 2008. kreditni transferi postaju dominantni. Osnovni kanali transfera se menjaju u korist tzv. cross border kredita. Domaće banke u inostranom vlasništvu su se masovno zaduživale ne samo da bi kreirale domaći kredit nego i da bi kupovale dinare i plasirale ih u repo transakcije. To je, u odsustvu visokog kursnog rizika, obezbeđivalo lukrativni i praktično nerizični profit od 9 do 10 posto na godišnjem nivou. Sa druge strane, po tom osnovu su se kumulirale značajne devizne rezerve.

10. Nezavisno od toga šta čine regulatori, izvesno je da će nivo ekonomske aktivnosti u Srbiji i većini zemalja regiona u najboljem slučaju stagnirati, a verovatno i opasti. I Srbija i region će ući u period faktičke recesije.

---

<sup>2</sup> *World Economic Outlook, Septembar, 2008*

Recesija u zemljama EU i drugim zemljama u koje zemlje regiona izvoze, očekivano smanjenje likvidnosti preduzeća, kao i povećanje cenovnog, valutnog, kreditnog i kamatnog rizika bez sumnje će uticati na ponašanje svih ekonomskih agenata.

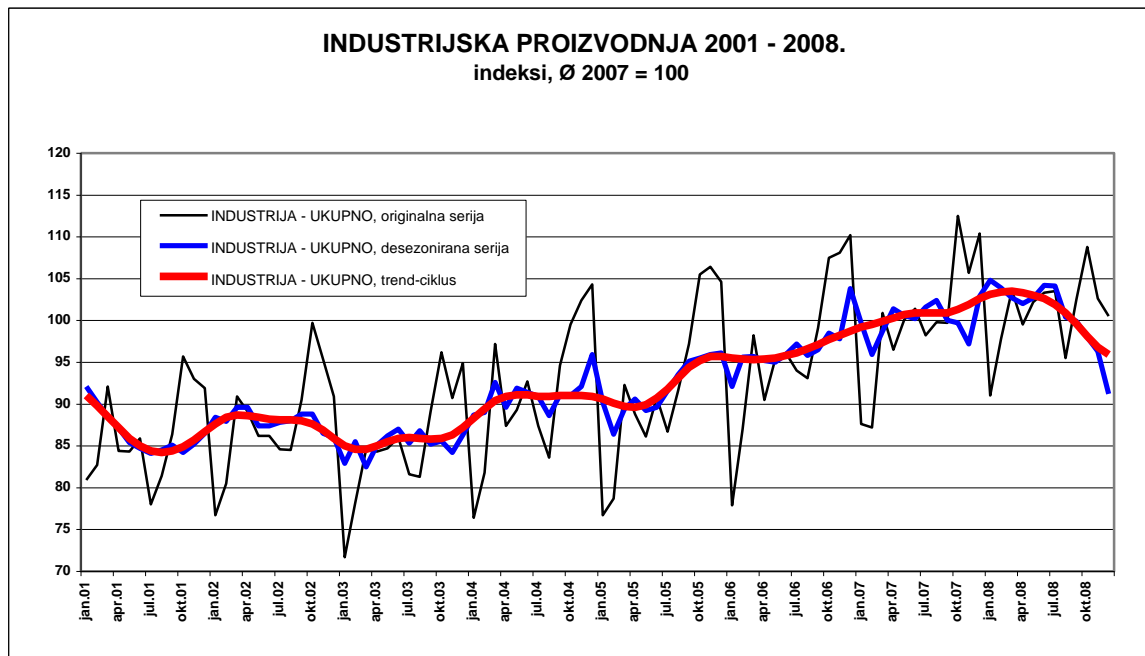
11. Globalna kriza se na Srbiju prenosi kroz dva osnovna kanala. Prvi je odavno poznati kanal razmene. Srbija nije, relativno gledano, visoko zavisna od međunarodne razmene<sup>3</sup>. Glavni poremećaj još uvek ne dolazi kroz taj kanal. Taj problem je rezistentan i do sada je „rešavan“ pokrivanjem deficita kapitalnim transferima. Ovaj mehanizam je prestao da funkcioniše sredinom prošle godine kada je manjak bio oko pola milijarde dolara. Kroz ovaj kanal deluju faktori smanjivanja izvoza usled smanjivanja inostrane tražnje. Ovaj poremećaj se prenosi na druge oblasti realnog sektora i izaziva recesiju nacionalne privrede. Drugi kanal, kroz koji se kriza intenzivno prenosi u Srbiju jeste finansijski. Kroz ovaj kanal se preneo udar do sada najjačeg intenziteta. Dvovalutni karakter našeg monetarnog sistema multiplikuje efekte ovih udara aktiviranjem snažne i visoko varijabilne tražnje za inostranom (ili rezervnom) valutom.

12. *Industrijska proizvodnja* ubrzano opada. Na bazi podataka za jedanaest meseci 2008., RZS je ocenio da će industrijska proizvodnja u celoj 2008. biti veća nego u prethodnoj godini za 1,4% i ta je ocena bila saglasna sa procenom koja je bila zasnovana na opadanju vrednosti kratkoročnog trenda od po 0,5% mesečno. Međutim, desezonirani indeks za decembar je bio manji od novembarskog za neverovatnih 5,3%, međugodišnji pad se zbog toga u decembru produbio na 8,9%, mera opadajućeg (ocenjenog) trenda je udvostručena. Industrijska proizvodnja u celoj 2008. bila – i pored značajnog povećanja u prvom polugođu – tek za 1,1% veća nego u prethodnoj godini. Na bazi 11 meseci i računajući da će se opadanje trenda po 0,5% mesečno nastaviti još šest meseci, industrijska proizvodnja bi u 2009. u tom slučaju bila niža nego u 2008. za 7,5%. Ako se uzme pretpostavka da se pad zaustavlja i da proizvodnja ostaje na nivou iz decembra 2008, rezultat je da se industrijska proizvodnja u 2009. smanjuje za 10% u odnosu na prethodnu godinu.

