

VLASTIMIR VUKOVIĆ

MONETARNA ANTOLOGIJA

2006 – 2015.

*** * ***

THE MONETARY ECONOMICS ANTHOLOGY

2006 – 2015

BEOGRAD, 2024.

Vlastimir Vuković

MONETARNA ANTOLOGIJA

2006 – 2015.

*** * ***

THE MONETARY ECONOMICS ANTHOLOGY

2006 – 2015

Beograd, 2024.

P R E D G O V O R

Monetarna antologija je lični izbor autora radova, objavljenih u Srbiji i drugim zemljama između 2006 i 2015. Motiv postavljanja Antologije je da ove radove učini dostupnim u elektronskom obliku, a ne samo u bibliotekama. Želja je autora da ove izabrane radove na ovaj način približi studentima, istraživačima i drugim zainteresovanim čitaocima.

Beograd, oktobar 2024.

Profesor Vlastimir Vuković

P R E F A C E

The monetary economics anthology is a personal selection of the author's papers published in Serbia and other countries between 2006 and 2015. The motive for publishing this anthology is to make these works available in electronic form, not only in libraries. It is the author's desire to bring these selected works closer to students, researchers and other interested readers in this way.

Belgrade, October 2024

Professor Vlastimir Vuković

S A D R Ź A J

C O N T E N S

1. Tržišna koncentracija domaćih banaka (2006) <i>The market concentration of domestic banks</i>	6
2. Eksterna likvidnost i solventnost Srbije (2006) <i>The external liquidity and solvency of Serbia</i>	18
3. Zaštita konkurencije u bankarskom sektoru Srbije (2006) <i>The protection of competition in the banking sector of Serbia</i>	33
4. Nestandardne mere i kredibilnost monetarne politike NBS (2007) <i>The non-standard measures and credibility of the NBS's monetary policy</i>	42
5. Osiguranje depozita u Srbiji (2007) <i>The deposit insurance in Serbia</i>	54
6. Sistemska neravnopravnost domaćih i stranih banaka na finansijskom tržištu Srbije (2008) <i>The systemic inequality between domestic and foreign banks on financial market of Serbia</i>	66
7. Konkurencija na kreditnom tržištu Srbije (2008) <i>The competition on credit market of Serbia</i>	79
8. Strani krediti – ekspanzija i implikacije <i>Foreign credits – expansion and implications</i>	92
9. Pradoksalna profitabilnost bankarskog sektora Srbije u kriznoj 2008. (2009) <i>The profitability paradox of Serbia's banking sector in 2008 crisis</i>	108
10. Izloženost stranih banaka prema evropskim tranzicionim ekonomijama (2009) <i>The foreign banks exposure to european transition economies</i>	124
11. Aktuelna svetska ekonomska kriza i tranziciona recesija: iskustvo Srbije (2010) <i>The current global economic crisis and transition recession: Serbia's experience</i>	135
12. Otpornost bankarskog sektora Srbije na udare globalne finansijske krize i recesije (2010) <i>Serbian banking sector resilience to the impacts of the global financial crisis and recession</i>	150
13. Banking sector: comparative analysis Serbia vs EU Member States (2011) <i>Bankarski sektor: komparativna analiza Srbije i država članica EU</i>	163
14. Monetarna politika, finansijska stabilnost i ekonomski rast: iskustva Srbije i susednih zemalja (2011) <i>Monetary policy, financial stability and economic growth: experience of Serbia and adjoining countries</i>	179

15. Dinarizacija: neizvodljiva strategija (2011) <i>Dinarization: impracticable strategy</i>	190
16. The inflation and exchange rate in the five Balkan countries from Maastricht convergence criteria prospect (2011) Inflacija i devizni kurs u pet zemalja Balkana iz perspektive Maastrichtskih kriterijuma konvergencije	206
17. Monetary policy perceptions and disinflation in the transition countries of Southeastern Europe (2011) Percepcija monetarne politike i dezinflacija u tranzicionim zemljama jugoistočne Evrope	218
18. Osiguranje depozita tokom krize: normativne izmene i stvarni učinci (2012) <i>Deposit insurance in the time of crisis: normative changes and veritable efficiencies</i>	232
19. Non-performing loans and systemic risk: comparative analysis of Serbia and countries in transition CESEE (2013) Problematični krediti i sistemski rizik: komparativna analiza Srbije i zemalja u tranziciji CESEE	248
20. Demand and supply of investment banking services in Serbia (2013) Tražnja i ponuda usluga investicionog bankarstva u Srbiji	266
21. Struktura investicija u Srbiji: industrija vs. finansije (2014) <i>Investment structure in Serbia: industry vs. finance</i>	285
22. Utrživost i kompozicija javnog duga: iskustva razvijenih ekonomija i pouke za Srbiju (2015) <i>Marketability and composition of public debt: advanced economies experiences and lessons for Serbia</i>	318
23. Uticaj kreditnog rizika na ekonomski oporavak EU: pouke za Srbiju (2015) <i>Influence of the credit risk on EU economic recovery: lessons for Serbia</i>	331

TRŽIŠNA KONCENTRACIJA DOMAĆIH BANAKA*

Rezime

Pravni okvir zaštite konkurencije i kontrole koncentracije banaka, skiciran novim Zakonom o bankama, upravo se formalizuje. Zato je testiranje realne tržišne koncentracije domaćih banaka u poslednjih nekoliko godina izrazito aktuelno. Posebno je interesantno uporediti ovdašnju bankarsku konkurenciju sa zemljama EU 15, kao i limitima dozvoljene koncentracije u EU i SAD. Promene koncentracije takođe odražavaju rezultate dosadašnjeg restrukturisanja bankarskog sektora Srbije. Na kraju, analiza koncentracije doprinosi realnijoj proceni mogućnosti razvoja domaćeg finansijskog i realnog sektora.

Ključne reči: KONCENTRACIJA BANAKA, INDIKATORI KONCENTRACIJE, ZAŠTITA KONKURENCIJE.

THE MARKET CONCENTRATION OF DOMESTIC BANKS

Summary

The legal frame of competition protection and control of banks concentration which is sketched by new Banks Law is just formalizing. Therefore, a testing of real market concentration of domestic banks was very relevant in last few years. It is of special interest to compare local banking competition to that in EU-15 countries as well approved limits of concentration in EU and USA. Changes in concentration are also reflecting previous results in restructuring of banking sector in Serbia. Finally, an analyses of concentration are contributing to more real estimation of possibilities for development of domestic financial and real sectors.

Key words: CONCENTRATION OF BANKS, CONCENTRATION INDICATORS, PROTECTION OF COMPETITION.

* *Finansije*, br. 1-6/2006, str. 5-17.

UVOD

Brojnost banaka i disperzija njihovih pojedinačnih udela određuju konkurentsku strukturu bankarskog tržišta, koja se iskazuje koncentracijom. Tržišna koncentracija zato predstavlja osnovni činilac i indikator međubankarske konkurencije.

Prema novom Zakonu o bankama, konkurenciju mogu ugrožavati, pored koncentracije, antikongkurentski sporazumi i zloupotrebe dominantnog položaja.¹ Navedeno normativno klasifikovanje pretnji slobodnoj tržišnoj utakmici preuzeto je iz Zakon o zaštiti konkurencije,² koji je uglavnom usklađen sa relevantnom evropskom regulativom.³

Sporazumi su samo pojava manifestacija određenog tržišnog ponašanja, dok je dominantni položaj prvenstveno odraz koncentracije. Otuda je koncentracija istovremeno i sintetički pokazatelj konkurentnosti određene tržišne strukture.

Razvojno je najpoželjnija niska koncentracija, odnosno fragmentirana tržišna struktura, karakteristična za izrazitu konkurenciju. Izneti aksiom argumentuje opšti zaključak da je perspektivnost bankarskog sektora bitno uslovljena koncentracijom, odnosno tržišnom koncentracijom, na kome je utemeljeno pravo zaštite konkurencije.

Koncentracija banaka istovremeno direktno utiče na koncentraciju i konkurenciju u finansijskom i realnom sektoru. Kontrola koncentracije (*merger control*) je okosnica politike zaštite konkurencije u svim sektorima, a posebno u bankarskom.

Centralna pozicija banaka u domaćem finansijskom sistemu i uticaj na privredu takođe indukuju najširi značaj bankarske koncentracije za finansijsku stabilnost, efikasnost celokupnog finansijskog sektora i ekonomski razvoj zemlje.

Analitički okvir koncentracije banaka obuhvata i sve druge aspekte bankarskog poslovanja, tržišne implikacije i makroekonomske učinke. Bilansno raščlanjavanje na osnovne agregate i grupe poslova, kao što su depoziti i krediti ili korporativno i maloprodajno (*retail*) bankarstvo, omogućava ispitivanje koncentracije i nivoa konkurencije u određenim tržišnim segmentima.

Tok i dometi dosadašnjeg restrukturisanja banaka u Srbiji mogu se, isto tako, analizirati praćenjem promena tržišne koncentracije. Osnovni pokazatelji sektorske tranzicije, pored rehabilitacije i ekspanzije mreže i poslova, najčešće su koncentracija bilansne aktive i banaka u stranom vlasništvu. Prvi indikator odslikava nivo opšte tržišne konkurencije, a drugi penetraciju stranih investitora u domaći bankarski sektor. Generalno, uvođenje koncentracije u analizu procesa restrukturisanja omogućava otkrivanje suštinskih strukturnih promena i procenu kvaliteta ostvarenih rezultata.

Prethodno određenje pojma koncentracije i načina merenja (1), kao i oficijelnih repera i tržišnih implikacija (2), pretpostavke su obuhvatnijeg ispitivanja tržišne koncentracije domaćih banaka.⁴ Poređenje nivoa koncentracije pre i posle januara 2002. godine (3), odnosno likvidacije četiri najveće domaće banke, upotpunjava realnu sliku izvršenih promena. Efekti koncentracije domaćih banaka (4) spadaju u uporišne elemente procene mogućnosti i granica razvoja celokupnog bankarskog sektora Srbije.

¹ Zakon o bankama, član 7, "Sl. Glasnik RS", br. 107/2005.

² Zakon o zaštiti konkurencije, član 2, "Sl. Glasnik RS", br. 79/2005.

³ www.europa.eu.int/comm/competition, posebno reformske promene (modernization package) iz 2004.

⁴ Domaće banke obuhvataju sve banke sa licencom NBS, koje posluju u Srbiji na osnovu Zakona o bankama i drugim finansijskim organizacijama, odnosno novog Zakon o bankama od 1. oktobra 2006.

1. POJAM I MERENJE KONCENTRACIJE

Koncentracija se standardno definiše kao tržišna dominacija jednog ili nekoliko aktera, iskazana grupisanjem njihovih prihoda, imovine i profita, koja predstavlja osnov tržišne moći lidera. Posledično proizilazi da je koncentracija u suštini mera dominacije i tržišne moći u nekonkurentnim, odnosno oligopolskim tržišnim strukturama.⁵

Opšte je prihvaćena istraživačka postavka da pojam koncentracije, sam po sebi, označava visok stepen grupisanja tržišnih subjekata, koji može ugroziti konkurenciju. Međutim, Koncentracija nije dovoljan uslov tržišne dominacije, čak i u slučajevima kada odgovarajući udeli prelaze 40%.⁶ Nasuprot tome, dominantan položaj takođe može imati i učesnik sa manjim tržišnim udelom. Zato je Zakonom definisano da ovakav položaj ima „učesnik na tržištu koji posluje nezavisno od drugih učesnika na tržištu, odnosno koji donosi poslovne odluke ne vodeći računa o poslovnim odlukama svojih konkurenata, dobavljača, kupaca i/ili usluga“. Kolektivnu dominaciju po zakonu ostvaruju ekonomski povezani tržišni akteri, dok dva ili više učesnika na tržištu mogu, ali ne moraju imati dominantan položaj, sa zbirnim udelom koji premašuje 50%.⁷

Dozvoljene granice koncentracije normativno se kvantifikuju u apsolutnim deviznim iznosima, jer se relativno učešće koristi za određenje dominantnog položaja. Zakonom je predviđeno utvrđivanje koncentracije, kao i mogućnost podnošenja zahteva radi izdavanja odobrenja za sprovođenje koncentracije.⁸

Specifičnosti međubankarske konkurencije iziskivale su izdvajanje nadležnosti i kreiranje primerenih rešenja, tako da bliže uslove i način utvrđivanja povrede konkurencije određuje Narodna banka Srbije (NBS), koja istovremeno daje saglasnost na nameravane koncentracije.⁹

Koncentracija je istovremeno jedan od najvažnijih činilaca konkurentnosti relevantnih tržišnih struktura, mada to ne znači da je koncentrisano ili konsolidovano tržište po definiciji nekonkurentsko. Razlikuju se horizontalne, vertikalne i kombinovane (konglomeratne) koncentracije. Bankarske koncentracije prevsahodno su horizontalne. Aktuelna povezivanja komercijalnog i investicionog bankarstva sa osiguravajućim društvima i drugim finansijskim posrednicima u svetskim razmerama primeri su vertikalne koncentracije na celokupnom finansijskom tržištu. Rastući vlasnički udeli domaćih banaka u akcijskom kapitalu nebankarskih finansijskih posrednika jasan su indikator ekspanzirajuće vertikalne koncentracije.

Merenje koncentracije domaćih banaka metodološki se zasniva na određenju relevantnog tržišta, sa relevantnim proizvodima na relevantnom geografskom području. Normativna podvojenost banaka naspram drugih finansijskih posrednika značajno doprinosi preciznosti relevantnih tržišnih granica. Unutar bankarskog sektora može se pratiti koncentracija na celokupnom tržištu i posebno ukupnjavanje na kreditnom i

⁵ Koncentracija je jedan od fundamentalnih pojmova u analizi industrijskih struktura, pri čemu se pod industrijom podrazumeva skup privrednih društava sa zajedničkim karakteristikama, kao što su tehnologija, organizacija, proizvodi i kupci. Bankarska industrija je upravo pojam iz strukturalističkog arsenala.

⁶ Boris Begović, Boško Mijatović (redaktori), Nova antimonopolska politika: predlog rešenja, str. 70, CLDS, 2003.

⁷ Zakon o zaštiti konkurencije, čl. 16. i 17.

⁸ Isto, čl. 23. i 24.

⁹ Prema članu 145. Zakona o bankama NBS će doneti odgovarajući propis do kraja juna ove godine.

depozitnom tržištu. Skicirani analitički okvir primeren je ispitivanju koncentracije domaćeg bankarstva, čiji su najvažniji agregati bilansna aktiva, krediti i depoziti. Bitne informacije pruža i koncentracija prihoda, posebno kamatnih, akcijskog i ukupnog kapitala, neto dobiti, filijalske mreže i klijenata.

Bankarski proizvodi i usluge u EU normativno je preporučljivo razvrstavati na tržišne segmente – maloprodajno, korporativno i investiciono (vezano za finansijska tržišta) bankarstvo, a geografski na nacionalno i međunarodno tržište.¹⁰ Neadekvatno statističko praćenje domaćeg maloprodajnog, korporativnog i investicionog bankarstva predstavlja prvu prepreku ovdašnjoj primeni evropskih preporuka.

Tržišna koncentracija se meri brojnim pokazateljima, zavisno od cilja istraživanja. Najširu analitičku primenu imaju dva indikatora. Prvi je najelementarniji – ratio koncentracije ili zbir udela izabranog broja (Ci) aktera, obično izražen procentualno. Drugi je najčešće korišćen – Herfindahl-Hirschmanov indeks (HHI), koji predstavlja zbir kvadrata pojedinačnih udela svih tržišnih aktera, iskazan u rasponu od savršene konkurencije (indeks 0) do monopola (indeks 10.000).

Analitička vrednost racija koncentracije bitno je određena kriterijumima grupisanja. Merenje koncentracije u monopolskim i duopolskim strukturama podrazumeva izdvojeno tretiranje prvog (C1) i prva dva aktera (C2). Ratio koncentracije zato se najčešće koristi za utvrđivanje dominantnog položaja na tržištu. Ukoliko je u pitanju oligopolska struktura, ratio mora uključivati sve njegove učesnike. Grupisanje se u praksi vrši unutar karakterističnih raspona, sa jasno uočljivim granicama. Po pravilu se analizira ratio za više nivoa obuhvatnosti, obično tri, počev od dominantne, odnosno najuže grupe. Najširu primenu ima ratio koncentracije prvih pet banaka (C5). Osnovna zamerka ovom načinu merenja koncentracije jeste zanemarivanje strukturnih promena unutar izabranih grupa, što se može istražiti detaljnijim raščlanjavanjem.

HHI je primarni indikator bankarske koncentracije, inkorporiran u pravne okvire zaštite međubankarske konkurencije većine zemalja. Vrednosti indeksa HH mogu se kretati i u rasponu od 0 do 1, ako se umesto procenata koriste koeficijenti učešća. Poređeno sa raciom koncentracije, HHI je sadržajniji jer obuhvata učešće svakog aktera i primenom kvadrata potencira važnost onih sa većim udelima. Istovremeno, prigovori merenju koncentracije pomoću HHI argumentuju se nedovoljnim uvažavanjem udela malih tržišnih aktera (naročito ispod 1%), iako je nesporno da konkurentnost tržišta određuju lideri i njihovi pratioci.

Ostali pokazatelji uključuju rang svake banke u obračun (Hall-Tidemanov indeks), izuzimaju dominantnu banku (obuhvatni indeks koncentracije) ili uvode arbitrarni parametar prećutne kartelizacije (Hauseov indeks). Međutim, navedeni i drugi poznati indikatori objašnjavaju parcijalne aspekte tržišne koncentracije, ali nemaju analitički značaj prva dva – racija koncentracije i HH indeksa.

¹⁰ Videti: Commission Notice on the definition of the relevant market for the purposes of Community competition law, SL C 372, 9.12.1997. (www.europa.eu.int).

2. GRANICE KONCENTRACIJE I TRŽIŠNE IMPLIKACIJE

Teorijske granice koncentracije kreću se u rasponu od savršene konkurencije do monopola. Praktične granice zavise od broja učesnika na tržištu i distribucije njihovih udela. Normativne granice su reperi oficijelno prihvatljive koncentracije. Odnos praktičnih i normativnih granica koncentracije najvažniji je za zaštitu konkurencije.

Granični ratio koncentracije prema evropskim standardima je 25%,¹¹ mada su pojedinačnim odlukama dozvoljavane bankarske koncentracije do 30%. Prošle godine usvojenim Zakonom o zaštiti konkurencije u Srbiji je utvrđena orijentaciona granica od 40% tržišnog udela (član 16), jer je zakonodavac smatrao da i veće koncentracije nisu po definiciji izraz dominantnog položaja. Očekuje se da će NBS uskoro, shodno Zakonu o bankama, odrediti regulatorne granice pojedinačne i konsolidovane (grupne i holding) bankarske koncentracije.

HHI jasnije iskazuje granice koncentracije. Uobičajeno se smatra da HHI ispod 1.000 poena odražava visok nivo konkurencije, između 1.000 i 1.800 ukazuje na obeležja oligopola i preko 1.800 označava nekonkurentsku tržišnu strukturu. Obračunom 40% jediničnog tržišnog udela, kod nas zakonski mogućeg, dobija se minimalni HHI 1600. Granica od 1.800 poena probijena je sa 42,43% učešća samo jednog aktera. Prema američkim Fed standardima bankarski merđžeri su dozvoljeni ukoliko posledični rast koncentracije prema HHI nije veći od 200 u okviru repernih 1.800 poena. Evropska pravila su blaža, tako da se prihvatljivim tretiraju pojedinačna preuzimanja i integracije banaka koje izazivaju povećanje HHI do 250, bez probijanja granice od 2.000 poena.¹² Predviđena je i mogućnost porasta do 150 poena preko limita od 2.000 poena u određenim slučajevima. Uočljivo je da se u našem Zakonu o zaštiti konkurencije HHI eksplicitno ne koristi za definisanje granica koncentracije i tržišne dominacije.

Koncentracija banaka ima mnogobrojne tržišne implikacije, od kojih je najznačajnija konkurentnost. Zbog specifičnosti bankarskog poslovanja, zasnovanog na poverenju klijenata, zatim neophodnog kapitala, iskustva, tehnologije i ekonomije obima, rašireno je i mišljenje da bankarska koncentracija nije u direktnoj korelaciji sa stepenom konkurencije, što se potkrepljuje nalazima odgovarajućih empirijskih istraživanja.¹³ Međutim, sama činjenica da većina ekonomski razvijenih zemalja vrši monitoring i kontrolu koncentracije banaka u cilju zaštite konkurencije, potvrđuje snagu dokaza o međuzavisnosti.

Tržišna koncentracija banaka ekspandirala je 90-ih godina prošlog veka, očigledno kao odgovor na krizu u prethodnoj deceniji. Ukoliko se analizira pokazatelj koncentracije (*concentration indices*) ukupne aktive prvih pet banaka u periodu od 1996. do 2001. godine, uočava se značajan porast u većini zemalja – SAD sa 18% na 24%, Nemačka sa 25% na 37%, Velika Britanija sa 33% na 41%, Italija sa 36% na 46%, Kanada sa 78% na 86%, Australija sa 68% na 77%, Španija sa 57% na 60% itd. Prosek za EU povećan je sa 58% na 66%, a istovremeno je na nivou Unije kao jedinstvenog tržišta iskazan rast sa 10% na 12%. Nepromenjena koncentracija evidentirana je u Japanu (40%)

¹¹ Uporediti: Guidelines on the assessment of horizontal mergers under the Council Regulation on the control of concentrations between undertakings, SL C 31/03, 5.2.2004. (www.europa.eu.int).

¹² Isto.

¹³ Videti: Claessens, S., Competitive Implications of Cross-Border Banking, World Bank, WPS 3854, 2006.

i Francuskoj (45%), dok je smanjenje zabeleženo u nekoliko manjih zemalja sa koncentrisanim tržištem (npr., Finska sa 96% na 93%).¹⁴ Navedeni podaci pokazuju evidentnu povezanost koncentracije i veličine relevantnog tržišta. Interesantno je da ovaj indikator za Srbiju krajem 2002, posle likvidacije četiri najveće banke, iznosi respektabilnih 46%.¹⁵

Odnos koncentracije i finansijske stabilnosti povod je suprotstavljenim mišljenjima i kontroverzama, uzrokovanim postavkom da međubankarska konkurencija narušava finansijsku stabilnost. Otuda je izveden i zaključak o nespojivosti istovremenog vođenja monetarne politike i zaštite konkurencije u okrilju centralne banke, pošto se radi o konfliktnim ciljevima. Posledično, ovo rešenje primenjuje veoma mali broj zemalja, uključujući Srbiju. Ipak, do sada nisu prezentirani nedvosmisleni dokazi da konkurencija banaka ugrožava finansijsku stabilnost, odnosno da je koncentracija neminovno učvršćuje.

Uticaj koncentracije na razvoj bankarskog i finansijskog sistema u celini takođe je oprečno ocenjivan, jer analitički nije moguće isključiti uticaje drugih bitnih faktora razvoja. Prihvatanjem opšteg stava da se koncentracija banaka mora kontrolisati i konkurencija štititi, indirektno se potvrđuje da bankarska koncentracija, uprkos nekim prednostima, ne podstiče sektorski razvoj.

3. KONCENTRACIJA POSLE 2002. GODINE

Početkom 2002. godine likvidirane su četiri najveće domaće banke. Metodološki je zato najuputnije analizirati restrukturisanje bankarskog sektora od 2002. godine, kada je radikalno izmenjena struktura i koncentracija banaka u Srbiji. Intenzitet dosadašnjeg restrukturisanja pokazuje opadanje broja banaka – sa 83 na 40 krajem 2005. i 39 od 1. aprila ove godine.

Ubrzano smanjivanje broja banaka nije ugrozilo, već je podstaklo razvoj sektora. Primera radi, tokom dvogodišnjeg perioda od kraja 2003. do 31. decembra prošle godine povećana je bilansna aktiva za 2,1 puta, krediti za 2,3 puta i depoziti za 2,2 puta. Samo u 2005. godini aktiva banaka povećana je za 52% nominalno, odnosno 29% realno i prvi put je ostvaren dobitak na sektorskom nivou od 7,3 milijardi dinara ili 8,5 miliona evra.

Istovremeno se odvijao proces ukupnjavanja domaćih banaka. Prosečna aktiva iznosila je krajem 2003. godine 7,8 milijardi dinara, naredne 11,9 milijardi i prošle godine 19,4 milijarde dinara, što je dvogodišnje uvećanje za 2,5 puta i 63% u 2005. Karakteristično je pri tome da osnovni impuls razvoju poslova rehabilitovanih banaka potiče od stranih banaka – investitora. Protekle dve godine realizovana su i tri preuzimanja u okviru sektora (HVB i Eksim banka, Alpha banka i Jubanka, EFG Eurobank i Nacionalna štedionica), ali je samo u prvom slučaju već izvršena koncentracija, jer ostale banke još uvek nisu integrisane.

Poređenjem banaka prema bilansnoj aktivnosti izdvajaju se tri banke sa sumom preko 74 milijardi dinara, a prate ih dve banke čija je aktiva premašila 45 milijardi krajem prošle godine. Narednih pet banaka raspolaže aktivom u rasponu od 22 do 37 milijardi dinara. Grupu sa aktivom od 10 do 16 milijardi dinara čini 11 banaka (18,1% ukupne

¹⁴ Bikker, J. i Wesseling, S., Intermediation, Integration and internationalisation: a survey on Banking in Europe, De Nederlandsche Bank, OS I/3, 2003, str. 24.

¹⁵ Narodna banka Srbije, Ekonomski pregled, Januar 2006, str. 46. (www.nbs.yu).

aktive), 9 banaka poseduje 5-10 milijardi (9,0%) i 10 posluje sa manje od 5 milijardi dinara (4,3%). Prema ovim grupama izvršen je obrčun racija koncentracije, prikazan u narednoj tabeli.

Tabela 1. Koncentracija bilansne aktive domaćih banaka (u pocentima)

Racio	31.12.2002.	31.12.2003.	31.12.2004.	31.12.2005.
C3	34,4	34,8	34,5	35,6
C5	46,0	47,6	47,3	50,3
C10	63,5	62,9	64,5	68,6

Izvor: Narodna banka Srbije, Ekonomski pregled, Januar 2006, str. 46.

Uočljiva je postepena koncentracija aktive u svim grupama, posebno unutar prvih pet, čemu je najviše doprinelo smanjivanje razlike između tri najveće banke i naredne dve. Liderska banka sa 15,4% sektorske aktive daleko je ispod evropskih normi dopuštene koncentracije. Približne vrednosti imaju i indikatori koncentracije kredita, dok su depoziti za 2-4 procentna poena grupisani, jer na njih nije direktno uticalo zaduživanje banaka u inostranstvu, karakteristično za banke u vlasništvu stranih akcionara.

Koncentracija ukupnog prihoda je izraženija u odnosu na aktivu, ali su razlike kod prihoda od kamata i naknada manje. Kapital je znatno disperziraniji, tako da je njegov prošlogodišnji C3 – 28,5%, C5 – 60,9% i C10 – 79,8%. Indikativna je i koncentracija neto dobiti: C3 – 47,2%, C5 – 60,9% i C10 – 79,8%, koja ukazuje na odstupanja distribucije dobiti od rasporeda aktive, odnosno razlike u uspešnosti upravljanja aktivom.

Upoređivanje sa koncentracijom aktive prvih pet banaka (C5) u zemljama EU krajem 2001. godine pokazuje da Srbija ima izraženiju konkurenciju od većine članica, izuzimajući četiri najveće i Luksemburg. Prema prosečnom C5 za EU od 58% (1996.) i 66% (2001.) domaće bankarsko tržište je izuzetno konkurentsko.¹⁶ Naravno, osnovni razlog je razvijenost evropskog, odnosno nerazvijenost našeg bankarskog sektora. Primera radi, kreditna zaduženost po stanovniku je ispod 200 evra i spada među najniže u Evropi.

Herfindahl-Hirschmanovi indeksi aktive, kredita i depozita, prikazani u narednoj tabeli, odslikavaju strukturne promene u bankarskom sektoru Srbije za poslednjih pet godina.

Tabela 2. HHI bankarske aktive, kredita i depozita

Agregat	31.12.2001.	31.12.2002.	31.12.2003.	31.12.2004.	31.12.2005.
Aktiva	1.138,7	627,3	598,7	599,0	650,7
Kredit	502,4	764,4	697,3	720,1	819,7
Depoziti	581,8	900,1	771,8	631,8	665,0

Izvor: Narodna banka Srbije, Ekonomski pregled, Januar 2006, str. 46.

Najveću vrednost HH indeks aktive imao je na kraju 2001, kao posledicu koncentracije četiri najveće banke. Međutim, imobilisanost i kontaminiranost aktive

¹⁶ Bikker, J. i Wesseling, S. (2003), str. 24.

uslovila je nesrazmerno niske HH indekse kredita i depozira. Naredne četiri godine HHI aktive se kreće između izvanrednih 600 i 650 poena, potvrđujući relativnu strukturnu uravnoteženost brzog razvoja domaćeg bankarsko sektora.

Koncentracija kredita i depozita, mereno HH indeksima, bila je primetno veća i nestabilnija, ali daleko ispod granice oligopola (1.000 poena). Pad koncentracije depozita u 2003. posledica je isključenja računa budžetskih korisnika iz poslovnih banaka, dok je kreditna koncentracija u protekle dve godine uzrokovana inozaduživanjem banaka u stranom vlasništvu. Visok rast odgovarajućih stopa obavezne rezerve u decembru 2005. vidno je smanjio koncentraciju kredita na kraju godine.

Vlasničku koncentraciju obeležava prevlast stranih investitora, koji će uskoro dominirati. Stanje na kraju 2005. pokazuje da je 17 banaka sa 66% aktive u većinskom vlasništvu stranih akcionara, 11 banaka sa 24% aktive u pretežnom vlasništvu Republike Srbije i 12 banaka sa 10% aktive u većinskom posedu domaćih akcionara.¹⁷ S obzirom da su u toku tenderi za preuzimanje Vojvođanske i Panonske banke, kao i da je EFG Eurobank otkupila državni paket akcija u Nacionalnoj štedionici, strani akcionari će pre isteka godine upravljati sa preko $\frac{3}{4}$ aktive domaćih banaka.

Poređenje promena vlasničke koncentracije prema poreklu akcionara pre i posle januara 2002. godine zasniva se na oficijelnim, istorijskim bilansnim podacima, koji nerealno prikazuju stanje akcijskog kapitala pre likvidacije najvećih banaka. Naime, akcijski kapital ili neto vrednost je rezidual aktive i obaveza.¹⁸ Izuzimaju se, naravno, potraživanja sopstvenih akcionara kao rezidualnih poverilaca. Nenaplativost velikog dela tadašnje aktive i kumulacija neplaćenih kamata inokreditorima, redovnih i zateznih, ukazuje na fiktivnost tog kapitala, realno višestruko poništenog.

Na kraju, prema osnovnim indikatorima, evidentna je izuzetna konkurencija domaći banaka. Međubankarska tržišna utakmica zapaža se na svakom koraku, zahvaljujući sveprisutnim reklamnim porukama i ekspanziji filijalske mreže. Ubrzani razvoj bankarskog sektora može se očekivati i narednih godina, uz nesmanjenu konkurenciju i rastuću koncentraciju u tržišno prihvatljivim granicama. Značajniji jednokratni rast koncentracije mogu izazvati merđžeri i akvizicije, ali ne domaćih, već stranih banaka. Naime, grupisanje stranih banaka, posebno austrijskih, italijanskih i grčkih, može izazvati koncentraciju banaka u Srbiji. Pri tome nije važno da li se i zvanično sprovodi koncentracija ili banke zadržavaju formalnu poslovnu samostalnost, što ne isključuje koncentraciju na konsolidovanoj osnovi i kolektivnu dominaciju.

4. EFEKTI KONCENTRACIJE DOMAĆIH BANAKA

Restrukturisanje i ubrzani razvoj bankarsko sektora Srbije, sa dvostruko manjim brojem banaka nego 2001, nisu narušili tržišnu konkurenciju. Osnovni indikatori koncentracije pokazuju rast konkurencije u odnosu na period pre restrukturisanja.

Ekspanzija štednje i kredita najvažniji su pojavi rezultati restrukturisanja banaka, koji potvrđuju njihovu rehabilitaciju i visoku efikasnost. Presudan doprinos izuzetnom porastu kreditnih, depozitnih i ostalih poslova dale su banke u stranom vlasništvu. Upravo je koncentracija ovih banaka donela ne samo svež kapital, već i nova znanja,

¹⁷ www.nbs.yu

¹⁸ Mishkin F.S., Money, Banking and Financial Markets, 7th Edition, 2004, p. 180.

savremene metode upravljanja, efikasnu organizaciju i novu tehnologiju i opremu. Uspešno bankarsko poslovanje, posebno na malom tržištu u tranziciji, zahteva natprosečan kapital i aktivu. Očigledno je da taj nivo koncentracije ostvaruje samo prvih pet domaćih banaka. Očuvanje stečene pozicije pretpostavlja isti ili brži rast od sektorskog proseka. Preostale banke imaju imperativ još bržeg rasta, koji će limitirati veličina tržišta i konkurencija. Zato će uprave domaćih banaka biti sklone merdžerima i akvizicijama unutar sektora, kao jednom od mogućih odgovora tržišnim izazovima. Međutim, takve integracije i preuzimanja uglavnom neće biti inicirane iz zemlje, već će predstavljati posledicu stranih bankarskih koncentracija. Ulaskom novih stranih banaka u domaći bankarski sektor pojačavaće se njegova osetljivost na egzogeno ukupnjavanje banaka.

Postojeće mogućnosti koncentracije domaćih banaka u HHI okviru od 1.000 poena još uvek su velike. Ukoliko udeo liderske banke bude ispod 25%, prve tri do 50%, najvećih pet do 60% i vodećih deset do 80% sektorske aktive, granice izrazite konkurencije neće biti probijene. Bankarske koncentracije u inostranstvu mogu izazvati prekoračenje prvog limita, ali ne preko kritičnih 1.800. Pod malo verovatnom pretpostavkom nekoliko ekstremnih koncentracija i još neverovatnijom saglasnošću Evropske komisije i nacionalnih tela za zaštitu konkurencije,¹⁹ teško je zamisliti koncentraciju domaćih banaka koja bi se približila postojećem nivou grupisanja u Finskoj, Belgiji ili Holandiji.

Nastavak dosadašnje postepene koncentracije, uz smanjenje broja banaka, nesporno će pogodovati razvoju bankarskog i celokupnog finansijskog sektora. Pri tome nije preporučljivo arbitrarno određivati optimalan broj banaka u Srbiji i limitirati raspoložive dozvole. Stranim bankama koje ispunjavaju sve uslove predviđene Zakonom o bankama i nameravaju da ovde investiraju, neophodno je omogućiti ulazak na domaće tržište. Obezbeđivanje finansijske stabilnosti i zaštita međubankarske konkurencije sigurno ne uključuje procenu investicionih odluka inobanaka.

Veći uticaj bankarskih koncentracija na razvoj realnog sektora može se očekivati tokom ove i naredne godine, s obzirom da sektor stanovništva ne može sam apsorbovati prirast kreditnog potencijala. Najobuhvatnija dosadašnja analiza domaćih tržišnih struktura pokazala je visok stepen koncentracije ponude i prihoda u većini delatnosti i realnom sektoru u celini.²⁰ Osnovano se može očekivati da će konkurencija banaka doprineti rastu konkurencije u realnom i finansijskom sektoru.

Predstojeća liberalizacija kapitalnih transakcija s inostranstvom, posebno slobodna distribucija stranih hartija od vrednosti i kreditnih aranžmana, nametnuće pitanje zaštite domaćih banaka. Nesputana tržišna konkurencija podrazumeva jednakost normativnih uslova za sve takmace, što sigurno nije slučaj sa domaćim bankama – supsidijarima u odnosu na strane, uključujući njihove centrale. Međubankarska konkurencija u takvim uslovima zavisila bi gotovo isključivo od koncentracije banaka u inostranstvu.

¹⁹ Nivo zaštite konkurencije u Srbiji slikovito ilustruje činjenica da od svih evropskih zemalja, članica svetske mreže regulatornih tela za zaštitu konkurencije ICN (International Competition Network), uključujući Azerbejdžan, Belorusiju i druge zemlje bivšeg Sovjetskog Saveza, jedino za Federal Republic of Yugoslavia (!) nije dat naziv odgovarajuće komisije (www.internationalcompetitionnetwork.org).

²⁰ Boris Begović, Boško Mijatović (redaktori), Antimonopolska politika u SR Jugoslaviji, CLDS, 2002.

Koncentracija je doprinela i konkurentnosti celog bankarsko sektora. Smanjivanje aktivnih i pasivnih kamatnih stopa i njihov relativni odnos prema istim stopama u okruženju, uz kreditnu i depozitnu ekspanziju, glavni su dokazi porasta sektorskih performansi i razvojnih perspektiva.

ZAKLJUČAK

Zanemarivanje zaštite konkurencije doprinelo je marginalizaciji analiza tržišnih struktura i ispitivanja koncentracije u svim sektorima, pa i bankarskom. Neizbežno usklađivanje sa evropskim pravnim okvirom i realne potrebe zaštite konkurencije aktuelizuju značaj tržišnih koncentracija.

Zakon o zaštiti konkurencije, donet prošle godine, nije eksplicitno regulisao bankarske koncentracije. Prema novom Zakonu o bankama zabranjene su koncentracije kojima se bitno sprečava, ograničava ili narušava konkurencija. Utvrđivanje koncentracije i uslove i uslove za izdavanje saglasnosti NBS će normativno regulisati do kraja juna ove godine.

Restrukturisanje bankarskog sektora Srbije, započeto 2001. godine, presudno je uticalo na smanjenje nasleđenog nivoa koncentracije, naročito likvidacija četiri najveće banke početkom 2002.

Osnovni indikatori, ratio koncentracije i HH indeks, pokazuju naglo smanjenje koncentracije domaćih banaka posle 2001. godine, a zatim postepen rast. Koncentracija aktive liderske banke (15,4%) niska je u odnosu na repernih 25% Evropske komisije. Ratio koncentracije aktive prvih pet banaka (C5) takođe je niži nego u većini zemalja – starih članica Unije (EU15), isključujući četiri najveće i Luksemburg. Otuda je ovaj domaći ratio znatno bolji i od proseka EU15, odražavajući visok stepen konkurencije unutar domaćeg bankarskog sektora, ali i njegovu relativnu nerazvijenost. Koncentracije depozita, kredita, prihoda, kapitala i dobiti takođe su niske i potkrepljuju prethodne nalaze.

HHI je potvrdio visoku međubankarsku konkurenciju, posebno na kreditnom i depozitnom tržištu. Prošlogodišnja vrednost HH indeksa aktive od 650 poena trostruko je niža od evropskog (2.000) i američkog (1.800) limita oligopolskog tržišta. Istovrsni indeksi kredita i depozita ne odstupaju bitno u poređenju sa aktivom, uprkos ekspandirajućem rastu ovih sektorskih agregata.

Najveće promene pokazuje vlasnička koncentracija, jer strani akcionari poseduju 17 banaka sa 66% aktive. Okončavanjem aktuelnih akvizicija strane banke – investitori kontrolisaće više od polovine domaćih banaka sa preko 75% aktive. Izvršene i očekivane vlasničke promene izvanredno povećavaju osetljivost ovdašnjeg bankarskog sektora na koncentracije banaka u inostranstvu.

