

SRPSKA PRIVREDA NA UDARU GLOBALNE EKONOMSKE KRIZE

Apstrakt:

Osnovni uzrok svetske finansijske krize je nedostatak regulacije finansijskih tržišta i bankarskog sistema i vođenje ekspanzivne monetarne politike. Kako kriza u osnovi ima ugrađen sistemski karakter, efekti krize su se vrlo brzo preneli na realni sektor. Mada je neizvesno koliko će kriza potrajati i kolike će biti njene razmere, cilj ovog rada je da ukaže na glavne kanale kroz koje se ona preliva na srpsku privredu.

Ključne reči: finansijska kriza, depresijacija, makroekonomska stabilnost

Abstract:

The basic cause of global financial crisis is non adequate regulation of financial market and banking system, as well as expansive monetary policy. The effects of financial crisis were transferred to the real sector very rapidly. Even though it is uncertain how long the crisis will last and which dimension it will have, the aim of this paper is to point out through which canals it will affect Serbian economy.

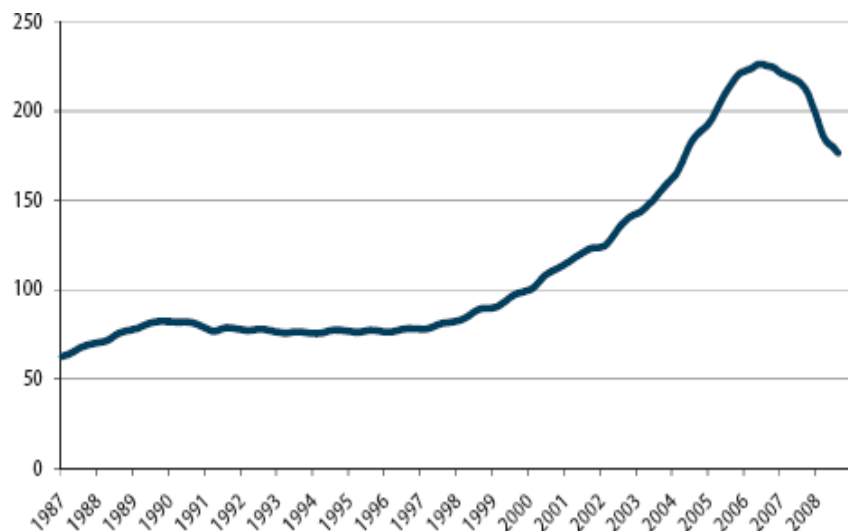
Key words: financial crisis, depreciation, macroeconomic stability

Kako i zašto je sve počelo?

Svetska finansijska kriza je započela na relativno malom segmentu američkog finansijskog tržišta visokorizičnih hipotekarnih stambenih kredita (*sub-prime lending*). Da apsurd bude veći, odobravanje kredita licima bez kreditne istorije i visokog kreditnog rizika je podržano od strane strane američke vlade koja je 1992. godine pokrenula program *Affordable housing*. Vlada je obezbedila državno pokriće za kredite koje su odobravale dve specijalizovane privatne agencije (*Fannie Mae* i *Freddie Mac*) i podsticala poslovne banke da izdaju tzv. sub-prime kredite.

Povoljni krediti su doveli do velike tražnje za nekretninama što je dalje vršilo pritisak na cene. Tako su cene nekretnina u SAD u periodu 1997-2006. godine ostvarile rast od 124%. Rastu cena nekretnina su dosta doprinele i američke Federalne rezerve (FED) koje su vodile ekspanzivnu monetarnu politiku. Dugogodišnja politika niskih kamatnih stopa, dovela je do toga da se jeftin kapital plasira u dugoročne i kapitalno intenzivne projekte kakve su nekretnine. Osnovna kamatna stopa FED-a je 2006. godine iznosila 5,25% i od tada je postepeno smanjivana. U trenutku eskalacije finansijske krize u septembru 2008. godine, osnovna kamatna stopa je iznosila 2%.

Ilustracija 1: Indeksi cena nekretnina u SAD



Izvor: Standard&Poors's

U periodu najvećeg rasta cena nekretnina, odobrena je i najveća vrednost sub-prime kredita. Banke i specijalizovane agencije su u trci za lakom zaradom redukovale premije na rizik za tu vrstu pozajmica i tržište drugorazrednih kredita je doživelo neslućene razmere. Međutim, to je bio samo deo problema. Banke su sub-prime kredite sekjuritizovale, odnosno pretvorile u hartije od vrednosti sa pokrićem u hipotekarnim kreditima i dalje ih preprodavale investitorima koji su bili željni spekulativnog profita. Kako američko finansijsko tržište nije bilo regulisano, distribucija primarnog rizika je doživela široke razmere. Obim poslovanja finansijskim derivatima u 2002. godini je iznosio 106 hiljada milijardi USD, da bi tokom 2008. godine dostigao iznos od 531 hiljadu milijardi USD. Činilo se da ovom lancu nema kraja i ni iznenađenja. Međutim, tada dolaze do izražaja problemi asimetrije informacija i moralnog hazarda. Agencije su zahvaljujući pokriću države preuzimale velike rizike, a rejting agencije su po inerciji finansijske derivate rangirale kao najmanje rizičnu klasu. Investicioni fondovi i banke su bile zaslepljene profitom i zato su ove hartije masovno kupovali.

Tržište drugorazrednih hipotekarnih kredita je osetilo prve potrese sredinom 2007. godine, kada su investitori uvideli da poseduju rizičnije hartije nego što su to isprva mislili. Od tada kreće njihova masovna prodaja. Otplata drugorazrednih hipotekarnih kredita se odvijala uredno sve dok kamatne stope nisu počele da rastu, a cene nekretnina da padaju. Kako je rastao broj klijenata koji nije bio u stanju da reguliše obaveze prema bankama, banke su usled narasle ponude nekretnina i pada cena na tržištu, postale suočene sa problemom bezvrednih hipoteka. Čak i da ih uspeju prodati, što je malo verovatno usled prezasićenosti tržišta, banke ne mogu nadoknaditi uložena sredstva tako da razlika u njihovim bilansima predstavlja neto gubitak.

Najveće gubitke su imale komercijalne i investicione banke. Otpis aktive u 2007. godini za Citigroup je iznosio 46,4 milijarde USD, za Merrill Lynch 36,8 milijardi USD, a za švajcarski UBS 36,7 milijardi USD. Sa hipotekarnog tržišta kriza se već početkom 2008. godine prenela na tržište akcija i obveznica. U septembru 2008. godine dolazi do eskalacije finansijske krize i pravog sunovrata američkih giganta. Prva je stečaj

proglasila banka Lehman Brothers i Wachowia. Država je nacionalizovala Fannie Mae i Freddie Mac, koje su kontrolisale oko 50% sveukupnih hipotekarnih zajmova u SAD. Merrill Lynch je preuzeta od strane Bank of America za približno polovinu stvarne vrednosti, a JPMorgan je preuzeo Washington Mutual. Morgan Stanley i Goldman Sachs su bili prinuđeni da promene svoj status iz investicionih banaka u regulisanije i univerzalnije bankarske institucije. Najveće američko osiguravajuće društvo American International Group je spašeno od bankrotstva otkupom duga od strane FED-a.