---

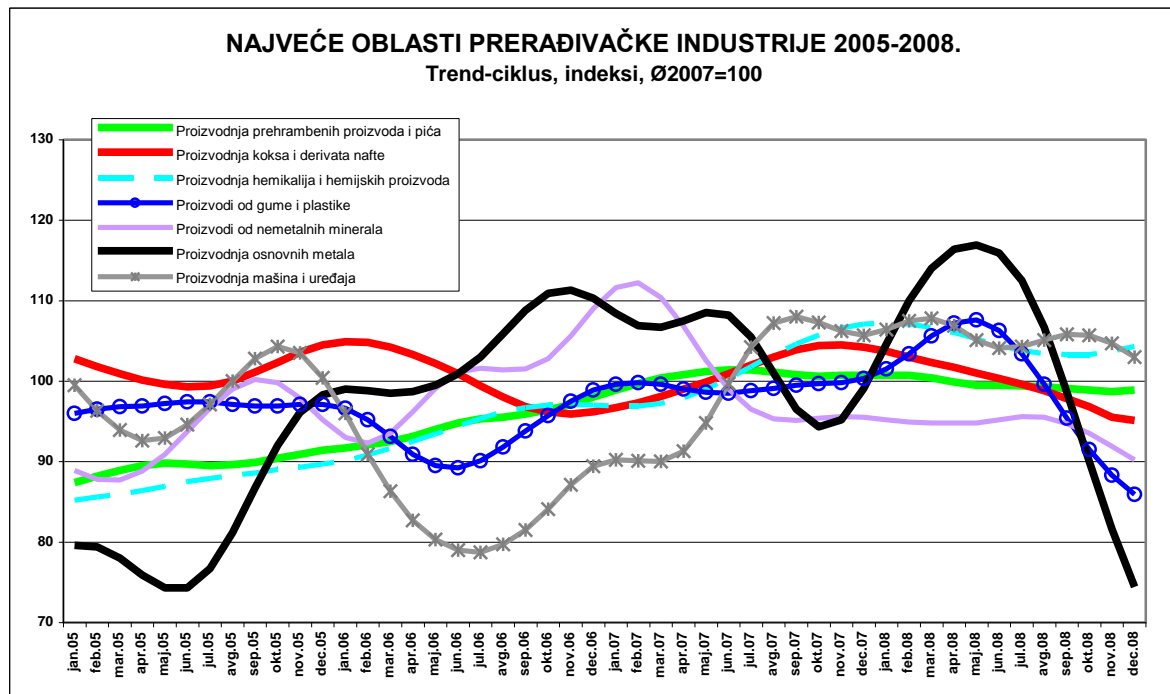
<sup>3</sup> Ovo se često ne razume dovoljno, a postoji opasnost da se pogrešno razume – u tom smislu da naš spoljnotrgovinski deficit nije veliki problem i da njegovo prilagođavanje ne bi imalo velikih posledica na realnu ekonomiju. Prvi i drugi kanal – razmena i priliv ili odliv kapitala – se mogu tretirati i kao dve strane iste medalje.

**Grafikon 1.**  
**Dinamika industrijske proizvodnje u Srbiji**



13. Izgleda da se recesija brzo širi sa oblasti koje su pogođene redukcijom izvoza na sve druge oblasti industrije. Udeo sedam oblasti prerađivačke industrije u kojima je međugodišnja stopa rasta u decembru 2008. bila pozitivna iznosi oko 11% (najveća je proizvodnja nameštaja i raznovrsnih proizvoda, sa udelom od 2,3%). Sve ostale su u decembru imale negativne međugodišnje stope, a od sedam najvećih (54% ukupne industrije i 71% prerađivačke), jedino hemijska industrija trenutno ne opada. Sve ostale su na opadajućem trendu, u pet od njih vrednosti trenda su ispod proseka 2007, za velike neto izvoznike – osnovne metale i gumu – može se reći da se obrušavanju, toliko je njihov opadajući trend izrazit.

