

GOST AUTOR

Finansijska integracija, privredni rast i drugi izazovi

*Jasna Atanasijević, glavni ekonomista Hypo Alpe-Adria-bank a.d. Beograd
Vladimir Čupić, predsednik Izvršnog odbora Hypo Alpe-Adria-bank a.d. Beograd*

Sa trendom globalizacije, još od kraja 80-ih godina XX veka, odvija se i proces finansijske integracije kao posledica uklanjanja barijera za kretanje kapitala između zemalja. Obrazac međunarodnih tokova privatnog kapitala, međutim, bio je suprotan pretpostavkama neoklasične ekonomske teorije po kojoj bi kapital koji se slobodno kreće išao iz bogatijih zemalja (u kojima je marginalni prinos manji) u one siromašnije (gde je marginalni prinos na kapital veći). U praksi je bilo obrnuto. Tipičan primer ovakvih tokova je kretanje kapitala iz Kine u Sjedinjene Američke Države, kao i niz zemalja u razvoju koje su izašle iz grupe siromašnih zahvaljujući visokoj stopi domaće štednje i, shodno tome, visokoj stopi investicija.

Sva ova uočena odstupanja od teorijskog modela, međutim, s vremenom bivaju opovrgnuta sa kretanjima kapitala u okviru Evrope, tj. između starih razvijenih zemalja Zapadne Evrope i novih, budućih i potencijalnih članica Evropske unije (koje u ovom tekstu nazivamo Novom Evropom). Sa procesom političke integracije zemalja Centralne i Istočne Evrope, koja je započela 90-ih godina prošlog veka, sa „padom Berlinskog zida“, dolazi i do njihove ekonomske integracije. U tom procesu, prednjačila je tzv. finansijska integracija, koja je bila omogućena liberalizacijom tokova kapitala. Kapital se u Evropi kretao iz razvijenijih u manje razvijene zemlje i, kako je mnogim studijama potvrđeno, bio je ključni činilac konvergencije dohotka ovih manje razvijenih zemalja. Konvergencija dohotka definisana kao veći privredni rast u zemljama sa manjim nivoom dohotka, kao i pojava da veći rast ide u paru sa većim deficitom tekućeg računa (rast na bazi uvezene štednje), tipično su „evropski“ fenomeni. Na velikom skupu neevropskih zemalja u razvoju, upravo su uočene suprotne korelacije. U pokušaju da se rasvetli šta razlikuje evropske finansijske tokove od onih zabeleženih na globalnom nivou, u literaturi se kao objašnjenje izdvaja jedino – politička integracija, tj. perspektiva političke integracije, i to najviše njen indirektni benefit po finansijsku integraciju u vidu harmonizacije institucija i regulative između starih i novih, tj. potencijalnih članica Evropske unije. Drugim rečima, finansijska tržišta, tj. njegovi akteri, u svojim investicionim odlukama unapred su vrednovali perspektivu političke integracije manje razvijenih

evropskih zemalja i sa njom povezanog institucionalnog usaglašavanja, te su odlučivali da kapital iz bogatijih investiraju u manje bogate zemlje, gde je prinos na kapital veći. U kombinaciji sa vanrednom likvidnošću na svetskom finansijskom tržištu u periodu od 2005. do 2007. godine, ova pojava dovela je do drastičnog priliva duga u manje razvijene zemlje Evrope, po veoma povoljnim kamatnim stopama, tj. maržama (čak veoma niskim, imajući u vidu ekonomske fundamente njihovih privreda koji nisu napredovali takvom brzinom kao što se popravila dostupnost finansijskih sredstava i smanjile se kamatne stope).

Sa svetskom finansijskom krizom, globalna likvidnost se smanjila, a averzija prema riziku povećala. Dostupnost zaduživanja u inostranstvu za privrede Nove Evrope drastično je smanjena, a cena ovakvog zaduživanja se povećala. Time je u velikoj meri izazvano zaustavljanje privrednog rasta u ovim zemljama (čak i recesija), ali su se širom regiona manifestovali i neki drugi rizici modela rasta iz perioda pre krize koji se bazirao na finansijskoj integraciji.

U ovakvom kontekstu, efekti na privredu i makroekonomsku stabilnost u Srbiji nakon deset godina finansijske integracije, tj. priliva finansijskog kapitala (koji nedostaje) koji je, prema podacima za ceo period, iznosio oko 33 milijarde evra neto, mogli bi se rezimirati na sledeći način.

Najznačajniji od svih efekata ovih priliva jeste direktan pozitivan uticaj na privredni rast, koji je u proseku iznosio oko 5% godišnje, u periodu od 2000. godine do krize koja se počela manifestovati pred kraj 2008, kao rezultat rasta potrošnje, investicija i ukupnog životnog standarda.