Američki Kongres je početkom oktobra 2008. godine usvojio paket vredan 700 milijardi USD kojim bi se otkupili dugovi banaka. Trezor je iz odobrenog budžetskog paketa iskoristio 250 milijardi USD za otkup akcija komercijalnih banaka i tako stekao udeo u njihovom vlasništvu. Da bi stimulisao međubankarsko kreditiranje, Trezor će u narednom trogodišnjem periodu garantovati za sve nove dugove banaka i sve beskamatne depozite kod banaka. FED je, pored toga što je odobrio poslovnim bankama neograničen pristup depozitnoj olakšici, obezbedio i 540 milijardi USD koje će plasirati na novčano tržište radi otkupa komercijalnih hartija preduzeća. Radi se o kratkoročnim hartijama koje preduzeća plasiraju na novčano tržište radi finansiranja svakodnevnih poslovnih aktivnosti. To je prvi put od vremena Velike depresije, da će FED indirektno davati kredite za korporativne aktivnosti. Pored toga, FED je postepeno smanjivao osnovnu kamatnu stopu i ona trenutno iznosi 0,25%.

Finansijska kriza se poput domino efekta prenela prvo na zemlje koje imaju sličan mehanizam hipotekarnog kreditiranja (Velika Britanija i neke azijske zemlje), da bi ubrzo zatim preplavila svetske berze i dovela do pada vrednosti i obim trgovine baznim hartijama od vrednosti. Berzansku paniku je zamenila bankarska panika sa ubrzanim povlačenjem depozita i rastom kamata što je dovelo do potpune obustave međubankarskog kratkoročnog kreditiranja. Rast cena gotovine je destabilizovao investicione aktivnosti u realnom sektoru i tako rezultovao globalnu ekonomsku krizu.

Vlade i centralne banke evropskih zemalja su preduzele niz radikalnih mera kako bi oživele međubankarsko kreditno tržište i zaustavile sunovrat berzi. Evropska centralna banka je u novembu snizila referentnu kamatnu stopu za 0,5%. Britanska Vlada je izdala garanciju na nove kratkoročne i srednjoročne dugove komercijalnih banaka sa 250 milijardi funti sterlinga, a obezbediće i dodatnih 100 milijardi funti, kako bi banke nenaplativa potraživanja zamenile za obveznice američkog Trezora. Pored toga, britanska Vlada je odobrila 25 milijardi funti za povećanje adekvatnosti kapitala banaka i delimično nacionalizovala neke od najvećih banaka (RBS, HBOS i Lloyds), za šta je dodatno utrošeno 39 milijardi funti. Osnovna kamatna stopa Bank of England je smanjena za 0,5% i sada iznosi 4,5%, a iznos garantovanih depozita je povećan sa 35 na 50 hiljada funti sterlinga. Vlade Nemačke, Francuske i Španije, su odobrile ukupno 820 milijardi evra kojima će garantovati za nove kredite komercijalnih banaka. U svim zemljama članicama evrozone povećani su garantovani iznosi štednih uloga, a Nemačka i Austrija su uvele garancije za celokupne depozite stanovništva. Pored SAD i najvećeg broja evropskih zemalja, mere za saniranje posledica finansijske krize i sprečavanje njenog daljeg širenja, preduzele su još i Rusija, Kina, Japan, Australija, kao i veliki broj zemalja u Aziji i Latinskoj Americi.

Izloženost domaćeg finansijskog sistema aktuelnoj krizi

Kriza sa hipotekarnog tržišta se već početkom 2008. godine prenela na finansijsko tržište. Svetske berze su već tada osetile pad vrednosti berzanskih indeksa. Kako se bližila eskalacija krize, došlo je do drastičnog pada obima i vrednosti transakcija. I u Srbiji, efekti svetske finansijske krize su prvo bili vidljivi na berzi. Krajem septembra na Beogradskoj berzi je obim prometa prepolovljen, dok je broj transakcija u odnosu na prethodni kvartal smanjen za trećinu. Indeks najlikvidnijih akcija, BELEX15 je izgubio 43% vrednosti iz prethodnog kvartala, dok je širi berzanski indeks BELEXline pao za 36,4%. Ovaj pad se nastavio i u poslednjem kvartalu, a za 2009. godinu ne postoje nikakve optimistične indikacije opravka berzanskog poslovanja.

Prilikom analize uticaja svetske finansijske krize na stabilnost nacionalnog finansijskog sektora, treba uzeti u obzir nekoliko činjenica. Prvo, u bilansnoj sumi domaćeg bankarskog sistema dominantno učešće od 75% imaju banke u stranom vlasništvu. Drugo, zaduživanje banaka u inostranstvu predstavljalo je značajan izvor finansiranja domaće kreditne aktivnosti tako da je izloženost finansijskog sistema deviznom riziku izuzetno visoko. Treće, najveću ranjivost domaćeg finansijskog sistema predstavlja visoko učešće indeksiranih kredita (oko 70%), što povećava devizni i kamatni rizik. Kako su i realni sektor (zbog relativno niskog učešća izvoza u BDP-u) i stanovništvo (zbog primanja u dinarima) izloženi deviznom riziku, nominalna depresijacija utiče na povećanje nenaplativosti kredita i narušava kvalitet aktive bankarskog sektora. Pošto se domaće aktivne kamatne stope usklađuju s kretanjem kamatnih stopa na svetskom finansijskom tržištu, dolazi do rasta kamatnog rizika. Ove činjenice odlučujuće ukazuju na kanale kroz koje svetska finansijska kriza može da se prelije na domaći finansijski sistem.