Značajne mogućnosti koncentracije domaćih banaka do HH granice konkurencije (1.000) doprineće razvoju bankarskog i finansijskog sektora u celini. Postepena koncentracija pogodovaće i daljem rastu sektorske konkurentnosti, poređeno sa bankama u okruženju. Na kraju, udeo kredita u BDP-u od 25% i zaduženost po stanovniku ispod 200 evra početkom 2006, jasno odražavaju potencijal razvoja bankarskog sektora Srbije.

LITERATURA

1. Zakon o zaštiti konkurencije, „Sl. Glasnik RS“, br. 79/2005.
2. Zakon o bankama, „Sl. Glasnik RS“, br. 107/2005.
3. Commission Notice on the definition of the relevant market for the purpose of Community competition law, SL C 372, 9.12.1997. (www.europa.eu.int).
4. Guidelines on the assessment of horizontal mergers under the Council Regulation on the control of concentrations between undertakings, SL C 31/03, 5.2.2004. (www.europa.eu.int).
5. Narodna banka Srbije, *Ekonomski pregled*, Januar, 2006.
6. Boris Begović, Boško Mijatović (redaktori), *Antimonopolska politika u SR Jugoslaviji*, Centar za liberalno-demokratske studije, 2003.
7. Boris Begović, Boško Mijatović (redaktori), *Nova antimonopolska politika: predlog rešenja*, Centar za liberalno-demokratske studije, 2003.
8. Claessens, S., *Competitive Implications of Cross-Border Banking*, World Bank, WPS 3854, 2006.
9. Bikker, J. i Wesseling, S., *Intermediation, Integration and Internationalisation: a survey on Banking in Europe*, De Nederlandsche Bank, OS I/3, 2003.
10. www.nbs.yu,
11. www.europa.eu.int/comm/competition,
12. www.internationalcompetitionnetwork.org.

EKSTERNA LIKVIDNOST I SOLVENTNOST SRBIJE*

ABSTRACT

In this paper author analyse the four main groups of indicators for external liquidity and solvency of Serbia: (1) indicators of external liquidity, (2) indicators of external solvency, (3) indicators of taking the financial risks, and (4) level of economy openness, which consist of ten most important indicators in international statistics. By comparison to the indicators for selected group of nine countries from broader neighbourhood, author allow an insight to the relative external position and rang of Serbia, and additionally explain factors of its external liquidity and solvency. The results of comparative analysis are not consistent with usual meaning of weak Serbian external position, while the indicators of financial stability are surprising for the many.

1.Uvod

Ukupna i eksterna devizna zaduženost spadaju u uvek aktuelne probleme i najveća ograničenja ekonomskog razvoja Srbije. Spoljni dug i njegove godišnje otplate istovremeno presudno odredjuju eksternu likvidnost i solventnost zemlje.

* *Međunarodna politika*, Vol. LVIII, br. 3, 2006, str. 347-363.

Nasledjeni dug od 12,18 milijardi SAD dolara, krajem oktobra 2000.godine, autoritativno je ocenjivan kao najveći problem naše privrede.¹ Ubrzani povratak u Međunarodni monetarni fond, decembra iste godine, uspešni pregovori o suverenom dugu sa Pariskim klubom poverilaca, novembra 2001. godine, kao i donošenje Zakona o regulisanju odnosa SRJ prema poveriocima Pariskog i Londonskog kluba, primenjenog od jula 2002. godine, uzrokovali su značajne promene obima, uslova, ročne i valutne strukture spolnog duga. Sastavni deo ovih rešenja je i modalitet izmirivanja obaveza prema građanima po osnovu stare devizne štednje. Okosnica svih aranžmana jeste prihvatanje statusa isključivog dužnika od strane države.

Naporedo sa regulisanjem prenetih suverenih i komercijalnih dugova konstituisane su nove obaveze, kako javne, tako i privatne. Porast privatnog zaduživanja protokom vremena postaje sve propulzivniji kanal uvećavanja ukupnog spolnog duga, snažno podstaknut širokom penetracijom stranih banaka u domaći bankarski sektor.

Zaključeni multilateralni i bilateralni aranžmani države i novi krediti bitno su uticali na kretanje međunarodne likvidnosti i solventnosti poslednjih pet godina. S obzirom da realizacija ovih aranžmana u punoj meri počinje 2002. godine, od kada promene obima i strukture spolnog duga postaju sasvim uočljive, metodološki je uputno ovu godinu uzeti kao početnu za formiranje odgovarajućih vremenskih serija.

Eksterna ili međunarodna likvidnost i solventnost jedne zemlje pokazuju njene kratkoročne mogućnosti i dugoročnu sposobnost izmirivanja dugova prema inostranim poveriocima, kao i deviznih obaveza u celini.

Nivo eksterne likvidnosti i solventnosti kvantifikuje se brojnim pokazateljima. Najvažniji su indikatori eksterne solventnosti, jer na osnovu njih međunarodne finansijske organizacije rangiraju zemlje prema stepenu zaduženosti. Indikatori međunarodne likvidnosti i solventnosti svrstavaju se u obuhvatnu grupu pokazatelja eksterne pozicije, koju čine još indikatori izloženosti finansijskom riziku i stepen otvorenosti ekonomije.

Kreditni rejting zemlje, utvrđen od strane međunarodnih rejting organizacija, zaokružuje sliku njene spoljne likvidnosti i solventnosti i sintetički izražava aktuelnu eksternu poziciju.

Analitičkim dekomponovanjem sve četiri grupe indikatora i odredjivanjem pravaca i intenziteta uticaja njihovih činilaca može se bliže objasniti nivo eksterne likvidnosti i solventnosti, kao i moguće promene u budućnosti.

Poredjenje sa indikatorima za izabranu grupu devet zemalja omogućava uvid u relativan eksterni položaj i rang zemlje i dodatno rasvetljava faktore spoljne likvidnosti i solventnosti.²

2. Izabrani indikatori

Izbor pokazatelja eksterne pozicije i njihove granične (prihvatljive) vrednosti razlikuju se u većini službenih finansijskih statistika, uključujući Svetsku banku i MMF.

¹ Prof.dr Blagoje Babić, «Spoljni dug SR Jugoslavije i međunarodne finansijske ustanove», *Međunarodni problemi*, Vol. LIII, br. 3, 2001, str. 238 i 246.

² Bugarska, Rusija, Češka, Slovačka, Rumunija, Poljska, Hrvatska, Slovenija i Mađarska.

Prisutna raznolikost odražava različitost poslova, zahteva i ciljeva međunarodnih i drugih finansijskih organizacija.

Prema najširoj prihvaćenosti i oficijelnim metodologijama međunarodnih finansijskih organizacija, između brojnih pokazatelja, izdvaja se deset indikatora iz četiri osnovne grupe.³

Indikatori eksterne likvidnosti: (1) Devizne rezerve / Uvoz robe i usluga, (2) Devizne rezerve / Kratkoročni dug, (3) Devizne rezerve / Bruto domaći proizvod, (4) Otplata duga / BDP, i (5) Otplata duga / Izvoz robe i usluga.

Indikatori eksterne solventnosti:(1) Spoljni dug / BDP, (2) Spoljni dug / Izvoz robe i usluga.

Indikatori izloženosti finansijskom riziku: (1)Devizne rezerve / Novčana masa M1, (2) Devizne rezerve / Primarni novac.

Stepen otvorenosti ekonomije: (Izvoz+uvoz)/BDP.

Pored navedenih deset indikatora, neophodno je uključiti oficijelni **kreditni rejting** Srbije i grupe izabranih zemalja u analizu njene eksterne pozicije.

Prezentirani indikatori sažimaju uticaje mnoštva parcijalnih pokazatelja, relevantnih za eksternu poziciju zemlje. Otuda se, primera radi, odnos otplate duga prema BDP, kao indikator likvidnosti, može raščlaniti na odnos kamata i odnos glavnice prema istom agregatu. Isto tako, prvi indikator solventnosti – spoljni dug prema BDP – razdvaja se prema ročnosti na odnos dugoročnog duga i odnos kratkoročnog duga prema ukupnom domaćem proizvodu.

3. Komponente indikatora

Prethodno razmatranje činilaca, odnosno komponenti izabranih indikatora, može olakšati njihovo raščlanjivanje i bliže objašnjavanje dosadašnjih promena i aktuelnog nivoa eksterne likvidnosti i solventnosti.

Osnovne komponente indikatora su: (1) bruto domaći proizvod, (2) spoljni dug, (3) tekuće transakcije, (4) kreditne i finansijske transakcije, (5) devizne rezerve i (6) novčana masa. Analiza ovih komponenti uključuje razmatranje sintetizovanih činilaca, kao što su izvoz, uvoz, servisiranje duga i drugi relevantni faktori. Većina komponenti preuzeta je neposredno iz statistike Narodne banke Srbije, jer se na osnovu njih uobičajeno izračunavaju oficijelni indikatori eksterne pozicije.

(3.1) Bruto domaći proizvod, mereno stalnim cenama, realno je godišnje rastao za 4,5% (2002.), 2,4% (2003.) i 8,6% (2004.), što je prosečno godišnje 5,1%.⁴ Poslednje procene rasta BDP-a u 2005. iznose iznenađujućih 6,5%⁵ Uključivanjem iznete procene prosečna stopa rasta BDP-a za poslednjih pet godina dostiže 5,4%. Apsolutni nivo BDP-a iznosio je u SAD dolarima 14.282 miliona (2002.), 18.919 miliona (2003.), 22.440 miliona (2004.) i oko 24.250 miliona (2005.).⁶ Dolarski iznos BDP-a, kao i svih drugih komponenti, bio je pod snažnim uticajem intervalutarnih odnosa dolara i evra. Porast BDP-a generalno je pogodio eksternoj likvidnosti i solventnosti Srbije, posebno

³ Narodna banka Srbije, *Ekonomski pregled*, Oktobar 2005, str. 85.

⁴ Ibidem, str. 88.

⁵ Republički zavod za statistiku, Procene, Internet, 02/02/2006, <http://www.statserb.sr.gov.yu>

⁶ Narodna banka Srbije, *Ekonomski pregled*, Oktobar 2005, str. 87.

nominalni rast u SAD dolarima. Problem je niska nasledjena osnovica za poredenje, tako da je apsolutni nivo BDP-a iz 1990. godine još uvek nedostižan.

(3.2) Spoljni dug evidentiran 31. decembra u SAD dolarima bio je 11.230 miliona (2002.), 13.575 miliona (2003.), 14.099 miliona (2004.) i 14.876 miliona (30.11.2005.). Stopa nominalnog rasta spoljnog duga bila je znatno niža nego BDP-a u dolarima, što je pogodovalo eksternoj solventnosti zemlje. Kratkoročni spoljni dug istovremeno je iznosio 1.020 miliona (2002.), 1.056 miliona (2003.), 999 miliona (2004.) i 1.343 miliona (30.11.2005.).⁷ Prosečan udeo kratkoročnog duga od 8,24% odgovarao je održavanju eksterne likvidnosti, koju za sada nije ugrozila ni prošlogodišnja ekspanzija privatnog zaduživanja banaka i kompanija u stranom vlasništvu.

(3.3) Tekuće transakcije kontinuirano rezultiraju rastućim deficitnim saldom u SAD dolarima: 1.270 miliona (2002.), 1.539 miliona (2003.), 2.778 miliona (2004.) i 1.831 milion (zaključno sa novembrom 2005.). Deficit robne razmene najsnažniji je generator spoljnotrgovinskog debalansa i ukupnog minusa tekućih transakcija. Uvoz robe i usluga u milijardama SAD dolara iznosio je 6,06 (2002.), 8,05 (2003.), 11,61 (2004.) i 10,95 (I-XI 2005.), dok je izvoz beležio 2,96 (2002.), 3,96 (2003.), 5,18 (2004.) i 5,94 (X-I 2005.). Brži rast izvoza od uvoza donekle je ublažio trgovinski deficit protekle godine, ali je ipak nadmašio šest milijardi dolara. Najpozitivniji uticaj imali su tekući transferi sa kontinuiranim suficitom od 1.428 (2002.), 2.289 (2003.), 3.370 (2004.) i 3.184 (I-XI 2005.) miliona SAD dolara, kao i prihodi od zvaničnih bespovratnih transfera – 496 (2002.), 476 (2003.), 504 (2004.) i 263 (I-XI 2005.) miliona dolara. Suficit tekućih transfera pretežno je ostvaren menjačkim neto otkupom deviza, koji je u posmatranom periodu kumulativno premašio šest milijardi dolara i bio veći od neto doznaka i priliva iz platnog prometa zajedno. Neto odliv kamata iznosio je 96 (2002.), 208 (2003.), 216 (2004.) i 271 (I-XI 2005.) miliona SAD dolara.⁸ Usporeni rast spoljnotrgovinskog i ukupnog deficita tekućih transakcija, posmatrano u celini, nije ugrožavao međunarodnu likvidnost i solventnost Srbije.

(3.4) Kreditne i finansijske transakcije imale su značajan suficit: 2.058 (2002.), 2.507 (2003.), 3.001 (2004.) i 3.499 (I-XI 2005.) miliona SAD dolara. Pretežan deo suficita ostvaren je zahvaljujući neto prilivu dugoročnih i srednjeročnih kredita sa kumulativom od 4.717 miliona i direktnih stranih investicija sa ukupnih 4.166 miliona dolara u analiziranom periodu. Neto otplate kredita nisu bile preopterećujuće, tako da je zajedno sa kamatama servisiranje duga odnosilo 223 (2002.), 481 (2003.) i 672 (2004.) miliona SAD dolara. Zahvaljujući pozitivnom saldu tekućih i kreditnih transakcija ostvarivan je suficit platnog bilansa u celini: 928 (2002.), 921 (2003.), 448 (2004.) i 1.542 (I-XI 2005.) miliona SAD dolara.⁹

(3.5) Devizne rezerve Narodne banke Srbije izuzetno brzo su rasle, što pokazuje njihov godišnji saldo: 2.280 (2002), 3.550 (2003), 4.245 (2004.) i 5.843 (2005.) miliona SAD dolara. Najveći priliv dolazio je iz menjačkih poslova. Izvanredno visoka stopa prosečnog godišnjeg rasta deviznih rezervi od 36,8% neposredno je uzrokovala poboljšanje relevantnih indikatora eksterne likvidnosti i izloženosti finansijskom riziku. Takodje je značajno opao i neto spoljni dug, izveden po odbitku deviznih rezervi, koji se gotovo izjednačio sa stanjem na kraju 2002. (8,95 prema 9,05 milijardi SAD dolara).

⁷ Narodna banka Srbije, *Statistički bilten*, Decembar 2005, str. 57.

⁸ Ibidem, str. 48-49.

⁹ Ibidem, str. 48-49.

Karakteristično je da su devizne rezerve poslovnih banaka istovremeno sporije rasle, da bi krajem prošle godine pale ispod nivoa zabeleženog tri godine ranije.¹⁰

(3.6) Novčana masa u užem smislu (M1 – gotov novac i dinarski depoziti po vidjenju) i primarni novac (gotov novac i rezerve banaka) u dinarskom izrazu rasli su veoma usporeno, kao posledica izrazito restriktivne monetarne politike. Prosečne godišnje stope dinarskog rasta iznosile su 15,2% za M1 i 10,8% za primarni novac, dok su iste godišnje stope dolarskog rasta bile 8,1% i 3,5% respektivno. Novčana masa M1 na kraju 2005. godine dostigla je 2.006 miliona, a primarni novac 1.304,7 miliona SAD dolara.¹¹ Usporeni rast dinarske novčane mase u poredjenju sa brzim rastom deviznih rezervi imao je za posledicu vidno opadanje finansijskog rizika.

4. Indikatori eksterne likvidnosti

(4.1) Devizne rezerve prema uvozu roba i usluga u mesecima jesu pokazatelj mogućnosti plaćanja uvoza isključivo iz deviznih rezervi, dobijen stavljanjem u odnos godišnjeg broja meseci i koeficijenta pokrivenosti uvoza deviznim rezervama zemlje. Analizirani indikator iznosio je po godinama 4,4 (2002.), 5,2 (2003.), 4,4 (2004.) i 9,1 mesec (I-XI 2005.). Izvanredno poboljšanje u prošloj godini, naročito u drugom polugodištu, posledica je simultanog ubrzanja rasta deviznih rezervi i usporavanja rasta uvoza. Poređenjem sa indikatorima za izabranu grupu zemalja može se upotpuniti njegova ocena za Srbiju. Prosečna devizna pokrivenost uvoza **u periodu januar 2002. – jun 2005.** od 4,75 meseci meseci (Tabela 1.) rezultirala je slabijim prosečnim rangom Srbije – 6,5. Porast indikatora na 9,1 mesec do kraja novembra prošle godine usloviće najverovatnije pomeranje na visoko rangirano drugo mesto

Tabela 1. Devizne rezerve / Uvoz robe i usluga

Godina Zemlja	U m e s e c i m a				R a n g			
	2002.	2003.	2004.	I 2005.	2002.	2003.	2004.	I 2005.
Bugarska	4,9	5,5	6,7	5,7	6.	4-5.	2.	2.
Rusija	5,8	5,2	11,5	12,8	1.	7-8	1.	1.
Češka	5,2	5,5	4,3	4,3	2-5.	4-5.	9.	7.
Slovačka	4,0	5,6	5,5	2,6	9.	3.	4.	10.
Rumunija	4,1	5,0	5,7	5,5	8.	9.	3.	3.
Poljska	5,2	5,4	4,4	4,2	2-5.	6.	7-8	8.
Hrvatska	5,2	5,7	5,2	4,8	2-5.	2.	6.	5.
Slovenija	5,2	6,0	5,4	4,6	2-5.	1.	5.	6.
Mađarska	2,7	2,8	2,8	2,8	10.	10.	10.	9.
Srbija	4,4	5,2	4,4	5,0	7.	7-8	7-8.	4.

Izvor: Narodna banka Srbije, *Ekonomski pregled*, Oktobar 2003, str.12., April 2004, str.17, Oktobar 2005, str. 85-86.

(4.2) Devizne rezerve prema kratkoročnom dugu Srbije neprekidno su rasle, izuzimajući izvesno usporavanje u prvom polugodištu 2005. Krajem novembra

¹⁰ Ibidem, str. 54.

¹¹ Ibidem, str. 20. i 28.

2005. pokrivenost kratkoročnog duga deviznim rezervama iznosila je 398%, dok će sa istekom decembra premašiti 500%, obzirom da su devizne rezerve poslednjeg meseca u godini uvećane čak za 491 milion SAD dolara. Visok stepen pokrivenosti kratkoročnog duga deviznim rezervama (T.2.) svrstava Srbiju, sa prosečnim rangom 3, među najlikvidnije zemlje u posmatranoj grupi. Prema prvim decembarskim podacima Srbija će u 2005. verovatno biti rangirana kao prva.

Tabela 2. Devizne rezerve / Kratkoročni dug

Godina Zemlja	U p r o c e n t i m a				R a n g			
	2002.	2003.	2004.	I 2005.	2002.	2003.	2004.	I 2005.
Bugarska	258,5	269,3	273,3	214,0	4.	4.	4.	5.
Rusija	164,4	206,8	345,0	386,7	10.	6.	3.	1.
Češka	213,1	194,4	197,7	247,6	7.	7.	6.	4.
Slovačka	207,9	180,2	142,9	114,4	9.	9	9.	10.
Rumunija	1.709,0	1.937,0	-	361,9	2.	1.	-	3.
Poljska	211,7	179,8	150,9	157,2	8.	10.	8.	9.
Hrvatska	653,9	524,2	405,1	208,2	3.	2.	2.	7.
Slovenija	5.865,7	187,0	245,0	212,1	1.	8.	5.	6.
Mađarska	227,7	220,3	159,3	162,1	5.	5.	7.	8.
Srbija	223,5	336,2	424,9	375,9	6.	3.	1.	2.

Izvor: Ibidem.

(4.3) Devizne rezerve prema bruto domaćem proizvodu imale su rastuće učešće u intervalu od 16,0% do 18,9%. Usporavanje u prvoj polovini 2005. nije značajnije umanjilo ovo učešće, dok je ekspanzija deviznih rezervi do kraja godina povećala izvedeni indikator na preko 22%. Prema ovom indikatoru Srbija je u posmatranom periodu na prosečnom osmom mestu, mada će za celu 2005. izvesno zauzeti mesto u sredini grupe zemalja (T.3.).

Tabela 3. Devizne rezerve / BDP

Godina Zemlja	U p r o c e n t i m a				R a n g			
	2002.	2003.	2004.	I 2005.	2002.	2003.	2004.	I 2005.
Bugarska	28,3	28,8	38,2	34,9	4.	5.	1.	1.
Rusija	12,7	17,7	21,4	19,6	10.	8.	7.	7.
Češka	33,9	31,8	25,4	24,7	2.	2.	5.	3.
Slovačka	37,2	37,4	36,3	33,8	1.	1.	2.	2.
Rumunija	15,8	18,3	22,3	22,6	6.	7.	6.	4.
Poljska	15,1	16,2	15,2	12,5	8.	9.	10.	10.
Hrvatska	26,2	28,9	25,5	22,5	5.	4.	4.	5.
Slovenija	32,1	29,0	27,7	22,1	3.	3.	3.	6.
Mađarska	15,7	15,5	15,9	15,9	7.	10.	9.	9.
Srbija	16,0	18,8	18,9	18,3	9.	6.	8.	8.

Izvor: Ibidem.

(4.4) Otplata duga prema bruto domaćem proizvodu Srbije imala je malo učešće (prosečno 3,1%) zahvaljujući povoljnim finansijskim aranžmanima prilikom

javnog zaduživanja pod pretežno koncesionalnim uslovima. Postepeni rast udela otplate duga u BDP-u ukazuje na sve obimnije servisiranje eksternih obaveza i ekspanziju privatnog duga, koji u budućnosti mogu ugroziti spoljnu likvidnost, bez obzira što je aktuelno učešće još uvek nisko u odnosu na grupu izabranih zemalja (T.4.)

Tabela 4. Otplata duga / BDP

Godina Zemlja	U p r o c e n t i m a				R a n g			
	2002.	2003.	2004.	I 2005.	2002.	2003.	2004.	I 2005.
Bugarska	7,9	5,5	8,4	25,6	6.	4.	6.	9.
Rusija	4,4	3,0	4,8	6,6	2.	2.	3.	4.
Češka	5,1	4,2	12,1	10,5	3.	3.	9.	5.
Slovačka	11,5	7,2	23,3	60,4	9.	7.	10.	10.
Rumunija	6,3	6,6	7,1	4,6	5.	6.	4.	1.
Poljska	5,7	6,3	10,0	13,7	4.	5.	8.	7.
Hrvatska	10,5	8,0	8,2	20,5	8.	9.	5.	8.
Slovenija	8,4	7,8	3,3	5,9	7.	8.	2.	3.
Mađarska	11,9	10,3	9,5	10,8	10.	10.	7.	6.
Srbija	1,6	2,5	3,0	5,4	1.	1.	1.	2.

Izvor: Ibidem.

(4.5) Otplata duga prema izvozu robe i usluga spada u indikatore koji potvrđuju visoku (prosečno 13%), ali opadajuću eksternu likvidnost Srbije. Prosečan rang 3,5 takodje tendencijski pada, najavljujući period sve težeg održavanja likvidnosti, odnosno neizbežnost izdvajanja sve većeg dela izvoznih prihoda za otplatu duga (T.5.).

Tabela 5. Otplata duga / Izvoz robe i usluga

Godina Zemlja	U p r o c e n t i m a				R a n g			
	2002.	2003.	2004.	I 2005.	2002.	2003.	2004.	I 2005.
Bugarska	14,9	10,1	14,4	41,3	5.	4.	4-5	9.
Rusija	12,7	8,8	13,8	17,7	3.	2.	3.	5.
Češka	7,8	6,1	17,0	14,4	2.	1.	7.	3.
Slovačka	15,8	9,2	30,4	79,5	6.	3.	10.	10.
Rumunija	17,8	18,4	19,2	11,5	7.	9.	8.	2.
Poljska	18,6	19,0	25,5	36,9	9.	10.	9.	8.
Hrvatska	22,3	15,2	16,0	26,1	10.	7.	6.	7.
Slovenija	14,3	13,6	5,5	9,3	4.	6.	1.	1.
Mađarska	18,4	15,6	14,4	15,7	8.	8.	4-5	4.
Srbija	7,7	12,5	13,0	18,9	1.	5.	2.	6.

Izvor: Ibidem.

Opšta ocena spoljne likvidnosti Srbije je zadovoljavajuća, što potvrđuje i prosečan rang 5,5 u izabranoj grupi respektabilnih zemalja. Zabrinjavajuće je sve izraženije pogoršavanje kratkoročnih mogućnosti izmirivanja inostranih dugova prema svim indikatorima eksterne likvidnosti, izuzimajući odnos deviznih rezervi prema kratkoročnom dugu.

5. Indikatori eksterne solventnosti

(5.1) Spoljni dug prema bruto domaćem proizvodu najznačajniji je indikator međunarodne solventnosti i eksterne pozicije u celini. Prema metodologiji Svetske banke granični iznos ovog indikatora je 80%, a njegovo premašivanje najavljuje buduće probleme u otplati duga. Prosečan udeo od 67,6% pokazuje da Srbija održava prihvatljiv odnos duga i BDP-a, ali je u izabranoj grupi plasirana tek na osmo mesto u proseku. Takođe, primetno je stalno poboljšavanje ovog temeljnog indikatora (T.6.). Odnos duga i BDP-a za celu 2005. godinu, prema preliminarnim podacima, iznosi oko 61%. Ukoliko se poredi samo kratkoročni dug zemlje, njegov udeo u BDP-u neprekidno opada – 9,7% (2002), 7,1% (2003.), 5,6% (2004.) i 5,5% (2005. preliminarno), pre svega zahvaljujući povoljnoj ročnoj strukturi duga.

Tabela 6. Spoljni dug / BDP

Godina Zemlja	U p r o c e n t i m a				R a n g			
	2002.	2003.	2004.	I 2005.	2002.	2003.	2004.	I 2005.
Bugarska	63,3	65,6	70,7	62,1	8.	8.	8.	8.
Rusija	43,1	42,0	36,9	29,8	5.	4.	2.	1.
Češka	33,2	40,8	40,5	35,5	2.	2.	3.	2.
Slovačka	52,6	48,5	57,8	56,7	7.	5.	5.	6.
Rumunija	31,1	33,9	33,9	39,5	1.	1.	1.	3.
Poljska	34,7	49,5	53,0	40,8	3.	6.	4.	4.
Hrvatska	68,4	83,1	89,9	77,1	9.	10.	10.	10.
Slovenija	40,4	41,7	64,6	55,5	4.	3.	7.	5.
Mađarska	49,3	51,2	74,8	70,6	6.	7.	9.	9.
Srbija	78,6	71,7	62,8	57,3	10.	9.	6.	7.

Izvor: Ibidem.

(5.2) Spoljni dug prema izvozu robe i usluga drugi je najznačajniji indikator solventnosti i za Srbiju najnepovoljniji. Kritična granica ovog indikatora prema Svetskoj banci je 220%, zbog čega je Srbija svrstana u visoko zadužene zemlje (T.7.). Izvesni napredak u 2005. godini nije bio dovoljan za ulazak u grupu srednje zaduženih zemalja, obzirom da je prethodni podatak oko 250%. Simptomatično je da Srbija još uvek nije uspela da popravi dužnički status, uprkos ublažavanju rigoroznih međunarodnih «standarda zaduženosti».¹² Ubedljivo poslednje mesto istovremeno je indikator problema izmirivanja spoljnog duga iz izvoznih prihoda i strukturnih poremećaja.¹³

¹² Blagoje S. Babić, «FINANSIJSKI ODNOSI JUGOSLAVIJE S EVROPSKIM OKRUŽENJEM», Institut za međunarodnu politiku i privredu, Beograd, 2000., str. 10.

¹³ «Jasno je da se konkurentnost privrede Srbije na domaćem tržištu drastično smanjuje, a da se konkurentnost izvoza takođe smanjuje, što se ispoljava u enormnim apsolutnim i relativnim veličinama trgovinskog deficita.», prof. dr Mladen Kovačević, «Dugoročne tendencije, stanje i ograničenja rasta konkurentnosti privrede i izvoza Srbije», «Ekonomski anali», tematski broj, septembar 2004., str. 72.

Tabela 7. Spoljni dug / Izvoz robe i usluga

Godina Zemlja	U p r o c e n t i m a				R a n g			
	2002.	2003.	2004.	I 2005.	2002.	2003.	2004.	I 2005.
Bugarska	116,3	120,7	121,1	107,0	7.	6.	7.	7.
Rusija	126,4	121,5	105,6	93,8	8.	7.	4.	3.
Češka	59,2	61,8	56,8	48,6	1.	1.	1.	1.
Slovačka	76,5	62,1	75,5	75,0	4.	2.	2.	2.
Rumunija	87,7	93,9	91,4	101,8	5.	5.	3.	5.
Poljska	113,9	149,3	134,9	227,6	6.	8.	8.	10.
Hrvatska	145,6	158,0	174,5	194,2	9.	9.	9.	8.
Slovenija	68,9	72,3	106,5	94,4	2.	3.	5.	4.
Mađarska	76,2	82,9	113,3	106,0	3.	4.	6.	6.
Srbija	385,4	351,5	272,3	211,5	10.	10.	10.	9.

Izvor: Ibidem.

6. Indikatori izloženosti finansijskom riziku

(6.1) Devizne rezerve prema novčanoj masi M1 je pokazatelj pokrivenosti gotovog novca u opticaju i dinarskih depozita po viđenju deviznim rezervama zemlje. Rastuće devizno pokriće M1 donelo je visok prosečan rang – 3,3 (T.8.). Krajem prošle godine ovaj indikator dostigao je 291,3%, približavajući Srbiju leaderskoj poziciji u izabranoj grupi i status zemlje minimalno izložene finansijskom riziku.

Tabela 8. Devizne rezerve / Novčana masa M1

Godina Zemlja	U p r o c e n t i m a				R a n g			
	2002.	2003.	2004.	I 2005.	2002.	2003.	2004.	I 2005.
Bugarska	149,8	129,3	128,6	130,5	3.	6.	6.	7.
Rusija	93,5	108,2	121,3	166,4	8.	7.	7.	3.
Češka	85,8	85,4	62,0	69,0	9.	8.	10.	9.
Slovačka	144,1	145,4	136,7	150,3	4.	5.	5.	5.
Rumunija	273,6	300,8	309,6	292,1	2.	1.	1.	1.
Poljska	97,4	80,3	62,6	66,4	7.	9.	9.	10.
Hrvatska	136,2	262,5	142,8	140,6	6.	2.	4.	6.
Slovenija	294,6	200,8	153,9	150,8	1.	3.	3.	4.
Mađarska	70,2	66,0	69,0	79,4	10.	10.	8.	8.
Srbija	142,1	180,4	221,1	250,0	5.	4.	2.	2.

Izvor: Ibidem.

(6.2) Devizne rezerve prema primarnom novcu je indikator devizne pokrivenosti gotovog novca i rezervi banaka, prema kome je Srbija takođe visoko rangirana – četvrta u proseku (T.9.). Vrednost ovog indikatora u 2005. godini dostigla je 447,8%, potvrđujući visok stepen finansijske sigurnosti zemlje.

Tabela 9. Devizne rezerve / Primarni novac

Godina Zemlja	U p r o c e n t i m a				R a n g			
	2002.	2003.	2004.	I 2005.	2002.	2003.	2004.	I 2005.
Bugarska	180,5	197,1	187,6	200,1	7.	7.	6.	7.
Rusija	111,0	139,9	144,8	226,6	10.	9.	10.	6.
Češka	272,9	251,4	221,8	244,2	3.	6.	5.	5.
Slovačka	249,8	387,1	352,2	388,6	4.	2.	2.	3.
Rumunija	301,2	345,9	345,3	310,5	2.	3.	3.	4.
Poljska	177,2	191,6	159,0	176,1	8.	8.	8.	8.
Hrvatska	182,6	290,1	145,5	145,4	6.	4.	9.	10.
Slovenija	546,7	549,5	527,1	587,2	1.	1.	1.	1.
Mađarska	141,6	127,1	160,6	158,6	9.	10.	7.	9.
Srbija	194,7	277,0	319,5	421,2	5.	5.	4.	2.

Izvor: Ibidem.

7. Stepen otvorenosti ekonomije

(7.1) Izvoz i uvoz prema bruto domaćem proizvodu pokazuje ekonomsku otvorenost zemlje. Srbija je privredno najzatvorenija zemlja posle Rusije. Relativno mali uticaj eksterne komponente na BDP (prosečno 70,5%) ostvarivan je u uslovima previsokog deficita u razmeni robe i usluga sa inostranstvom. Preliminarni podaci za 2005. pokazuju da je ostvarena otvorenost nepunih 70%, što je pogoršanje u odnosu na prethodnu godinu, ali je povoljno što je istovremeno zabeleženo vidno smanjenje spoljnotrgovinskog deficita.

Tabela 10. (Izvoz + uvoz) / BDP

Godina Zemlja	U p r o c e n t i m a				R a n g			
	2002.	2003.	2004.	I 2005.	2002.	2003.	2004.	I 2005.
Bugarska	112,8	80,0	127,1	140,9	5.	6-7.	4.	4.
Rusija	58,7	57,9	57,3	59,1	10.	10.	10.	10.
Češka	133,4	134,3	143,0	142,4	2.	2.	2.	3.
Slovačka	152,7	158,0	156,1	155,5	1.	1.	1.	2.
Rumunija	76,6	80,0	83,5	91,3	7.	6-7.	7.	7.
Poljska	63,8	69,0	80,5	74,5	8.	8.	8.	9.
Hrvatska	103,7	113,3	110,4	190,2	6.	5.	6.	1.
Slovenija	115,8	115,5	122,5	125,7	4.	4.	5.	6.
Mađarska	131,7	127,9	135,2	138,5	3.	3.	3.	5.
Srbija	63,7	63,7	74,8	79,7	9.	9.	9.	8.

Izvor: Ibidem.

8. Kreditni rejting

Srbija je dobila kreditni rejting tek krajem 2004. godine. Prvo je međunarodna rejting agencija Standard&Poor's u novembru utvrdila za Srbiju kreditni rejting B+, a zatim u julu 2005. rejting BB-. Druga rejting agencija Fitch u 2005. godini dodelila je Srbiji isti BB- rejting, najniži u izabranoj grupi zemalja. Poređenjem indikatora eksterne pozicije nije objašnjen ovako nizak kreditni rejting, pa se može zaključiti da su bili presudni neki drugi faktori. Prevagu drugih činilaca potvrđuju i međunarodni izveštaji o zemljama u tranziciji.¹⁴

9. Zaključne ocene

Indikatori eksterne likvidnosti i solventnosti Srbije pokazuju na izgled paradoksalne promene. Upoređivanjem komponenti može se otkriti da je primarni uzrok divergentnosti indikatora visok deficit spoljnotrgovinske razmene. Otuda su nepovoljni svi indikatori koji uključuju izvoz i uvoz robe i usluga. Istovremeno, uredno su izmirivane eksterne obaveze, dok su devizne rezerve obavezno rasle. Obzirom da se «servisiranje spoljnog duga, u normalnim okolnostima, vrši iz: deviznih rezervi i tekućeg deviznog priliva», razjašnjenje očigledno mogu pružiti samo devizni tokovi, jer spoljnotrgovinski deficit neminovno izaziva neto devizni odliv.¹⁵

Značajni neto devizni prilivi ostvareni su u tekućim transferima i kreditnim i finansijskim transakcijama. Najsnažniji je uticaj menjačkih poslova, zatim srednjoročnih i dugoročnih kredita, porasta nove devizne štednje, stranih direktnih investicija, priliva na devizne račune stranih lica, doznaka i donacija.

Menjački poslovi izdvajaju se ne samo kvantitativno, već i kvalitativno. Neto devizni priliv iz ovih poslova ne implicira budući odliv, za razliku od kreditnih i brojnih drugih transakcija. Istovremeno, menjački bruto promet obezbeđuje građanima značajan deo deviza za direktna plaćanja i njihovu ličnu štednju. Ukupne razmere ovih poslova ilustruje kumulativ ostvaren poslednje četiri godine u iznosu od 13.745 miliona SAD dolara, od čega je preko šest milijardi neto otkup. Ukoliko se iskazani neto otkup sabere sa četvorogodišnjim porastom devizne štednje od 2.292 miliona SAD dolara, dobija se iznos koji premašuje 8,3 milijardi SAD dolara. Izneti proračun potvrđuje da su devizni transferi iz inostranstva daleko nadmašili iznos od 4,1 milijarde evra, evidentiran prilikom opšte devizne konverzije početkom 2002. godine. Generator menjačkih poslova je visoka tražnja za dinarima naših iseljenika, primalaca doznaka u zemlji i građana sa tezaursanim devizama, dok je udeo stranaca marginalan.¹⁶

Indikatori eksterne likvidnosti zemlje ukazuju na moguće probleme u otplati duga narednih godina. Dosadašnja istraživanja spoljnog duga označavaju kritičnim period

¹⁴ European Bank for Reconstruction and Development, *Transition report 2004*, London, November 2004., pp. 170-173. (External sector)

¹⁵ Prof. dr Veroljub Dugalić, «Kako preurediti spoljni dug?», *VESNIK*, Investbanka, jul-avgust 1998., str.38.

¹⁶ «Migracije i doznake proizvode generalno pozitivan ekonomski uticaj na kraće staze (efekti dohotka i efekti platnog bilansa) kao i na duže staze (ublažavanje ograničenja likvidnosti za domaćinstva sa nižim i srednjim primanjima, povećane investicije u urbanom i ruralnom sektoru).», Svetska banka, Izveštaj br. 29258-YU, *Srbija i Crna Gora, Republika Srbija – Program za ekonomski rast i zapošljavanje*, Decembar 2004., str. 13.

2007-2009., kada se očekuje najveće anuitetno opterećenje.¹⁷ Prema novijim projekcijama ovaj kritični period nije nepremostiv, ali pod pretpostavkom da se zaustavi pogoršavanje indikatora eksterne likvidnosti i solventnosti i ispuni minimum uslova, pre svega rast BDP-a od 5% i izvoza od 25% prosečno godišnje. Ispunjenjem datih pretpostavki bila bi izbegnuta dužnička kriza zemlje do 2010.¹⁸

Poređenje sa grupom izabраниh zemalja pokazuje da je Srbija natprosečno eksterno likvidna, slabo solventna, izuzetno finansijsku sigurna i ekonomski zatvorena. Prosečan rang je 5,5 u grupi respektabilnih zemalja, od kojih je pet u Evropskoj uniji. Zadovoljavajuća eksterna pozicija istovremeno je indikator otplatnog potencijala u narednim godinama. Međutim, nepovoljan odnos spoljnog duga i izvoza nameće Srbiji status visoko zadužene zemlje, zbog čega je njen kreditni rejting najniži u analiziranoj grupi zemalja.

Sumarna ocena eksterne likvidnosti i solventnosti Srbije je pozitivna, pre svega zahvaljujući egzogenim faktorima visokog neto deviznog priliva. Ohrabrujuće je što su egzogeni uticaji pojačani protekle godine. Endogeni činioci nisu pogodovali eksternoj poziciji zemlje, posebno visok spoljnotrgovinski deficit. Sadejstvo rastućih egzogenih podsticaja i smanjenja eksternog deficita može osigurati uredno servisiranje garantovanih obaveza do isteka ove decenije.

¹⁷ Jefferson institut, *„Konkurentnost privrede Srbije“*, Beograd, 2003., str. 318.

