

Monetarna scena Srbije se u poslednjih trideset dana promenila. Finansijska kriza se, između ostalog, odrazila na pojačanu opreznost finansijskih institucija u SAD i u Evropi. Banke su smanjile kreditiranje, povećane su marže i podignute premije na rizike. Posledica: priliv inostranih kredita bankama koje posluju u Srbiji će usled toga biti umanjen. Redukovanjem kreditne ponude situacija u pogledu odnosa ponude i tražnje na deviznom tržištu se menja – dinar beleži deprecijaciju prema evru i dolaru. Povlačenje štednih depozita u stranoj valuti, što je zabeleženo u našim bankama, u EU je zaustavljeno podizanjem državnih garancija na pedest hiljada evra, a u nekim zemljama do neograničene sume. U Srbiji je najavljena mera slične prirode, ali ona još nije realizovana, što treba smatrati ozbiljnim propustom ekonomske politike.

U vezi sa prelivanjem efekata svetske finansijske krize na našu ekonomiju kao akutne su se pokazale dve neuralgične tačke: repo stok i devizna štednja. Međutim, glavni efekti će se, po svoj prilici, ispoljiti prelivanjem efekata finansijske krize na realni sektor ekonomije.

Problem priliva kapitala neće se zadržati samo na pitanju kapitalnog dela platnog bilansa i uravnoteženja ukupnog platnog bilansa nego će izazvati bitno usporavanje izvoza i privrednog rasta (ako već ne recesiju), te redukciju investicija – do socijalnih problema i tenzija izazvanih prinudnim realnim usporavanjem dinamike potrošnje.

Ukupna vrednost (repo stok) kratkoročnih HOV sa rokom dospeća od četrnaest dana – čijom prodajom je NBS povlačila dinare – dostigla je 26. septembra 2008. maksimalnu nominalnu (reotkupnu) vrednost od 248 milijardi dinara (ili 3250 miliona evra, po kursu koji je važio na taj dan).

Nakon 10. oktobra nastaje nagla redukcija ovog stoka: reotkupljeni iznosi su osetno veći od iznosa novih prodaja HOV, pa se vrednost stoka smanjila na 175 milijardi dinara, odnosno 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 sledeće aukcije, 29. oktobra, reotkupna vrednost repo stoka je, prvi put nakon početka „obrušavanja”, povećana za 14 milijardi dinara, ali zato što je toga dana dospeo za reotkup onaj minimalni, dve nedelje ranije kupljeni iznos od 25 milijardi dinara; nominalna vrednost novih prodaja toga dana je iznela 39 milijardi dinara.

Naredne aukcije treba da odgovore na pitanje da li će kamatni šok – povećanje referentne kamatne stope za 2 procentna poena – povećati prodaju deviza radi ponovnog jačanja učešća banaka u repo aukcijama. Banke bi kupujući dinarske papire zaradile u kratkom roku na jačanju dinara do trenutka dospeća repo papira.

Radi smirivanja deviznog tržišta, sprečavanja preteranih dnevnih oscilacija kursa dinara i obezbeđivanja likvidnosti i nesmetanog funkcionisanja deviznog tržišta tokom oktobra, centralna banka je intervenisala na strani ponude sa preko 250 miliona evra. Kako je poslednjeg dana oktobra kurs evra dostigao nivo od oko 85 dinara, vrednost repo stoka sada iznosi oko 2,2

milijarde evra.

Dok je repo stok predstavljao realnu „minu” za odliv deviznih rezervi (u slučaju da banke deo svojih likvidnih sredstava žele da transferišu u inostranstvo), sa deviznom štednjom to nije slučaj. Njeno smanjenje – prema procenama za deset do petnaest posto – rezultat je delovanja psihološkog faktora. Deo štednje se preselio u tezauraciju („slamarice”) – a posledice će se videti u aktivi banaka, na investicijama. Da bi se pojasnila situacija treba se osvrnuti na dosadašnje krize devizne štednje u nas.

Prva je nastala 1982. godine i štednja je bila ugrožena zbog devizne nelikvidnosti. Druga kriza je nastala gubitkom kapitala. Kroz kursne razlike je izgubljeno (istopilo se) 12,5 milijardi dolara devizne štednje – tačno koliko je bilo njeno prosečno stanje 1990. godine. Treća kriza je bila vezana za piramidalne banke tokom prve polovine devedesetih i nju ne treba posebno objašnjavati; reč je bila o direktnoj pljački naivnog stanovništva.