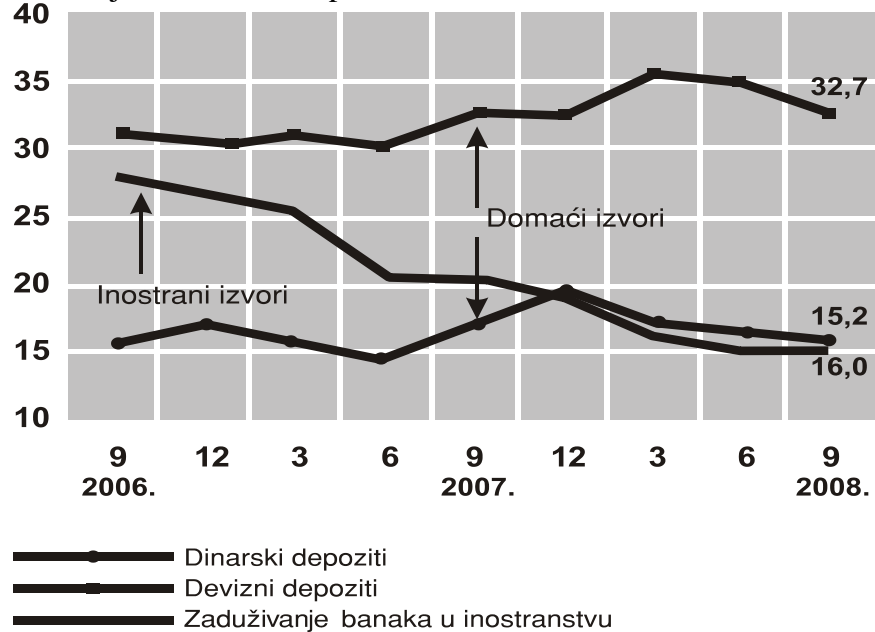
S druge strane postoje i ohrabrujuće činjenice. Nalazi izveštaja o poslovanju bankarskog sektora u Srbiji u trećem kvartalu 2008. godine, ukazuju da je nacionalni bankarski sektor u proces eskalacije svetske finansijske krize ušao relativno zdrav. [3] Banke u Srbiji nisu bile izložene kontaminiranim kreditima niti su kreditni plasmani bili izloženi visokom stepenu rizika.

Prinos na kapital (ROE), kao standardna mera profitabilnosti bankarskog sistema, iznosi oko 12% što je na nivou proseka za region. Prinos na aktivu (ROA), kao merilo efikasnosti upravljanja aktivom, kreće se oko 2,7% i kao takav je među najvišima u regionu.

Učešće kredita u bilansnoj sumi iznosi oko 50% i gotovo da je najniže u regionu, a to sugeriše da je domaći bankarski sistem u manjoj meri izložen kreditnom riziku. Učešće repo hartija od vrednosti u portfeljima banaka je visoko, što doprinosi da učešće likvidne aktive u ukupnoj aktivu iznosi oko 30%. Učešće nenaplativih plasmana u ukupnim niže je od 5% i na nivou je proseka za zemlje u regionu. Međutim, usled usmeravanja profitabilnih preduzeća da se direktno zadužuju u inostranstvu, banke gube deo

kvalitetnog kreditnog portfelja. Ipak, s obzirom na činjenicu da je na novo zaduživanje banaka u inostranstvu ukinuta devizna obavezna rezerva, očekuje se da će se deo kvalitetnog kreditnog portfelja vratiti u domaći bankarski sektor.

Ilustracija 2: Izvori rasta plasmana banaka, % bilansne sume banaka



Izvor: NBS (2008), Izveštaj o inflaciji NBS, novembar 2008. godine.

Pokazatelj adekvatnosti kapitala u Srbiji zaključno sa septembrom iznosi 23,3%, što je za 4,8 procentnih poena manje u odnosu na prethodni kvartal. Glavni uzrok tome nije ekstremni rast rizika, nego primena novih propisa obračunavanja količnika adekvatnosti kapitala. Vrednost pokazatelja adekvatnosti kapitala je daleko iznad nacionalnog kriterijuma (minimalno 12%) i do četiri puta viša u odnosu na pojedine zemlje regiona. U poređenju sa zemljama u okruženju, banke u Srbiji su kao izvor finansiranja kreditne aktivnosti najviše koristile dokapitalizaciju, budući da su prudencijalnim merama Narodne banke obavezane na usklađivanje stanja bruto plasmana stanovništvu sa osnovnim kapitalom (prema važećoj regulativi, taj ratio iznosi 150%). Mada su ove mere prvenstveno bile usmerene na ograničavanje prekomernog zaduživanja stanovništva, u novonastalim kriznim uslovima su bile više nego dobrodošle jer visok nivo kapitala bankama obezbeđuje otpornost na šokove. Otuda je jedan od osnovnih vidova podrške vlada pojedinih država likvidnosti finansijskih institucija upravo kupovina akcija i jačanje kapitalne baze.

Ovde je bitno ukazati na suštinsku razliku monetarne politike u Srbiji i SAD. Za razliku od SAD, Narodna banka Srbije je u prethodnom periodu sprovodila restriktivnu monetarnu politiku koja podrazumeva visoku referentnu stopu i sterilisanje viška likvidnosti. Uz takav kurs monetarne politike, Narodna banka je sprovodila prudencijalne i administrativne mere (visoka obavezna rezerva na deviznu štednju i zaduživanje banaka u inostranstvu, ograničavanje odnosa bruto plasmana stanovništvu i kapitala, limitiranje zaduženja stanovništva) i vršila pooštrenu kontrolu poslovnih banaka (osnivanje

kreditnog biroa, smanjivanje izloženosti deviznom riziku). Takvom politikom je znatno predupređena mogućnost preliivanja finansijske krize u nacionalni bankarski sektor. Prudencijalna politika vođena u prethodnom periodu se isplatila i pokazala kao snažna prva linija odbrane pred naletom svetske finansijske krize.

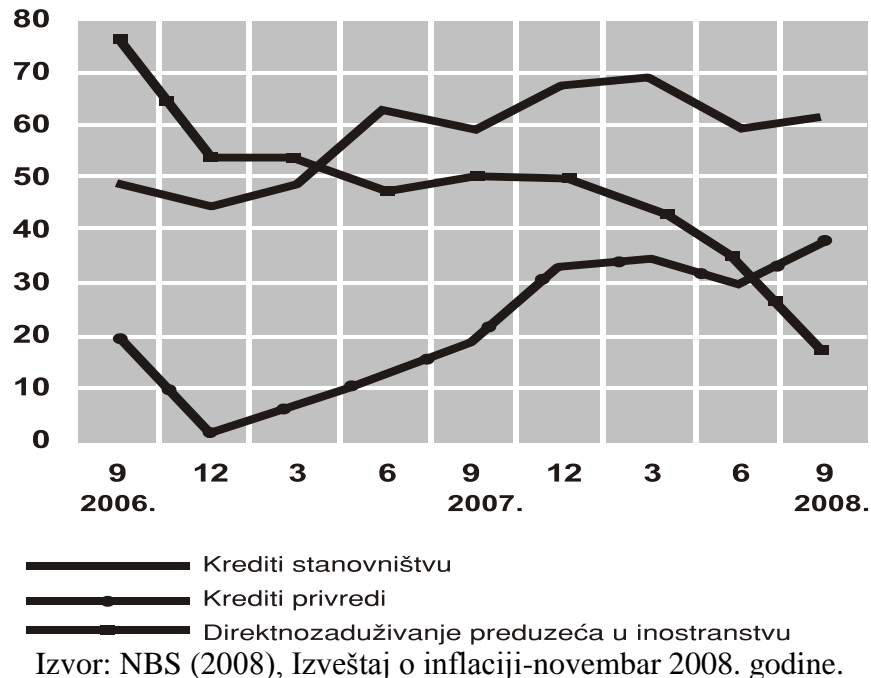
Pa ipak, efekti finansijske krize su vidni. Ono što je očigledna posledica jeste usporavanje kreditne aktivnosti u Srbiji. Opšte nepoverenje na svetskom finansijskom tržištu, koje se ogleda u smanjenoj raspoloživosti sredstava finansiranja, rastu kamatnih stopa i rastu premije rizika, imaće za posledicu otežan pristup kreditima u narednom periodu. Smanjena likvidnost matičnih banaka uticaće i na deviznu likvidnost domaćih banaka, budući da je dotok inostranih sredstava finansiranja ograničen. Više kamatne stope na svetskom tržištu uticaće da se preduzeća manje direktno zadužuju u inostranstvu.