¹⁸ Narodna banka Srbije, *«Održivost spoljnog duga Srbije»*, jun 2004., str. 8. i 29. Pri tome se obaveze isplate stare devizne štednje ne priključuju spoljnom dugu, kao što je uobičajeno, već se u kapitalnom bilansu prikazuju kao odbitna stavka

THE EXTERNAL LIQUIDITY AND SOLVENCY OF SERBIA

SUMMARY

The external indebtedness is one of allways actual economic problems in Serbia. After consolidation of inherited external debt in 2000, new public and private obligations have been created. Indicators of state's external liquidity and solvency show its short-term prospects and long-term capability for external debt servicing. Serbian external position also depends on financial risks and level of economy openness, and show its official credit rating.

The main problem of Serbian external debt servicing is high deficit in trade balance, producing a negativ character of all indicators which involve exports and imports. In spite of such deficit, the payment of external debt has been regular and growth of foreign exchange reserves was rapid. The indicators showed that the liquidity and solvency of Serbia were significantly determined by external foreign exchanges flows with high nett inflows: exchanging of foreign currencies, foreign loans, savings in foreign exchanges, remittances, and foreign direct investment. It is characteristically that the growth of these inflows is going at the same time with the recovery of banking sector and penetration of foreign banks.

A comparison to the group of selected countries show that external liquidity of Serbia is more than average, solvency is weak, extremely financial safe end with closed economy. The average rang is 5.5 in group of respectable countries, five of which is in the European Union. An satisfactory external position is at the same time indicator of payment potential in next years. However, the unsatisfactory ratio of external debt and exports impose to Serbia the status of highly indebted country, and cause its lowest credit rating in analysed group of countries.

The overall evaluation of external liquidity and solvency of Serbia is satisfactory because of external factors of high nett foreign exchange inflows. It is favorable that the external influences have been increased in the last year. The internal factors have aggravated the external position of country, especially high deficit in trade balance. A common effects of increasing external stimulus and decrease of external deficit should assure regular servicing of guaranted obligations till the end of decade.

LITERATURA

1. Prof. dr Blagoje Babić, «Spoljni dug SR Jugoslavije i međunarodne finansijske ustanove», *Međunarodni problemi*, Vol. LIII, br. 3, 2001, str. 238-270.
2. Blagoje S. Babić, «*Finansijski odnosi Jugoslavije s evropskim okruženjem*», Institut za međunarodnu politiku i privredu, Beograd, 2000., str. 8-144.
3. Prof. dr Mladen Kovačević, «Dugoročne tendencije, stanje i ograničenja rasta konkurentnosti privrede i izvoza Srbije», *Ekonomski anali*, tematski broj, septembar 2004., str. 35-79.
4. Prof. dr Mladen Kovačević, «Ekonomija Srbije u odnosima sa inostranstvom: preliminarna ocena za 2005.», *Mesečne Analize i Prognoze*, br. 5-10, januar 2006., Institut ekonomskih nauka, Beograd, str. 51-55.
5. Dr Biljana Stojanović, «Saradnja Jugoslavije s Međunarodnim monetarnim fondom, 1944-1990.», *Jugoslovenski pregled*, Sveska 5-6, 1991., str. 449-458.
6. Prof. dr Veroljub Dugalić, «Kako preurediti spoljni dug?», *Vesnik*, Investbanka, jul – avgust, 1998., str. 36-39.
7. Jefferson institut, «*Konkurentnost privrede Srbije*», Beograd, 2003., str. 317-334.
8. Narodna banka Srbije, «*Održivost spoljnog duga Srbije*», jun 2004., str. 1-33.
9. Narodna banka Srbije, *Godišnji izveštaj 2004*, str. 78-91, 136-144.
10. Narodna banka Srbije, *Ekonomski pregled*, Oktobar 2003., str. 10-12.
11. Narodna banka Srbije, *Ekonomski pregled*, April 2004., str. 16-18.
12. Narodna banka Srbije, *Ekonomski pregled*, Oktobar 2005., str. 83-88.
13. Narodna banka Srbije, *Statistički bilten*, Decembar 2005., str. 13-58.
14. European Bank for Reconstruction and Development, *Transition report 2004*, London, November 2004., pp. 89-197.
15. The World Bank, «*Transition – The First Ten Years*», Washington, D.C., 2002, pp. 59-69.
16. Svetska banka, Izveštaj br. 29258-YU, *Srbija i Crna Gora, Republika Srbija – Program za ekonomski rast i zapošljavanje*, Decembar 2004., str. 5-57.
17. Danica Popović, «Privredna aktivnost i makroekonomska politika u tranziciji» u grupi autora, «*Četiri godine tranzicije u Srbiji*», Centar za liberalno-demokratske studije, Beograd, 2005., str. 35-50, 69-80.

ZAŠTITA KONKURENCIJE U BANKARSKOM SEKTORU SRBIJE*

U V O D

Zaštita konkurencije je vitalno pitanje efikasnosti i samog opstanka tržišne privrede. Duga istorija antitrustovskog, odnosno antimonopolskog zakonodavstva i na njima utemeljena praksa pokazuju kontinuitet nastojanja svih ekonomski razvijenih zemalja da preduprede ili otklone pretnje tržišnoj konkurenciji.

Poseban tretman bankarske konkurencije uslovljen je značajem i dalekosežnošću njenog uticaja na konkurenciju u ostalim sektorima.. Međubankarska konkurencija je bitan faktor konkurencije na svim drugim tržištima. Stvaranjem finansijskih konglomerata, odnosno bankarskih grupa i holdinga, uticaj banaka na konkurenciju u finansijskom i realnom sektoru neminovno se multiplikuje.

U septembru i decembru prošle godine doneta su dva zakona koja načelno uređuju zaštitu konkurencije u bankarskom sektoru Srbije – Zakon o zaštiti konkurencije (ZZK) i Zakon o bankama (ZoB).¹ Oba zakona primerena su aktuelnoj evropskoj regulativi o zaštiti konkurencije.² Edusobna usklađenost ovih zakona može se utvrditi poređenjem definicija, procedura, rokova, limita, nadležnosti i kaznenih odredbi. Poseban značaj ima normativno obezbeđenje nezavisnosti Komisije za zaštitu konkurencije (Komisija) i uređenje njenih odnosa sa Narodnom bankom Srbije (NBS), kao sektorski regulatorom, ali i supervizorom osiguranja, fondova i lizinga. Modus saradnje sa Komisijom za hartije od vrednosti (Komisija za HoV) takođe je važan, bez obzira što je ona parcijalni sektorski regulator. Relevantne odluke Komisije za HoV o izdavanju i preuzimanju akcija banaka, uz saglasnost NBS, direktno utiču na međubankarsku konkurenciju.

Analiza zaštite konkurencije u bankarskom sektoru Srbije podrazumeva opšti uvid u povrede i zaštitu tržišne konkurencije (1) i razmatranje pravnog okvira zaštite (2). Ispitivanje zaštite konkurencije u bankarskom sektoru (3) obuvata kako relevantna zakonska rešenja, tako i njihove praktične posledice. Istraživanje stanja i kontrole bankarske koncentracije (4) omogućava ocenu konkurentnosti postojeće tržišne strukture i mogućnosti zaštite u budućnosti.

POVREDE I ZAŠTITA TRŽIŠNE KONKURENCIJE

Definisanjem konkurentnog tržišta generalno se mogu identifikovati povrede i moguća zaštita konkurencije. „Konkurentno tržište je tržište sa mnogo kupaca i prodavaca koji trguju identičnim proizvodima, tako da svaki kupac i prodavac uzima cenu kao datu“.³ Otuda se izvode i karakteristike konkurentnog tržišta. „Postoji mnogo

* *Pravni život*, br. 11/2006, str. 743-753.

¹ Zakon o zaštiti konkurencije objavljen je u „Sl. Glasniku RS“ br. 79/2005, a Zakon o bankama u broju 107 iste godine.

² www.europa.eu.int/comm/competition, posebno reformske promene (modernization package) iz 2004.

³ Gregori Mankju, „Principi ekonomije“, CID, Ekonomski fakultet u Beogradu, 2005, str. 292.

kupaca i mnogo prodavaca na tom tržištu. Dobra koja nude različiti prodavci uglavnom su ista. Preduzeća mogu slobodno da uđu na tržište ili da sa njega izađu“.⁴

Tržišna konkurencija, prema definiciji, zavisi od broja kupaca i prodavaca i njihovog uticaja na cene, zamenljivosti proizvoda i mogućnosti ulaska na tržište i njegovog napuštanja. Navedene karakteristike određuju strukturu tržišta, stepen konkurentnosti i granice, odnosno veličinu samog tržišta. Normativno utvrđivanje relevantnog tržišta, odnosno kriterijuma identifikacije zamenljivih proizvoda na određenom geografskom području, zato ima poseban značaj za zaštitu konkurencije.

Ugrožavanje tržišne konkurencije, posledično, postoji ukoliko se smanjuje broj tržišnih aktera, vrši diferencijacija proizvoda i otežava ulazak na tržište. Konačan cilj je uticaj na cene, uključujući i njihovo monopolsko određivanje. Uticaj na cene teško je praktično dokazati, izuzev ako one nisu pismeno ili usmeno ugovorene. Pošto je dogovaranje o cenama najstrože zabranjeno, pribegava se prećutnim kartelima. Prodavci često koriste i razne oblike cenovne diskriminacije, koji su povod intervencijama tela zaduženih za zaštitu konkurencije i predmet sudskih sporova.

Diferencijacija proizvoda i otežavanje ulaska na tržište drugih konkurenata u cilju uticaja na cene i sticanja monopolističkog profita takođe se teško dokazuju, što najbolje pokazuju brojne optužbe protiv *Microsoft*-a i njihov epilog. Zato se kao mera konkurencije najčešće koriste tržišni udeli, odnosno koncentracija jednog ili grupe prodavaca. Broj tržišnih takmaca samo je okvirni indikator konkurencije. Takođe se meri koncentracija prihoda (prodaje), imovine, prodajne mreže i kupaca, mada se može upoređivati i koncentracija profita, fiksne imovine, zaposlenih i tsl.

Efikasna zaštita konkurencije podrazumeva prethodno utvrđivanje prihvatljivog nivoa koncentracije, koji se uobičajeno iskazuje kao procentualni udeo vodećeg ili zbirno učešće nekoliko najvećih prodavaca. Većina zemalja tretira 40% jediničnog i 50-80% grupnog udela kao prihvatljiv nivo koncentracije.

Međutim, jedinično ili grupno učešće nije obuhvatan pokazatelj, jer zanemaruje celinu tržišne strukture, zbog čega se istovremeno koristi još jedan indikator: Herfindahl-Hirschmanov indeks. HHi predstavlja zbir kvadrata pojedinačnih udela svakog tržišnog aktera i može se kretati u rasponu od 1 (savršena konkurencija) do 10.000 (monopol). Najrazvijenije zemlje određuju granice konkurentnog tržišta do 1.000 HHi poena, oligopolskog do 1.800-2.000 HHi poena i monopolskog iznad toga. Probijanje maksimalnog tržišnog udela i gornje granice oligopolske vrednosti HHi smatra se nedozvoljenom koncentracijom.

Generalno, prvi način zaštite konkurencije je potpuna ili delimična zabrana ugovora i poslovne prakse kojima se diferenciraju proizvodi i otežava ulazak novih konkurenata radi uticaja na cene i količine. Drugi je limitiranje spajanja, pripajanja, preuzimanja i sticanja upravljačke kontrole koja uzrokuje koncentracije preko normativnih granica. Navedeni modeli zaštite u praksi se često kombinuju i dopunjavaju drugim ograničenjima i uslovima.

Kvantitativno određivanje povreda konkurencije po pravilu se odnosi na sva relevantna tržišta i bitno je uslovljeno veličinom i ekonomskom razvijenošću zemlje. Uvoz takođe neposredno utiče na razmere i strukturu tržišta svih razmenljivih roba, odnosno konkurentnost. Efekti direktnih stranih investicija na domaću konkurenciju obuhvaćeni su preko subsidijara. Najdirektniji egzogeni uticaj na unutrašnju konkurenciju

⁴ Isto.

ipak imaju međunarodne ekonomske integracije, što pokazuje primer zemalja članica Evropske unije.

PRAVNI OKVIR ZAŠTITE TRŽIŠNE KONKURENCIJE

Odgovarajući pravni okvir u Srbiji pruža Zakon o zaštiti konkurencije, kojim je zamenjen prethodni Antimonopolski zakon. Nažalost, stari Antimonopolski zakon je bio samo državni instrument za zastrašivanje neposlušnih preduzeća. Zahvaljujući tome, najizrazitiji monopoli stvarani su u procesu privatizacije, mada su postojale zakonske mogućnosti za zabranu ekstremnih koncentracija.

Prema odredbama ZZK, zasnovanim na evropskoj regulativi, povrede konkurencije su: 1) sporazumi kojima se bitno sprečava, ograničava ili narušava konkurencija, 2) zloupotrebe dominantnog položaja i 3) koncentracije kojima se bitno sprečava, ograničava ili narušava konkurencija, pre svega stvaranjem, odnosno jačanjem dominantnog položaja na tržištu.⁵

Zabranjeni sporazumi definisani su kvalitativno i razvrstani u dve grupe – horizontalni i vertikalni. Zloupotrebe su takođe određene prema uticaju na cene i količine, dok dominantan položaj nastaje ukoliko tržišni udeo premašuje 40% (pojedinačno) ili 50% (grupno, dva ili više učesnika). Dominantan položaj nije zakonomerno i zloupotreba, kao i obrnuto, već se mora dokazati. Limite koncentracije predstavlja zajednički ukupan prihod učesnika od 10 miliona evra na domaćem ili 50 miliona evra na stranom tržištu.

Pošto se racio tržišne koncentracije (procentualni udeo) koristi za definisanje dominantnog položaja, sama koncentracija određena je u apsolutnom iznosu zajedničkog ukupnog prihoda. Određivanje apsolutne granice je izuzetno veliki problem zbog ogromnih razlika u veličini relevantnog tržišta i njihovih aktera. Ukoliko bi se utvrđeni limiti primenili na domaće bankarstvo integracije bi bile zabranjene, jer ukupan prihod većine banaka daleko premašuje date granice. Korišćenjem već navedenog Herfindahl-Hirschman indeksa, kao najobuhvatnijeg merila koncentracije, primereno praksi razvijenih zemalja, postojeći nedostaci mogu biti otklonjeni.

Zahteve za dokazivanje, odobrenja i izuzeća rešava Komisija, kao samostalna i nezavisna organizacija koja vrši javna ovlašćenja.⁶ Sadržinu zahteva i uslove za izuzeća propisuje Vlada! Vladina uputstva, neophodna za rad Komisije, nisu bila prezentirana do početka avgusta 2006. Komisija zahteve može odbiti, odobriti ili uslovno odobriti. Problem je što se zahtevi podnose nakon potpisivanja horizontalnih i vertikalnih sporazume i ugovora koji rezultiraju visokom koncentracijom. Nejasno je određena i obustava postupka, što omogućava zloupotrebe (čl. 27).

Nezavisnost i samostalnost Komisije nije obezbeđena, jer na finansijski plan saglasnost takođe daje Vlada.⁷ Indikativno je da finansijsku zavisnost Komisije od Vlade niko nije ni spomenuo, pa ni predstavnici EU, dok je u slučaju čuvene Republičke radio-difuzne agencije (RRA) takva zavisnost izazvala najoštrije reakcije. Zanimljivo je da zaštita konkurencije pokazalo je i zakasnelo konstituisanje same Komisije u odnosu na

⁵ Zakon o zaštiti konkurencije, čl. 2.

⁶ Isto, čl. 31.

⁷ Isto, čl. 51, st. 6.

zakonske rokove.⁸ Zakonom predviđeno preuzimanje resorno zaposlenih iz Ministarstva trgovine isto tako nameće pitanje objektivnosti i nezavisnosti stručne službe Komisije.

Relevantno tržište prema ZZK obuhvata relevantno tržište proizvoda na relevantnom geografskom tržištu. Proizvodi se grupišu prema zamenljivosti, a geografsko područje teritorijalno, shodno kriterijumima koje opet propisuje Vlada.⁹ Neadekvatni kriterijumi mogu kompromitovati samu ideju zaštite konkurencije u Srbiji.

ZZK eksplicitno ne definiše sektorske nadležnosti, ali izričito naglašava da se odnosi na sve posredne i neposredne učesnike na tržištu (čl. 4). Implicitno, navode se „bankarske i druge finansijske organizacije“ (čl. 22) i „tržišni učesnici koji se bave pružanjem finansijskih usluga i osiguravajuća društva“ (čl. 24), što nedvosmisleno upućuje da se ZZK primenjuje na finansijski sektor u celini, pa i na banke.

Saradnju sa sektorskim regulatorima, uključujući NBS, ZZK nije obuhvatio. Iznenaduje da Komisija za hartije od vrednosti takođe nije pomenuta, mada njene odluke o izdavanju i preuzimanju akcija direktno utiču na konkurentnost većine relevantnih tržišta. Otuda je razumljivo što su preuzimanja po odluci Komisije za HoV već postala predmet sporova zbog koncentracije pred Komisijom za zaštitu konkurencije (preuzimanje „C marketa“ od strane „Delte“). Očigledno je proizvodnja konflikata lakši i isplativiji posao od njihovog rešavanja.

Kaznene odredbe su date preširoko, sa ekstremno visokom gornjom granicom. Raspon novčanih kazni od 1% do 10% ukupnog prihoda prethodne godine za većinu prekršaja (čl. 71) stvara prostor za arbitrarnost i manipulacije, mada se do sada uglavnom završavalo na pretnjama. Zaštitne mere su drakonske, s obzirom da uključuju oduzimanje predmeta i zabranu vršenja delatnosti (čl. 73).

ZASTITA KONKURENCIJE U BANARSKOM SEKTORU

Konkurencija na bankarskim tržištima svih razvijenih zemalja tokom proteklog i početkom ovog veka bila je manje ili više sputana. Uvažavajući činjenice da su proizvodi i usluge različitih banaka savršeni supstituti i da je cenovna elastičnost tražnje i ponude izrazito visoka, preliminarno bi se moglo zaključiti da postoje dve osnovne pretpostavke tržišne konkurentnosti. Strogi uslovi ulaska na tržište, odnosno formiranja banaka (visok kapitalni cenzus itd.), znatno ograničavaju konkurentnost. Međutim, sklonost krupnih investitora ulaganjima u bankarstvo imala je za posledicu mnoštvo banaka, uprkos otežanom ulazu, što je treći uslov konkurencije – veliki broj tržišnih takmaca.

Banke nisu imale dovoljno uspeha ni u diferenciranju svojih proizvoda i usluga, zbog čega nisu stvoreni ni uslovi za tzv. monopolističku konkurenciju. Proizilazi da formalno postoje svi preduslovi međubankarske konkurencije, ali da ona nije primetna. Cenovna konkurencija, kao osnov tržišne utakmice, sasvim je zanemarljiva. Ujednačene kamatne stope dovoljan su dokaz rigidnosti bankarskih cena. Pošto su karteli, odnosno dogovori o cenama i količinama, najstrože zakonski zabranjeni, jasno se uočava njihov

⁸ Nivo zaštite konkurencije u Srbiji slikovito ilustruje činjenica da od svih evropskih zemalja, članica svetske mreže regulatornih tela za zaštitu konkurencije ICN (International Competition Network), uključujući Azejberdžan, Belorusiju i druge zemlje bivšeg Sovjetskog Saveza, jedino za Federal Republic of Yugoslavia (!) na oficijelnom sajtu organizacije nije dat čak ni naziv nadležne Komisije (www.internationalcompetitionnetwork.org).

⁹ Isto, čl. 6.

supstitut – cenovno liderstvo. Sinhronizovane promene već usklađenih primarnih kamatnih stopa vodećih banaka na svetski dominantnom bankarskom tržištu SAD-a očigledan su primer takvog liderstva.

Necenovna konkurencija iscrpljuje se u oglašavanju, kojim se najčešće ističe sigurnost depozita, pristup kreditima i razgranatost mreže. Imajući u vidu sve ove činjenice, nameće se zaključak da u bankarstvu razvijenih zemalja preovlađuju prećutni karteli. Takođe je izražena i cenovna diskriminacija potrošača, koja se argumentuje bonitetom i rizikom, bez obzira na obezbeđenje potraživanja.

Poslednjih godina se može uočiti da ni integrisanje u jedinstvenu evro zonu, odnosno Ekonomsko monetarnu uniju (EMU), nije podstaklo međubankarsku konkurenciju. Naprotiv, samo je došlo do njihovog grupisanja putem spajanja, pripajanja i preuzimanja. Nivo evropske bankarske konkurencije direktno se reflektuje na naše bankarsko tržište, s obzirom da su mnogi domaći akteri subsidijari istih evropskih banaka.

Centralne banke i sektorska regulatorna tela najčešće tolerišu nekonkurentnost, jer daju prioritet finansijskoj stabilnosti, izraženoj niskim stopama inflacije i kamata. Pri tome se *a priori* prihvata konfliktnost finansijske stabilnosti i bankarske konkurencije, mada njihova inkompatibilnost empirijski nije dokazana.

Zaštita konkurencije u bankarskom sektoru Srbije neposredno je regulisana članom 7. Zakona o bankama (ZoB). Prvim stavom ovog člana utvrđene su zabrane povrede konkurencije: „Banci je zabranjeno da zaključuje sporazume kojima se ograničava ili narušava konkurencija i da zloupotrebljava dominantan položaj, ili da sprovodi koncentraciju kojom se bitno sprečava, ograničava ili narušava konkurencija, i to naročito da je sprovodi stvaranjem, odnosno jačanjem dominantnog položaja na finansijskom tržištu“. Navedena određenja gotovo si identična definicijama iz ZZK-a.

U nastavku se NBS označava kao regulatorno telo nadležno za propisivanje postupka i utvrđivanje povreda konkurencije, kao i davanje saglasnosti na koncentraciju banaka. Bliže uslove i način utvrđivanja povrede konkurencije NBS je trebalo da propiše do 30. juna (čl. 145), ali do početka avgusta to nije učinjeno. Zbog toga su još uvek nepoznati kriterijumi i limiti za utvrđivanje relevantnih proizvoda, geografskih granica tržišta, zabranjenih sporazuma, dominantnog položaja i njegovih zloupotreba, kao i dozvoljenih koncentracija.

Bankarske proizvode i usluge u EU normativno je preporučljivo razvrstavati na tri tržišna segmenta – maloprodajno (*retail*), korporativno i investiciono (vezano za finansijska tržišta) bankarstvo, a geografski na nacionalno i međunarodno tržište.¹⁰ Neadekvatno statističko praćenje domaćeg maloprodajnog, korporativno i investicionog bankarstva predstavlja prvu prepreku ovdašnjoj primeni evropskih preporuka.

Granični racio koncentracije prema evropskim standardima je 25%,¹¹ mada se pojedinačnim odlukama dozvoljavane bankarske koncentracije do 30%. Može se očekivati da će NBS odrediti regulatorne granice ne samo pojedinačne, već i konsolidovan (grupne i holding) bankarske koncentracije.

¹⁰ Videti: Commission Notice on the definition of the relevant market for the purposes of Community competition law, SL C 372, 9.12.1997 (www.europa.eu.int).

¹¹ Uporediti: Guigelines on the assessment of horizontal mergers under the Council Regulation on the control of concentrations between undertakings, SL C 31/03, 5.12.2004 (www.europa.eu.int).

Prema američkim Fed standardima bankarski merđžeri su dozvoljeni ukoliko posledični rast koncentracije prem HHI nije veći od 200 u okviru repernih 1.800 poena. Evropska pravila su blaža, tako da se prihvatljivim tretiraju pojedinačna preuzimanja i integracije banaka koje izazivaju povećanje HHI do 250, bez probijanja granice od 2.000 poena.¹²

NBS je prema ZoB-u jedino ovlašćena za zaštitu konkurencije na bankarskom i celom finansijskom tržištu, što uključuje i osiguravajuća i reosiguravajuća društva, brokersko-dilerska društva, lizing kompanije fondove i društva za upravljanje fondovima. Nesumnjivo da je Centralna banka najkompetentnije telo za vršenje ovih poslova, pod uslovom obezbeđenja organizacione samostalnosti i stručne nezavisnosti službe nadležne za monitoring i zaštitu konkurencije.

Takođe je predviđena mogućnost da NBS traži mišljenje tela nadležnog za zaštitu konkurencije i da se prilikom utvrđivanja povreda konkurencije primenjuju odredbe zakona kojim se uređuje zaštita konkurencije. Saradnja između NBS i Komisije evidentno nije uređena, jer je samo dozvoljena mogućnost traženja mišljenja. Naredni član 8. na isti neobavezujući način predviđa saradnju i razmenu podataka NBS sa stranim i domaćim regulatornim telima.

Kontrolu dominantnog položaja i koncentracije banaka NBS je i do sada, prema prethodnom Zakonu o bankama i drugim finansijskim organizacijama, posredno vršila u postupku izdavanja dozvola za rad banaka, odobravanja njihovog spajanja ili pripajanja, kao i saglasnosti za sticanje više od 15% akcija jedne banke. ZoB je ova ovlašćenja NBS proširio, jer je njena saglasnost od ove godine neophodna već za sticanje kvalifikovanog učešća, odnosno više od 5%.

Kaznene odredbe za povrede bankarske konkurencije svrstane su u privredne prestupe, sa predviđenim novčanim kaznama od 300.000 do 3.000.000 dinara (čl. 137). Uočava se da je primenjen potpuno drugi način obračuna kazni u odnosu na ZZK, tako da će u praksi za eventualne povrede konkurencije banka, kao i svi drugi akteri u finansijskom sektoru, po pravilu plaćati znatno niše kazne od realnog sektora.

STANJE I KONTROLA BANKARSKE KONCENTRACIJE U SRBIJI

Koncentracija je jedan od najvažnijih činilaca konkurentnosti relevantnih tržišnih struktura, mada to ne znači da je koncentrisano ili konsolidovano tržište po definiciji nekonkurentsko. Razlikuju se horizontalne, vertikalne i kombinovane (konglomeratne) koncentracije. Bankarske koncentracije prevashodno su horizontalne. Aktuelna povezivanja komercijalnog i investicionog bankarstva sa osiguravajućim društvima i ostalim finansijskim posrednicima u svetskim razmerama primeri su vertikalne koncentracije na celokupnom finansijskom tržištu.

Tržišna koncentracija banaka eksandirala je 90-ih godina prošlog veka, očigledno kao odgovor na krizu u prethodnoj deceniji. Ukoliko se analizira pokazatelj koncentracije (*concentration indices*) ukupne aktive prvih pet banaka u periodu od 1996. do 2001. godine, uočava se značajan porast u većini zemalja – SAD sa 18% na 24%, Nemačka sa 25% na 37%, Velika Britanija sa 33% na 41%, Italija sa 36% na 46%, Kanada sa 79% na 86%, Australija sa 68% na 77%, Španije sa 57% na 60% itd. Prosek za EU povećan je sa 58% na 66%, a istovremeno je na nivou Unije kao jedinstvenog tržišta

¹² Isto.

iskazan rast sa 10% na 12%. Nepromenjena koncentracija evidentirana je u Japanu (40%) i Francuskoj (45%), dok je smanjenje zabeleženo u nekoliko manjih zemalja sa koncentrisanim tržištem (npr., Finska sa 96% na 93%).¹³

Sklonost koncentraciji na našem bankarskom tržištu još uvek nije izrazita. Početkom 2002. godine likvidirane su četiri najveće domaće banke, pa je metodološki najuputnije od tada posmatrati promene bankarske koncentracije u Srbiji. Istovremeno, broj banaka opao je sa 83 na 40 krajem 2005. i 39 od 1. aprila ove godine. Smanjivanje broja banaka bilo je praćeno ubrzanim rastom aktive, kredita i depozita, što je rezultiralo ukupnjavanjem domaćih banaka. Karakteristično je pri tome da osnovni impuls sektorskom razvoju i koncentraciji potiče od stranih banaka – investitora.

Poređenjem banaka prema bilansnoj aktivni izdvajaju se tri banke sa sumom preko 74 milijardi dinara, a prate ih dve banke čija je aktiva premašila 45 milijardi krajem prošle godine. Narednih pet banaka raspolaže aktivom u rasponu od 22 do 37 milijardi dinara. Grupu sa aktivom od 1-16 milijardi dinara čini 11 banaka (18,1% ukupne aktive), 9 banaka poseduje 5-10 milijardi (9,0%) i 10 posluje sa manje od 5 milijardi dinara (4,3%).¹⁴

Uočljiva je postepena koncentracija aktive u svim grupama, posebno unutar prvih pet, čemu je najviše doprinelo smanjivanje razlike između tri najveće banke i naredne dve. Liderska banka sa 15,4% sektorske aktive daleko je ispod evropskih normi dopuštene koncentracije. Približne vrednosti imaju i indikatori koncentracije kredita, dok su depoziti za 2-4 procentna poena grupisaniji, jer na njih nije direktno uticalo zaduživanje banaka u inostranstvu, karakteristično za banke u vlasništvu stranih akcionara. Koncentracija ukupnog prihoda je izraženija u odnosu na aktivu, ali su razlike kod prihoda od kamata i naknada manje.¹⁵

Upoređivanjem sa koncentracijom aktive prvih pet banaka (C5) u zemljama EU krajem 2021. godine pokazuje da Srbija ima izraženiju bankarsku konkurenciju od većine članica, izuzimajući četiri najveće i Luksemburg. Prema prosečnom C5 za EU od 58 % (1996) i 66% (2001)¹⁶ domaće bankarsko tržište je izrazito konkurentsko. Naravno, osnovni razlog je razvijenost evropskog, odnosno nerazvijenost našeg bankarskog sektora. Primera radi, kreditna zaduženost po stanovniku je ispod 300 evra i spada među najniže u Evropi.

Najveću vrednost HH indeks aktive imao je na kraju 2001, kao posledica koncentracije četiri najveće banke. Međutim, imobilisanost i kontaminiranost aktive uslovlila je nesrazmerno niske HH indekse kredita i depozita. Naredne četiri godine HHI aktive se kreće između izvanrednih 600 i 650 poena, potvrđujući relativnu strukturnu uravnoteženost brzog razvoja domaćeg bankarskog sektora. Koncentracija kredita i depozita, mereno HH indeksima, bila je primetno veća i nestabilnija, ali daleko ispod granice oligopola (1.000) poena.¹⁷

Vlasničku koncentraciju obeležava prevlast stranih investitora, koji će uskoro dominirati. Stanje na kraju 2005. pokazuje da je 17 banaka sa 66% aktive u većinskom

¹³ Bikker, J. i Wesseling, S. *Intermediation, Integration, and Internalisation: a survey on Banking in Europe*, De Nederlandsche Bank, OS I/3, 2003, str. 24.

¹⁴ Vuković, V. *Tržišna koncentracija domaćih banaka*, Finansije, LXI, br. 1-6/2006, str. 12.

¹⁵ Isto.

¹⁶ Bikker, J. i Wesseling, S., str. 24.

¹⁷ Vuković, V., str. 13.

vlasništvu stranih akcionara, 11 banaka sa 24% aktive u pretežnom vlasništvu Republike Srbije i 12 banaka sa 10% aktive u većinskom posedu domaćih akcionara.¹⁸ S obzirom da su upravo okončani ili započeti tenderi za preuzimanje nekoliko većih banaka, strani akcionari će pre isteka godine upravljati sa $\frac{3}{4}$ aktive domaćih banaka.

Prema osnovnim indikatorima koncentracije evidentna je izrazita konkurencija domaćih banaka. Međubankarska tržišna utakmica zapaža se na svakom koraku, zahvaljujući sveprisutnim reklamnim porukama i ekspanziji filijalske mreže. Ubrzani razvoj bankarskog sektora može se očekivati i narednih godina, uz nesmanjenu konkurenciju i rastuću koncentraciju u tržišno prihvatljivim granicama.

Konkurentski nivo bankarske koncentracije u Srbiji nije argument za slabljenje kontrole grupisanja u finansijskom sektoru. Naprotiv, direktne vlasničke veze sa inostranim bankarskim centralama iziskuju stalni monitoring i kontrolu koncentracije. Otuda značajniji jednokratni rast koncentracije mogu izazvati i akvizicije stranih banaka. Naime, grupisanje stranih banaka, posebno austrijskih, italijanskih i grčkih, može izazvati koncentraciju banaka u Srbiji. Pri tome nije važno da li se i zvanično sprovodi koncentracija ili banke zadržavaju formalnu poslovnu samostalnost, što ne isključuje koncentraciju na konsolidovanoj osnovi i kolektivnu dominaciju.

Uvođenje HH indeksa, pored već korišćenog racia koncentracije, kao i segmentiranje tržišta na maloprodajno, korporativno i investiciono bankarstvo, značajno bi unapredilo domaći monitoring i kontrolu. Pri tome je preporučljivo koristiti evropske limite jediničnog porasta koncentracije i sprečiti ubrzano grupisanje preostalih banaka. Najvažniji je, ipak, slobodniji ulazak novih stranih banaka investitora. Zato je neophodno privesti kraju prodaju banaka u državnom vlasništvu i dozvoliti *greenfield* investiranje, odnosno konstituisanje novih banaka. Na kraju, ocenu potrebnog broja banaka trebalo bi konačno prepustiti tržištu, jer svako arbitriranje sputava međubankarsku konkurenciju.

ZAKLJUČAK

Zaštita konkurencije u bankarskom sektoru Srbije još uvek je nerazvijena. Širi pravni okvir predstavlja Zakon o zaštiti konkurencije, a uži Zakon o bankama, doneti u drugoj polovini prošle godine. Oba zakona generalno su usklađena sa evropskom regulativom, tako da se povrede konkurencije identično razvrstane.

Ključni problem je razgraničenje nadležnosti i modus saradnje regulatornih tela – Komisije za zaštitu konkurencije i NBS. Argument kompetentnosti daje prioritet Centralnoj banci kao sektorskom regulatoru. Organizaciona samostalnost i stručna nezavisnost buduće resorne službe u NBS preduslovi su efikasnog monitoringa i zaštite konkurencije.

Kašnjenje pratećih propisa kojima se bliže uređuju povrede i zaštita bankarske konkurencije trenutno nije urgentan problem, ali je kraj godine poslednji rok, kada bi se morala formirati i zasebna služba u NBS.

Osnovni indikatori, racio koncentracije i HH indeks, pokazuju veoma visok nivo međubankarske konkurencije u Srbiji. Koncentracija aktive leaderske banke (15,4%) znatno je ispod limita Evropske komisije (25%). Racio koncentracije aktive prvih pet banaka (C5) takođe je niži nego u većini zemalja – starih članica Unije (EU15), a bolji je i od proseka EU15. Koncentracije depozita, kredita, prihoda, kapitala i dobiti takođe su

¹⁸ www.nbs.yu

niske. Prošlogodišnja vrednost HH indeksa aktive od 650 poena trostruko je niža od evropskog (2.000) i američkog (1.800) limita oligopolskog tržišta.

Najveće promene pokazuje vlasnička koncentracija, jer strani akcionari poseduju 17 banaka sa 66% aktive. Okončanjem aktuelnih akvizicija strane banke – investitori kontrolisaće više od polovine domaćih banaka sa preko 75% aktive. Izvršene i očekivane vlasničke promene izvanredno povećavaju osetljivost ovdašnjeg bankarskog sektora na koncentracije banaka u inostranstvu, što zahteva efikasnu zaštitu konkurencije.

Značajne mogućnosti koncentracije domaćih banaka do HHI granice konkurencije (1.000) doprineće razvoju bankarskog i finansijskog sektora u celini. Postepena koncentracija pogodovaće i daljem rastu sektorske konkurentnosti, poređeno sa bankama u okruženju. Kontrola koncentracije i zaštita konkurencije banaka u takvim okolnostima postaje jedan od najvažnijih zadataka NBS, kao sektorskog regularora.

NESTANDARDNE MERE I KREDIBILNOST MONETARNE POLITIKE NBS*

1. Uvod

Krajem decembra navršava se prva godina od startne emisije štednih zapisa – tada **inovativne** dugovne hartije od vrednosti Narodne banke Srbije. Eksperimentalno uvođenje štednih zapisa na samom kraju godine, kada je postalo jasno da će stopa inflacije biti blizu 18%, potvrđuje da se radilo o iznuđenoj „nestandardnoj“ meri monetarne politike.¹ Drugih nestandardnih instrumenata u međuvremenu nije bilo, zbog čega su ovi zapisi i jedinstvena mera.

Štedni zapisi NBS mogu se svrstati u grupu malih monetarnih eksperimenata, bez većih očekivanja i značajnijih rezultata. Brojne specifičnosti i presedani uvedeni ovom hartijom od vrednosti čine je istraživački interesantnom. Poređenje sa monetarnim i ostalim efektima pruža osnov za izvođenje mnoštva zaključaka i pouka. Posebno su bitni nalazi o uticaju nestandardnih mera na kredibilnost monetarne politike NBS u promovisanju stabilnosti cena.

Monetarne efekte štednih zapisa metodološki je uputno ispitivati u odnosu na postavljene ciljeve, odnosno promene relevantnih agregata i delotvornost monetarne politike. Otuda proizilazi i redosled – prvo razmatranje obeležja i ciljeva izdavanja ovih zapisa, zatim karakteristike dosadašnjih emisija, uticaj na monetarne agregate, ostali efekti, doprinos kredibilnosti monetarne politike i usklađenost sa Novim okvirom monetarne politike NBS. Zaključni deo obuhvata sumarnu ocenu svrsishodnosti nestandardnih mera i osnovne preduslove kreiranja i sprovođenja delotvorne monetarne politike, prema iskustvima ekonomski razvijenih zemalja.

2. Obeležja i ciljevi

Obeležja štednih zapisa utvrđena su Odlukom o uslovima i načinu njihovog izdavanja: kratkoročne (1), dinarske (2), diskontne (3) i naslovljene na ime (4) hartije od vrednosti.² Izdaju se, prenose i evidentiraju u elektronskom (nematerijalnom) obliku, preko Centralnog registra, dok se prodaja vrši posredstvom banke – člana Centralnog registra. Domaća fizička lica jedino mogu kupovati zapise. Nominalna vrednost zapisa isplaćuje se na dan dospeća uz mogućnost naplate pre roka, dok se indirektno može zaključiti da ove hartije nisu prenosive. Guverner NBS je ovlašćen da donosi pojedinačne odluke o izdavanju štednih zapisa.

* *Izazovi ekonomske politike Srbije u 2007. godini*, Naučno društvo ekonomista sa AEN i Ekonomski fakultet u Beogradu, 2007, str. 33-44.

¹ Odluka je objavljena 20. decembra, dok je prodaja počela 26. decembra.

² Odluka o uslovima i načinu izdavanja štednih zapisa NBS, „Sl. glasnik RS“, br. 113/2005, str. 17.

Prema istovremeno donetoj odluci o **prvoj** emisiji štednih zapisa NBS u 2005. godini izdaju se 26. decembra zapisi ukupne nominalne vrednosti milijardu dinara, pojedinačne nominalne vrednosti 5.000 dinara, sa rokom dospeća od 182 dana (26. juna 2006) i kamatnom stopom od 25% godišnje, odnosno 23% od 26. marta i 22% od 26. aprila.³ Zapisi se kupuju uplatom diskontovane cene u ovlašćenoj banci. Naplata pre roka može se vršiti bez umanjenja kamatne stope. Izuzimajući proviziju Centralnog registra, nisu predviđeni drugi troškovi.