## Grafikon 2. Dinamika rasta najvećih oblasti industrijske proizvodnje



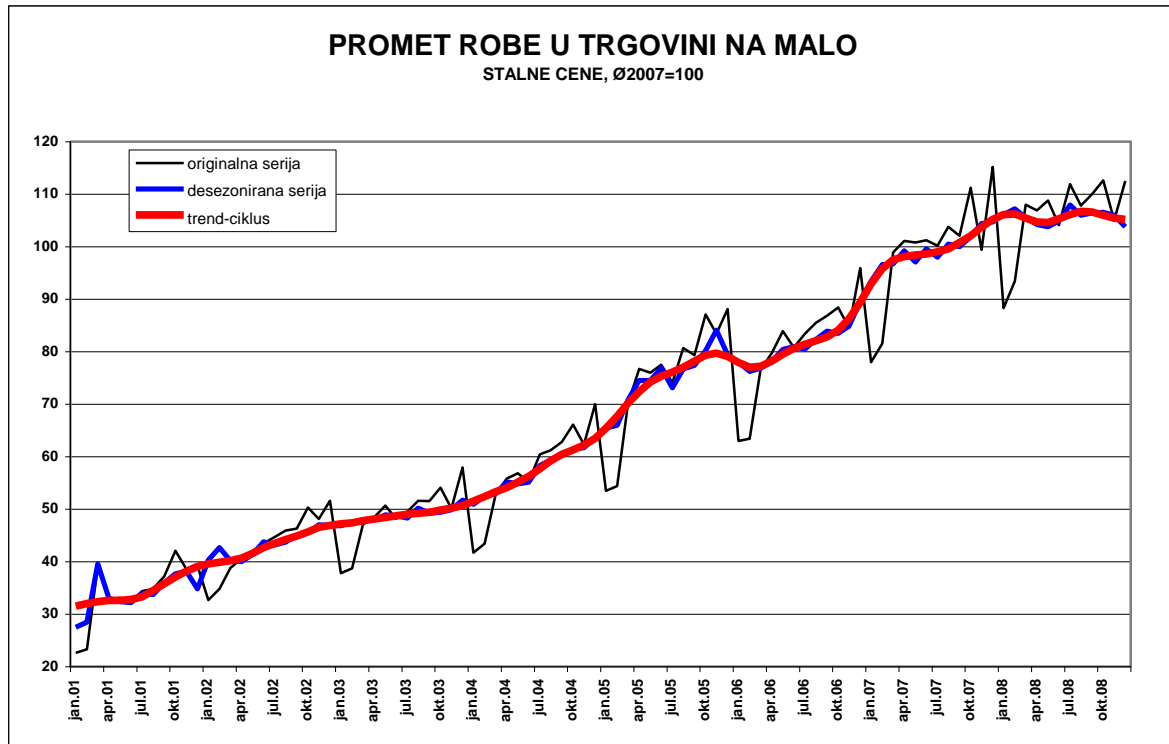
14. *Uvoz* je u opadanju. Desezonirani indeks uvoza se u decembru 2008. spustio ispod proseka prethodne godine; međugodišnje stope rasta vrednosti u evrima su u poslednja dva meseca 2008. bile izrazito negativne – uvoz je u novembru bio manji za 11%, u decembru za 7% - tako da je i stopa rasta za celu godinu (vrednost: 15,58 milijardi evra) svedena na 15,4%. Rapidno opadaju, i na kraju 2008. svedeni su na vrednosti duboko ispod proseka prethodne godine, uvoz intermedijarnih proizvoda i uvoz kapitalnih dobara: sahnju proizvodnja u zemlji i investicije. Interesantno da – iako su desezonirani indeksi krajem godine manji nego ranije – to još uvek nije slučaj sa uvozom proizvoda za široku potrošnju, bilo da je reč o trajnim ili o netrajnim proizvodima.

15. Godišnji rast vrednosti *izvoza* u 2008 (7,43 milijarde evra) sveden je na 15,5%; i izvoz je u poslednja dva prošlogodišnja meseca imao izrazit međugodišnji pad (5% i 3%), nešto manjeg intenziteta nego uvoz, i kod izvoza se desezonirani indeks u decembru spustio ispod proseka prethodne godine, tako da je u celoj godini ostvaren – iako još uvek veliki – osetno manji deficit spoljnotrgovinske razmene od onoga koji smo prognozirali tokom prethodnih meseci (oko 8,6 milijardi evra): izneo je 8,15 milijardi evra.

Presudan za pad ukupnog izvoza bio je pad izvoza intermedijarnih proizvoda (samo osnovni metali i proizvodi od gume i plastike obuhvatali su 28,5% ukupnog izvoza); u celom četvrtom kvartalu 2008. njihovi desezonirani indeksi bili su duboko ispod proseka prethodne godine, u decembru za preko 34%!

16. Promet u trgovini na malo je u decembru 2008. takođe realno bio manji nego u istom mesecu prethodne godine i to za blizu 1%, tako da je i stopa rasta za celu godinu sada svedena na 5,9%. Trendne vrednosti i desezonirani indeksi opadaju, mada su krajem 2008.godine njihove vrednosti – za razliku od proizvodnje i spoljnotrgovinske razmene – još uvek iznad proseka 2007.

**Grafikon 3.**  
**Promet robe u trgovini na malo**



17. Prvi snažan efekat poremećaja na tržištima kapitala na srpski finansijski sistem preneo povlačenjem stranih institucionalnih investitora sa nacionalna tržišta. Kriza se prvo prenela na berzu. Berzanski indeksi u regionu pali su za preko 50% u poslednjih nekoliko meseci, a u slučaju srpskog i oko 75%. Indeksi beogradske berze su gubili vrednost mnogo brže nego uporedive veličine na razvijenim tržištima. Razlog je taj što je tražnja na nacionalnom finansijskom tržištu bila sa više od 50% zavisna od inostrane tražnje.

18. Druge dve potencijalno značajnije posledice preliivanja krize na našu ekonomiju jesu promene *repo stoka i devizne štednje*. Ove dve veličine ostaju i dalje neuralgične tačke celog procesa. Ukupna vrednosti kratkoročnih hartija od vrednosti dostigla je maksimalnu (nominalnu odnosno reotkupnu) vrednosti 26. septembra 2008. godine. Tada je ova vrednost iznosila 248 milijardi dinara (ili 3250 miliona evra, po kursu koji je važio na taj dan).