Period kreditne ekspanzije u Srbiji, koji je trajao otprilike dve godine i sa kojim se centralna banka borila različitim merama monetarne politike i prudencijalne kontrole, izgleda da je eskalacijom svetske finansijske krize okončan [3]. Zahvaljujući povećanom stepenu restriktivnosti monetarne politike u zemlji, kao i brojnim merama prudencijalnog karaktera, kreditna aktivnost banaka, naročito prema stanovništvu, već je izvesno vreme usporena. Banke su prestale da inostrane izvore sredstava koriste kao dominantan izvor finansiranja i preorijentisale su se na prikupljanje domaće štednje. Radi izbegavanja izdvajanja devizne obavezne rezerve, banke su klijente direktno usmeravale na zaduživanje u inostranstvu. Međutim, zbog pogoršavanja uslova zaduživanja preduzeća u inostranstvu, primetan je trend kanalisanja kreditnih zahteva ka bankama čiji je depozitni potencijal dominantno oslonjen na domaću štednju.

Mada još uvek nisu dostupni zvanični podaci Narodne banke Srbije o plasmanima banaka za celu proteklu godinu, na osnovu podataka za prvih devet meseci, može se konstatovati da će rast kreditne aktivnosti dugoročno posmatrano biti usporen. Tome je naročito doprinelo drastično usporavanje odobrenih kredita stanovništvu, koji nominalno posmatrano beleže pad.

Krajem trećeg kvartala 2008. godine, na međugodišnjem nivou je došlo do nominalnog rasta plasmana od 23% i nominalnog rasta depozita od 18%. U osnovni uzrok nominalnog rasta je depresijacija kursa dinara u odnosu na evro. Međutim, eskalacija finansijske krize krajem septembra je dovela do masovnog povlačenja deviznih štednih depozita. U poslednjem kvartalu (od kraja septembra do kraja decembra) 2008. godine, devizna štednja građana je smanjena za oko 1 mlrd. eura. Banke su na novonastalu situaciju odreagovale tako što su i nakon tzv. nedelje štednje zadržale više kamatne stope, a Vlada je povećala garantni iznos devizne štednje sa 3.000 na 50.000 evra. U paketu vladinih mera za povećanje devizne štednje je ukidanje poreza na kamate na štednju do kraja 2009. godine.

Ilustracija 3: Izvori rasta plasmana banaka, % bilansne sume banaka



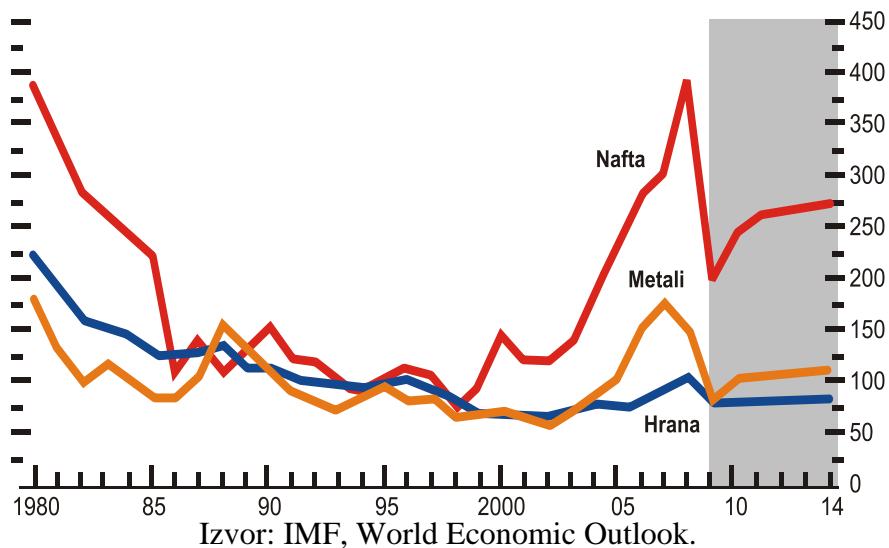
Efekti svetske ekonomske krize na nacionalnu privredu

Svetska finansijska kriza je dovela do pada likvidnosti, odnosno redukovanja kreditnih plasmana. Otežan pristup finansijskim sredstvima znači manje investicija, što će se dalje odraziti na pad privredne aktivnosti i pad svetske tražnje.

Prema izveštaju Međunarodnog monetarnog fonda iz januara 2009. godine, procenjuje se da je 2008. godine ostvaren globalni privredni rast od 3,4%. [5] Prvobitna procena rasta za 2009. godinu od 2,2% je korigovana na svega 0,5%, što predstavlja najslabiji ekonomski rezultat nakon II svetskog rata. Evropska banka za obnovu i razvoj (EBRD) je nakon objavljivanja godišnjeg izveštaja u novembru 2008. godine, već u januaru ove godine izašla sa novim podacima. Prvobitna ocena realnog rasta na nivou regiona za 2008. godinu je redukovana na 6,5%, dok projekcije za 2009. godinu iznose svega 1,3%. Prema najnovijim procenama EBRD, najveću redukciju privredne aktivnosti u regionu će imati Bosna i Hercegovina (čak 3%), dok je Hrvatska vrlo blizu recesije. [1]

Paralelno s padom privredne aktivnosti, tokom prošle godine je došlo do pada cena primarnih proizvoda, a svi su izgledi da će se zbog recesije takav trend nastaviti i u 2009. godini. Prema proceni MMF prosečna cena nafte u 2009. godini će biti za 32% niža nego u 2008. godini, a cene ostalih sirovina će opasti za 19%. Ovo pojeftinjenje je u dobroj meri posledica pada cena poljoprivrednih i prehrambenih proizvoda. Da li će se globalni trend pada cena poljoprivrednih proizvoda realizovati i na našem tržištu, najviše zavisi od monopolskih struktura u proizvodnji i prodaji hrane.