Današnja štednja je daleko od sva tri pomenuta slučaja krize. I u slučaju da štediše podignu veći deo od 600 miliona evra, oročenih u prošlogodišnjoj nedelji štednje, Pa čak i u slučaju opšte panike, kada bi fizički bilo nemoguće za nekoliko dana dopremiti iz inostranstva tražene količine gotovog novca, ne dovodi se u pitanje ni kapital ni likvidnost potrebni za njenu isplatu, već investicije.

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.

Iako dalji tok razvoja krize u svetu nije predvidiv, moguće je već sada, sa visokom izvesnošću, registrovati neke njene posledice.

Prva, već sasvim izvesna posledica krize jeste oštro smanjivanje ponude kredita do nivoa njegove nestašice. Druga velika posledica ove pojave jeste smanjivanje cena svih vrsta finansijske imovine i povećanje troškova finansiranja. Dalje smanjivanje vrednosti finansijske aktive jeste kritično važno jer može izazvati seriju nepredvidivih bankrotstava.

Posledice ove pojave na Srbiju biće, ukratko, sledeće: [1]

Kreditni kanali priliva dodatnog kapitala će se isprazniti. Dosadašnji, oštro prohibitivni sistem obaveznih rezervi se mora menjati sa ciljem da se omogući dalji razvoj sektora i održi dovoljan nivo kredite aktivnosti. A to faktički znači smanjivanje nivoa obaveznih rezervi. NBS je u tom pogledu reagovala blagovremeno.

Da bi stimulisala banke u pravcu dodatnog povlačenja kreditnih linija iz inostranstva, Narodna

banka Srbije je ukinula bankama obaveznu rezervu na povećanje inoobaveza u odnosu na prosečno stanje inoobaveza iz septembra. Povećanje bankarskih kredita iz inostranstva u oktobru je rezultat njenih mera.

Oskudica kredita, globalna kriza likvidnosti i smanjivanje cena finansijske imovine dovode do promene smera globalnih tokova kapitala. Kapital će se u bliskoj budućnosti – umesto od centra ka periferiji, kao do sada – kretati dominantno od periferije prema centru.

U slučaju Srbije, ovaj proces će izazvati dodatno pogoršanje neravnoteže u bilansu plaćanja sa inostranstvom i usporavanje razvoja. Druga predvidiva posledica ove pojave jeste deprecijacija nacionalne valute. Racionalna reakcija kontrolne sfere na ovu promenu može biti smanjivanje rizika investiranja u zemlji i aktiviranje svih domaćih izvora štednje.

Naime, oskudica ponude kredita i kriza likvidnosti izazivaju brzo uvećanje kamatnih stopa. Posledice rasta kamatnih stopa i održavanje njihove strukture na višim nivoima od dosadašnjih nedvosmisleno će uticati na dinamiku aktivnosti u realnom sektoru. Očekivani ishod jeste usporavanje rasta, posebno zrelih privreda. Privredu Srbije ova situacija zatiče sa visokim kamatnim stopama.

Domaće ekonomske politike se mogu prilagoditi ovoj promeni smanjivanjem troškova sterilizacije novca i smanjivanjem nivoa restriktivnosti monetarne politike. Povećanje referentne kamatne stope poslednjeg dana oktobra (sa 15,75% na 17,75%) je u tom pogledu kontraproduktivno. Slabljenje kursa dinara je upravo tokom oktobra uklonilo arbitražne mogućnosti na repo transakcijama. Zašto se mogućnost kamatno-kursne arbitraže ponovo obnavlja?

Ukoliko su banke sigurne u stabilan kurs dinara onda je njihova zarada u evrima jednaka kamatnoj stopi NBS, nezavisno od stope inflacije. A dodatna zarada se ostvaruje kroz obaranje kursa evra, što je bio slučaj i prethodnog i prošlog i ovog leta. Pri jačanju kursa evra sa 79 dinara, na primer, na 82 u roku od 14 dana, investiranjem u ove papire banke se nalaze u gubitku.

Krajem oktobra su Federalne rezerve u SAD drugi put u tom mesecu snizile svoju referentnu kamatnu stopu, i to na 1%. Očekuje se sličan korak Evropske centralne banke u prvim danima novembra. NBS bi takođe morala da snizi svoju primarnu stopu.

Moguće su dve varijante razvoja događaja u sledećem kratkoročnom periodu (petnaest dana do mesec, dva dana). U prvoj varijanti, banke se neće „upecati” na ponudu NBS u vidu porasta repo stope. Ukoliko veruju ili znaju da će se bez zastoja nastaviti bekstvo iz dinara u evro, onda znaju da će dinarska zarada iz repo operacija biti umanjena po osnovu porasta kursa evra. Neće imati veći interes da se vrate hartijama NBS.