Nakon toga nastaje brza i nagla redukcija ovog stoka: reotkupljeni iznosi su osetno veći od iznosa novih prodaja HOV, pa se vrednost stoka do 24. oktobra smanjila na 175 milijardi dinara, odnosno za 57 milijardi dinara u odnosu na dotadašnji prosek, ili za 73 milijarde dinara (oko 900 miliona evra) u odnosu na njegovu maksimalnu vrednost; od toga je nešto manje od polovine (oko 33 milijarde dinara ili približno 45%) angažovano za dinarsku obaveznu rezervu od 10% (tj. preseljeno sa deviznog na dinarski račun kod NBS), a nešto više od polovine se pojavilo kao dodatna tražnja za devizama na deviznom tržištu i uticalo na smanjenje deviznih rezervi kojima rukuje NBS. Nakon toga, stok oscilira oko vrednosti od 170 milijardi dinara (oko 2 milijarde evra) – i pored kamatnog šoka koji je usledio početkom novembra podizanjem referentne kamatne stope za 2 procentna poena. Od polovine decembra repo stok ponovo dinamično opada, da bi na kraju 2008. godine dostigao vrednost od samo *91 milijardu dinara* (oko jedne milijarde evra). Tokom januara i februara se nastavlja smanjivanje vrednosti repo stoka koji sredinom februara oscilira oko vrednosti od 60 milijardi dinara.

19. Drugi snažan udar je bilo povlačenje štednje od oko milijardu evra tokom oktobra. Treba podsetiti da smo u prošlosti imali tri krize štednje: prva je bila kriza devizne likvidnosti 1982; druga je bila kriza izgubljenog kapitala kroz kursne razlike (kao posledica Zakona o pro forma deponovanju devizne štednje u NBJ) u iznosu od 12 milijardi dolara („stara devizna štednja”); treća je krađa kroz piramidalne banke početkom devedesetih (izbila 1993. godine). *Današnja štednja je daleko od sva tri pomenuta slučaja krize.* Prema *Biltenu NBS*, u aktivi banaka je na kraju avgusta samo na računima rezervi kod NBS bilo 4,3 milijarde evra. Državna garancija se aktivira samo u slučaju stečaja neke pojedinačne banke i zato je limit te garancije – kao psihološki stabilizator – trebalo povećati ranije, istovremeno kada su to učinile i druge evropske države. Sada je štednja stabilizovana, u neke banke se vraćaju povučeni depoziti.

**Tabela 1**

**Promene u repo stoku u posljednjem kvartalu 2008. godine**

Datum aukcije	Datum dospeća	Prodato HoV/mrd. din	Prosečna ponderisana kamatna stopa (p.a.)	Stanje HoV/mrd. din
		Nominalni iznos/reotkupna cena		Nominalni iznos/reotkupna cena
26.sep	10.okt	56,5	15,75%	<b>248,3</b>
8.okt	22.okt	80,9	15,75%	235,8
10.okt	24.okt	52,9	15,75%	232,3
24.okt	7.nov	50,2	15,75%	174,7
31.okt	14.nov	39,7	15,75%	190,4
5.nov	19.nov	43,6	17,75%	186,2
28.nov	12.dec	35,1	17,75%	170,3
3.dec	17.dec	44,5	17,75%	174,2
5.dec	19.dec	35,4	17,75%	168,7
10.dec	24.dec	47,1	17,75%	175,8
12.dec	26.dec	31,4	17,75%	172,1
17.dec	31.dec	32,2	17,75%	157,7
19.dec	31.dec	21,1	17,75%	145,4
26.dec	9.jan	17,5	17,75%	104,1
31.dec	16.jan	18,5	17,75%	<b>91,0</b>

**4. Ograničenja koje recesija nameće ekonomskoj politici**

20. Ekonomska politika ulazi u period dramatično teških ograničenja. Osnovna su sledeća:

- recesija smanjuje potencijal rasta;
- smanjenje dinamike rasta smanjuje izvoz i uvećava rizik širenja deficita tekućeg računa;
- antirecesione mere su ograničene visokom unutrašnjom potrošnjom koja se do sada finansirala visokim deficitom razmene;
- smanjeni priliv kapitala iz inostranstva aktivira deprecijacijki trend nacionalne valute što vodi rastu kursnog rizika i rizika rastuće inflacije;

21. Dokaz da je recesija već nametnula Srbiji oštra ograničenja jeste i činjenica da se bazni scenario službene ekonomske politike, danas, sredinom februara 2009. može bezuslovno nazivati nerealnim. Aktiviranje recesionog procesa je i druge koncepte ekonomske politike učinilo nerealističnim. Ključno pitanje monetarne i finansijske stabilnosti postaje pitanje nivoa priliva inostranog kapitala u 2009. godini.

U projekcijama vezanim za budžet računa se sa 2,6 milijardi dolara neto SDI i portfolio investicija (i to je manje nego u oceni za 2008. (3 milijarde) za 0,4 milijarde dolara. Procena MAT-a za 2008. je 2,75 milijardi dolara (5,4% BDP-a) a za 2009. ona pada na 2,5 milijardi dolara (5,3% BDP-a). Realni, recesiji prilagođen, scenario zahteva da se udeo neto-izvoza u 2009. smanji na 18% BDP-a i na 16% u 2010. Tada bi se platni bilans zatvorio sa smanjenjem deviznih rezervi za 1,5 milijardi dolara tokom 2009. i vraćanjem 0,5 milijardi u devizne rezerve tokom 2011. godine.