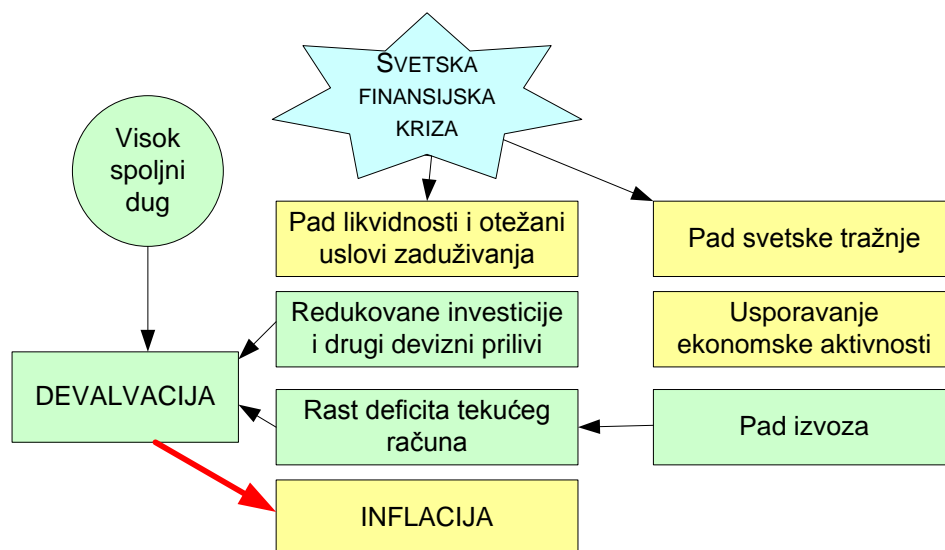
Ilustracija 4: Trend kretanja cena primarnih proizvoda, 1995=100



Redukovanje kreditnih plasmana, pad cena sirovina, usporavanje izvoza i privredne aktivnosti svakako neće pospešivati inflatorni pritisak. Međutim, s druge strane odlučujući faktor koji doprinosi inflaciji jeste depresijacija valute. Kao što je depresijacija posledica visokih kapitalnih priliva, isto tako se depresijacija javlja prilikom zastoja priliva. Izloženost depresijaciji imaju sve zemlje koje beleže visok trgovinski deficit i visok nivo spoljnog duga. Problem predstavlja struktura spoljnog duga u kome dominantno učešće ima privatni dug koji je značajno viši od raspoloživih deviznih rezervi. Dalje, najveću izloženost udaru depresijacije imaju zemlje u kojima je prisutan visok stepen indeksacije kredita. Depresijacija dovodi do povlačenja stranih investitora, a može imati za posledicu i povlačenje štednih depozita. O uzrocima depresijacije i njenim posledicama u Srbiji, više u narednom poglavlju.

Usporavanje privredne aktivnosti i pad tražnje u zemljama EU i regiona, uz rast valutnog, kreditnog i kamatnog rizika, znatno će ograničiti izvozne mogućnosti domaće privrede. Drugim rečima, osnovni kanali delovanja finansijske krize na realni sektor su redukovanje kreditnih plasmana i smanjenje kako izvozne, tako i domaće tražnje. Imajući u vidu mehanizam preliivanja finansijske krize, očekivane posledice po nacionalnu privredu ogledaće se, pre svega, u usporavanju ekonomske aktivnosti, depresijaciji nacionalne valute i mogućim inflatornim pritiscima.

Ilustracija 5: Mehanizam preliivanja finansijske krize na realni sektor

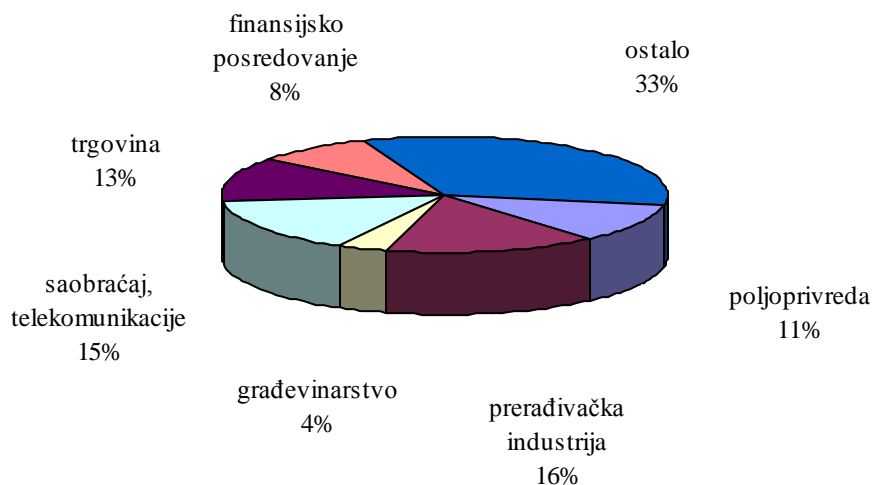


Napomena: šematski prikaz autora.

Srbija je u 2008. godini, uprkos registrovanom rastu od 8,4% u prvom tromesečju, godinu sumirala sa rastom od 6%. Pa ipak može se konstatovati da je srpska privreda dočekala kulminaciju finansijske krize sa solidnim privrednim rastom. Za to postoji i logično objašnjenje. Naime, privredni rast može biti posledica ekspanzivne fiskalne politike, koju su u nekim periodima vodile mnoge istočnoevropske zemlje, a jedna od njih je i Srbija. U Srbiji je neposredno pre izbijanja svetske finansijske krize, tokom 2006. i 2007. godine realni rast državne potrošnje iznosio 12%, odnosno 10,3%. U istom periodu BDP je rastao 5,7%, odnosno 7,5% godišnje. Učešće ukupne državne potrošnje u BDP-u je poraslo sa 39,7% u 2006. na 42,8% BDP u 2007. Veća državna potrošnja u periodu visokog privrednog rasta daje dodatni podsticaj ekonomskoj aktivnosti, ali i povećava deficit tekućeg računa platnog bilansa. Ovakva fiskalna politika je vođena uz očekivanje da će visoki kapitalni prilivi biti nepresušni izvor finansiranja platnobilansne neravnoteže.

Prema procenama EBRD, Srbija u 2009. godini može očekivati skroman rast od svega 2%. Mada su takve procene prilično nezahvalne, bitno je sagledati koji će sektori biti najviše pogođeni svetskom finansijskom krizom. U strukturi BDP, najveće učešće od 33% ima heterogena kategorija koju čini proizvodnja i distribucija električne energije, usluge u zdravstvu, obrazovanju, komunalne usluge i drugi sektori koji pojedinačno imaju skromno učešće. Posmatrano pojedinačno, najveće učešće ima industrija, odnosno prerađivačka industrija koja u ukupnoj industrijskoj proizvodnji čini 76%.