U drugoj varijanti, banke mogu da kratkoročno iskoriste visoku repo stopu i da zastanu sa bekstvom iz dinara. Ukoliko se znatna dinarska sredstva sliju u blagajničke zapise NBS, onda će se zaustaviti deprecijacija dinara. Problem je što bi banke mogle ubrzo, nakon nove kratkoročne zarade, da se vrate procesu konverzije dinara u evro (po nalogu matice ili bez njega), a tada bi još veća količina dinara bila konvertovana u evro nego što je to danas slučaj (količina eksploziva u ovoj „mini” bila bi povećana).

Privredni rast će svakako biti redukovano, i sa te strane treba pozdraviti odluku Vlade da u projektovanju budžeta za 2009. godinu računa s tim da će rast BDP-a izneti 4% – dakle, za trećinu manje nego što se ranije računalo.

Međutim, time nije otklonjena opasnost da budžet ipak bude ekspanzivan: smanjena dinamika izvoza, izostajanje cross-border kredita (tj. problemi sa obrtnim kapitalom preduzeća za finansiranje uvoza), smanjene investicije i sužen prostor za unutrašnju tražnju mogli bi potisnuti stopu privrednog rasta još niže. Uz to, može se javiti i jedno novo pitanje.

Tržišni agenti se[2], naime, mogu upitati da li NBS tako uporno nastoji da zadrži devize u zemlji zato što je, možda, ugrožena eksterna likvidnost zemlje? Raspoloživi podaci ne ukazuju na to, ali ukoliko tržište na ovaj način „pročita” reakciju NBS, onda će se doći do suprotnog rezultata od željenog – do ubrzanog odliva kapitala.

U zaključku – svetska finansijska kriza obavezuje nas na napore da iznađemo adekvatna rešenja kojima ćemo sačekati, preduprediti i minimizirati prelivanje krize i na našu ekonomiju i život.

Ovde nije reč o kratkoročnim posledicama koje su po svemu sudeći minimalne nakon preduzetih monetarnih i vladinih mera, jer su rizici gubitka kapitala u finansijskom sektoru i inače bili minimalni, jer su plasmani u tom sektoru bili nerizični (potrošački krediti, hipotekarni krediti i krediti privredi u ranijem periodu).

Ne postoje, takođe, rizici gubitka štednje koja je deponovana, jer ona nije transmitovana kroz investicione fondove i rizične plasmane na berzama kapitala.

Reč je o rizicima koji su kumulirani u čitavoj ovoj deceniji (ali i sa nasleđem prethodnih vremena) a njihova kumulacija ubrzana od sredine i, naročito, kraja 2006, kada je eksplodirala javna potrošnja. Oni se manifestuju pretećom eksplozijom budžetske potrošnje i javne potrošnje u celini te, dalje, rastućim spoljnotrgovinskim i platnobilansnim deficitom kao spojenim sudovima.

Zahvaljujući svetskoj finansijskoj krizi taj rizik se pojačava na srednji rok jer se susreću sada dva nepovoljna momenta: jedan, uslovno govoreći, unutrašnji – jaz između potrošnje i BDP-a; drugi je izvesno poskupljenje, ako već ne i drastična oseka, spoljnih izvora kapitala (bilo kreditnog bilo investicionog) kojim se pokrivao taj jaz, odnosno i jedan i drugi deficit.

Zbog toga je angažovanje kredita međunarodnih finansijskih institucija (pre svega, Svetske banke) za investicije u bazičnu infrastrukturu veoma značajno. Tome bi trebalo pridružiti i novi aranžman o finansijskoj podršci MMF-a. U oba slučaja reč je o nižim kamatama od onih u komercijalnom bankarstvu, ali i o popravljaju kredibiliteta Srbije u slučaju zaduživanja kod ovih potonjih.

Aranžman sa MMF-om uveo bi i disciplinu u vođenju ekonomske politike, a stav da nama nije potrebna finansijska podrška MMF-a bio je valjan juče; danas je insistiranje nekih zvaničnika na „samo savetodavnoj podršci” odraz ozbiljnog nedostatka spremnosti da se reaguje odlučno i blagovremeno.

[1] **R. Kovačević**, «*Međunarodne finansijske institucije*», Institut za spoljnu trgovinu, Beograd, 2006.

[2] Čučuk A., *Finansijska globalizacija*, 2008.