Javni poziv za kupovinu štednih zapisa prenosi sve elemente iz Odluke o prvoj emisiji, upućuje na banku preko koje se vrši prodaja (isključivo Komercijalna banka – Beograd) i informiše o poreskom oslobođanju: „vlasnici štednih zapisa oslobođeni su svih vrsta poreza po osnovu prometa i drugih poslova u vezi sa štednim zapisima (poklon, nasleđe, i dr.).⁴

Uočljiva su **specifična** obeležja štednih zapisa: namenjeni su užem segmentu kupaca, prodaju se isključivo preko šaltera jedne ili dve banke, nema sekundarnog prometa, neprenosivi su, omogućavaju prevremenu naplatu bez umanjenja kamatne stope i vlasnicima obezbeđuju povlašćen poreski tretman (?). Navedene specifičnosti izdvajaju ove zapise iz grupe standardnih dugovnih hartija od vrednosti Centralne banke.

Reputacija emitenta, odnosno sigurnost samih zapisa u sprezi sa garantovanom likvidnošću i visokim kamatnim stopama, osiguravaju ovim hartijama ne samo tržišnu konkurentnost, već i superiornost.

Prema baznoj odluci o uslovima i načinu izdavanja štednih zapisa, ova mera se sprovodi „radi prikupljanja slobodnih dinarskih sredstava građana i podsticanja njihovih ulaganja na finansijskom tržištu“ (st. 3). Programom monetarne politike u 2006. godini **ciljevi** su šire definisani: „Narodna banka Srbije će nestandardnim merama, kao što je izdavanje štednih zapisa i njihova prodaj stanovništvu, nastojati da utiče na smanjenje stepena evroizacije, kao i na ohrabrivanje dinarske štednje i povlačenje novca“.⁵ Treći cilj – povlačenje novca, suštinski je primaran, jer je u funkciji osnovnog cilja monetarne politike: „značajnog smanjenja stope inflacije“. Povlačenjem novca usporava se rast dinarske novčane mase M1 (gotov novac u optekaju i transakcioni depoziti), koji dominantno utiču na tražnju i inflaciju.

3. Dosadašnje emisije

Emitovanje štednih zapisa bilo je izrazito diskontinuelno i autonomno u odnosu na postavljene ciljeve. **Prva** emisija u ovoj godini usledila je polovinom maja, gotovo pet meseci posle inauguracione, početak prodaje **druge** emisije u junu poklapao se sa rokom dospeća decembarske, **treća** je inicirana u drugoj polovini avgusta, da bi **četvrta** i **peta** emisija bile aktivirane u razmaku od samo dve nedelje u novembru. Naredna tabela prikazuje dinamiku i karakteristike dosadašnjih emisija.

³ Odluka o prvoj emisiji štednih zapisa NBS u 2005. godini, „Sl. Glasnik RS“, br. 113/2005, str. 17.

⁴ Javni poziv za kupovinu štednih zapisa NBS, „Politika“, 26. decembar 2005.

⁵ Program monetarne politike NBS u 2006. godini, „Sl. Glasnik RS“, br. 113/2005, str. 16.

Tabela 1. Karakteristike dosadašnjih emisija

Oznaka emisije	Datume emisije	Ukupna nominalna vrednost (dinara)	Datum dospeća i broj dana	Kamatna stopa
Prva u 2005.	26.12.2006.	1.000.000.000	26.06.2006. (182)	25%
Prva u 2006.	15.05.2006.	1.000.000.000	13.11.2006. (182)	24%
Druga u 2006.	26.06.2006.	1.000.000.000	25.12.2006. (182)	24%
Treća u 2006.	21.08.2006.	1.000.000.000	16.08.2007. (360)	19%
Četvrta u 2006.	06.11.2006.	1.000.000.000	01.11.2007. (360)	17%
Peta u 2006.	20.11.2006.	2.000.000.000	15.11.2007. (360)	16%

Izvor: www.nbs.yu/propisi.

Najveći vremenski interval između jedine prošlogodišnje i prve ovogodišnje emisije može se objasniti usporenom prodajom zapisa. Uprkos izvanrednim tržišnim performansama, štedni zapisi nisu promovisani na odgovarajući način, tako da ni posle godinu dana većina potencijalnih kupaca nije upoznata sa ovim hartijama od vrednosti!? Uzrok slabe informisanosti malih investitora svakako je i pasivna pozicija angažovanih banaka (od druge emisije u 2006. uključena je i Vojvođanska banka, pored Komercijalne banke), svedenih na puke davaoce usluge „šaltera“.

Neaktivan pristup NBS promovisanju štednih zapisa direktno je suprotan **Kodeksu** dobrih praksi transparentnosti monetarne i fiskalne politike.⁶ Osnovna postavka kodeksa ističe da je delotvornost monetarne politike veća ukoliko su njeni ciljevi instrumenti **poznati javnosti** i ako je monetarna vlast verodostojno preuzela obavezu da ih ostvari, čime se podstiče i bolje funkcionisanje tržišta.

Propuštene investicione prilike i odloženo povlačenje novca zbog nedovoljne informisanosti pokazuje prodaja zapisa poslednjih šest dana 2005 – svega 17,6% emitovanih zapisa ili 157 miliona dinara po diskontovanoj ceni.⁷ Istog meseca devizna štednja je porasla za 9.786 miliona dinara, što je čak 62 puta veći iznos od ulaganja u zapise.⁸ Ogroman raskorak u konkretnom slučaju nije posledica superiornosti rezervne valute u domaćem bimonetarnom sistemu, već suzdržanosti Centralne banke u obaveštavanju javnosti onda kada emituje tržišno propulzivne hartije od vrednosti. Sprečavanje apsolutnog pada inače minimalnog iznosa dinarske štednje, s obzirom da je sa štednim zapisima decembarski porast iznosio 145 miliona dinara, nije respektabilan rezultat.

Pojedinačna nominalna vrednost zapisa od 5.000 dinara jedina je karakteristika koja nije do sada menjana. Ukupna nominalna vrednost udvostručena je u petoj emisiji ove godine, rok dospeća takođe je udvostručen od treće ovogodišnje emisije, dok je kamatna stopa kontinuirano smanjivana, tako da trenutno aktuelna stopa iznosi 16%. Takođe je napušten princip iz

⁶ *Code of Good Practices on Transparency in Monetary and Financial Policies: Declaration of Principles* (www.imf.org/external/np/mae/mft/index.htm).

⁷ Narodna banka Srbije, Godišnji izveštaj 2005, str. 56, www.nbs.yu/publikacije.

⁸ NBS, Statistički bilten, Septembar 2006, str. 39, www.nbs.yu/publikacije.

premijerne emisije da se približavanjem roka dospeća postepeno smanjuje kamatna stopa za zakasnele kupce.

Precizan proračun kumulativa povlačenja dinara nije moguć zbog nedostupnosti podataka o prodaji zapisa (ne samo dnevno, nedeljno ili mesečno, već ni po isteku roka dospeća). Očigledno se mora čekati *Godišnji izveštaj za 2006*, koji će biti objavljen narednog juna. Objavljivanje ovih podataka u tromesečnom *Izveštaju o inflaciji*, predviđenom Novim okvirom monetarne politike, a u skladu sa *Kodeksom transparentnosti*, predstavljalo bi značajan doprinos kako obaveštavanju javnosti, tako i unapređivanju statističke osnove monetarnih istraživanja.⁹

Ukoliko se pretpostavi da je prosečan rok prodaje zapisa bio 60 dana za premijernu i 30 dana za sve ostale emisije, primenom relevantnih kamatnih stopa i rokova dospeća aproksimativno se može proceniti da je kumulativ diskontovane vrednosti kupljenih zapisa, odnos povučenih dinara iznosio krajem februara preko 900 miliona, polovinom juna iznad 1.800 miliona, krajem jula oko 1.850 miliona, polovinom septembra približno 2.750 miliona, početkom decembra više od 3.600 miliona i 25. decembra iznosiće oko 2.700 miliona. Naravno, pod pretpostavkom da preostalih mesec dana neće biti novih emisija zapisa i da su građani za kupovinu zapisa isključivo koristili gotovinu, a ne transakcione i štedne depozite, jer bi se proračun tada morao korigovati za iznos oslobođenih obaveznih rezervi.

4. Ostvarivanje ciljeva

Prikupljanje slobodnih dinarskih sredstava građana (1) i podsticanje njihovih ulaganja na finansijskom tržištu (2) osnovni su ciljevi utvrđeni Odlukom o uslovima i načinu izdavanja štednih zapisa. Postavljanje ovih ciljeva zasniva se na očekivanju da postoje značajna slobodna dinarska sredstva stanovništva, što nije realna pretpostavka u domaćem dvovalutnom sistemu sa dominantnim evrom. Narodna banka najbolje zna da nivo dinarske novčane mase M1 u posedu ovog sektora ne ostavlja mogućnost postojanja većih iznosa slobodnih sredstava u dinarima. Zato je projektovana veoma skromna ukupna nominalna vrednost prve i ostalih emisije ovih zapisa. Kumulativ imobilisanih 3,6 milijardi dinara početkom ovogodišnjeg decembra približno je trećina mesečnog rasta devizne štednje godinu dana ranije. Decembar je uobičajeno mesec potrošnje, a ne štednje, zbog čega tražnja za novcem tada kulminira.

Dinamika i valutna struktura štednje stanovništva predstavljaju preciznije pokazatelje ostvarivanja prvog cilja.

⁹ NBS, *Memorandum NBS o principima novog okvira monetarne politike* – NA PUTU KA OSTVARIVANJU CILJEVA NISKE INFLACIJE, 30.08.2006, str. 3, www.nbs.yu/propisi.

Tabela 2. Valutna struktura štednje stanovništva (u milionima dinara i procentima)

Godina	Dinarska	Devizna	Ukupno	Dinarska	Devizna	Ukupno
2002.	3.528	45.941	49.469	7,1	92,9	100,0
2003.	4.233	69.738	73.971	5,7	94,3	100,0
2004.	3.152	110.714	113.866	2,8	97,2	100,0
2005.	3.267	190.136	193.403	1,7	98,3	100,0
2006. VI	5.000	222.105	227.105	2,2	97,8	100,0
2006. IX	6.828	243.422	250.250	2,7	97,3	100,0

Izvor: NBS, *Statistički bilten*, Septembar 2006, str. 39. (www.nbs.yu/publikacije)

Porast dinarske štednje građana za 1,73 milijardi dinara tokom prvog polugodišta u celosti je ostvaren prodajom štednih zapisa, što potvrđuje nepoverenje u domaću valutu (udeo dinarske u ukupnoj sektorskoj štednji povećan je sa 1,7% na 2,2%). Dodatni porast za 1,83 milijarde dinara u trećem kvartalu takođe je ostvaren prevashodno zahvaljujući zapisima, mada je apresijacija dinara tada već postala očigledna (udeo dinarske štednje povećan je na 2,7%). Apresijacija dinara direktno utiče i na obračunsko „poboljšanje“ valutne strukture štednje. Snižavanje stope obavezne rezerve na dinarske depozite i posledični rast pasivnih kamatnih stopa banaka u sadejstvu sa devizno stabilnijim dinarom sigurno će više pospešiti štednju u domaćoj valuti nego štedni zapisi. Na kraju, postavlja se pitanje monetarne svrsishodnosti ovakvog povlačenja dinara iz ekstremno evroizovane pasive banaka (srazmerno pretvaranju dinarskih depozita u zapise).

Drugi cilj – podsticanje ulaganja na finansijskom tržištu u suprotnosti je sa karakteristikama samih zapisa, koje ih čine instrumentom povlačenja dinara, bez ikakvih mogućnosti sekundarnog prometa.

Programom monetarne politike u 2006. godini ciljevi emitovanja štednih zapisa nešto su drugačije formulisani i rangirani: prvo, smanjenje stepena evroizacije, drugo, ohrabrivanje dinarske štednje i treće, povlačenje novca. Prvi cilj je ostvaren samo prividno. Valutna struktura štednje stanovništva statistički je poboljšana (sa 1,7% na 2,7%) uključivanjem zapisa i apresijacijom dinara, ali je odnos dinarske i devizne štednje u bankama ostao gotovo nepromenjen. Bilans komercijalnih banaka pokazuje minimalan rast učešća dinarskih u ukupnim depozitima stanovništva – sa 1,6% (XII 2005) na 1,8% (VI 2006), odnosno 1,9% (IX 2006).¹⁰ Prema iznetim podacima nivo evroizacije ostao je gotovo nepromenjen, a dinarska štednja nije приметnije podstaknuta. Nasuprot zapisima, snižavanje troškova obavezne rezerve i stabilniji devizni kurs pokazuju se kao delotvorni načini „ohrabrivanja“ dinarske štednje.

Treći cilj – povlačenje novca, ostvaren je u potpunosti. Međutim, mala nominalna vrednost emisija nije omogućavala jači uticaj na monetarne agregate. Poređenje sa targetiranim agregatom M1 kvantifikuje domete izvršenih intervencija.

¹⁰ NBS, *Statistički bilten*, Septembar 2006, str. 24, www.nbs.yu/publikacije.

Tabela 3. Sektorska struktura dinarske novčane mase M1 (u milionima dinara i %)

Godina	Stanov.	Privreda	Ostali	Ukupno	Stanov.	Privreda	Ostali	Ukupno
2002.	51.627	32.698	9.490	93.815	55,0	34,9	10,1	100,0
2003.	52.157	41.891	5.496	99.544	52,4	42,1	5,5	100,0
2004.	54.750	46.662	9.823	111.235	49,2	41,9	8,9	100,0
2005.	67.104	65.060	12.720	144.884	46,3	44,9	8,8	100,0
2006. VI	66.178	62.884	19.478	148.540	44,6	42,3	13,1	100,0
2006. IX	68.361	71.111	18.923	158.395	43,1	44,9	12,0	100,0

Izvor: NBS, Statistički bilten, Septembar 2006, str. 36. (www.nbs.yu/publikacije).

Neprekidno opadanje udela sektora stanovništva u dinarskoj novčanoj masi M1 indikator je umanjenog doprinosa nominalnom rastu ovog agregata. Istovremeno, kretanje gotovog novca i transakcionih depozita građana zaključno sa novembrom 2005. nije bilo u korelaciji sa ubrzavanjem inflacije. Kraj godine pokazuje nerealnu sliku sektorske strukture M1, jer učešće stanovništva tada po definiciji dostiže maksimum.

Nominalni pad sektorskog agregata M1 za 0,93 milijarde dinara u prvom polugodištu rezultat je prodaje zapisa i dokaz suženog manevarskog prostora za dodatna povlačenja dinara građana. Otuda nove emisije nisu sprečile porast za 2,18 milijardi dinara u trećem kvartalu, dok je M1 privrede u istom periodu porastao za 8,23 milijardi dinara.

Razmere stvarnog uticaja na sektorsku novčanu masu M1 pokazuje učešće procenjenog kumulativa prodajne (diskontovane) vrednosti štednih zapisa – 2,7% na kraju polugodišta i i 4% na kraju septembra (udeo u ukupnom M1 istovremeno je iznosio 1,2%, odnosno 1,7%).

Delotvornost štednih zapisa određuje i *faktor monetarnog leveridža*, koji predstavlja inverzni izraz koeficijenta sektorskog udela u određenom monetarnom agregatu. Faktor monetarnog leveridža M1 sektora stanovništva neprekidno raste – sa 2,16 (31.decembra) na 2,24 (30. juna) i 2,32% (30. septembra), što znači da je krajem septembra za 1% smanjenja ovog agregata bilo potrebno inhibirati 2,32% gotovog novca i transakcionih depozita građana. Tendencijski rast ovog faktora ukazuje na opadajuću delotvornost štednih zapisa u budućnosti.

Na kraju, ostvaren je najvažniji cilj monetarne politike – inflacija je za sada zaustavljena, ali pre svega zahvaljujući apresijaciji dinara, izuzetno visokim stopama obaveznih rezervi koje su usporile kreditnu ekspanziju banaka i sterilizaciji novčane mase operacijama na otvorenom tržištu. Doprinos štednih zapisa, prema prezentiranim podacima, nije bio od većeg značaja. Učinci antiinflacione monetarne politike bili bi gotovo isti i bez štednih zapisa.

5. Ostali efekti

Uticaj zapisa na ekonomski ambijent i očekivanja nije bio stimulativan, jer je početna kamatna stopa od 25% bila previsoko projektovana. Banke nisu mogle konkurisati svojim kamatnim stopama, dok je nominalna profitabilnost većine preduzeća ispod ove granice.¹¹ Zahvaljujući nedovoljnoj informisanosti izvedena poruka nije stigla do većine preduzetnika.

Povećanje bankarskih kamatnih stopa na dinarske depozite usledilo je tek u drugoj polovini ove godine, posle smanjivanja relevantne stope obavezne rezerve, a ne zbog konkurisanja štednim zapisima Centralne banke. Interesantno je da su se na nivou od 16% ove stope gotovo izjednačile.¹² Promene kamatnih stopa na štedne zapise bile su usklađene sa kretanjem kamatnih stopa na hartije od vrednosti u dvonedeljnim (2W) i dvomesečnim repo operacijama, kao repornim. Međutim, stopa neto prinosa na štedne zapise bila je znatno veća zbog dužih rokova i poreskih povlastica.

Tokom godinu dana štedni zapisi bili su sjajna investiciona prilika za relativno malobrojne aktere, dovoljno informisane i sposobne da procene kvalitet ove hartije od vrednosti. Reputacija emitenta, likvidnost, stopa realnog prinosa i povlašćen poreski tretman kupaca obezbeđivali su štednim zapisima superiornost u odnosu na sve druge domaće hartije, uključujući i državne Obveznice stare devizne štednje.

Nezvanične informacije ukazuju da su najbrojniji kupci štednih zapisa lica zaposlena u brokersko-dilerskim društvima i bankama, kao i sa njima povezana lica. Posle prodaje akcija Hemofarma i nekih drugih atraktivnih emitenata – banaka i kompanija, štedni zapisi su delimično ublažili problem smanjenog tržišnog materijala na Berzi, ali i privukli deo pripadajućeg investicionog potencijala.

6. Kredibilnost monetarne politike

Generalno, kredibilna politika nije diskreciona i adaptivna, već politika unapred poznatog čvrstog pravila čije se poštovanje lako proverava. Jednostavnije – to je politika kojoj se veruje. Kredibilna monetarna politika je jasna, očekivana i transparentna, a njeni kreatori odgovorni i dosledni u promovisanju stabilnosti cena.

Nestandardne mere i instrumenti odlike su diskrecione i adaptivne politike i po definiciji su suprotne kredibilnoj monetarnoj politici. Ukoliko takve mere nisu blagovremeno najavljene i objašnjene, podstiču inflaciona očekivanja ekonomskih aktera. Zanimarivanjem brojnih kanala komunikacije domaća javnost je uskraćena ne samo za potpunije obaveštavanje o štednim zapisima, već o ciljevima i sredstvima monetarne politike u celini. Praksa evropskih centralnih

¹¹ „Efekti emitovanih štednih zapisa na novčanu masu i tražnju neuporedivo su manji od njihovog uticaja na poslovnu i investicionu klimu i usmerenost na štednju. Generalna poruka je da 25% predstavlja donju granicu stope dinarske dobiti i kamatne stope na štednju u dinarima“. Dr Vlastimir Vuković, *Domaća štednja, Mesečne Analize i prognoze*, Institut ekonomskih nauka, januar 2006., str. 76.

¹² NBS, *Statistički bilten*, Septembar 2006, str. 44-46.

banaka, poput Nemačke i drugih, da sveobuhvatno informišu sopstvenu javnost predstavlja inspirativan primer značaja transparentnosti i odgovornosti za delotvornu monetarnu politiku. Reputacija centralnih banaka i kredibilnost monetarne politike snažno utiču na OČEKIVANJA niske inflacije, koja je u većini zemalja poprimila karakteristike dezinflacije. Očekivanja utiču na donošenje ekonomskih odluka građana i preduzeća i, posledično, na rezultate monetarne politike.

Netransparentnost i nepostojanje numerički određenog posrednog cilja u slučaju štednih zapisa eliminišu odgovornost kreatora monetarne politike. Najveći deo domaće javnosti nema osnovna saznanja o uzrocima, obeležjima, pogodnostima i ciljevima emitovanja takvih hartija. Otuda ovi zapisi nisu umanjili ni podstakli inflacionu inerciju.

Obuzdavanje inflacije u drugoj polovini ove godine sasvim je autonomno u odnosu na štedne zapise. Cene su usporene zahvaljujući osetljivosti domaće javnosti na apresijaciju dinara u uslovima ekstremne evroizacije, odnosno kanalu deviznog kursa. Naizgled je paradoksalno da se u okolnostima početnog monetarnog targetiranja i naknadnog targetiranja inflacije (od septembra) devizni kurs pokazuje kao jedino efikasno „sidro“, mada neoficijelno.

Štedni zapisi nisu doprineli trajnijem poverenju u domaću valutu. Istovremeno, prema pokazateljima izloženosti finansijskom riziku (devizne rezerve prema monetarnoj bazi i novčanoj masi M1) Srbija je jedna od najsigurnijih ne samo u grupi tranzicionih zemalja, već i u odnosu na skorašnje članice Unije (EU10), ali građani o tome nisu informisani. Novembarski štedni zapisi sa kamatnim stopama od 17% i 16% sigurno neće doprineti većem poverenju u dinar i kredibilnosti domaće monetarne politike.

Prema kriterijumima iz Statuta Evropske centralne banke¹³ NBS nije funkcionalno, institucionalno i finansijski sasvim nezavisna. Međutim, najveći problem je lična nezavisnost, s obzirom na način izbora i dužinu mandata guvernera,¹⁴ koji personifikuje monetarnu vlast i politiku.

6. Novi okvir monetarne politike

Kraj avgusta nije uobičajeno vreme za promenu strategije monetarne politike, ali je smanjivanje stope inflacije očigledno podstaklo NBS da definiše *koridor bazne inflacije*¹⁵ u rasponu od 7-9% za već poodmaklu 2006. godinu i 4-8% naredne godine. Prelaskom sa strategije monetarnog targetiranja na najsavremenije targetiranje inflacije obezbeđuje se jednostavnost i jasnoća cilja, izbegava se oslanjanje na stabilan odnos novca i inflacije i umanjuju posledice monetarnih udara. Isto tako, ova strategija podrazumeva veću odgovornost Centralne banke i problem kašnjenja signala.

Nova strategija NBS u oficijelnom nazivu ima 17 reči, tako da na samom početku nije jednostavna i jasna. Promovisanje stabilnosti cena mora se prilagoditi svetskim pravilima, koja

¹³ Statute of the ESCB and the ECB, www.ecb.int/legal.

¹⁴ Zakon o Narodnoj banci Srbije, „Sl. Glasnik RS“, br. 72/2003.

¹⁵ Rast cena na malo koje su pod uticajem instrumenata NBS.

se ne iscrpljuju samo najavom *Izveštaja o inflaciji*. Kredibilnost monetarne politike određuje upravo uticaj na inflaciona očekivanja stanovništva i preduzeća. Neočekivana i adaptivna monetarna politika indikator je diskrecionog pristupa, umesto željene kredibilnosti.

Izmena strategije bez tehničkih preduslova takođe nije uobičajena, naročito ako se uvode fazno tokom ove i naredne godine. Jednostavan primer su definicije monetarnih agregata, koje nisu usklađene sa međunarodnim standardima (najuočljiviji je nesklad agregata M3), mada Centralna banka tvrdi suprotno.¹⁶

Štedni zapisi nisu eksplicitno navedeni u *Memorandumu NBS o principima novog okvira monetarne politike*. Predviđa se emitovanje hartija duže ročnosti,¹⁷ što je takođe indikator odustajanja od novih emisija, mada su dva meseca kasnije ubrzano realizovane četvrta i peta emisija. Ukoliko se konačno odustane od ovog atipičnog instrumenta, njegov opadajući uticaj trajaće do 5. novembra naredne godine, kada dospeva na naplatu poslednja – peta emisija.

Karakter nestandardnog instrumenta Centralne banke, kakav je štedni zapis, inkompatibilan je najavljenoj monetarnoj politici. Visoke kamatne stope na štedne zapise svakako ne mogu pomoći da se „inflatorna očekivanja javnosti usidre na nivou objavljenih ciljeva u pogledu inflacije, čime bi se pružila dodatna podrška izgradnji okruženja sa niskom inflacijom“.¹⁸

Poželjno je ipak sačekati da NBS zvanično usvoji režim targetiranja inflacije i precizno navede pomoćne instrumente monetarne politike. Nezavisno od konačne odluke i budućih postizbornih dešavanja u Centralnoj banci, zadržavanje instrumenata kakav je štedni zapis nije u duhu tržišnih intervencija monetarne politike i slobodne konkurencije na finansijskom tržištu. Upravo je NBS, prema aktuelnom Zakonu o bankama, odgovorna za sprečavanje povreda i zaštitu konkurencije (član 7).

7. Zaključak

Štedni zapisi su iznuđen „nestandardni“ instrument Narodne banke Srbije u vreme ubrzanog rasta cena i velikih inflatornih očekivanja krajem prošle godine. Relativno mala vrednost dosadašnjih emisija u odnosu na ukupnu i sektorsku novčanu masu M1 upućuje na skromna očekivanja samog emitenta. Ciljevi izdavanja zapisa delimično su ostvareni, pretežno zahvaljujući drugim faktorima. Step en evroizacije lične štednje minimalno je smanjen, dok je udeo dinarskih u ukupnim bankarskim depozitima građana ostao približno isti. Dinarska štednja nije „ohrabrena“ zapisima, a njihov sekundarni promet bio je onemogućen Povlačenje dinara putem zapisa nije imalo veći uticaj na promene agregata M1 i stopu inflacije, odnosno fundamentalni cilj monetarne politike. Neprekidni porast faktora monetarnog leveridža novčane mase M1 u posedu stanovništva dodatno je argumentovao opadajuću delotvornost ovog instrumenta.

¹⁶ „Definicije monetarnih agregata i drugih finansijskih instrumenata usaglašene su sa definicijama MMF-a i Međunarodnim računovodstvenim standardima koji se koriste pri objavljivanju podataka za sve zemlje u statističkoj publikaciji IFS-a“, NBS, *Statistički bilten*, Septembar 2006, Metodološka objašnjenja, str. 78.

¹⁷ *Memorandum NBS*, str. 6.

¹⁸ *Memorandum NBS*, str. 6.

Novi okvir monetarne politike čini štedne zapise suvišnim u instrumentarijumu Centralne banke. Kodeks dobrih praksi transparentnosti monetarne politike sugerije monetarnim vlastima da detaljno upoznaju javnost sa svojim namerama povodom izabranih ciljeva i glavnih i pomoćnih instrumenata. Sudbina štednih zapisa javnosti još uvek nije poznata.

Na kraju, uputno je podsetiti se obaveznih elemenata kredibilne politike targetiranja inflacije: (1) javno objavljivanje ciljne inflacije, (2) institucionalna posvećenost stabilnosti cena, (3) zasnivanje strategije na brojnim informacijama, (4) povećanje transparentnosti i (5) veća odgovornost Centralne banke.¹⁹

¹⁹ Frederic S. Mishkin, *Monetarna ekonomija, bankarstvo i finansijska tržišta*, Data status, 2006, str. 501.

Literatura:

1. *Code of Good Practices on Transparency in Monetary and Financial Policies: Declaration of Principles*, www.imf.org/external/np/mae/mft/index/htm.
2. Odluka o uslovima i načinu izdavanja štednih zapisa NBS, www.nbs.yu/propisi/.
3. Odluka o prvoj emisiji štednih zapisa NBS u 2005. godini, www.nbs.yu/propisi/.
4. Odluka o prvoj emisiji štednih zapisa NBS u 2006. godini, www.nbs.yu/propisi/.
5. Odluka o drugoj emisiji štednih zapisa NBS u 2006. godini, www.nbs.yu/propisi/.
6. Odluka o trećoj emisiji štednih zapisa NBS u 2006. godini, www.nbs.yu/propisi/.
7. Odluka o četvrtoj emisiji štednih zapisa NBS u 2006. godini, www.nbs.yu/propisi/.
8. Odluka o petoj emisiji štednih zapisa NBS u 2006. godini, www.nbs.yu/propisi/.
9. Javni poziv za kupovinu štednih zapisa NBS (Prva emisija u 2005), www.nbs.yu/propisi/.
10. Javni poziv za kupovinu štednih zapisa NBS (Prva emisija u 2006), www.nbs.yu/propisi/.
11. Javni poziv za kupovinu štednih zapisa NBS (Druga emisija u 2006), www.nbs.yu/propisi/.
12. Narodna banka Srbije, *Godišnji izveštaj 2005*, www.nbs.yu/publikacije/.
13. NBS, *Statistički bilten, Septembar 2006*, www.nbs.yu/publikacije/.
14. NBS, *Memorandum NBS o principima novog okvira monetarne politike – NA PUTU KA OSTVARIVANJU CILJEVA NISKE INFLACIJE*, www.nbs.yu/propisi/.
15. *Zakon o narodnoj banci Srbije*, “Sl. Glasnik RS”, br. 72/2003.
16. Frederic S. Mishkin, *Monetarna ekonomija, bankarstvo i finansijska tržišta*, Data status, 2006.
17. Dr Vlastimir Vuković, *Domaća štednja, Mesečne Analize i Prognoze*, Institut ekonomskih nauka, januar 2006.

OSIGURANJE DEPOZITA U SRBIJI*

Rezime

Osiguranje depozita proširilo se u svetskim razmerama zbog rastuće zabrinutosti za otpornost bankarskih sistema, naročito posle brojnih bankarskih kriza tokom poslednjih godina. Mikroekonomski cilj osiguranja depozita je zaštita deponenata. Makroekonomski cilj je smanjivanje rizika sistemskih kriza, uključujući bankarske panike. Osiguranje depozita uspešno štiti deponente i sprečava bankarsku paniku.

Šeme osiguranja depozita, kao i svako osiguranje, stvaraju problem moralnog hazarda. Zato je potrebno snažno institucionalno okruženje da bi se predupredilo suviše rizično poslovanje banaka, ohrabreno osiguranjem depozita. Odgovarajuće okruženje uključuje postojanje zakonskih propisa, efikasno regulisanje i nadzor finansijskog sektora, kao i nisku korupciju. Zakon o osiguranju depozita je osnovni akt, a Agencija za osiguranje depozita najvažnija institucija ovog tipa osiguranja u Srbiji.

Ključne reči: osiguranje depozita, bankarski sistem, moralni hazard, Zakon o osiguranju depozita, Agencija za osiguranje depozita.

Deposit insurance in Serbia

Summary

Deposit insurance has taken off throughout the world because of growing trouble about the robustness of banking systems, separately after the increasing number of banking crises in recent years. The microeconomic rationale for deposit insurance is depositor protection. The macroeconomic rationale for deposit insurance is that it reduces the risk of a systemic crisis, involve, bank panics. Deposit insurance has been successful at protecting depositors and preventing bank panics.

Deposit insurance schemes can, like any other insurance, create moral hazard problem. Therefore, strong institutional environment is needed to limit the moral hazard incentives for banks to engage in the excessively risky behavior encouraged by deposit insurance. Adequate environment include an existence of rule of law, effective regulation and supervision of the financial sector, and low corruption. The Deposit Insurance Act is fundamental, and the most important institution this type of insurance in Serbia is the Deposit Insurance Agency.

Key words: deposit insurance, banking system, moral hazard, Deposit Insurance Act, Deposit Insurance Agency.

* *Pravni život*, br. 12/2007, str. 689-701.

U V O D

Osiguranje depozita spada među tri glavne inovacije proizašle iz pouka Velike depresije tokom 1929-33. godine. Istovremeno, to je i najdugovečnija tekovina, obzirom da je aktuelni proces deregulacije bankarstva u ekonomski razvijenim zemljama omogućio ponovno spajanje komercijalnih i investicionih banaka i liberalizovao ograničenja nivoa kamatnih stopa.

Saznanje da ekonomski i društveno nije prihvatljiv masovni gubitak depozita zbog nesolventnosti i bankrotstva banaka prvo je u SAD-u zakonski¹ uobličeno institucionalizovanjem osiguranja depozita i osnivanjem Federalne korporacije za osiguranje depozita.² Novo državno osiguranje bilo je limitirano po kategorijama vlasnika i visini depozita. Suština ove ideje je očuvanje opšte finansijske stabilnosti i zaštita malih štediša, među deponentima najbrojnijih, uz što manje narušavanje tržišnog ambijenta.

Ostale zemlje, osim nekoliko izuzetaka, praktikovale su tzv. implicitnu zaštitu depozita. Deklarativnom zaštitom nije ništa definisano, a samim tim nisu utvrđivane ni obaveze, već se intervenisalo od slučaja do slučaja. Implicitna zaštita bila je zavisna od diskrecione ekonomske politike, koja nije mogla obezbediti trajniju finansijsku stabilnost i ulivati poverenje štedišama.

Tek 70-ih godina prošlog veka počinje formalizacija osiguranja depozita u većem broju zemalja, da bi 90-ih godina došlo do izvanredne ekspanzije raznovrsnih sistema osiguranja bankarskih depozita širom sveta. Pri tome nije postavljano pitanje ekonomske i društvene racionalnosti zaštite depozita, već isključivo adekvatnosti implementiranih sistema za specifične uslove svake zemlje.

Razvoj domaćeg sistema osiguranja depozita neodvojiv je od novije monetarne istorije Srbije. Poseban uticaj imalo je blokiranje deviznih depozita građana 1991., hiperinflatorno uništavanje domaće valute 1993. i regulisanje tzv. stare devizne štednje 2002. godine. Analiza postojećeg sistema osiguranja depozita u Srbiji, njegovog pravnog okvira i karakteristika, iziskuje prethodno sistematizovanje modela i prakse ovog osiguranja u svetu.

MODELI I PRAKSA OSIGURANJA

Zaštita depozita fundamentalno se razvrstava na implicitnu i eksplicitnu.³ Implicitna zaštita nema odlike sistema, jer se zasniva na načelnoj spremnosti vlade da *ad hoc* interveniše u slučaju insolventnosti jedne ili više banaka. Pri tome nigde nije određeno kada se interveniše, stepen zaštite (iznos depozita), vrste osiguranika (grupe deponentata), način isplate (direktno ili preko neke banke) i izvori finansiranja (budžet, kredit centralne banke).

¹ Glass-Steagall-ov zakon iz 1933.

² FDIC – Federal Deposit Insurance Corporation. Interesantno je da na grbu Korporacije dominira broj 1933, odnosno godina donošenja Zakona, mada je sama FDIC osnovana tek naredne godine (www.fdic.gov). Razlog je, najverovatnije, podsećanje i simbolično isticanje pobede nad najvećom ekonomskom krizom

³ David Hoelscher, Michael Taylor, and Ulrich Klueh, *The Design and Implementation of Deposit Insurance Systems*, Occasional Paper, No. 251, International Monetary Fund, 2006.

Spremnost može biti deklarativno izražena ili prećutno očekivana. U prvom slučaju obično se koristi benigna formulacija da «država jemči za štedne uloge», bez određenja kada, kome, koliko, kako i odakle?! Deklarativno izražena zaštita može se primeniti samo u uslovima diskrecione monetarne politike i fiskalne politike mekog budžetskog ograničenja, tj. uz neminovnu destabilizaciju finansijskog sistema. Interventne pozajmice sa takvim ciljem stavljaju centralnu banku u poziciju «kreditora u poslednjoj instanci».⁴

Prećutno očekivana zaštita spada u tzv. implicitne garancije, na koje posebno računaju strani deponenti, kreditori i investitori. Ukoliko vlada ispuni očekivanja koja nije deklarativno prihvatila, radi se o formalizaciji implicitnih garancija, odnosno njihovom pretvaranju u eksplicitne. Evidentno je da se obe varijante zasnivaju na «dobroj volji» kreatora prilagodljive ekonomske politike. Interesantno je mišljenje da je upravo zbog ovih karakteristika u Zapadnoj Evropi postojalo jako implicitno osiguranje depozita (*strong implicit insurance*), koje je omogućavalo nelimitiranu zaštitu svih vrsta depozita.⁵ Zaključak je formalno tačan, ali prenebregava poguban uticaj diskrecione ekonomske politike na finansijsku stabilnost svake zemlje, a samim tim i na poverenje deponenata.

EksPLICITNO osiguranje depozita podrazumeva prethodni pravni okvir izgradnje sistema, koji jasno definiše osiguranike, osigurani iznos, izvore finansiranja, nadležnosti i organizaciju osiguranja. Iz osiguranja se uobičajeno isključuju državni i međubankarski depoziti, kao i ulogi lica koja su poslovno i rodbinski povezana sa upravom banaka. Maksimalni iznos osiguranog depozita obavezno se limitira. Osnovni izvor finansiranja je premija osiguranja iz koje se alimentira namenski fond, kojim upravlja ovlašćena institucija, najčešće javna, ređe privatna ili mešovita (javno-privatna).

Premija može biti fiksna, jednaka za sve depozite ili diferencirana, zavisno od rizičnosti depozitara. Sistemi sa različitim premijama (tzv. fer premije) po pravilu klasifikuju banke u određene grupe prema nivou rizika, pri čemu svaka grupa ima različitu stopu premija.⁶

Ovlašćenja nadležne organizacije (agencije, korporacije) najrazličitije se formulišu – od pukog administratora fonda osiguranja do prerogativa regulatora i supervizora. Američka FDIC, koja određuje diferencirane stopa premija, takođe može smeniti upravu banke, kazniti odgovorna lica drakonskim novčanim kaznama i uvesti druge vanredne mere.

Ukupno 87 zemalja u svetu ima eksplicitno osiguranje depozita – najviše u Evropi (41), najmanje u Africi (6). Osiguranje je obavezno u 82 zemlje, a fakultativno u 5 zemalja. Takođe može postojati više osiguravača, odnosno fondova u jednoj zemlji.⁷ Najveći broj osiguranih institucija postoji u SAD (9.400), Nemačkoj (2.500), Južnoj Koreji (1.590) i Francuskoj (949).⁸

⁴ Engl., *Lender of last resort*.

⁵ Reint Gropp and Jukka Vesala, Deposit insurance, moral hazard and market monitoring, *Working paper No. 302*, February 2004, European central bank, str. 27.

⁶ Uporediti: Gillian Garcia, Deposit Insurance: Actual and Good Practices, *Occasional Paper, No. 197*, International Monetary Fund.

⁷ Američki Fond za osiguranje štednih institucija (SAIF – Saving Association Insurance Fund) stavljen je pod upravu FDIC-a posle dugogodišnje krize i reforme 1989. godine, kao drugi pored Fonda za osiguranje banaka (BIF – Bank Insurance Fund), dok i dalje zasebno funkcioniše Nacionalni fond za osiguranje udela u kreditnim unijama (NCUSIF – National Credit Union Share Insurance).

⁸ *The Design and Implementation of Deposit Insurance Systems*.