Na drugoj strani nalaze se nekoliko ključnih izazova povezanih sa samom finansijskom integracijom. Prvo, ekspanzija potrošnje i tražnje u periodu intenzivnih stranih priliva rezultirala je relativnim gubitkom spoljne konkurentnosti privrede, tj. troškovi su porasli daleko više od produktivnosti. U 2011. godini, u poređenju sa 2000, realne plate su veće za četiri puta, cene takođe toliko (nominalna plata je 16 puta veća), dok je BDP uvećan tek 1,5 puta (tj. za 50%). Evro vredi 1,7 puta više u dinarima na kraju istog perioda, što praktično znači da je nominalna plata izražena u evrima pora-

sla čak devet puta. Drugi izazov, povezan sa gubitkom spoljne konkurentnosti, leži u neminovnom izlaganju većoj volatilnosti deviznog kursa. Uprkos deficitu tekućeg računa platnog bilansa (u celoj protekloj deceniji), vrednost domaće valute trpi jake aprecijacijske pritiske u periodima velikih priliva stranog kapitala (od 2006. do 2008.) i jake deprecijacijske pritiske u periodima povećane neizvesnosti na svetskom finansijskom tržištu i sa time povezanim odlivima privatnog duga (početak 2009. i 2010. i od kraja 2011. do danas). Treće, iako je izbor fleksibilnog deviznog kursa logičan u maloj, otvorenoj ekonomiji sa ne preterano velikim deviznim prilivima, tj. sa strukturnim trgovinskim deficitom, njegova potpuna fleksibilnost nije moguća. S jedne strane, zbog visokog stepena prenosa slabljenja dinara na cene, tj. inflaciju, fleksibilnost je u ovom smeru ograničena. S druge strane, preterana aprecijacija takođe nije poželjna sa aspekta spoljne konkurentnosti i izvoza. Tako je monetarna politika, koja u režimu ciljane inflacije uz fleksibilan devizni kurs ima teorijski svu moć, u praksi u velikoj meri ograničenog dometa. Naime, s jedne strane, visoka evrizovanost sužava domet kanala kamatne stope na svega oko 30% dinarske novčane mase. S druge strane, sa otvorenošću kapitalnog računa otvara se prostor za tzv. *carry trade*, tj. kursne i kamatne arbitraže koje su motivisane razlikom između domaće dinarske kamatne stope (trenutno, nivo referentne stope iznosi 9,5%) i stope na npr. evropskom tržištu novca (trenutno, tromesečni EURIBOR iznosi oko 0,7%), kao i očekivanim promenama vrednosti kursa dinara. U takvim uslovima, smanjenje referentne stope, iako opravdano sa aspekta buduće inflacije i ciklusa u kojem se privreda nalazi, može biti sprečeno zbog rizika da se smanjenjem ove kamatne razlike podstakne odlivanje kratkoročnih sredstava iz dinara i time dodatno oslabi domaća valuta u kratkom roku, što opet deluje nepovoljno na rast cena. Četvrti izazov možemo formulisati kao zavisnost od spoljnog zaduživanja, tj. problem održivosti duga. Naime, sa deficitom tekućeg računa, osim ako se on potpuno može pokriti prilivima stranih direktnih investicija, spoljni dug se svake godi-

ne neminovno povećava. S obzirom na to da u određenom trenutku dostupnost spoljnog zaduživanja može (i to iznenada) da se promeni, nivo duga sam po sebi predstavlja rizik za stabilnost i direktno se nalazi u formulama za ocenu rizičnosti zemlje te je i faktor cene novog duga. I na kraju, poslednji izazov odražava se u strukturno neuravnoteženom rastu, tj. većem rastu nerazmernih nego razmernih sektora privrede u periodu intenzivne finansijske integracije.

S krizom koja je nastupila 2007. i prelila se krajem 2008. u većini privreda Nove Evrope, a čak i više u tzv. perifernim, starim članicama Evropske unije, privredni rast se zaustavio, a većina prethodno pobrojanih rizika se manifestovala. Ekonomski posmatrano, u korenu ovih problema nalazi se visok nivo zaduženosti iz prethodnog perioda u kombinaciji sa fiskalnim i trgovinskim deficitom koji ove privrede čine zavisnim od spoljnog zaduživanja, s jedne strane, kao i nedovoljna konkurentnost njihove proizvodnje, s druge strane.

Nasuprot periodu do izbijanja finansijske krize, kada je perspektiva političke integracije davala podsticaj integraciji finansijskog tržišta, danas se čini da dostignuti stepen finansijske integracije predstavlja polugu za dalju čvršću političku integraciju, tj. usaglašavanje institucija i regulativa među zemljama. Širom Evrope nameću se slične potrebe za strukturnim reformama. Konkretno mere ili planovi reformi svode se na smanjenje i reformu javnog sektora u cilju njegove veće efikasnosti, tj. manjeg troška za privredu, poresku reformu radi smanjenja fiskalnog deficita, povećanje fleksibilnosti tržišta rada, reformu penzionog sistema (produženje radnog veka, smanjenje prava) i sl. Sve ove mere imaju za cilj jedino i verovatno bolno rešenje da bi se izbegli rizici po makroekonomsku stabilnost jednom kada je privreda finansijski integrisana. A to jedino rešenje leži u povećanju konkurentnosti domaće proizvodnje radi smanjenja spoljne neravnoteže. Ovakav plan povećanja konkurentnosti i prelaska na model rasta zasnovan na domaćoj proizvodnji i izvozu u poslednjih nekoliko godina načelno su usvojile gotovo sve zemlje Nove Evrope. Ostaje da se vidi koje će u tome više uspeti.