22. Monetarna politika se u ovoj godini dramatično suočava sa smanjenim prilivom deviza po više osnova i ta činjenica će, po svoj prilici, obeležiti njeno delovanje u ovoj godini. Globalna kriza i recesijske tendencije u Evropi su uticale na redukovanje izvozne tražnje, a na drugoj strani zaoštrile uslove kreditiranja na svetskom finansijskom tržištu i smanjile mogućnosti novog zaduživanja. Valja računati da će i priliv doznaka biti smanjen i da će ekonomska neizvesnost i bojazan od ostajanja bez posla uticati na štednju stanovništva u gotovinskom obliku, delimično i izvan bankarskog sistema. Redukovana devizna ponuda je već snizila kurs dinara i sva je prilika da će deprecijacijska tendencija biti nastavljena.

23. Korišćenjem deviznih rezervi centralna banka može intervenisati na tržištu novca sve dok ove ne dosegnu neku kritičnu granicu; uostalom, MMF zahteva da devizne rezerve ne opadnu ispod određenog praga<sup>4</sup>. Nakon toga, kurs dinara će ostati nebranjen i njegovo opadanje bi se nastavilo sve do tačke kada bi evro postao preskup za kupce deviza. Pre toga bi zamena evra za sve veću količinu dinara smanjila likvidnost u ukupnom finansijskom sistemu Srbije i, srazmerno stopi deprecijacije, poskupela otplatu dospelih dugova u stranoj valuti.

24. Zadržavanje osetno više referentne kamatne stope Narodne banke Srbije, u odnosu na kamate u EU, ne deluje – kao ranije – podsticajno na priliv kredita.<sup>5</sup> Moguće je pretpostaviti upravo suprotno: visoka referentna kamatna stopa šalje signal o fundamentalnoj neravnoteži jedne privrede i rizicima sa kojima se ona suočava i dodatno destimuliše investitore da u uslovima svetske finansijske krize investiraju u tako rizična područja<sup>6</sup>. Do novih zajmova se dolazi otežano budući da banke čuvaju svoje rezerve kako bi odgovorile kratkoročnim obavezama i ne žele se upuštati u finansijske aranžmane kao u prethodnom razdoblju kada su milijarde evra, odnosno dolara završile u kontaminiranim vrednosnim papirima.

---

<sup>4</sup> *Floor on net foreign assets of the NBS* je kriterijum izvršenja u tekućem aranžmanu i preostali prostor za spuštanje deviznih rezervi do njega je blizu iscrpljivanja. Šta sada? Novi aranžman, koji bi taj „*net foreign assets*” podigao novim dugom – to može biti praćeno i izvesnim povećavanjem kriterijuma – ili: sniženje kriterijuma!

<sup>5</sup> Prema Memorandumu o ekonomskoj i finansijskoj politici za 2009. godinu u sferi monetarne politike je cilj inflacija od 8% uz toleranciju  $\pm 2\%$ . Osnovni instrument u rukama NB Srbije će i dalje biti referentna kamatna stopa, a sadašnji režim valutnog kursa biće zadržan i dalje, što znači da će centralna banka intervenisati jedino u slučaju većih dnevnih oscilacija.

<sup>6</sup> Referentna kamatna stopa Narodne banke Srbije od 16,5% je trenutno u evropskim zemljama jedino manja od referentne kamate Islanda koja iznosi 18%, ali je zato veća od svih ostalih kamata zemalja u regionu. Tako posle Srbije sledi Rusija sa kamatom od 13%, Moldavija sa kamatom od 12,5%, Ukrajina sa kamatom od 12%, Rumunija sa kamatom od 10,25%, Mađarska sa kamatom od 9,5%, Hrvatska sa kamatom od 9%...

25. Deprecijacija dinara sa svoje strane može – u većoj ili manjoj meri – doprineti uvećanju inflacije, uprkos svetskom trendu njenog smanjenja. U ovom trenutku nije poznato kolika je vrednost koeficijenta prilagođavanja promenama deviznog kursa. Proces prilagođavanja je već sada uočljiv, a prognoze o rastu cena u ovoj i u sledećoj godini sugerišu da u privredi i dalje opstaje nepromenjena radna i poslovna kultura, isti (neefikasni) management, proizvode se isti proizvodi sa malom dodatnom vrednošću, subvencionišu se preduzeća čiji je opstanak u ekonomskoj utakmici nemoguć itd. Drugim rečima, nema povećanja ukupne efikasnosti privređivanja čime bi se amortizovali troškovi i sa uvećanom konkurentnošću izašlo na međunarodno tržište roba i usluga.

26. Na drugoj strani, što bruto domaći proizvod raste sporije – javna potrošnja postaje relativno sve veća (čak ako se njena nominalna vrednost ne bi menjala). Javni sektor u Srbiji je preglomazan, a njegova efikasnost izrazito slaba (kako to pokazuje i nedavno sprovedeno komparativno istraživanje za 2008. i 2009. koje je obavio *World Economic Forum*). Ukoliko se ne bude pristupilo sužavanju javne potrošnje – u okolnostima kada sve međunarodne institucije ocenjuju da će globalna kriza početi da jenjava tek u sledećoj godini – monetarna politika neće biti u mogućnosti da sama zadržava nalet inflacije. Konačna posledica bi se u tom slučaju pokazala u isuviše skromnom rastu (ili stagnaciji) BDP, uz istovremeno visoku inflaciju, čime bi bio potkopan temelj za dinamičniji ekonomski razvoj u predstojećim godinama.