Aktuelni sistemi razlikuju se od zemlje do zemlje po svim svojim karakteristikama, počev od iznosa pokrića i stope premije osiguranja, do nadležnosti osiguravača. Posebno su indikativne karakteristike osiguranja u ekonomski razvijenim zemljama. Približno jednako je zastupljeno javno, privatno i kombinovano upravljanje fondovima. Stope premija osiguranja u ovim zemljama utvrđene su u intervalu od 0,2% do 0,5% godišnje. Ciljni (maksimalni) iznos fonda osiguranja u ovim zemljama prema sumi osiguranih depozita kreće se od 0,04% do 5%, a stvarni relativni odnos od 0,17% do 5%. Uočljivo je da su u svim zemljama – utemeljivačima Evropske unije (EU 15) iz osiguranja isključeni međubankarski depoziti, dok je do uvođenja evra jedna polovina osiguravala i devizne depozite, a druga ne.⁹

Rasponi maksimalnog iznosa (limita) osiguranja u razvijenim zemljama kreću se od 22.614 USD (Belgija, Luksemburg) do 100.000 USD (SAD) i 116.789 USD (Italija). Posledično, ratio maksimalnog pokrića (*coverage ratio*) prema *Per Capita GDP-u* oscilira u rasponu od 0,60 (Irska) do 4,56 (Italija).¹⁰

Osiguranje depozita, kao i svako drugo osiguranje, izaziva probleme negativne selekcije i moralnog hazarda zbog asimetričnih informacija. Eksplicitno osiguranje neumitno izaziva ove probleme, a implicitno još više. Međutim, očigledno je i bez empirijskih dokaza da je šteta od neželjenih efekata osiguranja depozita neuporedivo manja od posledica bankarske panike.

Stabilnost i efikasnost bankarskog sistema jedne zemlje prevashodno zavise od institucionalnog okruženja – postojanja odgovarajućeg zakonskog okvira, efikasnosti regulisanja i nadzora, kao i niskog nivoa korupcije. Ukoliko je okruženje slabo, onda eksplicitno osiguranje može imati veće negativne posledice, pre svega snažnijim stimulisanjem moralnog hazarda banaka, koji podstiče bankarske krize.¹¹ Otuda se javljaju značajne razlike u finansijskoj stabilnosti zemalja sa sličnim sistemima osiguranja depozita.

Osnovano se postavlja i pitanje društvene i ekonomske opravdanosti bilo kakvog osiguranja depozita u institucionalno nerazvijenim i finansijski nestabilnim zemljama, jer se na taj način samo stvara privid sigurnosti bankarskog sistema. Izrazito nestabilne zemlje često imaju formalno jače i naizgled veoma sigurne sisteme osiguranja bankarskih depozita. Štete koje izaziva osiguranje depozita u ovakvim zemljama mnogo su veće nego što bi bile da nema nikakve zaštite. Iskustveno se može proceniti da neto efekti osiguranja depozita postaju negativni čim inflacija premaši 10%.

Sistemi eksplicitnog osiguranja takođe bitno povećavaju raspoložive informacije svim tržišnim akterima, što je jedan od dva osnovna cilja regulisanja finansijskog sistema.¹² Primera radi, FDIC kvartalno objavljuje *Banking Profile*¹³ sa preko 50 ključnih indikatora za 8.650 osiguranih institucija, razvrstanih u 9 grupa prema dominantnoj vrsti

⁹ Reint Gropp and Jukka Vesala, Deposit insurance and moral hazard: does the counterfactual matter? *Working paper No. 47*, European central bank, March 2001.

¹⁰ *The Design and Implementation of Deposit Insurance Systems*.

¹¹ Frederic S. Mishkin, *The Economics of Money, Banking and Financial Markets*, 8th edition, Pearson Addison Wesley, 2007, p. 281.

¹² Ibidem, p. 44-45.

¹³ Novi *FDIC Quarterly* sažima tri do sada zasebna izdanja – *FDIC Outlook*, *FDIC Banking Review* i *FDIC Quarterly Banking Profile*, zbog čega prvi broj u 2007. godini nosi oznaku 1/1 (*First Quarter 2007*, Volume 1, Number 1).

aktive.¹⁴ Značaj informisanja potvrđuje i *Kodeks dobrih praksa transparentnosti monetarne i fiskalne politike*,¹⁵ koji direktno vezuje delotvornost monetarne politike za upoznavanje javnosti sa njenim ciljevima i instrumentima. Obrnuto, cenovna nestabilnost umanjuje transparentnost i delotvornost monetarne politike, bez obzira da li postoji i kakvo je osiguranje depozita.

Oficijelan konstatacija da ni zemlje Evropske unije nisu potpuno uskladile nacionalne propise sa Direktivom o šemama osiguranja depozita,¹⁶ posebno sa aspekta sistemske stabilnosti,¹⁷ ukazuje na svu složenost i dalekosežnost sistema eksplicitne zaštite depozita.

ISTORIJA OSIGURANJA DEPOZITA U SRBIJI

Implicitna zaštita depozita deklarativno je promovisana u bivšoj SFRJ šezdesetih godina prošlog veka, pre svega radi podsticanja tada uvedene devizne štednje. Suštinski, razlog nije bila zaštita štednih uloga od nesolventnosti tadašnjih državnih banaka, već uveravanje građana da njihovi ulozi neće biti blokirani ili prinudno konvertovani u inflatorne dinare. Jemstvo države nije bilo precizirano (limit zaštite, obračun pokrića, administracija i izvori finansiranja), ali je bilo dovoljno da najbrojnije devizne štediša – radnike u inostranstvu – ohrabri da deo svoje ušteđevine povere domaćim bankama.

Eksplicitno osiguranje depozita formalizovano je 1989. godine, donošenjem Zakona o Agenciji federacije za osiguranje depozita, sanaciju, stečaj i likvidaciju banaka i Zakona o obezbeđivanju sredstava za osnivanje i rad ove Agencije («Službeni list SFRJ», br. 84/89.). Aktiviranje federalne Agencije izvršeno je naredne godine, nakon Odluke o početku rada Agencije («Službeni list SFRJ», br. 18/90.). Posle raspada SFRJ brisana je reč «federacije» iz naziva Agencije, ali Zakon suštinski nije menjan («Službeni list SRJ», br. 53/01.). Zamrzavanje isplata stare devizne štednje 1991. godine pokazalo je svu nemoć takvog sistema osiguranja. Krah štednje u piramidalnim štedionicama samo je potvrdio irelevantnost institucije osiguranja depozita u zemlji.

Izrazito ekspanzivna monetarna politika brzo je rezultirala rekordnom hiperinflacijom, koja je ekonomski opustošila zemlju i uništila nacionalnu valutu. Posledično, poništeni su i dinarski plasmani i obaveze banaka. Međutim, stari sistem osiguranja depozita i dalje je formalno opstajao, kao i sama Agencija. Skromno angažovanje Agencije bilo je fokusirano na sanaciju banaka i naplatu premije osiguranja, odnosno finansiranje tržišno neuspešnih banaka u skladu sa državnim nalogima. Jedino je 1994. godine granica osigurane sume podignuta na 5.000 novih dinara, čiji je devizni ekvivalent iznosio 5.000 DEM.

Dugovečnost nasleđenog provizorijuma osiguranja depozita i monetarnog nominalizma rezultirali su padom realno osigurane sume na svega 86 USD krajem 2003. godine, što je tada bilo najniže realno pokriće ne samo u Evropi, već i čitavom svetu.¹⁸ Naizgled paradoksalno, iste godine štednja stanovništva u Srbiji povećana je za 50%.¹⁹

¹⁴ Međunarodne banke, poljoprivredne banke, komercijalni kreditori, hipotekarni kreditori i td.

¹⁵ *Code of Good Practices on Transparency in Monetary and Financial Policies: Declaration of Principles*. (www.imf.org/external/np/mae/mft/index.htm).

¹⁶ Deposit Guarantee Schemes Directive 94/19 EC (OJ L 135, 31.5.1994).

¹⁷ European Central Bank, *Convergence Report*, May 2007.

¹⁸ *The Design and Implementation of Deposit Insurance Systems*.

¹⁹ Narodna banka Srbije, *Statistički bilten*, Jun 2007.

Tajna je jednostavna – problem stare devizne štednje u međuvremenu je rešen tako što su prvo sklapani ugovori sa Londonskim i Pariskim klubom poverilaca, zatim izvršeno svopiranje preuzetih obaveza države u akcije banaka i na osnovu toga izvršeno emitovanje državnih obveznica stare devizne štednje. Formalizacija implicitnih garancija građanima i stranim kreditorima²⁰ u sadejstvu sa ulaskom stranih banaka podstakla je do sada najbrži rast domaće štednje, dominantno devizne. Izneti empirijski podatak dovoljan je dokaz marginalnosti starog sistema eksplicitnog osiguranja depozita, koji je ukinut tek 2005. godine!?

AKTUELNI PRAVNI OKVIR OSIGURANJA DEPOZITA

Zakonom o osiguranju depozita i Zakonom o Agenciji za osiguranje depozita («Službeni glasnik RS», br. 61/05.) inaugurisan je novi sistem eksplicitnog osiguranja depozita u Srbiji. Sistem promoviše obavezno osiguranje dinarskih i deviznih depozita fizičkih lica, izuzimajući preduzetnike, članove uprave banke i sa njima povezana lica. Zaštita depozita osiguranika u slučaju stečaja banke istaknuta je kao najvažniji cilj. Osigurani iznos depozita ograničen je na 3.000 evra po deponentu, posle saldiranja međusobnih potraživanja sa bankom.

Ulogu regulatora i administratora novog sistema vrši Agencija za osiguranje depozita, kao javna institucija. Predviđeno je da Agencija i Narodna banka Srbije razmenjuju relevantne informacije o osiguranju depozita, kao i da NBS blagovremeno obaveštava Agenciju svojim merama u procesu kontrole boniteta i zakonitosti poslovanja banaka.

Formira se poseban Fond za osiguranje depozita, koji se finansira naplatom premija osiguranja (1), prinosima od ulaganja (2), naplatom potraživanja iz stečajne mase banaka (3), zaduživanjem (4), donacijama (5) i sredstvima budžeta Srbije (6). Fondom upravlja Agencija. Za obaveze do visine osiguranog iznosa jemči Republika Srbija.

Stopu, način i rokove plaćanja premije osiguranja određuje Agencija.²¹ Premija može biti početna, tromesečna i vanredna. Zakonom je određena početna premija u iznosu od 0,3% novčanog dela osnivačkog kapitala banke, dok je tromesečna premija limitirana na 0,1%. Naplatu tromesečne premije Agencija može prekinuti ukoliko sredstva Fonda dostignu 5% sume osiguranih depozita. Vanredna premija osiguranja naplaćuje se ukoliko sredstva Fonda nisu dovoljna za isplatu osiguranih iznosa depozita. Godišnji zbir stopa vanrednih premija ograničen je na 0,4%, tako da stopa premije po svim osnovama ne može premašiti 0,8%.

Premija osiguranja je fiksna (nediferencirana) za sve banke, odnosno nezavisna od stepena rizičnosti depozitara. Premija se naplaćuje u dinarima za dinarske depozite i evrima za devizne depozite.

Prelaznim odredbama određeno je da se početna sredstva Fonda u iznosu od 700 miliona dinara obezbeđuju iz republičkog budžeta za 2005. godinu.

²⁰ «Sporazum SR Jugoslavije sa Londonskim klubom poverilaca o regulisanju komercijalnih dugova klasičan je slučaj formalizacije implicitnih garancija.» (Vlastimir Vuković, Endogeni investitorski potencijal, *Ekonomski anali*, tematski broj, april 2006., str. 299).

²¹ Odluka o utvrđivanju stope tromesečne premije za 2006. godinu u iznosu od 0,1%, «Sl. glasnik RS», br. 82/05.

Odluka o utvrđivanju stope tromesečne premije za 2007, «Sl. glasnik RS», br. 86/06.

Isplata osiguranih iznosa detaljno je uređena. Informacije o osiguranju deponentima moraju pružiti banke? Najmanje jednom godišnje Agencija podnosi izveštaj o radu Narodnoj skupštini Republike Srbije, Vladi, Narodnoj banci Srbije i ministarstvu nadležnom za poslove finansija. Godišnji račun sa izveštajem revizora Agencija podnosi Vladi i Narodnoj banci Srbije.

Vlada imenuje i razrešava članove Upravnog odbora Agencija. Članovi po funkciji su ministri nadležni za finansije i privredu i viceguverner NBS zadužen za kontrolu banaka, dok još po jednog člana predlažu NBS i Udruženje banaka. Ministarstvo za finansije kandiduje predsednika i jednog člana, koji mogu biti imenovani iz reda funkcionera?

KARAKTERISTIKE DOMAĆEG SISTEMA OSIGURANJA DEPOZITA

Aktuelni sistem eksplicitnog osiguranja depozita u Srbiji modelski je sličan sistemima u razvijenim zemljama, čija iskustva su očigledno korišćena u njegovom kreiranju. Većina bitnih elemenata sistema je određena i međusobno usklađena.

Kredibilitet svakog sistema značajno zavisi od granice pokrića, odnosno osigurane sume. Limit od 3.000 evra najniži je u Evropi posle BiH (5.000 KM) i među najnižima u svetu. Posledično, ratio pokrića prema *per capita* GDP- u izuzetno je nizak.

Način finansiranja Fonda odstupa od važeće Direktive EU zbog mogućnosti direktnog korišćenja budžetskih sredstava, što je stalna pretnja finansijskoj stabilnosti.

Stopa premije od 0,4% godišnje približna je evropskom proseku. Uslovna granica rasta Fonda – 5% ukupno osiguranih depozita, takođe je standardna.

Fiksna stopa premije osiguranja za sve banke trenutno je najracionalnije rešenje, obzirom da u Srbiji još uvek ne postoji dovoljno razvijen finansijski sistem i svi institucionalni preduslovi neophodni za diferenciranje stopa premija osiguranja prema rizičnosti banke depozitara.

Takođe još uvek ne postoje realni uslovi za institucionalno otvaranje ovog specifičnog sektora osiguranja privatnim investitorima.

Regulatorna ovlašćenja Agencija svedena su na određivanje stope premije osiguranja u zakonom datim okvirima, propisivanje načina obračuna i plaćanja zatezne kamate,²² utvrđivanje sadržine obrasca Izveštaja banaka²³ i procedure za izbor banke isplatioca osiguranih depozita.²⁴

Svega tri zakonske kaznene odredbe – zbog neblagovremenog plaćanja premije (1), nedostavljanja mesečnog izveštaja (2) i korišćenja informacija o osiguranju depozita u reklamne svrhe (3) – izraz su pogrešne ideje zakonodavca o Agenciji kao obračunskoj službi, bez stvarnih regulatornih ovlašćenja i prava nadzora. Otuda je kontrola boniteta i zakonitosti poslovanja banaka ostala monopol NBS.

Nezavisnost rada Agencije je onemogućena institucionalnim svođenjem na servis Vlade i NBS, čiji funkcioneri čine njenu upravu i kojima ona odgovara!?

²² Odluka o načinu obračuna i plaćanja zatezne kamate na neblagovremeno plaćene obaveze banaka po osnovu premije osiguranja depozita fizičkih lica, «Sl. Glasnik RS», br. 61/05.

²³ Odluka o utvrđivanju sadržine obrasca Izveštaja koji banke dostavljaju Agenciji i načina i rokova obračuna i naplate premije osiguranja depozita fizičkih lica, «Sl. Glasnik RS», br. 78/05 i br. 66/06.

²⁴ Odluka o utvrđivanju procedure za izbor banke isplatioca osiguranih depozita fizičkih lica, «Sl. Glasnik RS», br. 106/06.

Agencije nema obavezu informisanja javnosti, pa čak ni objavljivanja svog godišnjeg Izveštaja o radu? Proglašavanje svih podataka o poslovanju Agencije za poslovnu tajnu²⁵ suprotno je osnovnim postulatima delotvornog sistema osiguranja depozita.

Razmena informacija sa NBS prividno oslobađa Agenciju obaveze vršenja samostalnih analiza i istraživanja. Strogo formalno, Agencija nema zakonskih ovlašćenja za *off-site* kontrolu, niti može u samoj banci vršiti *on-site* provere.

Primer birokratske nadmoćnosti je pravo Agencije da posebnim propisom (?) uređuje način pružanja i sadržinu informacija o osiguranju depozita koje banke pružaju zainteresovanim licima? Apsolutno je neshvatljivo kako ove informacije mogu ugrožavati stabilnost bankarskog sistema i poverenje deponenata.²⁶ Verovatno je procenjeno da bi obaveštavanje o iznosu maksimalno osiguranog depozita pre uznemirilo javnost, nego što bi promovisalo sigurnost bankarskog sistema i stimulisalo štednju.

Postojeća netransparentnost dodatno potvrđuje beznačajnost domaćeg sistema osiguranja depozita za ubrzanu ekspanziju devizne štednje građana.²⁷ Odgovor na pitanje porekla poverenja građana u bankarski sistem kriju duboko uvrežena očekivanja da će država ponovo pokrivati nesolventne banke. Očekivanja su sasvim osnovana, obzirom da je to već činjeno za sve depozita u svim bankama, pa čak i za piramidalne. Jednostavno, ako su već jednom implicitne garancije pretvarane u eksplicitne, zašto ne bi još jednom?

Autonomnost brzog rasta štednje u odnosu na promene sistema i karakteristike osiguranja depozita može biti indikator kvaliteta institucionalnog okruženja i poverenja u ekonomsku politiku. Međutim, takvu uslovljenost opovrgava katastrofalna valutna struktura štednje građana –devizna 97,1% i dinarska 2,9%.²⁸ Proizilazi da građani nemaju poverenja u kreatora domaće monetarne i fiskalne politike, ali veruju da njihovi devizni depoziti neće propasti. Zato ulazak stranih banaka - investitora nije bio od presudnog značaja, što dokazuje i podatak da su štediše najveću sumu deviznih depozita poverili banci u pretežno domaćem vlasništvu.

Minimalan iznos osiguranog depozita nije mogao snažnije podstaći probleme negativne selekcije i moralnog hazarda u poslovanju domaćih banaka. Rizičnije poslovanje banaka, ohrabreno eventualnim višim limitima osiguranja depozita u budućnosti, takođe se može uspešno predupređiti efikasnim regulisanjem i nadzorom finansijskog sektora, zasnovanim na adekvatnim zakonskim propisima.

Postojeća relativna stabilnost opšteg nivoa cena i deviznog kursa dinara, odnosno dezinflacija tokom 2006. i prve polovine 2007. godine, isključivo je rezultat odgovornije monetarne politike. Takav ambijent je pogodavao i jačanju poverenja deponenata u bankarski sistem, nezavisno od osiguranja depozita. Međutim, monetarna stabilnost još uvek nije uticala na veće poverenje u nacionalnu valutu. Pri tome je paradoksalno da je prema oficijelnim međunarodnim indikatorima izloženosti zemlje finansijskom riziku²⁹

²⁵ Zakon o Agenciji za osiguranje depozita, čl. 23.

²⁶ Zakon o osiguranju depozita, čl. 19.

²⁷ «Osiguranje depozita takođe nije imalo uticaja na rast devizne štednje, pošto većina štediša nije informisana da je osigurana suma 3.000 evra, da je prethodno iznosila 5.000 dinara i kod koga se vrši osiguranje» (Vlastimir Vuković, Domaća štednja, *Mesečne Analize i Prognoze*, br. 5-10, januar 2006., Institut ekonomskih nauka, Beograd).

²⁸ NBS, *Statistički bilten*, Jun 2007.

²⁹ Odnos deviznih rezervi zemlje prema novčanoj masi M1 i primarnom novcu.

Srbija, pored Slovenije, najsigurnija zemlja Istočne i Jugoistočne Evrope, uključujući i sve zemlje primljene u članstvo EU poslednjih godina (EU 16-27).

Prema osnovnim karakteristikama – osigurani iznos, vrste deponenata, izvori finansiranja i transparentnost – domaći sistem osiguranja depozita značajno zaostaje za sistemima razvijenih zemalja i neznatno u odnosu na neposredno okruženje. Netransparentnost je eliminisala mogućnost i najmanjeg uticaja takvog osiguranja depozita na poverenje štediša i stabilnost domaćeg bankarskog sektora.

ZAKLJUČAK

Nasleđeni sistem osiguranja depozita, anahron i nedelotvoran, trajao je od 1989. do 2005. godine! Donošenjem aktuelnog Zakona o osiguranju depozita i Zakona o Agenciji za osiguranje depozita ustanovljen je novi sistem. Najveći pomaci su definisanje osiguranog iznosa u evrima, čime je otklonjen raniji valutni nominalizam, isključivanje povezanih lica iz osiguranja i obaveza plaćanja premije u zatečenim uslovima nepostojanja kulture osiguranja.

Novi sistem, sa maksimalno osiguranom sumom od 3.000 evra i potpuno netransparentan, takođe nije mogao imati bilo kakav uticaj na poverenje štediša i stabilnost bankarskog sistema.

Devizna štednja u Srbiji raste izuzetno brzo od 2002. godine, dostigavši 3,9 milijardi evra polovinom 2007. Uvećanje od 5,2 puta za četiri i po godine nezabeležen je tempo rasta štednje u našoj ekonomskoj istoriji. Na taj način suma ove štednje sasvim se približila iznosu stare devizne štednje, koja je kumulirana preko 20 godina. Imajući u vidu da je brzina rasta godinama visoka, tako da je i u prvih šest meseci ove godine evidentirano povećanje za 18,1%, izvesno je da će pre kraja decembra nova devizna štednja nadmašiti staru.³⁰ Istovremeno, većina štediša nije obavestena ni o postojanju osiguranja depozita.

Uočljivo je da ubrzani rast devizne štednje počinje u vreme kada je izdavanjem državnih obveznica regulisan problem tzv. stare devizne štednje. Nasuprot tome, činjenica da je sve do 2005. opstajao stari sistem osiguranja nije imala nikakvog uticaja na kretanje štednje, kao ni svih prethodnih godina.

Unapređivanje novog, ali bezuticajnog sistema osiguranja iziskuje urgentno povećanje osiguranog iznosa na 5.000 evra ili više (1), institucionalno obezbeđivanje nezavisnosti i odgovornosti Agencije (2), proširivanje njenih regulatorskih ovlašćenja (3), pravo *off-site* i *on-site* kontrole banaka (4), obavezu vršenja redovnih ekspertiza i objavljivanja ključnih pokazatelja poslovanja osiguranih institucija (5), kontinuirano informisanje najšire javnosti (6) i uvođenje potrošačkog servisa (7), prema iskustvima i praksi sistema osiguranja u najrazvijenijim zemljama.

Modernizovan domaći sistem osiguranja efikasnije bi štitio deponente, ali i smanjivao rizik sistemskih kriza, posebno bankarske panike.

Insitucionalni okvir i nivo razvijenosti finansijskog sistema upućuju na zaključak da u Srbiji još uvek nije ekonomski racionalna i društveno korisna implementacija sistema diferenciranih stopa premija osiguranja depozita.

³⁰ NBS, *Statistički bilten*, Jun 2007.

Na kraju, dosadašnja svetska iskustva i mnogobrojna istraživanja pokazuju da su osnovne karakteristike delotvornog sistema eksplicitnog osiguranja depozita kredibilnost (1), transparentnost (2), efikasnost (3) i odgovornost (4).

Kredibilnost podrazumeva respektabilan iznos osiguranog depozita, stabilne izvore finansiranja, odgovarajuće i blagovremene regulatorne mere, nezavisnost i posvećenost ovlašćene institucije ostvarivanju postavljenih zadataka.

Transparentnost uključuje potpuno informisanje javnosti o ciljevima i načinu osiguranja depozita, redovno prezentiranje performansi osiguranih depozitara, intenzivnije korišćenje postojećih i izgradnju novih kanala komunikacije, uvođenje potrošačkog servisa i javnost rada regulatora.

Efikasnost se postiže redovnim i temeljnim nadzorom, brzim i adekvatnim reagovanjem na probleme u bankarskom sektoru i ažurnom isplatom osiguranja.

Odgovornost osiguravača institucionalizuje se zakonom u odnosu na ciljeve, a operativno nadgleda od strane samostalnog nadzornog tela, koje postavlja osnivač.

Sprovođenje predloženih mera (1-4) za unapređivanje postojećeg sistema osiguranja depozita, usklađenih sa karakteristikama razvijenih sistema, pod pretpostavkom odgovarajućeg institucionalnog okruženja i monetarne stabilnosti, doprinelo bi ne samo ostvarivanju mikroekonomskog cilja - zaštiti deponenata, već i makroekonomskom - smanjivanju rizika sistemskih kriza i bankarske panike.

Izvori:

1. Zakon o osiguranju depozita, «Sl. Glasnik RS», br. 61/05.
2. Zakon o Agenciji za osiguranje depozita, «Sl. Glasnik RS», br. 61/05.
3. *Code of Good Practices on Transparency in Monetary and Financial Policies: Declaration of Principles* (www.imf.org).
4. Deposit Guarantee Schemes Directive 94/19 EC, OJ L 135, 31.5.1994.
5. David Hoelscher, Michael Taylor, and Ulrich Klueh, *The Design and Implementation of Deposit Insurance Systems*, Occasional Paper No. 251, International Monetary Fund, 2006.
6. European Central Bank, *Convergence Report, May 2007*.
7. Federal Deposit Insurance Corporation, *FDIC Quarterly*, Vol. 1, No. 1, 2007.
8. Frederic S. Mishkin, *The Economics of Money, Banking and Financial Markets*, 8th edition, Pearson Addison Wesley, 2007.
9. Gillian Garcia, *Deposit Insurance: Actual and Good Practices*, Occasional Paper No. 197, International Monetary Fund, 2000.
10. Narodna banka Srbije, *Statistički bilten*, Jun 2007.
11. Reint Groop and Jukka Vesala, Deposit insurance and moral hazard: does the counterfactual matter?, *Working paper No. 47*, March 2001, European Central Bank.
12. Reint Groop and Jukka Vesala, Deposit insurance, moral hazard and market monitoring, *Working paper No. 302*, February 2004, European Central Bank.
13. Vlastimir Vuković, Domaća štednja, *Mesečne Analize i Prognoze*, br. 5-10., januar 2006., Institut ekonomskih nauka, Beograd.
14. Vlastimir Vuković, Endogeni investitorski potencijal, *Ekonomski anali*, tematski broj, april 2006.
15. www.aod.srbija.yu
16. www.nbs.yu
17. www.ecb.int
18. www.fdic.gov
19. www.imf.org

SISTEMSKA NERAVNOPRAVNOST DOMAĆIH I STRANIH BANAKA NA FINANSIJSKOM TRŽIŠTU SRBIJE*

Nove odluke NBS dalje zaoštravaju monetarnu politiku kada je u pitanju obavezna rezerva, čime se u povoljniji položaj stavljaju banke koje posluju u inostranstvu u odnosu na banke koje postoje u Srbiji. Ove banke u inostranstvu, na koje se ove nove mere ne odnose, moći će i dalje da iz inostranstva direktno kreditiraju svoje komitente a bankama u našoj zemlji se pogoršavaju uslovi privređivanja iako su uložile sredstva u Srbiju, zaposlile domaću radnu snagu i dele sudbinu privrede sa kojom rade.

(Upravni odbor Udruženja banaka Srbije, 10. maj 2006.)¹

1. Uvod

Ulazak stranih banaka – investitora na finansijsko tržište jedne zemlje najčešće podrazumeva portfolio preuzimanje ili stvaranje *greenfield* banke, kao i drugih finansijskih institucija – osiguravajućih društava, lizing kompanija, društava za upravljanje investicionim i dobrovoljnim penzijskim fondovima, brokersko-dilerskih društava i ostalih finansijskih posrednika – direktno ili preko banke – subsidijara, i obrnuto. Nastup preko filijala takodje je široko rasprostranjen, naročito u ekonomski razvijenim zemljama. Novoosnovane institucije i filijale registracijom stiču status rezidenta i uživaju tržišnu ravnopravnost, odnosno imaju iste uslove konkurencije kao svi drugi rezidenti.

Neposredan ulazak stranih banaka na finansijsko tržište jedne zemlje potencira razlike u uslovima konkurencije, jer nerezidenti dolaze iz dugog institucionalnog okvira i imaju različite troškove regulative. Standardizacijom institucionalnih rešenja i konvergencijom regulative razlike u uslovima konkurencije se svode na nivo koji omogućava ravnopravnost tržišnih aktera – rezidenata i nerezidenata. Ukoliko su ove razlike velike, nastaje problem sistemske neravnopravnosti domaćih banaka² i stranih banaka – nerezidenata. Upravo takvu diskriminaciju trpe banke – rezidenti u Srbiji, jer banke – nerezidenti neposredno prodaju korporativne kredite domaćim zajmotražiocima. Zbog manjih regulativnih troškova strane banke su superiorni konkurenti, a domaće u neravnopravnom položaju.³ Sloboda neposrednog nastupa na drugim segmentima finansijskog tržišta znatno je manja, a samim tim i neravnopravnost rezidenata.

* **Kuda ide Srbija: ostvarenja i dometi reformi**, Naučno društvo ekonomista sa AEN i Ekonomski fakultet u Beogradu, 2008, str. 255-268.

¹ Zaključci sa sednice održane 10.05.2006., *UBS Info*, br. 52, jun 2006., str. 4. (www.ubs-asb.com)

² *Sve banke koje na srpskom bankarskom tržištu posluju domaće su banke bez obzira na poreklo njihovog kapitala. Banke sa većinskim stranim kapitalom su takodje domaće banke, posluju po našim popisima i pod supervizorskim su nadzorom Narodne banke Srbije.* Saopštenje NBS **Sve banke su domaće bez obzira na poreklo kapitala** od 22.02.2008. (www.nbs.yu).

³ Udruženje banaka Srbije je u brojnim prilikama predočavalo NBS i najširoj javnosti nepovoljan položaj banaka koje postoje u Srbiji u odnosu na banke u inostranstvu.

Ravnopravnost domaćih i stranih banaka nije samo pitanje fer uslova konkurencije, jer snažno utiče na performanse preduzeća i ima dalekosežne makroekonomske implikacije. Otuda ispitivanje uzroka, posledica i mogućih rešenja ovog kompleksnog i akutnog ekonomskog problema izlazi iz okvira bankarskog sektora i domaćeg finansijskog tržišta..

2. Sloboda ulaska i fer uslovi tržišne konkurencije banaka

Fundamentalna karakteristika globalizacije nacionalnih finansijskih tržišta je sloboda ulaska finansijskih institucija – nerezidenata i drugih stranih investitora. Prvi način tržišne penetracije je osnivanje samostalne finansijske institucije – subsidijara, koja se registruje i posluje po zakonima zemlje domaćina. Drugi način je poslovanje preko filijala, koje imaju ograničen poslovni subjektivitet, ali registracijom kod nacionalnih organa takodje postaju rezidenti. Treći način je neposredno pružanje usluga od strane nerezidenta na nacionalnom finansijskom tržištu.

Osnivanje finansijske institucije – subsidijara omogućava korišćenje određenih prednosti statusa rezidenta, kojih je sve manje zbog devizne liberalizacije. Nasuprot tome, poslovanje subsidijara opterećuju troškovi osnivanja i tržišnog etabliranja, izloženost domaćoj regulativi i ekonomskim ciklusima, kao i relativno visoka cena napuštanja tržišta, naročito u slučaju finansijske krize – bankarske ili valutne.

Startni i tekući troškovi i izloženost riziku zemlje i tržišnom riziku značajno su manji ukoliko se posluje preko filijale, a još manji kada nerezident nastupa na finansijskom tržištu neposredno. Zato su ovi modaliteti penetracije na strana finansijska tržišta ekonomski privlačniji, naročito kada su u pitanju tržišta zemalja u tranziciji i malih zemalja.

Filijalski i neposredni ulazak finansijskih institucija – nerezidenata odlikuje pre svega finansijska tržišta zemalja – članica EU, što je rezultat konvergencije regulative i integrisanja u šire finansijsko tržište evro zone i Unije u celini. Integracioni procesi obuhvataju berze vlasničkih i dužničkih hartija od vrednosti i finansijskih derivata, devizna tržišta, međubankarska tržišta novca, celokupna bankarska tržišta (maloprodajna, korporativna i velikoprodajna), tržišta osiguranja, tržišta finansijskog lizinga i upravljanje investicionim fondovima i dobrovoljnim penzijskim fondovima.

Za nastup banaka na finansijskim tržištima najvažnija je Direktiva 2006/48/EC o početku i obavljanju poslova kreditnih institucija,⁴ koja predviđa neposredno pružanje usluga ili preko filijala. Osnovne i dodatne poslove kreditna institucija sa „jedinstvenim pasošem“ može obavljati u svim zemljama članicama EU. Filijale se registruju kod nadležnog organa države na čijoj teritoriji će poslovati, a neposredan nastup samo najavljuje dostavljanjem spiska nameravanih poslova, koji se upućuje preko domicilne centralne banke. Najava neposrednog nastupa nije obavezujuća, jer on može biti povremen i diskontinuelan. Osnovni i dodatni poslovi su kreditni, depozitni, platni promet, inkaso, depo, poslovi sa hartijama od vrednosti,

⁴ Directive 2006/48/EC of the European Parliament and of the Council of 14 June 2006 relating to the taking up and pursuit of the business of credit institutions (OJ L 177, 30.6.2006).

savetodavne usluge, faktoring, upravljanje imovinom klijenata, finansijski lizing, prodaja polisa osiguranja i drugi.

Banke i druge kreditne institucije mogu obavljati poslove na finansijskim tržištima svih članica Unije, kao i zemalja u pretpristupnom statusu sa usklađenom regulativom. Sloboda ulaska banaka iz zemalja - članica na finansijska tržišta drugih članica EU počiva na konvergenciji nacionalnih regulativa, koja obezbeđuje RAVNOPRAVNOST svih tržišnih aktera, odnosno „fer uslove konkurencije“.⁵ Sloboda ulaska bez fer uslova implicira sistemsku neravnopravnost tržišnih učesnika – rezidenata i nerezidenata. Indikativno je da su prema udelu banaka u stranom vlasništvu „nove“ članice EU mnogo otvorenije od „starih“.⁶

3. Otvorenost finansijskog tržišta Srbije

Brže otvaranje finansijskog tržišta Srbije, započeto posle 2000. godine, kulminiralo je 2006. donošenjem novog Zakona o deviznom poslovanju,⁷ koji je supstituisao stari Zakon o deviznom poslovanju (od 2002.) i Zakon o kreditnim poslovima sa inostranstvom (od 1992). Međutim, problem nije bila otvorenost sama po sebi, već nekompletnost relevantne regulative. Tako je novi Zakon o stranim ulaganjima donet 2002., Zakon o finansijskom lizingu 2003., Zakon o privrednim društvima 2004., novi Zakon o bankama, Zakon o osiguranju i Zakon o dobrovoljnim penzijskim fondovima i penzijskim planovima 2005., a tek 2006. doneti su Zakon o investicionim fondovima i definitivni Zakon o tržištu hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata, posle više neuspešnih varijanti. Iste 2006. godine doneti su: Zakon o računovodstvu i reviziji, Zakon o platnom prometu i Zakon o preuzimanju akcionarskih društava, godinu dana ranije Zakon o hipoteci i 2004. Zakon o stečajnom postupku. Pravila privatizacije više puta su menjana, a rokovi za okončanje ovog procesa prolongirani.

Sporom izgradnjom regulativnog okvira znatno više su diskriminisani rezidenti, nego strane finansijske institucije i investitori – nerezidenti. Paradoksalno je da strani investicioni fondovi i drugi institucionalni investitori godinama neposredno kupuju i prodaju hartije ovdašnjih emitenata, a da u Srbiji isti ti strani investitori, kao i domaći, do skora nisu mogli osnovati društvo za upravljanje dobrovoljnim penzijskim ili investicionim fondovima, jer nije postojala zakonska regulativa.

Nakon svakog regulativnog koraka strani ulagači su portfolio ili *greenfield* investicijama siticali svoje subsidijare. Bankarstvo odlikuje pretežno portfolio preuzimanje domaćih banaka u državnom i privatnom vlasništvu. Centralna banka je iskoristila svoj monopol na izdavanje licenci bankama da prinudi strane banke – investitore na kupovinu posustalih domaćih banaka. Ovakva diskreciona politika ograničila je ulazak većeg broja stranih investitora i značajno sputala međubankarsku konkurenciju u Srbiji. Izdavanje prve licence za *greenfield* banku posle gotovo pet godina – 13. maja ove godine - možda najavljuje prekid diskrecione politike, suprotne osnovnom principu reciprociteta u međunarodnim odnosima.⁸ Uprkos tome, 21 banka (od 35), sa 76% aktive domaćeg banakarskog sektora, bila je u pretežnom stranom vlasništvu na kraju

⁵ “Fair conditions of competition” (OJ L 177/2).

⁶ Berger (2007)

⁷ „Sl. Glasnik RS“, br. 62/06.

⁸ Licencu je dobila Moskovska banka (!), nakon sprovedene kompletne procedure (www.nbs.yu).

2007. godine.⁹ Strani investitori dominiraju i u lizing kompanijama, društvima za upravljanje investicionim i dobrovoljnim penzijskim fondovima i brokersko-dilerskim društvima. Strani subsidijari su manjina jedino u osiguranju, zbog odlaganja privatizacije najvećeg domaćeg osiguravača – „Dunav osiguranja“.

Zahvaljujući penetraciji stranih investitora, odnos aktive finansijskog sektora i brzo rastućeg BDP-a skočio je sa 39,4% 2004. na 60,8% 2006. godine. Najveći deo aktive finansijskog sektora na kraju 2006. pripadao je bankama (90,5%), a znatno manje lizing kompanijama (5,2%) i osiguravajućim društvima (4,3%).¹⁰ Pri tome je neophodno imati u vidu da su banke vodeći akcionari u lizing i osiguravajućim društvima, kao i društvima za upravljanje fondovima. Dominacija rezidenata - stranih subsidijara na domaćem finansijskom tržištu, koji upravljaju sa preko 80% aktive svih finansijskih posrednika, istovremeno je najsnažniji dokaz institucionalne otvorenosti ovog tržišta.

Liberalizacija devizne regulative omogućava stranim bankama – nerezidentima da u Srbiji ne samo slobodno osnivaju sve vrste finansijskih institucija, već i neposredno prodaju svoje kreditne proizvode kompanijama i kupuju dugoročne hartije od vrednosti. Na taj način banke – nerezidenti postaju direktni konkurenti domaćih banaka, bez posredovanja subsidijara ili filijala. Međutim, ostali finansijski posrednici – nerezidenti ne mogu neposredno prodavati svoje proizvode i usluge, osim izuzetno (npr., osiguranik – rezident može se osigurati u inostranstvu samo od rizika koje osiguravači u Srbiji ne osiguravaju). Tržišna penetracija stranih investitora preko subsidijara – rezidenata podrazumeva iste uslove konkurencije za sve aktere, što znači da su nebankarske finansijske institucije ravnopravne na domaćem finansijskom tržištu. Jednake uslove imaju i banke rezidenti u stranom i domaćem vlasništvu. Problem je izrazita tržišna neravnopravnost banaka – rezidenata i nerezidenata, koja se fokusira u ovoj analizi.

4. Uzroci sistemske neravnopravnosti domaćih i stranih banaka

Banke u svim zemljama sveta izložene su manjim ili većim troškovima regulative. Struktura troškova regulative razlikuje se od zemlje do zemlje, ali su najčešće dve vrste: troškovi obavezne rezerve (1) i troškovi osiguranja depozita (2). Relativni nivo troškova regulative po pravilu je obrnuto proporcionalan finansijskoj stabilnosti zemlje. Visoka domaća inflacija i ekstremna evroizacija diktiraju oštru regulativu, zbog čega je naša zemlja u vrhu tranzicionih zemalja po stopama obavezne rezerve. Prividnu kontroverzu predstavlja činjenica da posledična monetarna kontrakcija nije bitno umanjivala inflaciona očekivanja domaće javnosti. Suštinski, izvoriste kredibilitnosti nije restriktivna monetarna politika, već reputacija monetarnih vlasti. Restriktivna regulativa zato može kompenzovati kredibilnu monetarnu politiku samo uz ogromne troškove, koji se pravdaju dezinflacijom.