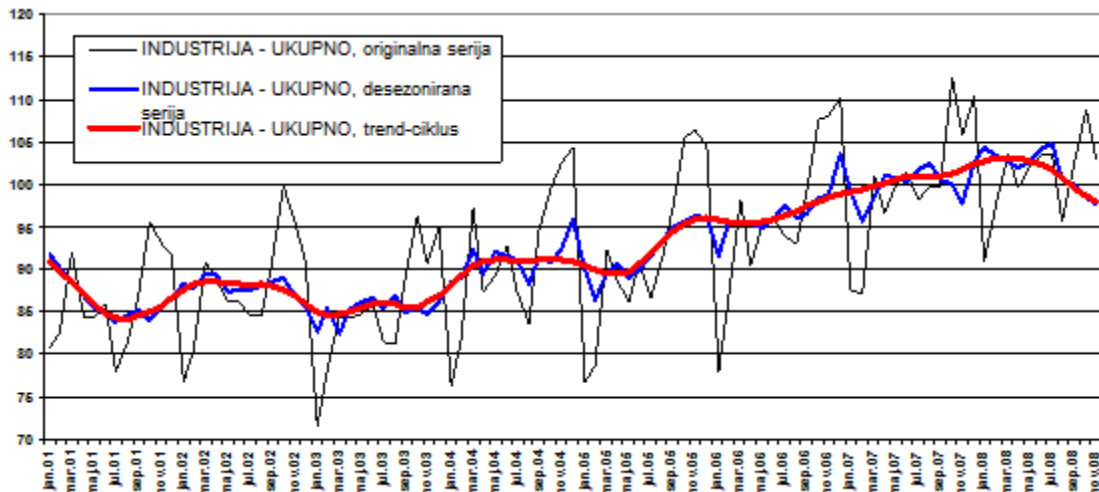
Ilustracija 6: Struktura bruto domaćeg proizvoda po sektorima



Izvor: RZS

Industrijska proizvodnja je nakon usporavanja u četvrtom kvartalu po prvi put u međugodišnjem periodu zabeležila negativne stope rasta od 5%. Naročito je osetan decembarški pad industrijske proizvodnje, od koga je veći pad bio jedino u periodu uvođenja sankcija (1992) i bombardovanja (1999). Kada se analizira industrijska proizvodnja na nivou protekle godine u odnosu na 2007. godinu, može se konstatovati skroman rast od 1,1%. Razlog tome treba tražiti, pre svega, u posrnuću prerađivačke industrije. U okviru sedam najvećih oblasti prerađivačke industrije koje čine 71% proizvodnje ili 54% ukupne industrijske proizvodnje, jedino hemijska industrija trenutno nema silaznu putanju. Sve ostale su u opadajućem trendu, dok proizvodnja osnovnih metala i proizvoda od gume i plastike beleži dramatičan pad. Najveći doprinos rastu privredne aktivnosti daju saobraćaj i telekomunikacije, finansijsko posredovanje i poljoprivreda. Izuzev, poljoprivrede svi ovi segmenti će biti direktno pogođeni uticajem globalne krize.

Ilustracija 7: Industrijska proizvodnja 2001-2008. godine, indeks 2007=100



Izvor: MAT, januar 2009.

Zašto nam se desila depresijacija?

Banke su u uslovima svetske finansijske krize redukovale kreditne plasmane, povećale marže i podigle premije na rizike. Promenjeni uslovi kreditiranja i redukovani iznosi odobrenih kredita, ne samo klijentima nego i među bankama, značili su smanjen priliv inostranih kredita bankama koje posluju u Srbiji. Redukovanjem kreditne ponude, na domaćem tržištu se smanjuje količina deviza i samim tim se osete efekti na kurs dinara. Međutim, ovo je samo jedan od faktora koji objašnjava zašto nam se desila depresijacija dinara. Uzroci depresijacije su mnogo dublji i treba ih tražiti u samoj srži srpske privrede.

Srbija godinama unazad beleži visok deficit tekućeg računa platnog bilansa, koji vuče korene u deficitu spoljnotrgovinske razmene. Deficit tekućeg računa je finansiran prilivom stranog kapitala, ali kako je došlo do pada priliva po osnovu proizvodnih i portfolio investicija, na dalje se otvara pitanje njegovog finansiranja. Pored smanjenog priliva po osnovu stranih direktnih investicija, na pad ponude deviza je uticao manji priliv po osnovu međubankarskog kreditiranja (zaduživanje kod inobanaka), smanjenje prihoda od privatizacije, povlačenje oko milijarde evra depozita iz bankarskog sistema, otežan izvoz, manje doznake radnika iz inostranstva i dr.

Paralelno sa padom deviznog priliva u zemlji, u novonastalim okolnostima dolazi do rasta tražnje za devizama. Do rasta tražnje dolazi usled povlačenja dela stranih portfolio investitora (konvertuju dinarske hartije od vrednosti u stranu valutu i povlače sredstva) i ubrzanog oslobađanja viška dinara stanovništva i privrede. Isto tako, globalna kriza je dovela do nepoverenja na međunarodnom tržištu, tako da se ranija plaćanja na odloženo sada rade trenutno ili u vrlo kratkim rokovima i zato uvoznici traže veću količinu deviza. U uslovima fleksibilnog deviznog kursa koji se formira na osnovu ponude i tražnje, depresijacija kursa dinara je neminovna. Dakle, svetska ekonomska kriza je samo ubrzala slabljenje vrednosti nacionalne valute, a uzroci posrnulosti nacionalne valute leže u

osnovi same privrede. U daljem tekstu biće ukratko analiziran platni bilans kako bi se ukazalo na fundamentalne probleme srpske privrede.

Ilustracija 8: Platni bilans Srbije, mil. USD

	2006	2007	2008
I Tekuće transakcije	-3.656	-6.889	-8.721
Roba	-6.231	-8.832	-11.256
Usluga	-62	-17	-254
Roba i usluga	-6.292	-8.849	-11.511
Dohodak	-395	-687	1.356
Tekući transferi	2.803	2.370	4.146
II Kapitalne transakcije	845	-401	20
III Finansijske transakcije	8.518	6.506	8.858
Strane direktne investicije, neto	4.387	2.523	2.716
Portfolio investicije, neto	-	918	-134
Srednjoročni i dugoročni krediti, neto	2.844	4.087	3.926
IV Greške i propusti	-286	-254	-157
V Ukupan bilans	5.422	1.222	-2.349
VI Devizne rezerve (povećanje -)	-5.422	-1.222	2.349

Izvor: www.nbs.rs

Platni bilans tokom 2008. godine doživljava nepovoljne promene. Prvo dolazi do rasta deficita u tekućim transakcijama, koje se u 2008. godini penju na iznos od 8,72 mlrd. USD. Analiza vrednosti transakcija unutar podbilansa omogućava da se bliže sagleda intenzitet pojedinih transakcija i utvrdi njihov relativni značaj u formiranju celokupne slike ekonomskih odnosa sa inostranstvom. Uvoz robe u iznosu od 22,23 mlrd. USD je dvostruko veći od izvoza robe (10,96 mlrd. USD), što rezultira deficitom u spoljnotrgovinskom bilansu od 11,76 mlrd. USD. Drugim rečima, pokrivenost uvoza izvozom iznosi 50%, što znači da je za svaki USD koji se izdvoji za uvoz robe iz inostranstva potrebno obezbediti 50 centi od prihoda iz izvoza. Preostalih 50 centi je neophodno obezbediti iz drugih izvora. Deficit u trgovinskom i tekućem delu platnog bilansa je redovna pojava naročito kod manje razvijenih zemalja. Međutim, deficit tekućih transakcija koji u BDP ima učešće od 25% predstavlja ozbiljan pokazatelj platnobilansne neravnoteže.