27. Kriza u bankarstvu je u Evropskoj uniji za sada zaustavljena i zbog toga nije značajnije pogodila bankarski sektor Srbije. Istina, brža reakcija regulatornih tela je mogla delovati preventivno i minimizovati povlačenje depozita. Sredinom novembra je ponašanje depozita stabilizovano. Kontrakcija kreditne aktivnosti banaka imaće za posledicu smanjenje rasta ili potpuno zaustavljanje kapitalnog priliva u finansijski sektor regiona Jugoistočne Evrope. Period kreditne ekspanzije se završava. Ovaj proces je iza sebe ostavio promenjen bankarski sektor. Tokom trećeg kvartala 2008 primećuje se blaga strukturna promena: zbog pogorošanih uslova zaduživanja privrednih društava u inostranstvu, kreditni zahtevi su kanalisani ka tzv. domaćim bankama odnosno bankama čije je depozitni potencijal dominantno oslonjen na domaću štednju.

28. Adekvatnost kapitala bankarskog sektora Srbije je u trećem kvartalu smanjena ali je i dalje, komparativno gledano, visoka. Glavni uzrok smanjivanja nivoa kapitalne adekvatnosti nije ekstremni rast rizika nego primena novih propisa koji na nov način definišu obračunavanje količnika adekvatnosti kapitala, koji je smanjen (u odnosu na kraj drugog kvartala) za 4,8 procentnih poena i sada iznosi 23,3%. Regulatorni kapital banaka je tokom trećeg kvartala 2008. godine uvećan za 40,3 milijarde dinara ili za 13,2%. Dakle, vrednost pokazatelja adekvatnosti kapitala jeste i dalje daleko iznad nacionalnog kriterijuma (minimalno 12% ), koji je opet znatno iznad globalnog, BIS-ovog kriterijuma. Dakle, raspoloživi neto kapital koji može apsorbovati eventualne udare neočekivanih poremećaja u bankarskom sektoru Srbije jeste i dalje visok. Kampanja ubrzane dokapitalizacije tokom prve polovine 2008. je dala dobre rezultate.

29. Najveća opasnost za stabilnost finansijskog sektora može doći iz okruženja jer su svi finansijski sistemi na jugoistoku Evrope povezani sa zemljama EMU prohodnim kreditnim kanalima<sup>7</sup>. Kroz te kanale je transferisana finansijska imovina tokom perioda ubrzanog rasta kredita. Poremećaj ili zaraza (*financial contagion*) u sadašnjim uslovima može nastati indukcijom poremećaja u zemljama matičnih banaka usled njihove visoke izloženosti. Pojednostavljeno, ako neka od banaka majki bude izložena kriznom udaru reakcija može biti ubrzano povlačenje plasmana iz njenih afilijacija. Drugi mogući kanal prenošenja zaraze bi mogao da počne u nekoj od tranzicionih ekonomija, prenosi se u zemlju banke matice i potom širi na sve zemlje u kojima data banka ima svoje filijale. Ove pojave mogu snažno destabilizovati banke, uključujući i pojavu masovne insolventnosti. NBS bi mogla da preduzme mere da se uvezeni kapital delom zameni domaćim štednjom, na primer, smanjenjem obavezne rezerve na deviznu štednju. Međutim, postoji rizik da se deo tako oslobođenih sredstava odlije napolje. U vezi sa ovim rizikom može se postaviti i pitanje da li bi bilo korisno ograničavati odliv kapitala i administrativnim putem. Iskustva zemalja sa različitim vrstama kontrole odliva i priliva kapitala veoma su bogata. Srbija sada ima potpuno drugačiji problem, pošto se suočava sa pretnjom odliva kapitala. Tokove kapitala teško sputati i da regulacija može samo da poskupi i donekle utiče na strukturu kapitala (a ne i da spreči njegove tokove u većoj meri). Iskustvo Srbije potvrđuje ovu pravilnost. Najbolji primer predstavlja pokušaj NBS da visokim obaveznim rezervama sputa priliv kapitala i zaobilazanje ovih mera premeštanjem kreditne tražnje na prekogranične kredite.

## **5. Zaključna razmatranja: alternativni scenariji 2009–2011. sa gledišta eksterne likvidnosti**

30. Na osnovu podataka za jedanaest meseci 2008, a imajući u vidu i procene uključene u aranžman sa MMF-om iz novembra, u *MAT&KB*-u broj 12/08. prezentirana su dva osnovna scenarija za period 2009-2011<sup>8</sup>. U prvom se pošlo od pretpostavke da će rast BDP-a u 2009. izneti 3%, i taj je scenario ocenjen kao optimističan. Kao realističan je prikazan scenario sa procenjenim rastom BDP-a u 2009. od 0,5% (i 1,7% u 2010). Nakon što su pridodati podaci za decembar 2008, koji su pokazali *dalje jačanje recesionih tendencija koje su se formirale tokom drugog polugodišta te godine*<sup>9</sup>, prognoza sa troprocentnim rastom je napuštena, a za prognozu sa rastom od 0,5% ocenjeno je da „sada dobija i nešto optimističke arome”. Suština je u tome da – ako se pretpostavi da tokom 2009. neće doći do oporavka prerađivačke industrije – čak i ako se ne nastavi njena tendencija opadanja, rast BDP-a bi zašao u negativnu zonu: u interval između 0 i – 0,5%.