Troškovi regulative mogu se podeliti na direktne (troškovi regulatora), indirektne (troškovi banaka, uključujući troškove kapitala, menadžmenta, obuke i treninga, plata osoblja i td.) i distorzivne (troškovi banaka zbog odustajanja od finansijskih inovacija, tehnoloških unapređenja, tržišne ekspanzije i t.sl.).¹¹ Za fer uslove bankarske konkurencije posebno su važni

⁹ Narodna banka Srbije, Kontrola poslovanja banaka, Izveštaj za četvrti kvartal 2007. godine.

¹⁰ Narodna banka Srbije, *Izveštaj o stanju u finansijskom sistemu Republike Srbije za 2006. godinu*.

¹¹ Briault, C (2003)

troškovi kapitala, jer najneposrednije utiču na aktivne kamatne stope i konkurentnost ponude banaka. Uticaj ovih troškova na aktivne kamatne stope svake banke zavisi od njenih performansi i strategije. Visina troškova regulative može se proceniti prema stopama obavezne rezerve i premije osiguranja depozita u Srbiji i drugim zemljama.

Obavezne rezerve banaka u Srbiji

Stopa	Osnovica
1) 10%	Dinarska osnovica
2) 45%	Devizna osnovica
Izuzetno od (1)	
1) 5%	Dinarski depoziti oročeni preko jednog meseca
2) 45%	Dinarske obaveze indeksirane deviznom klauzulom
3) 45%	Dinarske obaveze po osnovu depozita i kredita primljenih iz inostranstva
Izuzetno od (2)	
1) 40%	Devizna štednja kod banaka
2) 20%	Subordinirane devizne obaveze
3) 100%	Devizna sredstva davaoca lizinga na posebnom računu

Izvor: Odluka o obaveznoj rezervi banaka kod NBS („*Sl. glasnik RS*“ , br. 116/06, 3/07, 31/07, 93/07 i 35/08).

Dinarsku osnovicu čine obaveze po dinarskim depozitima, kreditima, hartijama od vrednosti i druge dinarske obaveze, uključujući i komisione dinarske plasmane preko iznosa komisionih depozita. Devizna osnovica obuhvata devizne depozite, hartije od vrednosti i druge devizne obaveze, uključujući subordinirane devizne obaveze, kao i depozite, kredite i druga devizna sredstva primljena u ime i za račun trećih lica. Takođe postoji i više izuzetaka od dinarske i devizne osnovice.

Na dinarsku obaveznu rezervu NBS plaća kamatu po stopi od 2,5% godišnje,¹² dok za devizne obavezne rezerve relevantnom Odlukom nije predviđena kamata.¹³ NBS istovremeno naplaćuje kamatu na razliku između obračunatog i ostvarenog nivoa, kao i razliku propisanog i obračunatog iznosa dinarskih i deviznih obaveznih rezervi po stopi dobijenoj uvećanjem referentne kamatne stope za 16 procentnih poena. Referentna kamatna stopa je kamatna stopa na dvonedeljne repo operacije, koja trenutno¹⁴ iznosi 15,25%, tako da je stopa koju NBS primenjuje na rezidual obračunatog i ostvarenog nivoa, odnosno propisanog i obračunatog iznosa čak 31,25% (15,25+16)! Imajući u vidu da je najveći deo pasive banaka u deviznom obliku (64,2% svih depozita, bez ino kredita) ili devizno indeksiran, jasno je da obavezna rezerva, posebno devizna, predstavlja ogroman oportunitetni trošak za banke – rezidente.¹⁵ Najizdašniji domaći izvor - štednja stanovništva - premašila je prošle godine 5 milijardi evra i još uvek raste, što

¹² Suvišno je naglašavati da se radi o inflatornom obezvređivanju dinarskih sredstava banaka, obzirom da je realna kamatna stopa izrazito negativna.

¹³ Odluka o kamatnim stopama koje Narodna banka Srbije primenjuje u postupku sprovođenja monetarne politike („*Sl. glasnik RS*“ , br. 73/06, 103/06, 110/06, 31/07, 50/07 i 35/08).

¹⁴ Volatilnost referentne kamatne stope ilustruje njen nivo u isto vreme (kraj maja) prošle godine – 9,50%.

¹⁵ Iznos izdvojene obavezne rezerve banaka iskazan je u okviru obuhvatnijih pozicija aktive Bilansa stanja, ali se indirektno može proceniti da je polovinom maja ove godine bilo sterilisano 3,4 milijarde evra po osnovu devizne i oko 300 miliona evra po osnovu dinarske obavezne rezerve.

znači da samo po tom osnovu banke imaju više od dve milijarde evra beskamatno inhibiranih sredstava. Najnovija mera NBS – obaveza držanja 10% devizne obavezne rezerve banaka u dinarima (?), pre svedoči o nemoći aktuelne monetarne politike, nego o lucidnosti njenih kreatora. Nepotrebno izlaganje domaćih banaka dodatnom deviznom riziku samo uvećava postojeći trošak inhibiranih deviznih sredstava.

Na prvi pogled se primećuje da su stope obevezne rezerve ekstremno visoke.¹⁶ Poređenja radi, većina zemalja EU ima opštu stopu od 2%, ostale do 5%, a neke i nemaju instrument obavezne rezerve banaka (kao Holandija). Osnovicu za obračun najčešće predstavlja prosečna vrednost primljenih nebankarskih depozita, korigovana određenim odbitnim i dodatnim stavkama, zavisno od specifičnosti zemlje. Primarno je da su stope izrazito niske i osnovice slične, tako da nema većih odstupanja troškova regulacije banaka između zemalja – članica. Na taj način se obezbeđuju fer uslovi konkurencije i u uslovima neposrednog nastupa banaka – nerezidenata.

Troškovi premija osiguranja depozita imaju višestruko niže učešće u ukupnim troškovima regulative, odnosno manje opterećuju banke nego obavezna rezerva. Za analizu fer uslova najbitnija je razlika između stopa premije osiguranja i osnovice za obračun.

Premija osiguranja depozita

Stopa	Osnovica
0,1% tromesečno	Prosečno stanje ukupnih osiguranih depozita fizičkih lica (do 3.000 evra)
0,3% jednokratno	Početna premija na iznos novčanog dela minimalnog osnivačkog kapitala

Izvori: Odluka o utvrđivanju stope tromesečne premije za 2008. („*Sl. glasnik RS*“, br. 89/07)

Odluka o utvrđivanju načina i rokova obračuna i naplate početne premije osiguranja depozita fizičkih lica („*Sl. Glasnik RS*“, br. 69/07)

Srbija ima veoma visoke premije osiguranja depozita – 0,3% na početku i 0,1% tromesečno, odnosno 0,4% godišnje. Premija se obračunava i naplaćuje na prosečno stanje svih osiguranih depozita. Međutim, trošak osiguranja relativno je manji zbog niskog nivoa maksimalno osigurane sume – svega 3.000 evra, što je jedna od najnižih suma u svetu¹⁷ i najniža u okruženju¹⁸ Karakteristično je da je domaća premija osiguranja visoka u odnosu na druge evropske zemlje, mada je njihov maksimalni iznos osiguranog depozita 5-30 puta veći.

Trošak regulative banaka – rezidenata kod nas je najveći u Evropi. Ovo ekstremno opterećenje domaćih banaka direktna je posledica neuspešne borbe sa inflacijom. Trošak domaće regulative snose sve banke - rezidenti na tržištu, zbog čega se on ispoljava kao sistemski. Nasuprot njima, banke – nerezidenti imaju neuporedivo niže troškove domicilne regulative, a mogu slobodno ulaziti na naše tržište ne samo kao investitori, već i kao neposredni kreditori. Otuda proizilazi sistemska neravnopravnost domaćih i stranih banaka. Za jedan standardni proizvod i savršeni supstitut, kakav je korporativni kredit, banka – rezident mora obezbediti 40-45% više izvora i

¹⁶ Udruženje banaka Srbije je ukazivalo na problem visine stope obavezne rezerve znatno pre nego što je ova stopa dostigla postojeći nivo (Izveštaj o poslovanju Udruženja banaka Srbije u 2005. godini, str. 3).

¹⁷ Hoelscher i drugi (2006)

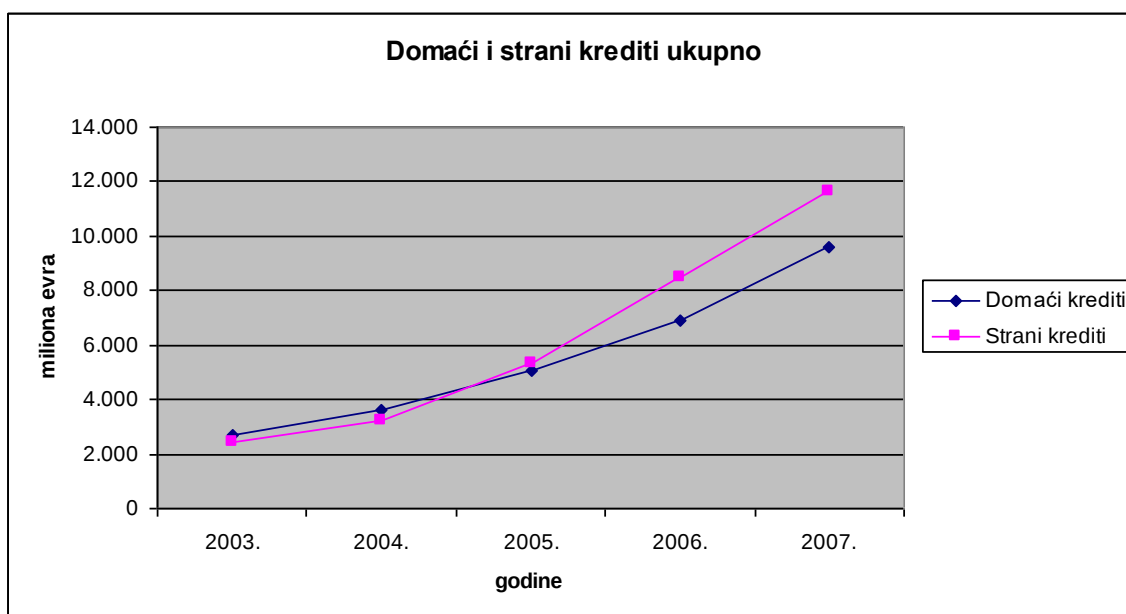
¹⁸ U međjuvremenu je maksimalna osigurana suma depozita u BiH povećana sa 5.000 KM na 7.500 KM (www.aod.ba)

platiti drastično višu cenu njihovog pribavljanja!? Prema tome, nije problem samo nizak kreditni rejting zemlje, bez obzira što je smanjen sa BB-/pozitivan na BB-/stabilan.

5. Posledice diskriminacije domaćih banaka – rezidenata

Preopterećenost domaćih banaka troškovima regulative stavlja ih u inferioran tržišni položaj, proizvodeći niz negativnih efekata – visoke i nekonkurentne aktivne kamatne stope, usporavanje rasta kreditnih i drugih poslova, gubljenje pozicije (udela) na tržištu, smanjivanje efikasnosti intermedijacije, opadanje profitabilnosti (ROA i ROE) i druge negativne eksternalije. Najveći deo ovih troškova prevladava se, preko skupih domaćih kredita, na sektor stanovništva, kome je zakonom zabranjeno uzimanje kredita u inostranstvu, kao i deo preduzeća (uglavnom MSP) i većinu preduzetnika, koji nemaju pristup stranim bankama – kreditorima. Tako se u ime tržišnih sloboda i mobilnosti kapitala manja preduzeća i preduzetnici guše enormnim troškovima kreditiranja, a ubrzano raste spoljni dug zemlje po osnovu kredita privatnog sektora.

Posledice po ceo domaći bankarski sektor sintetički pokazuje odnos stranih i domaćih kredita privatnom sektoru - zajmoprimcima u Srbiji,¹⁹ dat u narednom grafikonu.

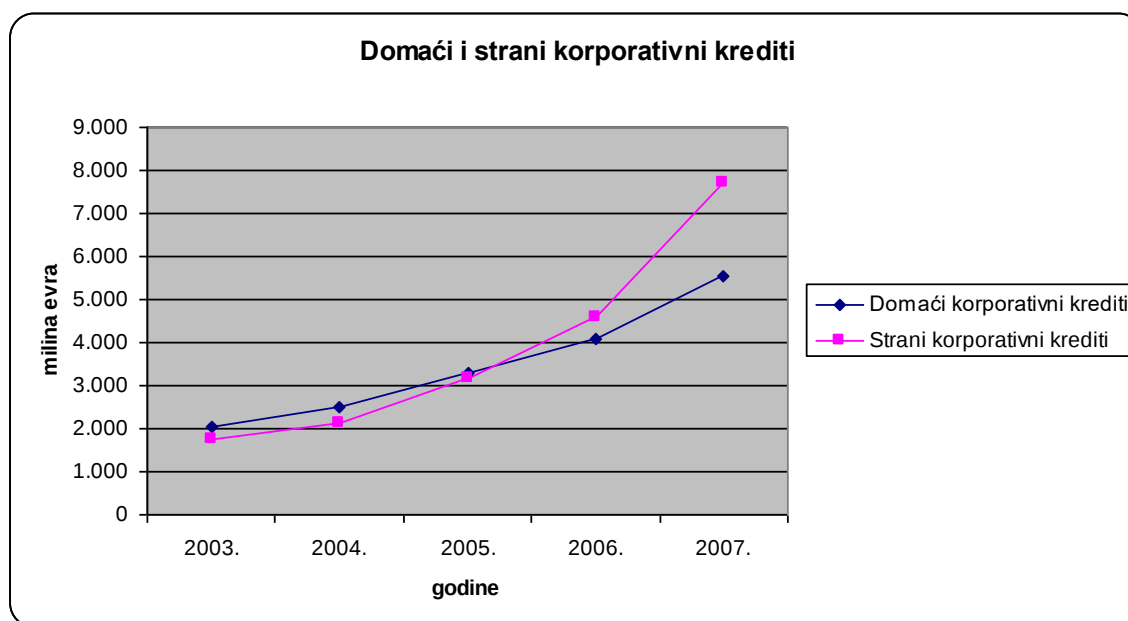


Obuzdavanje domaćih kredita merama centralne banke uzrokovalo je potpunu promenu njihovog odnosa prema stranim kreditima – sa 53:47 krajem 2003. na 45:55 istekom prošle godine. Ove strukturne promene su rezultat znatno bržeg rasta stranih kredita (prosečno godišnje 48%), odnosno usporavanja domaćih kredita (prosečno godišnje 37%). Zaostajanje domaćih kredita je autonomno u odnosu na domaće izvore – dinarske i devizne, koji su brzo rasli, za razliku od stranih bankarskih izvora, čiji udeo u bilansnoj sumi banaka neprekidno opada od polovine 2006.

¹⁹ Zbog predmeta analize i metodološke konzistentnosti iz stranih kredita je isključen javni sektor, a iz domaćih međubankarski krediti.

godine.²⁰ Jednostavno, troškovi regulative primorali su domaće banke – subsidijare da kreditiranje ovdašnjih kompanija preusmere na svoje matične ili povezane banke. Zato je i doprinos stranih korporativnih kredita rastu BDP-a srazmerno veći.²¹

Najveći deo domaćih i stranih kredita čine korporativni krediti, zbog čega se promene na nivou celokupnog tržišta ne mogu objasniti bez njihovog raščlanjavanja.



Uočava se da je rast stranih korporativnih kredita (prosečno godišnje 45%) neuporedivo brži od istovrsnih domaćih kredita (prosečno godišnje 28%). Otuda su i strukturna pomeranja velika – od 54:46 u korist domaćih kredita 2003. do 42:58 u korist stranih. Međutim, korporativni ino krediti rasli su sporije od ukupnih stranih kredita privatnom sektoru, što znači da je eksterno zaduživanje domaćih banaka bilo još brže, ali sporije od rasta ukupne bankarske aktive!

Dramatične promene evidentirane su u prvom tromesečju ove godine. Pod pritiskom obaveznih rezervi i drugih problema banke – rezidenti smanjile su svoj spoljni dug za 582 miliona evra ili 15% (!), dok su korporativni ino krediti povećani za gotovo isti iznos – 589 miliona evra ili 8% (!!). Dostigavši 8,3 milijardi evra, 31. marta ove godine,²² strani korporativni krediti približili su se granici od 70% svih kredita domaće privrede (!!!). Distorzija domaćeg tržišta korporativnih kredita, uzrokovana dominacijom stranih kreditora, ukazuje na dugoročnu neodrživost regulativne diskriminacije domaćih banaka.

Krunski dokaz neravnopravnosti domaćih banaka pruža nam proračun MMF-a, prema kome je prosečna kamatna stopa na korporativne kredite nerezidentskih banaka iznosila 5,20% u avgustu

²⁰ NBS, *Izveštaj o inflaciji* (Februar 2008), str. 34.

²¹ Brzoza-Brzezina (2005)

²² www.nbs.yu (maj 2008)

prošle godine.²³ Poredjenja radi, kamatna stopa na dvonedeljne repo operacije u isto vreme je iznosila 9,50%, uz veoma stabilan devizni kurs.

Interesantno je da uprkos intenzivnom zaduživanju u inostranstvu domaći korporativni sektor u 2006. godini beleži niži udeo stranih kredita u ukupnoj pasivi (23%) nego Hrvatska (27%) i Bugarska (43%) i isti kao kompanije u Rumuniji.²⁴ Kasniji kreditni bum, koji se po svim numeričkim kriterijumima desio krajem prošle i početkom ove godine, još uvek nije doveo do posledične bankarske i valutne krize.²⁵

Sumarne posledice sistemske neravnopravnosti domaćih i stranih banaka su:

- otežana finansijska intermedijacija,
- rast troškova domaćeg kreditiranja,
- usporavanje rasta domaćih korporativnih kredita,
- pad performansi banaka – rezidenata,
- visoki troškovi repo sterilizacije,
- dalji rast prevelikog spoljnog duga i dr.

Aktuelna situacija u bankarskom sektoru je izrazito paradoksalna – prirast domaćih bankarskih izvora steriliše se repo operacijama i obaveznom rezervom, a preduzeća sve više uzimaju znatno povoljnije strane kredite!? Restriktivne mere monetarne politike neselektivno ograničavaju i poskupljuju sve kredite, nezavisno od njihovog uticaja na inflaciju. Elementarna je činjenica da potrošački krediti utiču na agregatnu tražnju, a krediti preduzećima na proizvodnju, izvoz i investicije. Bez većeg korporativnog kreditiranja rast BDP-a znatno je sporiji.²⁶

6. Rešenje problema – otklanjanje uzroka diskriminacije

Borba sa inflacijom iziskuje neminovne ekonomske žrtve i troškove, jer je društveni trošak finansijske nestabilnosti neprihvatljiv. Medjutim, arsenal anti-inflacionih mera pruža izvanredne mogućnosti kreiranja i vođenja kredibilne monetarne politike. Problem je što Srbija ima dugu i burnu istoriju inflacije, a njena javnost visoka inflaciona očekivanje i nisko poverenje u monetarne vlasti. Rešenje je u izgradnji reputacije centralne banke, koja nezavisno i odgovorno vodi transparentnu i delotvornu monetarnu politiku.

Valutna struktura štednje stanovništva pokazuje da domaća javnost veruje gotovo isključivo Evropskoj centralnoj banci (98% je devizna štednja, uglavnom u evrima), a ne nacionalnoj centralnoj banci (2% je dinarska štednja). Ekstremna evroizacija i nepoverenje primoravaju centralnu banku da nameće visoke obavezne rezerve, povećava repo kamatnu stopu i uvodi brojne prudencione i administrativne mere. Rezultat je visoka inflacija i sve veća podmonetizovanost domaće ekonomije – indikator M2/BDP u Srbiji je 2,2-5 puta niži, odnosno monetarna restrikcija veća nego u zemljama u tranziciji.²⁷ Apsurdno je što se sve događa u zemlji koja je finansijski najsigurnija zemlja u tranziciji po odnosu deviznih rezervi i M1 i

²³ IMF, *Republic of Serbia* (2008), str. 16.

²⁴ Sorsa i dr. (2007)

²⁵ Egert i dr. (2006)

²⁶ Brzoza-Brzezina (2005)

²⁷ EBRD, *Transition report*, (October 2007)

odmah iza Slovenije prema proporciji deviznih rezervi i primarnog novca, što su oficijelni međunarodni pokazatelji izloženosti finansijskom riziku!?

U ovakvim okolnostima nije poželjno brzo i generalno smanjivanje stopa i sužavanje osnovica za obračun obavezne rezerve. Međutim, moguće je selektivno smanjiti teret obavezne rezerve na domaće devizne izvore korigovanjem za određeni deo dugoročnih (preko jedne godine) korporativnih kredita. NBS. Uvažavajući postulat da se obavezna rezerva po pravilu obračunava na određene bankarske obaveze, moguće je izvršiti korekciju domaće devizne osnovice za iznos dugoročnih korporativnih kredita, odnosno za taj deo primeniti stopu dinarske obavezne rezerve (10%). Na taj način bi se troškovno rasteretio upravo onaj deo pasive koji je plasiran preduzećima, a istovremeno smanjile aktivne kamatne stope i strani korporativni krediti.

Sužavanjem jaza između troškova regulative banaka rezidenata i nerezidenata otklonio bi se osnovni uzrok neravnopravnosti naših domaćih banaka u odnosu na strane. Naime, preostale troškovne razlike nisu diskriminatorne, jer naši građani – rezidenti ne mogu uzimati strane kredite, a ni građani ni preduzeća ne mogu držati depozite u stranim bankama, osim u izuzetnim, strogo određenim okolnostima.

Dugoročno rešenje problema diskriminacije domaćih banaka je smanjenje stope obavezne rezerve, kao anahronog i netržišnog instrumenta monetarne politike, ispod granice od 5%.

7. Zaključak

Ubrzani rast stranih korporativnih kredita, koji su krajem marta dostigli gotovo 70% svih kredita preduzećima, direktna je posledica preopterećenosti domaćih banaka troškovima regulative. Ogroman jaz između stranih i domaćih troškova regulative u uslovima devizne liberalizacije, posebno ino zaduživanja preduzeća, istovremeno je uzrok sistemske neravnopravnosti domaćih banaka u odnosu na strane. Centralna banka mora voditi računa o fer uslovima konkurencije i u najvećem žaru borbe protiv inflacije.

Ključ rešenja je u tretmanu privrednih kredita. Najšira sloboda zaduživanja preduzeća u inostranstvu, inaugurisana Zakonom o deviznom poslovanju, upravo počiva na saznanju da korporativni krediti nemaju inflaciono dejstvo. Zato je ekonomski racionalno kratkoročno rešenje primeniti stopu dinarske obavezne rezerve od 10% na onaj deo domaćih deviznih obaveza srazmeran iznosu dugoročnih (preko jedne godine) korporativnih kredita. Dugoročno, rešenje je svodjenje stope obavezne rezerve na nivo ispod 5%.

Uspostavljanje fer uslova konkurencije bitno bi smanjilo sistemske neravnopravnosti domaćih i stranih banaka na našem finansijskom tržištu. Ubrzo zatim bile bi smanjene aktivne kamatne stope i usporen rast stranih, a podstaknut rast domaćih korporativnih kredita. Inflacionih uticaja ne bi bilo, a doprinos rastu BDP-a i smanjivanju spoljnog duga nije potrebno naglašavati.

Literatura:

1. Berger, A., Obstacles to a global banking system: „Old Europe“ versus „New Europe“, *Journal of Banking&Finance* 31(2007)
2. Brzoza-Brzezina, M. (2005), *Lending booms in the new member states – Will Euro adoption matter?* ECB, WP No 543/November 2005
3. Briault, C (2003), *The Costs of Financial Regulation*, ZEW/AEI Conference on regulation and supervision of financial markets and institutions in the EU, Mannheim, 10 July 2003
4. EBRD, *Transition report 2007*, October 2007
5. Egert, B., Backe, P., i Zumer, T, (2006) *Credit growth in Central and Eastern Europe - New (over)shooting stars?* ECB, WP No 687/October 2006
6. Hoelscher, D., Taylor, M. i Klueh, U. (2006), *The Design and Implementation of Deposit Insurance Systems*, Occasional paper 251, IMF, 2006
7. IMF, *Republic of Serbia: Selected Issues*, IMF Country Report No.08/55, February 2008
8. NBS, *Izveštaj o inflaciji*, Februar 2008.
9. NBS, *Izveštaj o stanju u finansijskom sistemu Republike Srbije za 2006. godinu*
10. NBS, *Kontrola poslovanja banaka*, Izveštaj za četvrti kvartal 2007. godine
11. NBS, *Sve banke su domaće bez obzira na poreklo kapitala*, Saopštenje od 22.02.2008.
12. Sorsa, P., Bakker, B., Duenwald, C., Maechler, A. i Tiffin, A. (2007), *Vulnerabilities in Emerging Southeastern Europe – How Much Cause for Concern?* IMF WP/07/236.
13. UBS, *Izveštaj o poslovanju Udruženja banaka Srbije u 2005. godini* (www.ubs-asb.com).
14. UBS, *Nove monetarne mere Narodne banke Srbije – Zaključci Upravnog Odbora Udruženja banaka Srbije od 10.05.2006.*, *Info UBS*, br. 52, jun 2006.
15. *Zakon o deviznom poslovanju*, *Službeni glasnik RS*, br. 62/06.

KONKURENCIJA NA KREDITNOM TRŽIŠTU SRBIJE*

Apstrakt

Kreditno tržište Srbije ubrzano raste od 2003., mada je i pored ekspanzije proteklih godina još uvek malo tržište u razvoju. Drastično smanjivanje broja banaka na rastućem tržištu nije izazvalo povećanje niskog nivoa koncentracije, zahvaljujući ravnomernom ukupnjavanju aktive (HHi 559) i kredita (HHi 606). Relativno niske regulatorne barijere ulasku na tržište nisu sputavale konkurenciju, ali je problem diskreciona implementacija normativnih pravila. Monopolistička konkurencija sa elementima oligopola karakteriše domaće kreditno tržište, kao i većinu stranih. Visoke kamatne stope na kredite i previsoka kamatna margina više su posledice niskog kreditnog rejtinga zemlje i natprosečnih troškova regulative, nego intenziteta konkurencije. Zaštita konkurencije je normativno samo delimično regulisana, bez ikakve praktične primene. Uprkos izrazito inflacionom ambijentu i restriktivnom regulatornom okruženju, nivo međubankarske konkurencije je respektabilan u odnosu na većinu zemalja u tranziciji, pa i neke ekonomski razvijene članice EU. Intenzitet konkurencije narednih godina zavisice od kredibilitnosti monetarne politike i inflacionih očekivanja.

Ključne reči: kreditno tržište, banke, konkurencija, konsolidacija, koncentracija, barijere ulasku, zemlje u tranziciji.

THE COMPETITION ON CREDIT MARKET OF SERBIA

Abstract

The credit market of Serbia has accelerated growth since 2003. Although it has experienced some expansion during last few years, it is still small emerging market. Drastically decrease in bank number on growing market did not influenced low concentration level increase, due to equal assets (HHi 559) and credit increases (HHi 606). Relatively low regulatory barriers to entry on market did not handicapped competition, but the problem was discreted implementation of regulatory frameworks. Monopolistic competition with some elements of oligopoly is characteristic for domestic credit market as well as for majority of foreign credit markets. High interest rates on credits and too high interest margins are mostly consequences of low credit rating of the country and extremely high regulatory costs, but competition intensity. Competition protection is regulatory only partly regulated, without any practical purpose. In spite of high inflation ambience and restrictive regulatory environment, interbank competition level is respectable if compared with the most transition countries, as well as with some of the economy developed EU members. Competition intensity in coming years is going to depend on monetary policy credibility and inflation expectations.

Key words: credit market, banks, competition, consolidation, concentration, entry barriers, transition countries.

* *Tržišne strukture i zaštita konkurencije: iskustva zemalja u tranziciji*, Institut ekonomskih nauka – Beograd i Beogradska bankarska akademija, 2008, str. 133-150.

Uvodne napomene

Početkom novog milenijuma kreditno tržište Srbije bilo je gotovo hibernisano – nagomilani nenaplativi krediti, hipoteka stare devizne štednje i loš kreditni rejting zemlje onemogućavali su svaku značajniju kreditnu aktivnost domaćih banaka.¹ Nedospeli plasmani privredi bili su mali, krediti stanovništvu još manji.² Zato su pretežan deo funkcionišućeg kreditnog tržišta činili međubankarski krediti za likvidnost, kao kratkoročni supstituti nedostajućim dugoročnim i trajnim izvorima. Posledično, realne kamatne stope na kredite bile su visoke, pasivne kamatne stope realno negativne, a kamatna margina previsoka.

Pitanje konkurencije na tako malom i kontaminiranom tržištu bilo je irelevantno za sve aktere na strani ponude i Centralnu banku kao regulatora. Distorzija odnosa ponude i tražnje omogućavala je svakoj banci oligopolnu poziciju, bez obzira što je početkom 2001. u Srbiji postojalo 86 banaka.³

Brži rast kreditnog tržišta Srbije počinje tek od 2003., a ekspanzija od 2005. godine, kao posledica penetracije stranih banaka – investitora i rehabilitacije bankarskog sektora u celini. Navedene 2003. godine u zemlji je poslovalo 47 banaka (11 u stranom vlasništvu), a 2005. još manje – 40 (17 pod kontrolom stranih investitora). Ekspanzivni rast kredita poslednje tri godine tekao je naporedo sa daljim smanjivanjem ukupnog broja banaka (svega 35 na kraju 2007.) i povećanjem broja banaka u stranom vlasništvu (21). Smanjivanje broja banaka nije praćeno samo porastom ponude kredita, već i njihovom diversifikacijom, uvođenjem inovativnih proizvoda, širenjem kanala distribucije i snižavanjem aktivnih kamatnih stopa.

Ekspanzija kreditnog tržišta Srbije aktuelizovala je pitanje konkurencije i njenih implikacija na kreditne institucije, debitore i ukupnu ekonomiju. Analiza konkurencije podrazumeva njeno merenje na definisanom relevantnom tržištu, kako nivoa koncentracije i ulaznih barijera, tako i osnovnih performansi – cena i profitabilnosti. Struktura ovog rada prilagođena je kompleksnim standardima merenja konkurencije i koncentracije u bankarstvu.⁴

Relevantno tržište i segmentacija

Relevantno tržište, prema Zakonu o zaštiti konkurencije, „obuhvata relevantno tržište proizvoda na relevantnom geografskom tržištu“. Prvi uslov je da su proizvodi „zamenljivi pod prihvatljivim uslovima“, odnosno supstituti. Drugi uslov je „teritorija na kojoj učesnici na tržištu učestvuju u ponudi ili potražnji i na kojoj postoje isti uslovi konkurencije, koji se bitno razlikuju od uslova konkurencije na susednim teritorijama“. ⁵

Kreditni kao savršeni supstituti čine relevantno tržište proizvoda. Relevantno geografsko tržište kredita jedne zemlje obuhvata sve domaće zajmodavce i zajmoprimce. Liberalizacija kreditnog poslovanja komplikuje definisanje relevantnog geografskog tržišta u slučajevima kada su kreditori i korisnici iz različitih zemalja. ⁶ Relevantno tržište metodološki obuhvata i strane kredite domaćim debitorima. Međutim, krediti banaka – rezidenata korisnicima u inostranstvu nisu, strogo formalno, deo domaćeg kreditnog tržišta.

¹ Kamatonosna aktiva na kraju 2000. godine činila je svega 5,9% ukupne aktive banaka ?! (NBJ, *Godišnji izveštaj 2000*).

² Krajem 2000. godine u sektorskoj strukturi kredita privreda je učestvovala sa 70%, stanovništvo sa 8%, javni sektor sa 12% i ostali sektori sa 10% (Isto).

³ Na početku 2001. godine u Srbiji je licencu NBJ imalo ukupno 86 banaka – 67 van pokrajina, 17 u Vojvodini i 2 na Kosovu i Metohiji (NBJ, *Bankarski sektor SRJ*, 31.12.2001.g., april 2002.).

⁴ Bikker, J., Haaf, K., (2002) „Measures of Competition and Concentration in the Banking Industry“, s. 25.

⁵ Zakon o zaštiti konkurencije, čl. 6. („Sl.glasnik RS“, br. 79/2005).

⁶ Ilustrativan primer je prošlogodišnji kredit američke SITI banke „Telekomu Srbije“ za kupovinu mobilnog operatera „Telekom Srpske“ u Republici Srpskoj.

Prema korisnicima ovo tržište se uobičajeno deli na tržište kredita privatnom i javnom sektoru. Prvi tržišni segment dalje se razvrstava na kredite stanovništvu i nefinansijskim preduzećima, dok se krediti finansijskim institucijama, uključujući međubankarske, odvojeno razvrstavaju.

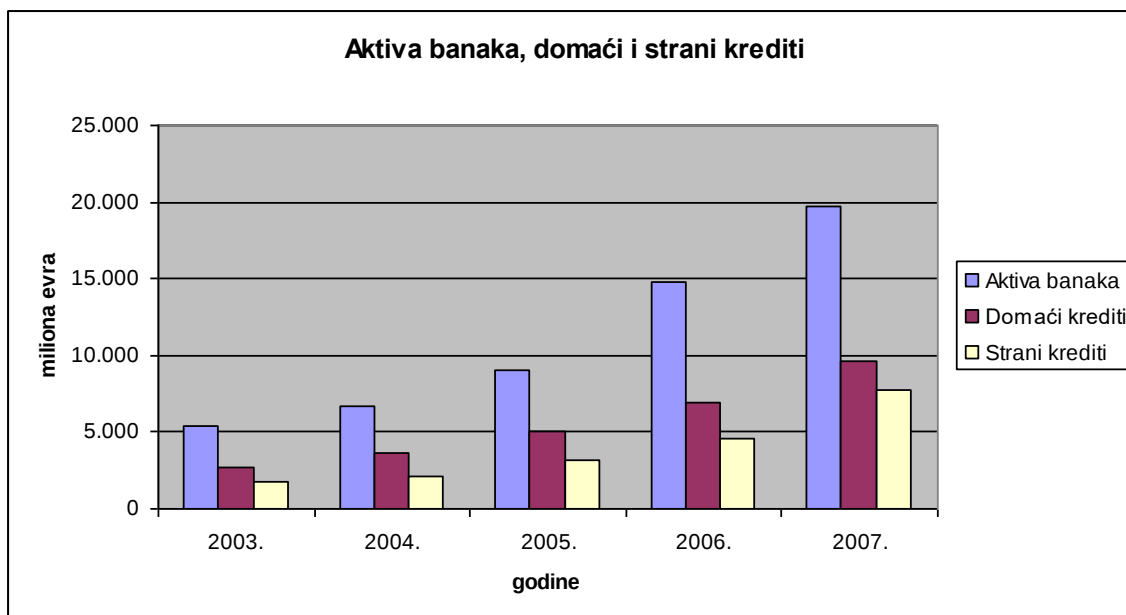
Krediti javnom sektoru čine zaseban tržišni segment, koji uključuje širok krug zajmoprimaca – državu i njene organe, lokalnu samoupravu, javna preduzeća i ostale budžetske korisnike. Pošto kreditno zaduživanje javnog sektora utiče na reputaciju fiskalnih i monetarnih vlasti, najveći deo ovog sektora se sve više preusmerava na emitovanje dužničkih hartija od vrednosti, kao osnovni način pribavljanja neophodnih finansijskih sredstava. Otuda krediti javnom sektoru gube na značaju, naročito u zemljama koje vode transparentnu i kredibilnu monetarnu politiku.

Dominantan segment kreditnog tržišta većine zemalja u svetu, pa i Srbiji, predstavljaju krediti privatnom sektoru – stanovništvu i nefinansijskim kompanijama. Zato konkurencija na ovom segmentu presudno određuje nivo konkurencije na kreditnom tržištu u celini. Tržište korporativnih kredita obuhvata i kredite banaka-nerezidenata, koje one slobodno prodaju domaćim preduzećima-zajmotražiocima, mada se taj način bitno narušava jednakost uslova konkurencije domaćih i stranih zajmodavaca.⁷

Veličinu relevantnog kreditnog tržišta Srbije pokazuje kretanje ukupne aktive banaka, domaćih i stranih kredita, prikazano u narednom grafikonu. Domaći krediti obuhvataju sve plasmane domaćim zajmoprimcima, izuzimajući međubankarske, a strani samo korporativne kredite, jer zaduživanje domaćih banaka u inostranstvu predstavlja deo njihovih izvora, odnosno kreditnog potencijala.

⁷ „Nove odluke NBS dalje zaoštravaju monetarnu politiku kada je u pitanju obavezna rezerva, čime se u povoljniji položaj stavljaju banke koje posluju u inostranstvu u odnosu na banke koje postoje u Srbiji. Ove banke u inostranstvu, na koje se ove nove mere ne odnose, moći će i dalje da iz inostranstva direktno kreditiraju svoje komitente a bankama u našoj zemlji se pogoršavaju uslovi privredjivanja iako su uložile sredstva u Srbiju, zaposlile domaću radnu snagu i dele sudbinu privrede sa kojom rade.“ (UO Udruženja banaka Srbije, 10.05.2006.)

„Sve banke koje na srpskom bankarskom tržištu posluju domaće su banke bez obzira na poreklo njihovog kapitala. Banke sa većinskim stranim kapitalom su takodje domaće banke, posluju po našim propisima i pod supervizorskim su nadzorom Narodne banke Srbije.“ (Saopštenje NBS *Sve banke su domaće bez obzira na poreklo kapitala* od 22.02.2008.)



Aktiva banaka u četvorogodišnjem periodu 2003-2007. uvećana je sa 5,38 na 19,71 milijardu evra ili za 3,66 puta (prosečno 38% godišnje), domaći krediti sa 2,72 na 9,60 milijardi evra (3,53 puta, odnosno 37% godišnje) i strani krediti sa 1,74 na 7,70 milijardi evra (4,42 puta ili 45% godišnje). Relativno sporiji rast domaćih kredita uslovio je pad njihovog udela u aktivi banaka sa 50,5% na 48,7%. Presudan podsticaj ekspanziji kreditnog tržišta Srbije direktno i indirektno su dali strani kreditori, zahvaljujući kojima su ukupni krediti u istom periodu multiplikovani 3,88 puta (40% godišnje). Otuda je odnos ukupnih kredita prema aktivi banaka uvećan sa 82,9% na 87,8%.⁸

Ubrzani rast kreditnog tržišta nije bio sektorski uravnotežen, usled čega su nastale značajne strukturne promene. Udeo korporativnih kredita u ukupnom kreditnom tržištu smanjen je sa 75,6% (2003.) na 57,5% (2007.), a učešće kredita stanovništvu više je nego udvostručeno – od 15,4% do 39,8% u istom periodu, što je domaću sektorsku strukturu približilo evropskoj. Rezultanta ovih promena je jačanje dominantnog tržišnog udela kredita privatnom sektoru, koje je 2007. dostiglo 96,3% (prema 91% krajem 2003.). Krediti javnom sektoru istovremeno su imali opadajuće učešće (sa 7,3% na 1,8%), kao i krediti ostalim sektorima (od 1,7% do 0,9%).