Drugu nepovoljnu okolnost predstavlja činjenica da za finansiranje naraslog deficita tekućeg računa više nisu dovoljni neto prihodi od kapitalnih i finansijskih transakcija. Zbog smanjenog priliva iz inostranstva, ukupni prihodi po osnovu kapitalnih i finansijskih transakcija iznose tek 8,62 mlrd. USD. Po odbitku stavke greške i propusti, za uravnoteženje platnog bilansa neophodna je intervencija deviznim rezervama u iznosu od 2,35 mlrd. USD.

Redukovana devizna ponuda je dovela do depresijacije dinara i pritiska na devizne rezerve. Ukupne devizne rezerve tokom 2008. godine su smanjene za 3,22 mlrd. USD i krajem godine su iznosile 12,85 mlrd. USD. NBS je u cilju odbrane kursa u nekoliko navrata intervenisala putem deviznih rezervi. Intervencije Narodne banke Srbije su

ublažile depresijaciju, ali je ne mogu zaustaviti jer se ne leči uzrok nego posledica. Pa ipak, da nije bilo intervencija Narodne banke devizni kurs bi bio značajno viši i Pandorina kutija bi se otvorila i pokazala sve negativne strane i slabosti srpske privrede. Depresijacija valute lančanom reakcijom prouzrokuje inflatorna očekivanja, rast sive ekonomije, odlaganja domaćih i stranih investicija i dr. Banke prestaju sa odobravanjem kredita u dinarima, odobreni krediti koji su indeksirani u stranoj valuti poskupljuju i dolazi do problema naplate kredita. Banke u uslovima pogoršanja likvidnosti reaguju tako što preduzimaju mere zaštite koje se, pre svega, ogledaju u rastu kamatnih stopa. Smanjeno i otežano kreditiranje privrede uvek vodi pogoršanoj likvidnosti privrede i naročito bi bilo opasno stvaranje lanca nelikvidnosti. Nedostatak kredita odražava se na pad izvoza i privrednog rasta, što će se preko usporavanja dinamike potrošnje odraziti na socijalni status građana. Slabljenje dinara dovelo bi do daljeg poskupljenja uvoznih roba, što bi bila još jedna karika u kreiranju inflatorne spirale (slučaj Islanda).

Nakon potpisivanja aranžmana sa MMF, Narodna banka ima ograničene mogućnosti intervencije za odbranu kursa jer su sada jasno definisane granice odbrane. Razlog tome leži u činjenici da devizne rezerve imaju važnu rezervnu ulogu i po drugim osnovama (npr. osiguranje bankarskih depozita, izvor za finansiranje državnih dugova i dr.). Dakle, depresijacija dinara je neminovna dok ne dođe do novog talasa priliva kapitala i redukovanja spoljnotrgovinskog deficita.

Sledeći bitan faktor koji dovodi do depresijacije nacionalne valute jeste rastući spoljni dug, naročito privatni. Prema poslednjim dostupnim podacima Narodne banke Srbije¹, spoljni dug iznosi oko 30,7 mlrd. USD, od čega je dug privatnog sektora 21,7 mlrd. USD, a dug javnog sektora oko 8,9 mlrd. USD. U odnosu na prošlu godinu spoljni dug je uvećan za 14% i tako je dostigao iznos od 64% BDP što Srbiju svrstava u srednje zaduženu zemlju. Ukoliko se analizira dinamika kretanja i struktura spoljnog duga, evidentno je da se smanjuje javni dug koji treba da otplaćuje država, a da raste privatni dug. U najvećoj meri porast privatnog duga je posledica rasta zaduživanja banaka i preduzeća. Izrazit porast privatnog duga je doveo do porasta udela kratkoročnog duga u bruto deviznim rezervama. Taj odnos koji predstavlja indikator ranjivosti jedne privrede u poslednjih šest meseci je uvećan za 100%, odnosno u junu je racio iznosio 0,13 da bi se u decembru popeo na 0,26. Ovakav trend kretanja spoljnog duga i njegova struktura, zajedno sa gore konstatovanim deficitom tekućih transakcija idu u prilog napred navedene konstatacije da je devalvacija neizbežna.

Zaustavljanje priliva kreditnih sredstava iz inostranstva je otvorilo pitanje finansiranja ravnoteže u platnom bilansu. Kako razmenski sektor srpske privrede nije osposobljen da ostvaruje višak u trgovini sa inostranstvom koji bi finansirao uvoz i istovremeno pokrивao dospele obaveze iz ranijeg perioda, neophodna je spoljna finansijska podrška.

Mada je politika MMFa poslednjih nekoliko godina bila žestoko kritikovana, kako zbog programa koji su krojeni po principu „*one size fits all*“, ali i činjenice da insistira na prilagođavanju na račun privrednog rasta, čini se da je globalna finansijska kriza doprinela povratku MMFa na velika vrata.

¹ Podatak za 31.12.2008. godine.

Srbiji je sredinom januara odobren "stand-by" aranžman za održavanje makroekonomske i finansijske stabilnosti u vrednosti od 402,5 miliona evra, od čega se odmah može povući 268,4 miliona evra. Poređenja radi, iznos od 402,5 miliona evra čini tek polovini iznosa deviznih rezervi koje su u poslednjem kvartalu 2008. godine utrošene na politiku održavanja deviznog kursa. S druge strane, za istu namenu sredstva odobrena Mađarskoj iznose čak 15,7 mlrd. USD, Belorusiji 2,5 mlrd. USD, a Islandu 2,1 mlrd. USD. Mada je u stručnoj javnosti usled novonastalih okolnosti već data ocena da je iznos mogao biti i veći, ovde napominjem da je ta suma prvobitno ugovorena sa aspekta predostrožnosti. Očigledno je da se kriza pokazala ozbiljnijom nego što se očekivalo i prava je šteta što nije ugovoren viši iznos sredstava.