<sup>7</sup> Upozoravajuće deluje i zahtev nekih stranih banaka da sredstva koja dobijaju po osnovu vladine pomoći ne upućuju filijalama u regionu Balkana jer se strahuje od finansijskih poremećaja u tim zemljama

<sup>8</sup> Takođe i u uvodnom referatu sa savetovanja Naučnog društva ekonomista: „Stabilizaciona ili antirecesiona ekonomska politika 2009? (Dok čekamo krizu – ona je već stigla!)”, (*Svetska ekonomska kriza i ekonomska politika Srbije*, Ekonomski fakultet u Beogradu, 2009.

<sup>9</sup> „*Produbljuje se pad industrijske proizvodnje, a opadaju i izvoz i unutrašnji promet. Opada i uvoz – posebno uvoz intermedijarnih i kapitalnih proizvoda, što upućuje na zaključak da za sada oporavak ni industrijske proizvodnje ni investicija nije na vidiku*”, *MAT&KB* 1.09.

31. U ovde razmatranim scenarijima zadržana je stopa rasta od +0,5%, s tim što se scenario na njoj zasnovan sada klasifikuje kao uslovno realističan. Prethodni scenario korigovan je zamenom (ranije procenjenih) prispelim podacima NBS o platnom bilansu za celu 2008. godinu, podacima NBS o deviznim rezervama po tekućim kursovima, ocenjeni rast BDP-a u 2008. je – u svetlu novih podataka – snižen sa 6% na 5,5%, sve vrednosti u stranoj valuti sada su iskazane u evrima. Zadržava se rezerva u pogledu dinamike otplata zatečenog duga, što će biti korigovano zamenom podataka sa stanjem 30.09.2008. podacima o stanju 31.12.2008, čim ovi potonji budu raspoloživi<sup>10</sup>. Unete korekcije pogoršavaju ranije ocene o problemima eksterne likvidnosti u ovom scenariju<sup>11</sup>.

32. Ključno pitanje stanja eksterne likvidnosti u naredne tri godine jeste pitanje priliva kapitala iz inostranstva. U oba ovde prikazana scenarija za 2009. godinu pošlo se od sledećih pretpostavki:

- priliv novih kredita javnom sektoru (770 miliona evra) sadrži sredstva MMF-a po važećem sporazumu i odobrene kredite Svetske banke
- priliv novih kredita bankama (690 miliona evra), manji je nego u 2007, ali znatno veći nego u 2008. godini – s obzirom na relaksaciju u merama NBS (ovo je još uvek optimistička pretpostavka)
- priliv novih kredita preduzećima („ostali sektori”, 2225 miliona evra) dimenzioniran je na polovinu priliva iz 2008 – s obzirom na dinamiku u poslednja dva meseca te godine
- neto kreditni priliv<sup>12</sup> u 2009. bio bi negativan (za 615 miliona evra; dodavanjem definitivnih podataka o otplatama na bazi stanja 31.12.2008, a imajući u vidu povećanje stanja duga tokom poslednja tri meseca 2008, ovaj se iznos može neznatno povećati)
- saldo kratkoročnog zaduženja u 2009. ostaje na nuli, s obzirom na veliki skok tog zaduženja u poslednjem kvartalu 2008. radi servisiranja povlačenja štednje
- za neto priliv SDI pretpostavljen je udeo u BDP-u od 5,5% - neznatno više nego u 2008 (s tim što je ovde sadržan i eventualni priliv portfolio investicija).
- za neto priliv od doznaka predviđena je dinamika u skladu sa dinamikom BDP-a izraženom u evrima; kako je deflator BDP-a sada (za razliku od prethodnih godina) manji od prosečnog rasta cena, u odgovarajućoj meri je smanjen i pomenuti priliv od doznaka (napomena: u 2008. ovaj priliv je bio slabiji od onoga što je sugerisala dinamika GDP-a, izražena u evrima).
- za 2007. i 2008. korišćeni su stvarni kursevi. Za 2009-2011. pretpostavljen je realno neutralni kurs (kurs evra prati razliku u kretanju cena kod nas i u zoni evra).
- za eventualno veći (ili manji) neto priliv od onog koji je predviđen u ovim scenarijima koriguju se i rezultati u pogledu promena deviznih rezervi.

<sup>10</sup> Stanje duga (sa uključenim dospelim redovnim i zateznim kamatama) je od 30.9.2008. do 31.12.2008. povećano za 1,27 milijardi evra, od čega na kratkoročni dug otpada 509 miliona evra.

<sup>11</sup> Važna je napomena da pozicija „Greške i propusti” u platnom bilansu za 2008. godinu, osim efekta promene intervalutarnih odnosa (ovde se kalkuliše sa promenama deviznih rezervi po tekućim kursovima) sadrži i iznos podignute devizne štednje koji nije transferisan u inostranstvo (nije sadržan ni u jednoj odlivnoj stavci platnog bilansa), nego je tezaurisiran. Po svoj prilici, reč je o iznosu od preko 900 miliona evra.

<sup>12</sup> Dobijen oduzimanjem otplata od novih kredita.

Tabela 2.