Konkurencija zavisi i od razvijenost kreditnog tržišta, koja se najčešće meri odnosom prema bruto domaćem proizvodu (BDP). Odnos aktive (A) banaka i domaćih kredita (DK) prema BDP-u sasvim je promenjen – indikator A/BDP od 2003. je udvostručen (sa 31,4% na 62,9%), a DK/BDP je uvećan sa 17,2% (2004.) na 29,4% (kraj 2007.). Posmatrano od 2004. proporcija kredita stanovništvu prema BDP-u je drastično povećana - sa 4,5% na 12,1%, a domaćih kredita preduzećima umerenije – od 12,7% do 17,3%.⁹ Međutim, prema svim navedenim pokazateljima kreditno tržište Srbije je nerazvijeno ne samo u odnosu na članice EU, već i zemlje u tranziciji (ZUT) jugo-istočne Evrope.¹⁰ Iznos kredita stanovništvu *per capita* od svega 480 evra na kraju 2007., odnosno 500 evra krajem marta 2008. godine, jasno odslikava razmere zaostajanja.

⁸ NBS (2005), *Bankarski sektor u Srbiji*, Izveštaj za četvrti kvartal 2004. godine.

NBS (2008), *Kontrola poslovanja banaka*, Izveštaj za četvrti kvartal 2007. godine.

⁹ NBS (2006), *Izveštaj o stanju u finansijskom sistemu Republike Srbije za 2005. godinu*

NBS (2007), *Izveštaj o stanju u finansijskom sistemu Republike Srbije za 2006. godinu*

NBS (2008), *Izveštaj o stanju u finansijskom sistemu Republike Srbije za 2007. godinu*

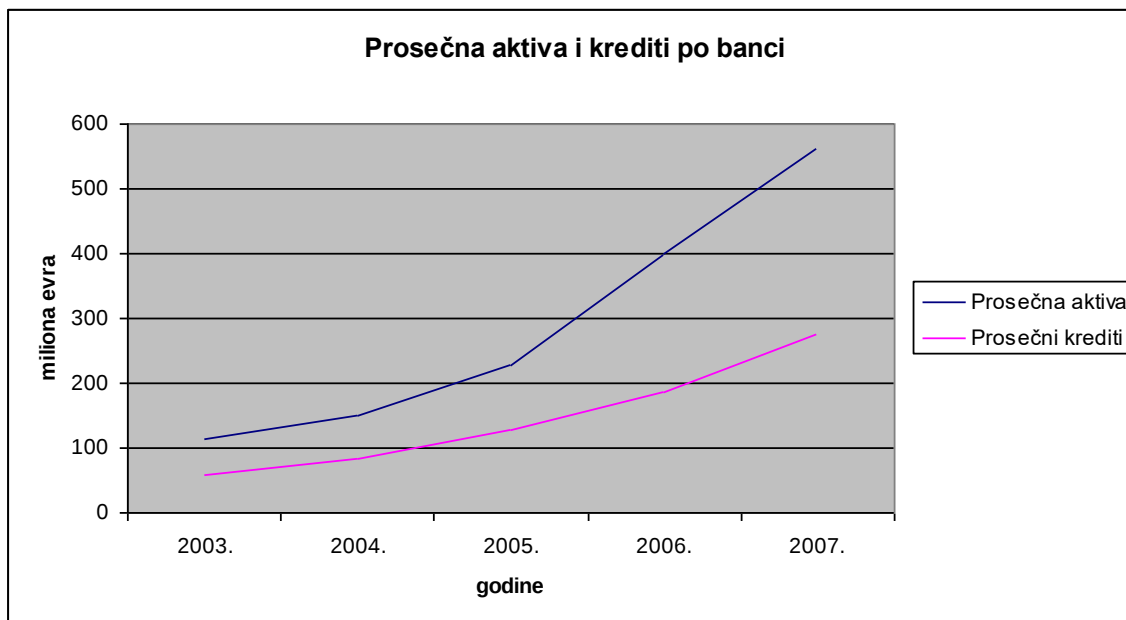
¹⁰ NBS (2008), *Izveštaj o inflaciji*, Februar 2008

Konsolidacija i koncentracija

Restrukturisanje domaćeg bankarstva, započeto 2001. godine, karakteriše drastično smanjivanje broja banaka i njihovo ukupnjavanje. Mada je 2001. već šest stranih banaka – investitora steklo licence NBJ, uključujući i jednu iz prethodnog perioda, ukupan broj banaka na kraju te godine u Srbiji je pao na 53, odnosno 49 posle otvaranja stečaja nad četiri najveće banke 3.januara 2002. godine. Narednih godina ukupan broj banaka se i dalje brzo smanjuje, a povećava broj banaka u pretežnom vlasništvu stranih investitora. Krajem prošle godine poslovalo je 35 banaka, od čega 21 sa stranim kapitalom. Zbog merđera dve domaće banke u vlasništvu iste strane banke u prvom tromesečju ove godine ukupan broj banaka je smanjen na 34, tako da je i broj banaka u stranom vlasništvu pao na 20.

Filijalska mreža proširivana je naporedo sa smanjivanjem broja banaka, tako da je prosečan broj filijala po banci uvećan sa 31,2 (decembar 2003.) na 73,1 (mart 2008.). Krajem prošle godine bilo je ukupno 2.435 filijala, što je 1,66 puta više nego na isteku 2003. godine (1.465). Prema gustini mreže, mereno brojem stanovnika po filijali, domaće bankarstvo je vidno smanjilo jaz u odnosu na prosek EU i nadmašilo ne samo pojedine ZUT (Poljska, Češka), već i ekonomski najrazvijenije članice Unije (Holandija, V.Britanija, Švedska).¹¹ Intenzivan četvorogodišnji porast broja filijala (13,5% prosečno godišnje) i njihova relativno visoka gustina u odnosu na broj stanovnika takodje predstavljaju indikatore konkurentnosti strukture domaćeg kreditnog tržišta.¹²

Istovremeno su brzo rasli krediti banaka, a još brže njihova aktiva, što je rezultiralo progresivnim ukupnjavanjem domaćih kreditora. Brži rast kredita i ukupne aktive banaka počinje tek od 2003., zbog čega je ova godinu uzeta kao bazna. Prosečna aktiva po banci povećana je od 2003. godine (115 milona evra) do kraja 2007. (563 miliona evra) za 4,9 puta ili 49% prosečno godišnje, dok su prosečni krediti u istom periodu porasli sa 58 na 274 miliona evra, odnosno 4,7 puta ili u proseku 47% godišnje. Naredni grafički prikaz jasno pokazuje tempo i razmere ukupnjavanja domaćih banaka.



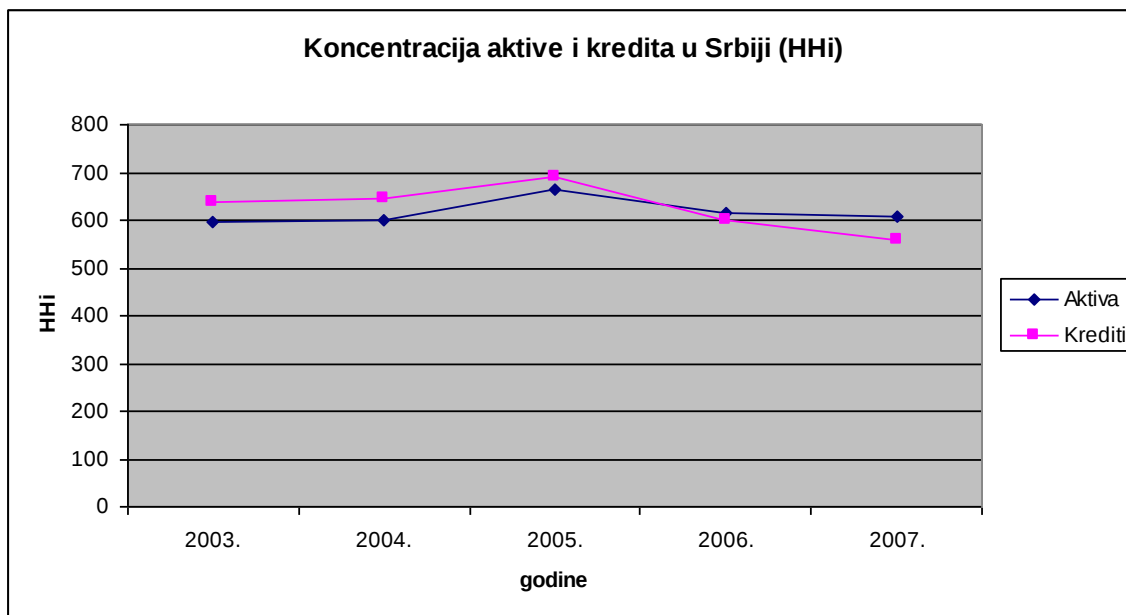
¹¹ ECB (2007), *EU BANKING STRUCTURES*

¹² Bikker, J., Haaf, K. (2002) „Measures of Competition and Concentration in the Banking Industry“, s. 25.

Smanjivanje broja banaka i njihovo ukupnjavanje nisu dovoljni dokazi rastuće tržišne koncentracije, zbog čega su razvijene brojne metode merenja koncentracije.¹³ Najobuhvatniji i najšire prihvaćeni indikatori su *Herfindahl-Hirschmann index* (HHi) i rasio koncentracije (C). Analiza koncentracije kreditnog tržišta podrazumeva ne samo merenje koncentracije kredita, već i ukupne aktive banaka. Zato su posebno značajni indikatori HHi aktive i kredita, kao i rasio koncentracije ovih agregata za najvećih pet (C5) i deset (C10) banaka.

Interesantno je da opadanje broja banaka i ukupnjavanje nisu uzrokovali porast koncentracije aktive i kredita. Tokom protekle četiri godine HHi aktive ostao je gotovo nepromenjen (početnih 599 prema 606 indeksnih poena), izuzev skoka krajem 2005. (665). Racio C5 aktive takodje je opadao (47,6% prema 45,9%), sa maksimalnom vrednošću iste 2005. (50,8%). Prosečna vrednost C5 za EU25 iznosila je 2006. godine 42,8%, što je primetno niže od 47% u Srbiji, ali je ovaj domaći rasio tada bio niži nego u 17 zemalja Unije, Bugarskoj (50,3%) i Rumuniji (60,1%).¹⁴ Koncentracija aktive prvih deset domaćih banaka bila je u blagom porastu (C10 od 62,9% do 67,5%, najviše krajem 2005. – 68,5%), što je ujedno objašnjenje zašto sve manji broj krupnijih banaka nije izazvao povećanje koncentracije.

Kreditno tržište Srbije prema HH indeksu je bilo manje koncentrisano od ukupnog bankarskog tržišta poslednje dve godine. HHi domaćih kredita smanjen je sa 639 poena (2003.) na 559 krajem prošle godine, uz rekordnih 689 poena na isteku 2005., posle čega se tržišna koncentracija ubrzano smanjuje! Promene koncentracije kreditnog i ukupnog bankarskog tržišta slikovito prikazuje grafikon u nastavku.



Prikazane vrednosti HHi svedoče o niskom stepenu koncentracije domaćeg kreditnog tržišta i tendenciji njenog daljeg smanjivanja. Dosadašnji nivo koncentracije aktive i kredita je izuzetno povoljan u odnosu na granicu oligopolske tržišne strukture od 1.800 (SAD), odnosno 2.000 (EU) HHi poena. Koncentracija aktive domaćih banaka u poredjenju sa prosekom EU bila

¹³ *Herfindahl-Hirschmann index*, rasio koncentracije, *Gini* koeficijent i ostali indikatori koncentracije (Bikker, J., Haaf, K., „Measures of Competition and Concentration in the Banking Industry“, s. 25.). Među ostalim indikatorima izdvajaju se *Hall-Tideman index* i *Hause index* (Vuković, V., (2006) „Tržišna koncentracija domaćih banaka“, s. 7-9).

¹⁴ ECB (2007), *EU BANKING STRUCTURES*

je neznatno veća (614 prema 589 poena krajem 2006.). Međutim, posmatrano pojedinačno domaće bankarsko tržište je 2006. bilo manje koncentrisano nego tržišta 17 zemalja EU25, kao i Bugarske (HHi 707) i Rumunije (HHi 1.165). Primera radi, iste godine je HHi aktive banaka iznosio 2.560 u Finskoj, 2.041 u Belgiji, 1.822 u Holandiji i 1.300 u Sloveniji.¹⁵

Natprosečna koncentracija evidentirana je samo kod stranih kredita – preko 1.900 HHi poena krajem 2006. i oko 1.450 godinu dana kasnije.¹⁶ Navedena koncentracija ima izuzetan uticaj, jer je ovaj tržišni segment krajem prošle godine činio 44,5% ukupnog kreditnog tržišta. Očigledno je da se odlučujuća bitka za pozicije na kreditnom tržištu Srbije vodi stranim, a ne domaćim kreditima. Korigovana procena, uprkos svemu, ukazuje na koncentraciju kredita ispod granice od 1.000 HHi poena, odnosno izrazito konkurentsku tržišnu strukturu.

Dva racia koncentracije domaćih kredita potvrđuju konkurentnost tržišne strukture krajem prošle godine – C5 je iznosio 43,5%, a C10 65,5%, što je bila приметно niža koncentracija nego prethodnih godina. Koncentrisanost kredita manja je i u poredjenju sa C5 i C10 aktive banaka (45,9% i 67,5%).

Evidentno niska koncentracija aktive i kredita domaćih banaka, čak i po uključenju stranih kredita, upućuje na zaključak da je struktura kreditnog tržišta Srbije pogodovala razvoju konkurencije. Obuhvatnija procena konkurentnosti tržišne strukture podrazumeva analizu ulaznih barijera i pojava oboležja međubankarske konkurencije.

Barijere ulasku i obeležja konkurencije

Ulazak banaka na tržište mogu otežavati regulatorne i ostale (neregulatorne) barijere.¹⁷ Prvu grupu barijera stvaraju, kao što sam naziv govori, tržišni regulatori – centralne banke, komisije za hartije od vrednosti i registracioni organi (nacionalna tela za zaštitu konkurencije morala bi otklanjati, a ne podizati prepreke). Regulatorne barijere mogu proizilaziti kako iz samog normativnog okvira i pravila regulative, tako i iz diskrecione politike regulatora.

Osnovne regulatorne barijere u Srbiji – kapitalni cenzus i ostali uslovi za sticanje licence – nisu visoke u odnosu na druge ZUT. Suštinska prepreka je diskreciona implementacija utvrdjenih pravila, pre svega prisiljavanje stranih investitora da vlasnički preuzimaju domaće banke. Evidentno neuobičajena praksa, suprotna principu reciprociteta, argumentovana je potrebom da se prodaju potkapitalizovane, nerentabilne i nekonkurentne banke u pretežno državnom vlasništvu. Zato poslednjih pet godina nije izdata ni jedna *greenfield* licenca, što je bio osnovni katalizator eksplozivnog rasta cena akcija domaćih banaka u sekundarnoj prodaji na Beogradskoj berzi prethodnih godina. Očekivanja kupaca, koja su uzrokovala stvaranje racionalnih cenovnih balona, zasnivala su se upravo na diskrecionoj politici obavezne kupovine domaćih banaka.

Prva *greenfield* licenca posle petogodišnjeg zatišja izdata je 13. maja ove godine (!), kada je dozvolu za rad dobila Moskovska banka. Podsećanja radi, još uvek ima banaka koje država može prodati samo ukoliko investitore prinudi na portfolio preuzimanje, što svedoči o nepostojanju čvrstih pravila. Arbitriranje o „dovoljnom“ broju banaka takodje je barijera iz arsenala diskrecione politike regulatora, jer se broj aktera na konkurentskom tržištu ne može administrativno ograničavati. Zato je inspirativan istraživački nalaz da pozitivni efekti ulaska stranih kreditora više zavise od njihove brojnosti, nego od veličine!¹⁸

Izrazito restriktivna i teško predvidiva monetarna politika je najveća regulatorna barijera ulasku na domaće kreditno tržište. Prudencione i administrativne mere monetarnih vlasti, kreirane i implementirane sa ciljem obuzdavanja i obaranja visoke „endemske“ inflacije, sputavaju rast

¹⁵ *Ibidem*.

¹⁶ NBS (2008), *Izveštaj o stanju u finansijskom sistemu Republike Srbije za 2007. godinu*

¹⁷ Bikker, J., Haaf, K., (2002) „Measures of Competition and Concentration in the Banking Industry“.

¹⁸ Ferraris, L., Minetti, R., (2007) „Foreign Lenders and the Real Sector“, s. 946-964.

kreditnih aktivnosti, produktivnosti i rentabilnosti poslovanja domaćih banaka. Dugotrajni problemi sa inflacijom, karakteristični upravo za Srbiju, nedvosmisleno ukazuju da restriktivnost i kredibilnost nisu sinonimi ni u monetarnoj politici. Natprosečni troškovi monetarne regulative, pre svega previsoka obavezna rezerva banaka, direktno utiču na odlučivanje investitora o ulasku na domaće bankarsko tržište.

Sloboda direktnog ulaska stranih banaka na domaće tržište korporativnih kredita, koju omogućava Zakon o deviznom poslovanju, ključni je faktor konkurencije na ovom tržišnom segmentu. Preusmeravanje zajmotražilaca ka matičnim bankama u inostranstvu predstavlja način za izbegavanje dela regulatornih troškova banaka. Međutim, mogućnost direktnog ulaska stranih kreditora može destimulisati potencijalne investitore. Suvišno je naglašavati da se na ovaj način domaće banke dovode u krajnje neravnopravan položaj i podstiče rast ino zaduživanja kompanija u privatnom sektoru.

Izloženost merama Centralne banke nije samo ulazna barijera, već i faktor konkurentnosti kreditnog tržišta zbog rastuće troškovne opterećenosti izvora, zaoštavanja uslova kreditiranja i podizanja traženog minimuma kreditne sposobnosti.

Neregulatorne barijere, kao što su ekonomija obima, diferencijacija proizvoda, *know-how* i tehnologija nisu imale značajniji uticaj na ulazak novih investitora. Specifičnosti lokalnog tržišta i (ne)poznavanje ekonomskih prilika i navika domaćih zajmotražilaca takođe nisu predstavljale ozbiljniju prepreku penetraciji stranih banaka. Najznačajnija neregulatorna barijera je malo kreditno tržište u razvoju, što potvrđuje suzdržanost najvećih stranih banaka i već spomenuti kreditni aranžman gigantske SITI banke i „Telekoma Srbije“.

Sumarno se može zaključiti da su regulatorne barijere uticale na broj banaka i konkurentnost kreditnog tržišta Srbije. Neregulatorne prepreke nisu imale vidniji značaj, izuzimajući veličinu i ravijenost domaćeg kreditnog tržišta.

Komparativna analiza članica EU – „starih“ (ekonomski razvijene zemlje) i „novih“ (ZUT) pokazuje da su stari mnogo zatvoreniji (15% banaka u stranom vlasništvu) u odnosu na „nove“ (70% banaka u stranom vlasništvu). Generalno su smanjene eksplicitne regulatorne barijere, čemu je posebno doprinelo uvođenje *single banking licenc* u EU. Međutim, još uvek su velike implicitne barijere u „starim“ članicama, kao što su razlike u regulaciji banaka i superviziji, tržišnom okruženju, valutnom sistemu, zakonodavstvu, sudskoj praksi, računovodstvu, sistemima plaćanja i druge prepreke. Jezičke i kulturne razlike, različiti nivoi razvijenosti i korišćenje slabijih informacionih tehnologija. navode se kao osnovne barijere u ZUT – članicama EU.¹⁹ Broj banaka stranih vlasnika u ZUT pokazuje da navedene barijere u praksi nisu ometale ulazak na kreditna tržišta ovih zemalja.

Konkurenciju na kreditnom tržištu Srbije karakteriše oligopolističko usklađivanje cena prema referentnoj repo kamatnoj stopi, odnosno Centralnoj banci kao cenovnom lideru (1), izrazita diferencijacija proizvoda, svojstvena monopolističkoj konkurenciji (2) i cenovna diskriminacija zajmoprimaca prema njihovoj kreditnoj sposobnosti (3). Navedena obeležja nisu svojstvena samo domaćem kreditnom tržištu, već i ostalim ZUT, kao i ekonomski razvijenim zemljama. Uočljive specifičnosti ovdašnjeg tržišta su nesrazmera repo stope prema kamatnim stopama na kratkoročne i dugoročne kredite, jaz između aktivnih kamatnih stopa za kompanije i stanovništvo i dodatni troškovi kreditiranja uzrokovani merama monetarne politike.

Kamatne stope i profitabilnost

Konkurentnost strukture tržišta, mereno koncentracijom i ulaznim barijerama, samo je preduslov, ali ne i dokaz tržišne konkurencije. Potpunija ocena konkurencije na kreditnom tržištu

¹⁹ Berger, A., (2007) „Obstacles to a global banking system: „Old Europe“ versus „New Europe“, s. 1955-1973.

iziskuje razmatranje raspona aktivnih i pasivnih kamatnih stopa banaka, kamatne margine i profitabilnosti.

Panzar-Rosse metod je najpoznatiji način procene stepena konkurencije na osnovu cenovne elastičnosti tražnje i odnosa marginalnih prihoda i marginalnih troškova, nezavisno od same tržišne strukture. Navedeni metod „H statistike“ nije šire primenjivan u istraživanjima međubankarske konkurencije, ali je malobrojnim studijama u ekonomski razvijenim zemljama najčešće konstatovana monopolistička konkurencija ($0 < H < 1$), retko monopol ($H < 0$), ali ni jednom perfektna konkurencija ($H = 1$).²⁰

Poslednjih godina sve više je u upotrebi tzv. Bunov indikator (*Boone indicator*), baziran na margini cena i troškova (*PCM*), odnosno profitnoj marži, a alternativno na relativnom profitu.²¹ Standardna interpretacija je da visok *PCM* predstavlja indikator niskog intenziteta konkurencije, nasuprot niskoj margini koja implicira konkurentnost tržišta. Relevantne indikatore za ispitivanje konkurentnosti domaćeg kreditnog tržišta, obzirom na raspoložive statističke podatke i izvanredne strukturne promene, predstavljaju kamatna margina, raspon aktivnih i pasivnih kamatnih stopa i sektorska profitabilnost.

Ponderisane aktivne (A) i pasivne (P) kamatne stope banaka (%), raspon (p.p.) i marža (koef.)									
Period	2003.	2004.	2005.	2006.	2007.	I 2008.	II 2008.	III 2008.	IV 2008.
Aksb (1)	14,81	14,59	14,41	15,88	11,13	11,29	12,82	14,59	16,36
Pksb (2)	2,74	3,60	3,71	5,06	4,08	4,33	5,04	5,20	5,63
Raspon (1-2)	12,07	10,99	10,70	10,82	7,05	6,96	7,78	9,39	10,73
Marža (1/2)	5,41	4,05	3,88	3,14	2,73	2,61	2,54	2,81	2,91
Inflacija	7,8	13,7	17,7	6,6	10,1	10,7	11,3	11,8	12,0

Izvor: NBS, *Statistički bilten*, April 2008.

Domaća statistika bankarskih kamatnih stopa (nominalnih) izrazito je nepouzdana, jer se devizno i cenovno indeksirani krediti i depoziti ne prikazuju odvojeno. Osnovni problem je obračun aktivnih kamatnih stopa, jer najveći deo kredita stanovništvu i kompanijama sadrži tzv. deviznu klauzulu. Otuda privid da su realne kamatne stope na kredite banaka bile relativno niske, a u 2005. čak negativne?! Uprkos defektnosti, prikazane kamatne stope se mogu koristiti kao orijentiri u nedostatku validnijih indikatora.

Raspon aktivnih i pasivnih kamatnih stopa je postepeno, ali tendencijski opadao do početka ove godine, da bi od februara počeo strelovito da raste, naporedo sa inflacijom i referentnom repo stopom. Prošlogodišnji raspon od 7,1 procentnih poena, mada drastično smanjen u odnosu na prethodne godine, bio je najveći u okruženju posle Albanije (7,4 p.p.). Najmanji raspon iste godine imale su Mađarska (2,1 p.p.) i BiH (3,3 p.p.).²² Ekstremne razlike u rasponu kamatnih stopa upućuju na zaključak da je stepen konkurencije na domaćem kreditnom tržištu nizak, iako u zemljama regiona posluju iste austrijske, italijanske, francuske i grčke banke, kao i kreditori iz još nekoliko zemalja.

Kamatni raspon je suštinski irelevantan podatak, jer ne odražava prosečan nivo kamatnih stopa na osnovu kojih su procentni poeni izračunati. Zato je kamatna marža izuzetno važan indikator konkurentnosti kreditnog tržišta. Protekle četiri godine koeficijent kamatne marže je prepolovljen (5,4 prema 2,7), što je jasan pokazatelj rastuće međubankarske konkurencije. Pogoršanje evidentirano u martu i aprilu ove godine već je objašnjeno i nije rezultat opadanja konkurencije. Međutim, isti fundamentalni faktor koji uzrokuje rast kamatne marže – inflaciona očekivanja – direktno sputava konkurenciju na kreditnom tržištu Srbije.

²⁰ Bikker, J., Haaf, K., (2002) „Measures of Competition and Concentration in the Banking Industry“.

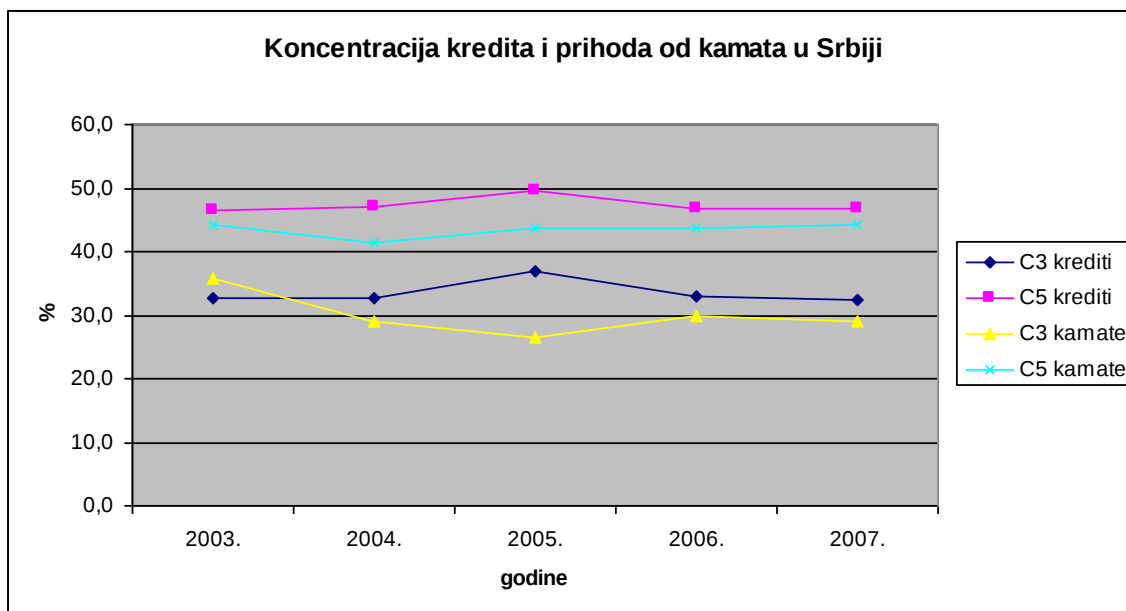
²¹ Boone, J., Griffith, R., Harrison, R., „Measuring competition“.

²² NBS (2008), *Izveštaj o stanju u finansijskom sistemu Republike Srbije za 2007. godinu*

Nizak kreditni rejting zemlje, BB-/stabilan, prethodno pozitivan, preko visokih marži sigurnosti takodje podiže nivo kamatnih stopa na kredite domaćih banaka.

Tržišni segment stranih korporativnih kredita pokazuje izuzetnu rezistentnost aktivnih kamatnih stopa u odnosu na tržišnu koncentraciju. Prema već iznetim podacima NBS, relevantni HH indeks ovog segmenta (između 1.900 i 1.450) pokazivao je daleko veću koncentraciju nego ostatak kreditnog tržišta. Međutim, natprosečna koncentracija nije rezultirala višim, već znatno nižim kamatnim stopama na kredite. Prošlogodišnji proračun Međunarodnog monetarnog fonda pokazuje da je u periodu januar-avgust kamatna stopa na kredite stranih banaka iznosila 5,20%, a na zajmove ostalih nerezidenata 5,58%, odnosno 5,37% u proseku.²³

Indikativno je i poredjenje koncentracije kreditora sa distribucijom kamatnih prihoda, čiji je odnos prikazan u narednom grafikonu.



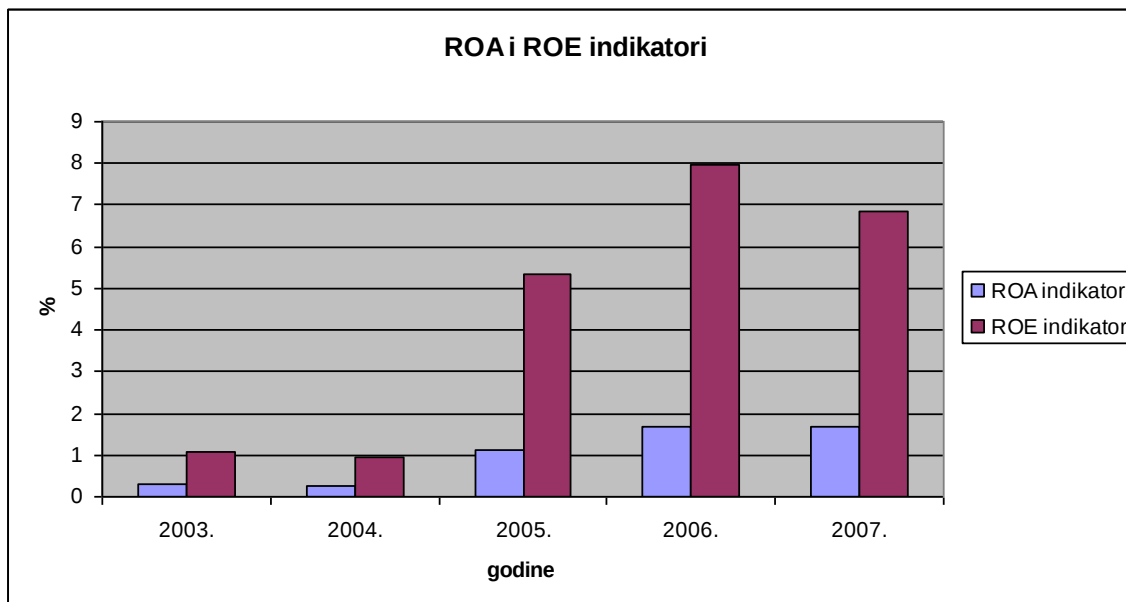
Na prvi pogled se uočava da su najveći domaći kreditori imali relativno manje učešće u kamatnim prihodima svih proteklih godina (C5), odnosno od 2004. godine (C3). Očigledno je da vodeći kreditori nisu koristili svoju tržišnu poziciju za prihodovanje ekstra kamata. Desilo se obrnuto – postali su lideri zahvaljujući konkurentnim kamatnim stopama. Sužavanje jaza između koncentracije kredita i kamatnih prihoda tri najveća domaća kreditora posle 2005. godine i pad njihovog tržišnog udela (C3 krediti) nije dokaz odustajanja od ekspanzije poslovanja, već preusmeravanja na matične i povezane banke u inostranstvu.

Profitabilnost spada u najvažnije indikatore tržišne konkurencije. Visoka i rastuća profitabilnost, naročito prinos na aktivu (*ROA – return on assets*), teorijski predstavljaju odlike tržišta niskog intenziteta konkurencije. Prema računovodstvenim izveštajima, restrukturisano domaće bankarstvo posluje sa dobitkom od 2005. godine, kada je zabeležen *ROA* od 1,13%, a prinos na kapital (*ROE – return on equity*) dostigao 5,33%. Naredne dve godine *ROA* indikator je stabilizovan na 1,7%, dok je *ROE* skočio na 7,97% i zatim pao na 6,84%, kao rezultat dokapitalizacije diktirane prudencionim merama.

Međutim, računovodstveni gubitak u 2003. i 2004. godini posledica je otpisa nenaplativih plasmana, koje su prethodnih godina nagomilale dve banke u pretežno državnom vlasništvu. Tokom preprivatizacionih priprema jedna je iskazala 2,1 milijardu dinara gubitka u 2003., a druga

²³ IMF (2008), *Republic of Serbia*, Country Report.

6,1 milijardu dinara gubitka naredne godine. Nakon isključivanja navedenih iznosa pokazuje se dobitak bankarskog sektora od 1,02 milijarde dinara u 2003. i 1,14 milijardi dinara godinu dana kasnije. Izvedeni indikatori – ROA (0,30% i 0,26%) i ROE (1,36% i 1,22%) takođe su prikazani u narednom grafikonu.



Prema ROA indikatoru Srbija je 2006. sa 1,7% bila ispred svih članica EU 25 i odmah iza Bugarske (1,82%) i Rumunije (1,79%). Šematska kauzalna veza visoke profitabilnosti i niske kompetitivnosti nameće zaključak o slabom intenzitetu konkurencije na domaćem kreditnom tržištu. ROE pokazatelj profitabilnosti domaćih banaka iste 2006. godine iznosio je 9,67%, što je manje nego u bilo kojoj zemlji EU 25 (10,24% - 26,41%), Bugarskoj (24,07%) i Rumuniji (22,97%).²⁴ Otuda bi sledio suprotan zaključak – kreditno tržište Srbije je izrazito konkurentno. Realno, konkurencija na ovom tržištu je intenzivna u granicama koje nameće restriktivna monetarna politika. Zasnivanje borbe protiv inflacije na obuzdavanju ekspanzije malog domaćeg kreditnog tržišta u razvoju presudno određuje stepen međubankarske konkurencije. Banke se adaptiraju takvom okruženju, pronalaze alternativne kanale distribucije i vrše evaziju troškova regulative na zajmoprimce.

Analiza nivoa kamatnih stopa, kamatne margine i profitabilnosti kreditora potvrđuje zadovoljavajući stepen konkurencije na niskokoncentrisanom kreditnom tržištu Srbije. Intenzitet konkurencije ne zaostaje bitno za drugim ZUT, ali je samo tržište izloženo distorziji u domaćem inflacionom ambijentu.

Zaštita konkurencije

Zakon o zaštiti konkurencije definiše tri osnovne povrede konkurencije – zabranjene sporazume, zloupotrebu dominantnog položaja i nedozvoljenu koncentraciju. Istu evropsku sistematizaciju u redukovanom obliku sadrži i Zakon o bankama (ZoB). Pored zabrane navedenih povreda konkurencije, jedini relevantni član ovog zakona obavezuje NBS da utvrđuje povrede

²⁴ ECB (2007), *EU BANKING SECTOR STABILITY*

konkurencije, preduzima zaštitne mere, daje saglasnost na nameravane koncentracije i propisuje bliže uslove i način utvrđivanja povrede konkurencije.²⁵

Centralna banka do maja ove godine nije propisala bliže uslove i način utvrđivanja povrede konkurencije u bankarstvu, predviđene zakonom. Zaštita međubankarske konkurencije bez čvrstih pravila i jasnog normativnog okvira ostaje u domenu diskrecione politike regulatora.

Netransparentnost po pravilu prati diskreciono odlučivanje, tako da nije poznato da li je za protekle dve godine pokrenut i jedan postupak za utvrđivanje povrede konkurencije, koji su inicijalni kriterijumi i koje službe vrše nadzor? Protokol o saradnji NBS i Komisije za zaštitu konkurencije, čiji je tekst prezentiran na sajtu Komisije, potvrđuje diskrecioni pristup zaštiti konkurencije u bankarstvu.²⁶ Činjenica da je koncentracija domaćeg kreditnog tržišta relativno niska nije dokaz da povreda konkurencije u bankarskom sektoru nije bilo. Praksa centralnih banaka u zemljama okruženja pokazuje da postupci utvrđivanja povrede konkurencije nisu retkost, a preduzimane su i mere zaštite.

Izloženost inostranim koncentracijama, odnosno akvizicijama i merdžerima matičnih banaka domaćih subsidijara, akutan je problem ne samo bankarstva Srbije, već svih ZUT. Posmatrano prema zemljama porekla kapitala, domaće banke su najviše izložene koncentracijama banaka u Austriji, Italiji, Grčkoj i Francuskoj. Povoljna okolnost je što sve takve akvizicije i merdžere proveravaju i odobravaju nacionalna tela za zaštitu konkurencije, kao i sama Evropska Komisija. Strana regulatorna tela na taj način indirektno štite i kreditno tržište Srbije od nedozvoljene koncentracije.

Normativnim i praktičnim prenebregavanjem zaštitite konkurencije u bankarstvu upućuje se poruka bankama da povrede konkurencije nisu problem. Reputacije regulatora nema bez kredibilnih mera, koje neposredno utiču i na tržišno nadmetanje između banaka. Nedovršenost normativnog okvira zaštite konkurencije i izostanak provera eventualnih povreda izvesno nisu podsticaji međubankarskoj konkurenciji.

Zaključak

Brži rast kreditnog tržišta od 2003. i ekspanzija od 2005. godine podsticajno su delovali na međubankarsku konkurenciju u Srbiji. Analiza podataka o promenama tržišne strukture pokazuje da je nivo koncentracije veoma nizak, uprkos smanjivanju broja banaka i brzom rastu ukupne aktive i kredita. Ukupnjavanje banaka, zahvaljujući ravnomernosti, rezultiralo je daljim snižavanjem nivoa koncentracije, respektabilnim u odnosu na većinu zemalja EU i ZUT.

Regulativne barijere ulasku na tržište, pre svega normativne, nisu bile visoke. Međutim, diskreciona implementacija normativnih pravila nije pogodovala jačanju konkurencije. Najveća prepreka konkurenciji na kreditnom tržištu je izrazito restriktivna i teško predvidiva monetarna politika. Usled drastičnog ograničavanja rasta, kreditno tržište Srbije je po svim merilima (*per capita*, prema BDP-u) jedno od najnerazvijenijih u Evropi. Zato je ekspandiralo tržište korporativnih kredita, na koje slobodno mogu ulaziti banke – nerezidenti.

Ocenjujući prema brojnosti aktera i diferencijaciji proizvoda, domaće tržište kredita karakteriše monopolistička konkurencija, svojstvena većini zemalja, sa elementima oligopolskog određivanja cena i tipično bankarske cenovne diskriminacije.

Ispitivanje nivoa kamatnih stopa, kamatne margine i profitabilnosti potvrdilo je postojanje značajne konkurencije, koju je implicirala niska tržišna koncentracija. Međutim, apsolutni nivo aktivnih kamatnih stopa još uvek je veoma visok, čemu doprinose troškovi regulative i nizak kreditni rejting zemlje (BB-/stabilan). Indikatori profitabilnosti takođe ukazuju na rastuću tržišnu konkurenciju.

²⁵ Zakon o bankama, čl. 7.

²⁶ www.kzk.sr.gov.yu

Zaštita konkurencije je delimično normativno regulisana, bez utvrđivanja mogućih povreda u praksi i oficijelnih istraživanja nivoa konkurencije. Problem izloženosti koncentracijama stranih banaka, posebno u Austriji, Italiji, Grčkoj i Francuskoj, nije pretnja zahvaljujući nadzoru njihovih nacionalnih tela i Evropske Komisije.

Sumiranje svih nalaza potvrđuje rastući nivo relativno intenzivne konkurencije na kreditnom tržištu Srbije. Jačanja konkurencije u budućnosti zavisice od kredibilnosti monetarne politike i inflacionih očekivanja, kao osnovnih determinanti rasta malog domaćeg tržišta u razvoju.