Aranžman podrazumeva dogovor o budućoj ekonomskoj politici i periodičan nadzor MMF-a o ispunjenju dogovorenih mera koje se odnose na: ograničavanje deficita budžeta na 1,75% BDPa, ograničavanje rasta penzija i zarada u javnom sektoru, nastavak strukturnih reformi, racionalizaciju potrošnje, obezbeđenje novca za jačanje deviznih rezervi, jačanje okvira ciljanja inflacije i dr. Usporavanje rasta zarada u javnom sektoru i rasta penzija, kao i druge mere štednje, stvaraju prostor za preko potrebne investicije u infrastrukturu. Monetarna politika će i dalje biti usmerena na snižavanje inflacije, uz politiku rukovođeno plivajućeg deviznog kursa i sprovođenje intervencija samo sa ciljem obezbeđivanja nesmetanog funkcionisanja deviznog tržišta.

Poruka autora

Finansijska kriza je nastala kao rezultat zloupotrebe ideje o slobodnom i neregulisanom finansijskom tržištu. Mada je model slobodnog tržišta u osnovi dobro zamišljen, implementacija je bila loše sprovedena jer se nije uzela u obzir asimetrija informacija i moralni hazard. Državna intervencija u oblasti finansija je nakon mnogo godina ponovo aktuelna, a koncept neoliberalizma i odbacivanja uloge države je doživeo poraz. Dosadašnji koncept organizacije, zasnovan na *laissez faire* ideologiji, će zameniti institucionalno regulisan finansijski sistem koji će biti u stanju da predviđa i sprečava neodgovorno ponašanje finansijskih subjekata.

Iako finansijska stabilnost u Srbiji za sada nije ugrožena, potresi sa međunarodnog finansijskog tržišta i opšta kriza likvidnosti uticaće na usporavanje privredne aktivnosti. Mada se u javnosti može čiti kako su efekti svetske finansijske krize počeli da se osećaju u srpskoj privredi, pre bih mogla da kažem da je finansijska kriza doprinela tome da su dugogodišnji problemi postali još očigledniji i dramatičniji. Drugim rečima, problemi su postali kompleksniji i u vidu sistema spojenih sudova počeli su da se prelivaju po celokupnoj privredi. Globalna kriza je dodatno uzdrmala srpsku privredu, pre svega, kroz poskupljenje i povlačenje spoljnih izvora finansiranja.

Oproban recept po kome se deficit računa tekućih transakcija finansira prilivom po osnovu stranih direktnih investicija i zaduživanja više ne funkcioniše. Rešenje ekonomske politike jeste u redukovanju domaće tražnje koja je osnovni uzrok

makroekonomske neravnoteže. Kako je rast zarada u privredi pod uticajem privrednih mehanizama, a kreditna aktivnost je usled ograničenih domaćih izvora određena međunarodnim tokovima, jedini način da se obuzda domaća tražnja je da se smanji javna potrošnja koja je od kraja 2006. godine doživela pravu eksploziju. Nekonrolisana javna potrošnja, privremeno stimuliše privredni rast, posebno u proizvodnji nerazmenljivih dobara, ali vrlo brzo povećava spoljnu neravnotežu i vodi ka depresijaciji kursa.

Ovde je još jednom bitno ukazati na suštinsku razliku u vođenju monetarne politike u Srbiji i SAD. Za razliku od SAD koja je vodila ekspanzivnu monetarnu politiku, Narodna banka Srbije je u prethodnom periodu sprovodila restriktivnu monetarnu politiku. Na finansijsku krizu je veliki broj centralnih banaka razvijenih tržišnih privreda reagovao smanjenjem referentne stope, dok su centralne banke zemalja u usponu, zbog rastućih depresijacijskih pritisaka, reagovale zaoštavanjem monetarne politike. Kako u Srbiji postoji problem devizne, a ne dinarske likvidnosti, snižavanje stepena restriktivnosti monetarne politike ne bi predstavljalo adekvatno rešenje. Naprotiv, u uslovima visokih depresijacijskih pritisaka, smanjenje referentne stope bi samo pojačalo te pritiske. Da bi povećala deviznu likvidnost, Narodna banka Srbije je pribegla prudencijalnim merama: ukinula je obaveznu rezervu banaka na nova zaduženja u inostranstvu i istovremeno povećala učešće dinarskog dela devizne obavezne rezerve. Takođe, bankama je omogućeno da pri obračunu obavezne rezerve stanje devizne štednje prikažu po povoljnijoj osnovici, a smanjeni su i penali za neizdvojenu obaveznu rezervu krajem perioda. Preduzete mere su se pokazale kao dobro rešenje za prvu liniju odbrane od poplave globalne finansijske krize.

Imajući u vidu očekivano usporavanje ekonomskog rasta, opadanja investicija, povećanog broja transakcija u stranoj valuti i druge posledice o kojima je bilo reč, sigurno je da će makroekonomski ambijent u 2009. godini biti nepovoljan. U takvim uslovima je malo verovatno da će referentna kamatna stopa biti dovoljno snažan instrument za stabilizaciju monetarnih kretanja. To znači da će u narednom periodu biti smanjene mogućnosti vođenja restriktivne monetarne politike preko porasta nivoa osnovne kamate NBS, jer se njen nivo ne može podizati neograničeno, a ona je u tekućem režimu osnovni instrument monetarne politike.

Literatura:

1. EBRD (2008), Transition Report 2008.
2. Ekonomski institut (2009), MAT i konjunktorni barometar, januar 2009. godine.
3. Filipović, S. (2008), „Da li kreditna ekspanzija ugrožava makroekonomsku stabilnost srpske privrede“, Kopaonik biznis forum 2008 - Tranzicija, dostizanje EU i povezane teme, Savez ekonomista Srbije, Beograd.
4. IMF (2009), Country Report No. 09/20.
5. IMF (2009), World Economic Outlook, January 2009.
6. Narodna banka (2008), Bankarski sektor u Srbiji - Izveštaj za III kvartal 2008.
7. Narodna banka Srbije (2008), Izveštaj o inflaciji, novembar 2008. godine.
8. Narodna banka Srbije (2008), Statistički biletan, decembar 2008. godine.



Sanja Filipović je rođena 1976. godine u Zemunu. Magistrirala je i doktorirala na Ekonomskom fakultetu u Beogradu. Od 2002. godine radi u Ekonomskom institutu, a od prošle godine u zvanju docenta izvodi nastavu na predmetima Međunarodne finansije i Javne finansije na FABUS fakultetu. Bila je angažovana na izradi brojnih strateških nacionalnih dokumenata i projekata koji su rađeni za potrebe Vlade RS. Radila je na brojnim projektima čiji su naručioci bile razne međunarodne institucije (WB/FIAS, OECD, GTZ, CIPE, USAID i dr.). U nekoliko navrata, kao deo regionalnog tima je radila na projektima od međunarodnog značaja. Do sada je objavila veći broj naučnih i stručnih radova i učestvovala u brojnim domaćim i međunarodnim skupovima (konferencijama, savetovanjima, forumima i sl.). Oblast njenog interesovanja su makroekonomska pitanja i ekonomska politika.