## Realistični scenario

	2007	2008	2009	2010	2011
<b><i>Realne stope rasta</i></b>					
<b>BDP</b>	7,5	5,5	0,5	1,7	6,0
Neto izvoz - učešće u BDP	-23,7	-22,8	-18,0	-16,0	-15,0
Domaća tražnja	11,4	6,5	-4,9	0,0	4,7
Investicije, bruto fiksna ulaganja	14,9	5,2	-15,4	6,1	19,1
Potrošnja	12,0	6,8	-2,4	-1,2	1,8
Potrošnja domaćinstava	9,5	6,7	0,0	0,1	3,0
Potrošnja sektora države	24,7	7,3	-11,5	-6,5	-3,4
Stopa rasta izvoza (u €)	24,7	16,9	-4,3	3,8	21,3
Stopa rasta uvoza (u €)	30,1	15,3	-13,4	-0,5	14,2
<b><i>U milionima €</i></b>					
Deficit robe i usluga	-6.892	-7.804	5.831	5.379	5.435
Priliv srednjeročnih i dugoročnih kredita	5.317	4.857	3.685	4.303	5.935
- Krediti preduzećima	4.369	4.454	2.225	3.077	4.529
Neto priliv srednjeročnih i dugoročnih kredita	3.100	2.191	<b>-615</b>	464	1.420
Neto priliv SDI	1.821	1.812	1.782	2.152	2.681
Promene deviznih rezervi	1.303	-1.774	-3.022	-1.100	1.000
Stopa inflacije (kraj perioda)	10,1	<b>8,6</b>	<b>10,0</b>	<b>7,5</b>	<b>5,0</b>
Stopa inflacije (prosek godine)	6,7	<b>11,7</b>	<b>7,9</b>	<b>8,6</b>	<b>6,1</b>

33. Očigledno je da pod pretpostavkom da ekonomska politika obezbedi da udeo negativnog neto-izvoza u BDP-u (kao dodatnih sredstava za upotrebu u zemlji) bude smanjen sa 22,8% u 2008. na 18% u 2009 i 16% u 2010 – tj. da deficit robe i usluga u 2009. bude za oko 2 milijarde evra manji nego u 2008 – devizne rezerve (NBS i banaka) se smanjuju tokom 2009. za 3 milijarde evra i za još 1,1 milijardu evra u 2010. **Nivo deviznih rezervi se smanjuje na 5 milijardi evra i pokriva nepuna četiri meseca uvoza robe i usluga.** Odnosi između pojedinih vidova potrošnje i investicija mogu se menjati (i odgovarajućim politikama), ali ostaje imperativ da se ukupna unutrašnja tražnja smanji za 5%. Ako se ostaje pri tome da potrošnja domaćinstava realno treba da se zadrži na nivou iz 2008, onda pad potrošnje države i investicija idu relativno duboko ispod -10%!

34. Drugi scenario može biti sa stanovišta potrošnje označen kao „optimističan” ne zbog očekivano većeg rasta BDP-a, već zbog relaksacije u pogledu redukcije deficita robe i usluga – za oko 1 milijardu, umesto za 2 milijarde evra u 2009.

Tabela 3.

## „Optimistički“ scenario

	2007	2008	2009	2010	2011
<b><u>Realne stope rasta</u></b>					
<b>BDP</b>	7,5	5,5	0,5	1,7	6,0
neto izvoz - učešće u BDP	-23,7	-22,8	-21,0	-18,0	-15,0
Domaća tražnja	11,4	6,5	-2,5	-0,8	2,9
Investicije, bruto fiksna ulaganja	14,9	5,2	-10,0	1,7	16,3
Potrošnja	12,0	6,8	-0,7	-1,4	0,1
Potrošnja domaćinstava	9,5	6,7	0,6	0,0	2,2
Potrošnja sektora države	24,7	7,3	-5,7	-7,1	-8,7
Stopa rasta izvoza (u €)	24,7	16,9	-4,5	3,8	21,2
Stopa rasta uvoza (u €)	30,1	15,3	-8,2	-2,3	9,4
<b><u>U milionima €</u></b>					
Deficit robe i usluga	-	-	-	-	-
Priliv srednjeročnih i dugoročnih kredita	6.891,9	7.804,0	6.790,0	6.040,2	5.422,3
- krediti preduzećima	5.317	4.857	3.685,0	4.300,9	5.922,3
Neto priliv srednjeročnih i dugoročnih kredita	4.369	4.454	2.225,0	3.077,0	4.518,6
Neto priliv SDI	3.100	2.191	<b>-614,8</b>	462,4	1.407,6
Promene deviznih rezervi	1.820,8	1.812,1	1.778,3	2.147,6	2.675,0
	1.303,0	1.774,2	<b>4.002,3</b>	<b>1.920,0</b>	500,0
Stopa inflacije (kraj perioda)	10,1	<b>8,6</b>	<b>10,0</b>	<b>7,5</b>	<b>5,0</b>
Stopa inflacije (prosek godine)	6,7	<b>11,7</b>	<b>8,6</b>	<b>8,6</b>	<b>6,1</b>

Pad ukupne unutrašnje tražnje u 2009. ovim je prepolovljen (redukovan na -2,5%). Uz neznatan rast potrošnje domaćinstava, ovim se bitno mogu redukovati smanjenje investicija i potrošnje države. Pad uvoza je manji za oko 5 procentnih poena, udeo negativnog neto-izvoza u 2009. je 21% i tek u 2010. se spušta na 18%. Rezultat: smanjenje deviznih rezervi u 2009. iznosi 4 milijarde evra i još skoro 2 milijarde evra u 2011. godini.

35. Ovaj scenario znači ozbiljno ugrožavanje eksterne likvidnosti – ukupne devizne rezerve (uključujući i depozite građana i banaka te dostupna sredstva na računima banaka) se na kraju 2010. spuštaju na 3,2 milijarde evra i jedva da pokrivaju dva i po meseca uvoza robe i usluga. Upozorenje: stopa servisiranja duga (udeo otplata glavnice i kamata u vrednosti izvoza robe i usluga) je i sada u zoni preko 50! Ovakav razvoj događaja može aktivirati opasnu valutnu krizu.