Literatura

1. Berger, A., (2007) „Obstacles to a global banking system: „Old Europe“ versus „New Europe“, *Journal of Banking&Finance* 31 (2007) 1955-1973.
2. Bikker, J., Haaf, K., (2002) „Measures of Competition and Concentration in the Banking Industry: a Review of the Literature“, *Economic & Financial Modelling*, Summer 2002 (s. 1-46).
3. Boone, J., Griffith, R., Harrison, R., (2004) „Measuring competition“, *ENCORE*, Annual congress, April 2004.
4. ECB (2007), *EU BANKING SECTOR STABILITY*
5. ECB (2007), *EU BANKING STRUCTURES*
6. Ferraris, L., Minetti, R., (2007) „Foreign Lenders and the Real Sector“, *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 39, No. 4 (June 2007), s. 946-964.
7. IMF (2008), *Republic of Serbia: Selected Issues*, IMF Country Report No. 08/55.
8. Narodna banka Jugoslavije (2001), *Godišnji izveštaj 2000*
9. Narodna banka Jugoslavije (2002), *Bankarski sektor SRJ*, 31.12.2001.
10. Narodna banka Srbije (2005), *Bankarski sektor u Srbiji*, Izveštaj za četvrti kvartal 2004.g.
11. Narodna banka Srbije (2006), *Izveštaj o stanju u finansijskom sistemu Republike Srbije za 2005. godinu*
12. Narodna banka Srbije (2007), *Izveštaj o stanju u finansijskom sistemu Republike Srbije za 2006. godinu*
13. Narodna banka Srbije (2008), *Izveštaj o inflaciji*, Februar 2008
14. Narodna banka Srbije (2008), *Statistički bilten*, April 2008
15. Narodna banka Srbije (2008), *Izveštaj o stanju u finansijskom sistemu Republike Srbije za 2007. godinu*
16. Narodna banka Srbije (2008), *Kontrola poslovanja banaka*, Izveštaj za četvrti kvartal 2007.godine
17. Udruženje banaka Srbije (2006), Zaključci UO UBS od 10.05.2006., *Info UBS*, br. 52.
18. Vuković, V., (2006) „Tržišna koncentracija domaćih banaka“, *Finansije*, br. 1-6/2006 (s. 5-17).
19. Zakon o zaštiti konkurencije, „Sl. glasnik RS“, br. 79/2005.
20. Zakon o bankama, „Sl. Glasnik RS“, br. 107/2005.

STRANI KREDITI – EKSPANZIJA I IMPLIKACIJE*

Rezime

Protekle tri godine strani krediti privredi Srbije ubrzano su rasli, dostižući razmere kreditnog buma krajem prošle godine. Najbrže su rasli ino krediti preduzećima, dok su krediti domaćim bankama rasli sporije. Izuzetno brz rast ovih kredita utiče kako na ukupnu spoljnu zaduženost zemlje (više od 2/3 ukupnog eksternog duga) i finansijsku stabilnost, tako i na makroekonomske učinke privrede i razvojne perspektive preduzeća. Do sada su u fokusu interesovanja uglavnom bili kapitalno-bilansni efekti ovog zaduživanja, posebno finansiranje ekspandirajućeg uvoza, dok su pozitivni uticaji na agregatnu proizvodnju, zaposlenost, produktivnost i izvoz samo fragmentarno evidentirani. Analiza pokazuje da dosadašnjim privatnim zaduživanjem u inostranstvu nisu ugrožene eksterna likvidnost i finansijska stabilnost zemlje, dok je kauzalna veza sa rastom bruto domaćeg proizvoda, produktivnosti i izvoza očigledna. Mogućnosti apsorpcije ovih kredita još nisu iscrpljene, mada je njihov odnos prema bruto domaćem proizvodu dostigao prosek zemalja u tranziciji. Prema standardnim kriterijumima, kreditni bum se već desio, ali su izostali ključni dokazi njegovog negativnog dejstva – posledična valutna i bankarska kriza. Istraživački nalazi upućuju da je ekspanzija ino zaduživanja i promena strukture u korist privatnog sektora motivisana, pre svega, izbegavanjem troškova monetarne regulative i realokacijom rizika na privatna preduzeća, najčešće u stranom vlasništvu, proporcionalno udelu kredita koje nisu garantovale domaće banke. Tokom prva četiri meseca ove godine zabeleženo je usporavanje rasta ino kredita preduzećima i brzo smanjivanje istovrsnih kredita bankama, tako da je u aprilu prvi put zabeležen pad od 2,8%. Međutim, od maja ino zaduživanje ubrzano raste i krajem septembra dostiže rekordnih 20,53 milijardi evra, gotovo isključivo zbog cross-border kredita preduzećima. Nivo ovog duga još uvek nije alarmantan, ali je zabrinjavajući. Zato je od najveće važnosti, primereno pravilima finansijske stabilnosti, da se predupredi svaki pokušaj formalizacije implicitnih garancija i prenošenja rizika na javni sektor, odnosno naknadno preimenovanje stranih kredita privatnom sektoru u javni dug.

Ključne reči: STRANI (CROSS-BORDER) KREDITI, SPOLJNI DUG, DOMAĆE BANKE I PREDUZEĆA, STRANE BANKE, FINANSIJSKA STABILNOST, PRIVATNI DUG, KREDITNI BUM, AGREGATNA PROIZVODNJA, PRODUKTIVNOST, IZVOZ, IMPLICITNE GARANCIJE.

* *Finansije*, br. 1-6/2008, str. 204-222.

FOREIGN CREDITS – EXPANSION AND IMPLICATIONS

Summary

During past three years, foreign credits to the economy of Serbia have accelerated expansion, achieving proportions of the credit boom at the end of the last year. Foreign credits to the companies had the most accelerated expansion, while the credits to the domestic banks had slower expansion. Extremely rapid expansion of these credits had influence on general foreign country debts (more than 2/3 of the general external debt) and financial stability, as well as on the macro economical company development perspective efficiency and economy efficiency. So far, capital-balance effects have been mostly in the focus of interests, especially expanding importation finance, while the positive impacts on aggregate production, employment, productivity and export have been only fragmentary registered. According to the analysis, current foreign debts still do not disturb external liquidity and financial stability of the country, while causative connection with gross domestic product growth, productivity and importation is obvious. Absorption opportunities of the credits have not been exhausted yet, although their ratio towards gross domestic product had achieved transition countries' average. According to the standard criteria, credit boom had already occurred, but there was a lack of the key evidences – consequential currency and bank crisis. The analyses show that the expansion of foreign credits and structural change in favor of private sector is motivated by avoiding the costs of monetary regulative and re-allocation of risks on private companies, mostly in foreign ownership and the part of credit for which domestic banks have not guaranteed. During the first four months of this year, growth slowdown of foreign credits to the companies can be noticed, as well as the rapid decrease of the identical credits to the banks and in April there was a decrease of 2.8% for the first time. However, from May the foreign credit loan extremely rose, and by the end of September it reached record of 20.53 billion euro, almost everything because of the cross border credits to the companies. The level of this debt has not become alarming yet, but it is very concerning. So, it is of the highest priority, according to the rules of financial stability, to prevent any attempt of formalization implicit guarantees and switching the risks on the public sector, or subsequent renaming of foreign credits to the private sector into the public debt.

Key words: FOREIGN (CROSS-BORDER) CREDITS, EXTERNAL DEBT, DOMESTIC BANKS AND COMPANIES, FOREIGN BANKS, FINANCIAL STABILITY, PRIVATE DEBT, CREDIT BOOM, AGGREGATE PRODUCTION, PRODUCTIVITY, EXPORTATION, IMPLICIT GUARANTEES.

UVOD

Ekspanzivan rast stranih kredita počinje nakon ulaska prve grupe stranih banaka – investitora u Srbiju i devizne liberalizacije, koja je pospešila slobodno zaduživanje domaćih banaka i preduzeća u inostranstvu.¹ Posle samo nekoliko godina, ino zaduživanje privrede je dostiglo takve razmere da snažno utiče na poslovanje preduzeća i izaziva dalekosežne makroekonomske posledice. Dovoljno je navesti malo poznatu činjenicu da su strani krediti preduzećima nadmašili domaće već tokom 2006. godine!?

Većina zemalja u tranziciji prošla je ili prolazi slične faze ekspanzije i buma kredita stranih banaka i njihovih lokalnih subsidijara. Primera radi, neto strani krediti (po odbitku otplata principalima) tranzicionim ekonomijama Evrope i Centralne Azije tokom perioda 2000-2006. godina povećani su 15 puta.² Otuda komparacija sa drugim zemljama u tranziciji, obuhvatajući i one koje su članice EU, predstavlja metodološku okosnicu ovog rada. Zbog kompleksnosti istraživačkog zadatka analiza počinje odeljkom (1) ekspanzivan rast spoljnog duga, na koji se nadovezuju (2) strani krediti privatnom sektoru privrede, (3) makroekonomske implikacije, (4) strani krediti preduzećima i (5) mikroekonomske implikacije. Zaključni deo sažima ključne nalaze i ocene analize.

1. EKSPANZIVAN RAST SPOLJNOG DUGA

Uticaj spoljnog duga na finansijsku stabilnost i ekonomski razvoj svake zemlje može biti pozitivan ili negativan, zavisno od relativnog nivoa zaduženosti (mereno odnosom prema BDP-u) i mogućnosti servisiranja duga (otplata anuiteta i kratkoročni dug u poredjenju sa izvozom i bilansnim saldonom tekućih transakcija).³ Makroekonomske implikacije spoljnog duga zavise i od drugih faktora (ročna i sektorska struktura duga, devizne rezerve i dr.), zbog čega je neophodno razmotriti najvažnije indikatore eksterne pozicije zemlje.⁴

Posle zaključenja sporazuma sa Londonskim i Pariskim klubom poverilaca i primene Zakona o regulisanju odnosa SRJ prema ovim poveriocima (jula 2002. godine), strukturu spoljnog duga karakterisala je dominacija javnog duga, koji je narednih godina smanjivan u apsolutnom iznosu. Postepeno smanjivanje javnog spoljnog duga višestruko je premašeno narastajućim privatnim dugom prema inostranstvu, tako da je ukupan spoljni dug na kraju prošle 2007. godine dostigao 17,8 milijardi evra, odnosno 26,2 milijarde USD. Samo u 2007. godini porast ukupnog duga je iznosio 2,9 milijardi evra ili 19,6%, mada su obaveze javnog sektora istovremeno smanjene za 290 miliona evra. Prošlogodišnji rast privatnog spoljnog duga od 37,8% , odnosno 3,2 milijarde evra, gotovo u celosti je uzrokovan bumom stranih kredita preduzećima, uvećanih za 67,6% ili 3,1 milijardu evra (Tabela 1).

¹ Atribut domaća nose sva privredna društva, uključujući i banke, koja su osnovana i posluju prema zakonima Republike Srbije, bez obzira na zemlju porekla vlasnika.

² The World Bank (2008), s. 39.

³ Pattillo i dr. (2002).

⁴ Sorsa i dr. (2007).

Tabela 1 – Spoljni dug po dužnicima i ročnosti (na kraju godine u milionima evra)

Dužnici / Godina	2004.	2005.	2006.	2007.	30.09.08.
Ukupan spoljni dug	10.354	13.064	14.884	17.789	20.530
<i>Javni sektor</i>	7.112	7.714	6.420	6.130	6.282
dugoročni dug	7.039	7.630	6.363	6.099	6.247
kratkoročni dug	73	84	57	34	35
<i>Privatni sektor</i>	3.242	5.350	8.464	11.659	14.248
Banke	1.131	2.184	3.871	3.967	3.475
dugoročni dug	687	1.260	2.929	2.803	2.357
kratkoročni dug	444	924	942	1.164	1.118
Preduzeća	2.111	3.166	4.593	7.699	10.773
dugoročni dug	1.895	2.895	4.334	7.575	10.009
kratkoročni dug	216	271	259	124	764

Izvor: www.nbs.yu (novembar 2008.)

Prosečna stopa rasta ukupnog spoljnog duga u periodu 2004-2007. iznosila je 19,8%, javnog duga – 4,9% i privatnog 53,2%, pri čemu je trend bankarskog ino zaduživanja 51,9%, a stranih kredita preduzećima 53,9%. Eksterne obaveze banaka⁵ krajem prošle godine porasle su za svega 2,5% u odnosu na stanje godinu dana ranije, što potvrđuje da strani izvori nisu imali rastuće učešće u finansiranju domaćih kredita.

Tokom prva četiri meseca 2008. godine spoljni dug banaka je smanjen za 901 milion evra ili 22,7%. Istovremeno, ino krediti preduzećima uvećani su za 874 miliona evra ili 11,4%, odnosno sa 7,7 na 8,6 milijardi evra! Indikativno je da spoljne obaveze banaka opadaju gotovo srazmerno rastu stranih kredita preduzećima u ovom kratkom vremenskom periodu. Od maja ponovo započinje ubrzanje rasta ino zaduživanja preduzeća, zbog čega ukupan dug na kraju septembra premašuje vrtoglavih 20,5 milijardi evra ili 29,5 milijardi USD. Samo u periodu maj-septembar ukupan dug je povećan za 2,9 milijardi evra, koliko i u celoj 2007. godini! Dominiraju obaveze preduzeća po stranim kreditima – 10,8 milijardi evra, dok su ino dugovi banaka znatno su manji – 3,5 milijardi evra. Zbirno, privatni dug je iznosio 14,3 milijarde evra, dok je javni povećan na 6,3 milijarde evra krajem septembra ove godine (Tabela 1). Tokom prvih devet meseci 2008. ukupan spoljni dug povećan je za 15,4% - privatni za 22,2% i javni za 2,5%.

Silinu ekspanzije privatnog duga jasno odslikava promena negovog relativnog udela u ukupnom dugu od 23,1% krajem 2003. do 65,6% četiri godine kasnije, odnosno 69,4% krajem septembra! Skok relativnog učešća ino kredita preduzećima u eksternim obavezama bio je još silovitiji – sa 16,5% na 52,5% u istom periodu (Tabela 2).

⁵ Spoljni dug banaka uključuje i obaveze po osnovu depozita primljenih iz inostranstva, što je za ovu analizu irelevantno, tako da strani krediti domaćim bankama u ovom radu podrazumevaju primljene strane kredite i depozite.

Tabela 2 – Sektorska struktura spoljnog duga (u %)

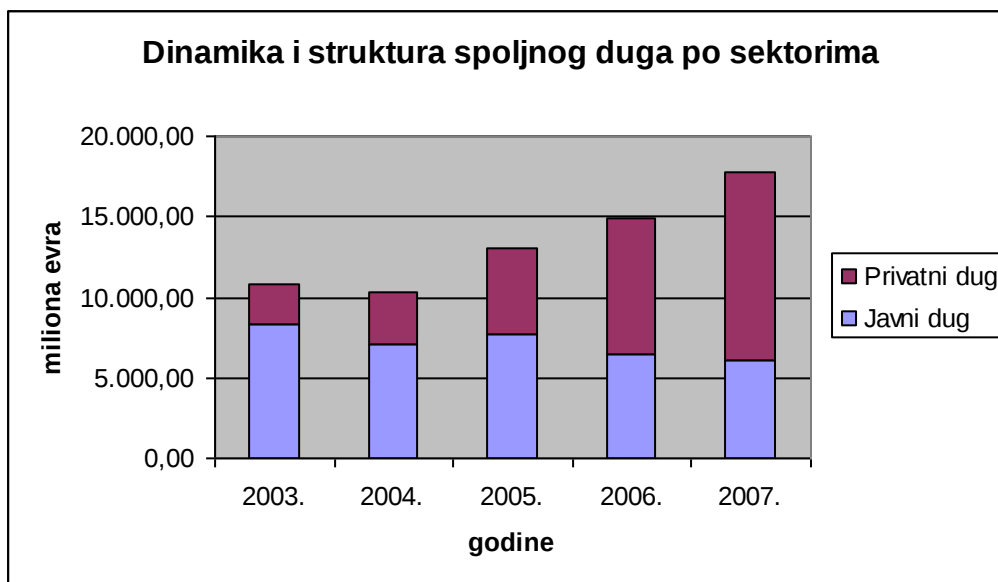
Sektori / Godina	2003.	2004.	2005.	2006.	2007.	30.09.08.
Ukupan spoljni dug	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Javni sektor	76,9	68,7	59,0	43,1	34,4	30,6
Privatni sektor	23,1	31,3	41,0	56,9	65,6	69,4
Banke	(6,6)	(10,9)	(16,7)	(26,0)	(22,3)	(16,9)
Preduzeća	(16,5)	(20,4)	(24,2)	(30,9)	(43,3)	(52,5)

Izvor: www.nbs.yu (novembar 2008.)

Sektorska struktura spoljnog duga potpuno je izmenjena - krajem 2003. godine javni ino dug je nadmašivao obaveze preduzeća prema inostranstvu za 4,7 puta, a na kraju septembra ove godine bio je manji za 41,7 %. Podatak da je tokom prošle godine udeo stranih kredita preduzećima u ukupnom spoljnom dugu povećan čak za 12,4 strukturna poena, a tokom devet meseci ove godine za dodatnih 9,2 strukturna poena (!), ukazuje na dubinu i brzinu promena sektorske strukture.

Naredni grafikon istovremeno odslikava brzinu rasta i strukturne promene spoljnog duga, odnosno primarni podsticaj ekspanziji.

Grafikon 1



Prema ročnosti, ekspanziji su najviše doprinosili dugoročni strani krediti (Tabela 1), što dokazuje rast njihovog udela u ukupnom dugu sa 92,9% istekom 2004. godine na 94,7% krajem aprila ove godine. Međutim, od maja znatno brže rastu kratkoročni krediti privatnog sektora, zbog čega je primetno pogoršana ročna struktura spoljnog duga - udeo ukupnih dugoročnih kredita pao je za samo tri meseca sa 93,8% (30.jun) na 90,7% (30.septembar).

Rast privatnog duga uzrokuje i narednih godina porast ukupnih eksternih obaveza, dok će se javni ino dug kretati u zavisnosti od politike zaduživanja.

2. STRANI KREDITI PRIVATNOM SEKTORU PRIVREDE

Preduzeća i banke su jedini korisnici stranih kredita privatnom sektoru, pošto građanima nije dozvoljeno zaduživanje u inostranstvu.⁶ Strogo formalno, „kreditni poslovi sa inostranstvom su krediti i zajmovi između rezidenata i nerezidenata zaključeni u devizama.“⁷ Zajmovima se označavaju poslovi između nebankarskih rezidenata i nerezidenata. Kreditni poslovi obuhvataju komercijalne, robne i finansijske kredite, kao i bankarske depozite i bankarske kreditne linije.⁸ Osnovna karakteristika stranih kredita privatnom sektoru je **odgovornost rezidenta**, banke i/ili preduzeća, za izvršavanje ugovorenih obaveza.

Ekspanzija stranih kredita domaćoj privredi, kao što je već naglašeno, prevashodno je izazvana brzim rastom kredita namenjenih preduzećima. Istovremeno, spoljni dug domaćih banaka kontinuirano opada, tako da je 30. septembra ove godine bio manji za 12,4% nego devet meseci ranije!

Posledične promene strukture eksternog duga privrede bile su izrazito velike – samo od početka 2007. do kraja septembra 2008. godine udeo banaka u spoljnom dugu privrede pao je čak za 21,3 strukturna poena (!), za koliko je povećano učešće preduzeća (Tabela 3).

Tabela 3 – Struktura spoljnog duga privrede (u %)

Dužnici / Godina	2003.	2004.	2005.	2006.	2007.	30.09.08.
Privreda ukupno	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
<i>Banke</i>	28,8	34,9	40,8	45,7	34,0	24,4
Dugoročni dug	(15,2)	(21,2)	(23,5)	(34,6)	(24,0)	(16,5)
Kratkoročni dug	(13,6)	(13,7)	(17,3)	(11,1)	(10,0)	(7,9)
<i>Preduzeća</i>	71,2	65,1	59,2	54,3	66,0	75,6
Dugoročni dug	(54,3)	(58,4)	(54,1)	(51,2)	(64,9)	(70,3)
Kratkoročni dug	(16,9)	(6,7)	(5,1)	(3,1)	(1,1)	(5,3)

Izvor: www.nbs.yu (septembar 2008.)

Oficijelna je ocena da se ovim strukturnim promenama, odnosno usporenom bankarskom dezintermedijacijom, vrši transfer kreditnog rizika sa domaćih banaka na preduzeća, pretežno u stranom vlasništvu.⁹ Izneti ocena je validna za strane kredite koje nisu garantovale domaće banke. Transferiše se i devizni rizik, jer je većina domaćih kredita devizno indeksirana. Značajan deo preduzeća-debitora spada među izvoznike, tako da su manje izloženi riziku deviznog kursa nego banke.

Najvažniji razlog ipak je izbegavanje troškova monetarne regulative NBS, što dokazuje nivo kamatnih stopa na kredite nerezidentskih banaka – 5,20% i zajmove ostalih nerezidenata – 5,58%, odnosno prosečno 5,37% (avgust 2007).¹⁰ Neposredan dokaz izbegavanja „izloženosti NBS“ jesu strani krediti koje ovdašnji bankarski subsidijari aranžiraju sa svojim centralama u inostranstvu. NBS nema praksu

⁶ Zakon o deviznom poslovanju, čl. 18, st. 6.

⁷ Ibidem, čl. 2, t. (21).

⁸ Ibidem.

⁹ IMF, *Republic of Serbia* (2008)

¹⁰ Ibidem.

objavljivanja strukture spoljnog duga privatnog sektora po zemljama poverioca i delatnostima dužnika, mada se i iskustveno može zaključiti da navedeni aranžmansi krediti sigurno dominiraju.

Visok i rastući udeo preduzeća u ukupnim stranim kreditima privredi veoma pozitivno utiče na BDP, produktivnost i izvoz, a ima i antinflatorne efekte. Istovremeno opadanje učešća banaka – korisnika stranih kredita ukazuje na rast domaćih izvora u pasivi bankarskog sektora, pre svega dinarskih i deviznih depozita stanovništva i preduzeća, što potvrđuju i zvanični podaci.¹¹

Ročna struktura spoljnog duga privrede poboljšavana je tokom svih prethodnih godina (Tabela 3), ali je u trećem kvartalu ove godine pogoršana. Uprkos brzom rastu kratkoročnih kredita, čiji su dominantni korisnici banke (66-88%), ročna struktura je krajem septembra bila povoljnija nego u periodu 2003-2005. Ukoliko se ima u vidu već apostrofirano povećanje izvoza sa 6,6 na 11,8 milijardi USD ili 78,6% tokom protekle dve godine, jasno je da domaća privreda narednih godina ipak neće imati problema sa servisiranjem svojih obaveza prema stranim kreditorima.

Devizni oblik stranih kredita privatnom sektoru često izaziva fenomen implicitnih garancija, koji je eskalirao 1996. godine u Aziji, tokom poznate finansijske krize.¹² Naime, strani kreditori i investitori skloni su da „podrazumevaju“ istovetan tretman javnog (suverenog i garantovanog) spoljnog duga i eksternih obaveza privatnog sektora, polazeći od „odgovornosti“ vlade za devizni režim, rezerve i stabilnost kursa domaće valute. Naknadnim prihvatanjem „pretpostavljenog“ jemstva vrši se proces formalizacije implicitnih garancija, odnosno njihovo transformisanje u eksplicitne obaveze države.¹³ Suštinska razlika stranih kredita kumuliranih u zemljama Jugo-istočne Azije 1996. i Srbiji deceniju kasnije je u pretežnim korisnicima – banke i preduzeća lokalnih vlasnika u Aziji, a kod nas u svojini stranih investitora. Proizilazi da nije presudan apsolutni i relativni nivo stranih kredita, već vlasnička struktura preduzeća – debitora.

Navedene razlike nisu karakteristične samo za Srbiju, nego za većinu evropskih zemalja u tranziciji u odnosu na druga tržišta u razvoju. Razlike se najčešće objašnjavaju istorijskim evropskim eksperimentom ekonomske, finansijske i političke integracije, koji omogućava ekonomsku konvergenciju (smanjuju se razlike između bogatih i siromašnih evropskih zemalja), zahvaljujući brzom privrednom rastu, zasnovanom na korišćenju strane štednje i direktnim stranim investicijama.¹⁴ Smanjivanje ekonomskog jaza između zemalja u tranziciji i razvijenih evropskih zemalja potvrđuju brojna empirijska istraživanja.¹⁵

¹¹ NBS, *Izveštaj o inflaciji*, Avgust 2008.

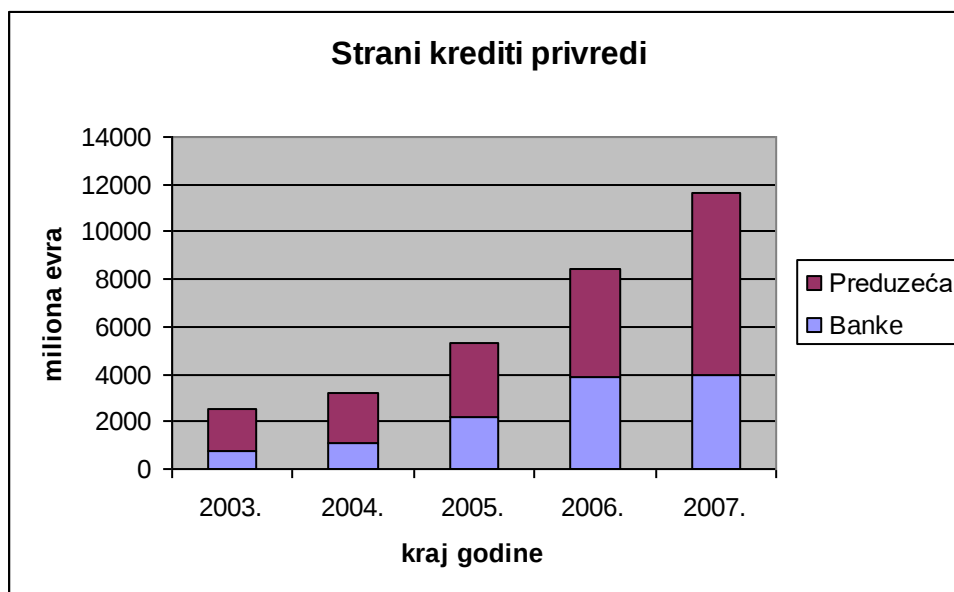
¹² Park i Wyplosz (2007).

¹³ Ugovor SRJ sa Londonskim klubom privatnih poverilaca je primer formalizacije implicitnih garancija, koji se može pravdati dominacijom društvene i državne svojine u vlasničkoj strukturi banaka i preduzeća – debitora.

¹⁴ Demekas (2007).

¹⁵ Weill (2007)

Grafikon 2



Prema aktuelnoj domaćoj regulativi „Republika i Narodna banka Srbije ne garantuju za izvršenje obaveza po kreditnom poslu sa inostranstvom, osim u slučajevima predviđenim zakonom“, a ako je zaključen suprotno ovoj odredbi „ugovor o kreditnom poslu sa inostranstvom je ništav“.¹⁶ Problem može predstavljati mogućnost da se „retroaktivnim“ zakonom izvrši još jedna formalizacija (nakon Ugovora sa Londonskim klubom), što bi bilo ekonomski nedopustivo.¹⁷ Zato je preporučljivo proširiti navedene odredbe sa izričitom zabranom naknadnih suverenih garancija za eksterne dugove privatnog sektora. Pri tome se mora imati u vidu da profitabilnosti investicija i izvesnost naplate kredita nisu u domenu zaštite investitora, već uobičajenog tržišnog rizika.

Do kraja ove godine, pod uslovom da izostanu neekonomski šokovi, može se očekivati izvesno smanjivanje stranih kredita bankama i usporeniji rast ino plasmana preduzećima.

3. MAKROEKONOMSKE IMPLIKACIJE

Najvažnije makroekonomske implikacije stranih kredita obuhvataju njihov uticaj na eksternu solventnost i likvidnost, inflaciju i finansijsku stabilnost, ekonomski rast (BDP), zaposlenost, produktivnost, uvoz i izvoz.

Odnos spoljnog duga i BDP-a osnovni je indikator zaduženosti zemlje i međunarodne solventnosti (*external solvency indicator*). Uprkos oscilacijama, uočljiv je trend opadanja ovog udela, koji se protekle dve godine stabilizovao na nivou 61-62% (Tabela 4).

¹⁶ Zakon o deviznom poslovanju, čl. 19, st. 2 i 3.

¹⁷ Ugovor sa Londonskim klubom komercijalnih poverilaca bilo je moguće temeljiti na činjenici da su dužnici bili u društvenom ili državnom vlasništvu, ali je sličan ugovor i pravno nezamisliv u slučaju dugova privatnih firmi prema inostranstvu.

Tabela 4 – Indikator Spoljni dug/BDP - ukupno i po dužnicima (u % BDP-a)

Dužnici / Godina	2003.	2004.	2005.	2006.	2007.
Ukupan spoljni dug	66,7	57,5	58,7	61,7	61,1
<i>Javni sektor</i>	51,3	39,5	34,7	26,6	21,1
<i>Privatni sektor</i>	15,4	18,0	24,0	35,1	40,0
Banke	(4,4)	(6,3)	(9,8)	(16,0)	(13,6)
Preduzeća	(11,0)	(11,7)	(14,2)	(19,1)	(26,4)

Izvor: www.nbs.yu (april 2008.)

Relativni odnos javnog duga prema BDP-u smanjen je sa 51,3% na 21,1%, dok je odnos privatnog duga porastao sa 15,4% na 40,0% (banke sa 4,4% na 13,6%, preduzeća sa 11,0% na 26,4%). Prošlogodišnji bum stranih kredita preduzećima izazvao je porast ovog odnosa od 19,1% do 26,4% BDP-a (!), a ove godine će rast biti još brži.

Prema metodologiji Svetske banke granica spoljne prezaduženosti je 80% BDP-a, čije probijanje signalizira probleme u otplati. Javni i privatni sektor Srbije još uvek se nije približio kritičnoj granici. Poređeno sa 15 zemalja u tranziciji Centralne, Istočne i Jugo-istočne Evrope, prema ovom baznom indikatoru, Srbija je u 2006. bila eksterno manje zadužena od šest ZUT.¹⁸ Srbija ima nepovoljnije pokazatelje spoljne likvidnosti (*external liquidity indicators*) koji u svom imeniocu imaju spoljnotrgovinske rezultate, pre svega odnos otplate duga i izvoza roba i usluga (22,9%). Medjutim, prema odnosu deviznih rezervi i kratkoročnog duga naša zemlja je bolja od drugih evropskih zemalja u tranziciji.¹⁹

Drugi indikator solventnosti - spoljni dug prema izvozu – pokazuje da Srbija spada u visoko zadužene zemlje (neznatno premašuje kritičnih 220%).²⁰ Ipak, visoke devizne rezerve (14,4 milijarde USD polovinom 2008.) i proporcionalno manji neto spoljni dug (ukupan eksterni dug umanjen za devizne rezerve) upućuju na zaključak da domaći javni i privatni sektor još uvek nemaju probleme sa međunarodnom likvidnošću i solventnošću.²¹ Dominacija dugoročnih obaveza u ročnoj strukturi eksternog duga (90,7% krajem septembra ove godine) dodatno argumentuje očekivani kontinuitet ažurnosti otplate narednih godina.

Inflatorni uticaj stranih kredita srazmeran je alikvotnom delu koji je preko domaćih banaka plasiran sektoru stanovništva, jer upravo takvi replasmani vrše dodatni pritisak na agregatnu tražnju. Obzirom da je pretežni deo ovih kredita usmeren preduzećima (preko 60% prosečno, 66% na kraju 2007. godine), kao i da su značajan deo primljenih ino kredita i depozita domaće banke takodje replasirale preduzećima, jasno je da ovim kanalima nisu dopirali snažniji inflatorni impulsi. Tokom prvih devet meseci ove godine, kada je preneti dvocifrena inflacija (10,1%) dodatno ubrzana, ino zaduženost naših banaka smanjena je za 492 miliona evra ili 12,4%! Drugi dokaz je relativno manji udeo preduzeća – korisnika stranih kredita u tržišnom segmentu sa regulisanim cenama nego slobodno formiranim (niža bazna inflacija). Treći argument, dovoljan sam po sebi, predstavlja činjenica da je Srbija proteklih godina imala daleko najvišu inflaciju u odnosu

¹⁸ Mereno ovim indikatorom zaduženije su Estonija, Letonija, Madjarska, Slovenija, Bugarska i Hrvatska (EBRD, *Transition report 2007*).

¹⁹ NBS, *Ekonomski pregled*, Jul 2006.

²⁰ EBRD, *Transition report 2007*

²¹ NBS, *Izveštaj o inflaciji*, Februar 2008.

na druge zemlje u tranziciji Centralne, Istočne i Jugo-istočne Evrope, mada su mnoge imale veći udeo ne samo eksternog duga, već i domaćih kredita u BDP-u.²² Doprinosi apresijaciji dinara, strani krediti su imali i evidentne anti-inflatorne učinke.

Rast cena u Srbiji podstiču tradicionalno visoka inflaciona očekivanja, odnosno nedovoljno kredibilna monetarna politika i klijentelistička fiskalna politika. Nivo evroizacije domaćeg dvovalutnog sistema najpreciznije odražava (ne)poverenje javnosti u kreatore i realizatore ekonomske politike. Svojevrsan je paradoks da prema indikatorima izloženosti finansijskom riziku (*financial risks exposure*) – pokrivenost novčane mase M1 i primarnog novca deviznim rezervama – Srbija istovremeno predstavlja najsigurniju zemlju u tranziciji (1), odnosno zauzima drugo mesto iza Slovenije (2).²³ Stalno osporavani dinar je najuspešniji proizvod Srbije, jer je poslednjih godina suficit iz čistog menjačkog posla standardno premašivao dve milijarde dolara.²⁴

Međunarodna empirijska istraživanja, vršena početkom ove decenije, pokazala su da uticaj eksternog duga na *per capita* ekonomski rast postaje negativan na nivou 160-170% izvoza i 35-40% BDP-a.²⁵ Obzirom da spoljni dug Srbije nekoliko prethodnih godina trostruko i više premašivao izvoz, kao i da je tek prošle godine smanjen na približno 220%, ekonomija je već morala biti u recesiji!? Nasuprot tome, ostvarivane su visoke stope rasta BDP-a, produktivnosti i izvoza. Novija istraživanja potvrdila su pozitivan uticaj ubrzanije kreditne ekspanzije na rast BDP-a u tranzicionim ekonomijama.²⁶

Višegodišnja ekspanzije stranih kredita očigledno je podsticala brzi realni rast agregatne proizvodnje (približno 6,9% godišnje u periodu 2004-2007.). Proizvodna usmerenost najvećeg dela ovih kredita samo potvrđuje njihovu kauzalnu vezu sa BDP-om. Visoka nezaposlenost u posmatranom periodu nije smanjena, ali je zato značajno porasla produktivnost, mereno BDP-om po zaposlenom.

Značajan deo vrtoglavo rastućeg uvoza finansiran je stranim kreditima privredi, čiji je iznos krajem 2007. godine dostigao 77% uvoza. Međutim, ako se ima u vidu da njihova prosečna ročnost znatno nadmašuje jednu godinu (podsećanja radi, dugoročni krediti čine preko 98% stranih kredita preduzećima), postaje očigledno da je iz ovog izvora finansirano manje od polovine uvoza. Struktura uvoza prema nameni u periodu 2003-2007. pokazuje preovladjujuće učešće repromaterijala (prosečno 60,7%) u odnosu na potrošnu robu (22,3%) i opremu (17,0%). Proizilazi da u Srbiji krediti stanovništvu nisu statistički značajnije negativno korelisani sa spoljnotrgovinskim bilansom, za razliku od zemalja u tranziciji koje imaju veće učešće potrošnih dobara u ukupnom uvozu.²⁷

Ubrzani rast izvoza - sa 5,3 na 8,6 milijardi evra ili za 62,3% samo u protekle dve godine - takodje korespondira sa ekspanzijom stranih kredita. Veliki korisnici ino kredita istovremeno su vodeći izvoznici, ali i uvoznici, što znači da njihov uticaj na bilans tekućih transakcija zavisi od neto spoljnotrgovinskog rezultata preduzeća – debitora. Otvorenost domaće ekonomije, mereno ukupnim uvozom i izvozom u odnosu na BDP, takodje brzo raste. Pokrivenost uvoza izvozom poslednjih godina pokazuje tendenciju

²² Na primer, domaći krediti privatnom sektoru 2006. godine iznosili su 67,1% BDP-a u Sloveniji i 18,9% u Srbiji (EBRD, *Transition report 2007*)

²³ NBS, *Ekonomski pregled*, Jul 2006.

²⁴ www.nbs.yu

²⁵ Pattillo i dr. (2002).

²⁶ Brzoza-Brzezina (2005)

²⁷ Corricelli i dr. (2006)

rasta bez većih oscilacija (46,8% u 2004. prema 57,1% u 2007.) Uprkos tome, spoljnotrgovinski deficit je u 2007. godini dostigao zabrinjavajućih 6,47 milijardi evra, mada je tekućim transferima, posebno suficitom iz menjačkog posla i doznakama, negativan saldo tekućeg računa smanjen na 3,86 milijardi evra.

Smanjivanje nezaposlenosti u 2007. (18,1%) u poređenju sa prethodnom godinom (20,9%) signalizira dugoročnije pozitivne efekte stranih kredita na zaposlenost. S druge strane, divergentno kretanje agregatne proizvodnje i zaposlenosti rezultiralo je evidentnim porastom produktivnosti (BDP po zaposlenom).

Na kraju, ovi plasmani iz inostranstva posredno su doprinosili i rastu javnih prihoda, odnosno povoljnijem saldu budžeta. Zahvaljujući takvom uticaju u Srbiji još uvek nije eksandirao tzv. dvostruki deficit – fiskalni i deficit tekućeg računa.

Komparativna analiza zemalja Istočne Azije (1996) i zemalja u tranziciji Centralne, Istočne i Jugo-istočne Evrope (2006) ukazuje na bitnu diferenciju – odnos deviznih rezervi prema ukupnom i kratkoročnom ino dugu i deficitu tekućeg računa. Pri tome Srbija ima najbolje indikatore odnosa prema deviznim rezervama, ali i sporiji rast BDP-a od proseka tranzicionih zemalja i daleko najvišu stopu inflacije.²⁸

Sumarna ocena makroekonomskih implikacija stranih kredita nesporno je pozitivna, posebno doprinos rastu BDP-a, produktivnosti i izvoza. Istovremeno, nema dokaza njihovog značajnijeg uticaja na inflaciju i opštu finansijska (ne)stabilnost. Ukoliko se poštuje zakonska zabrana formalizacije implicitnih garancija, uz kredibilnu monetarnu politiku, finansijska kriza većih razmera nije realna.

4. STRANI KREDITI PREDUZEĆIMA

Razmere ekspanzije kredita preduzećima mogu se utvrditi sažimanjem stranog i domaćeg kanala kreditiranja. Odvojeno analiziranje stranih kredita preduzećima (kao komponente ukupnog eksternog duga) i domaćih korporativnih kredita još uvek preovladjuje. Medjutim, sve je više istraživanja koja sintetički obuhvataju oba kreditna kanala.²⁹ Dodatnim uključivanjem kredita stanovništvu i ostalim domaćim korisnicima mogu se ustanoviti stvarne dimenzije kreditne ekspanzije i eventualni kreditni bum.

Drugi način za utvrđivanje obima ovog kreditiranja je upoređivanje korporativne štednje i investicija (rezidual je neto kreditiranje), koje se može vršiti sa neizbežnim vremenskim kašnjenjem.³⁰

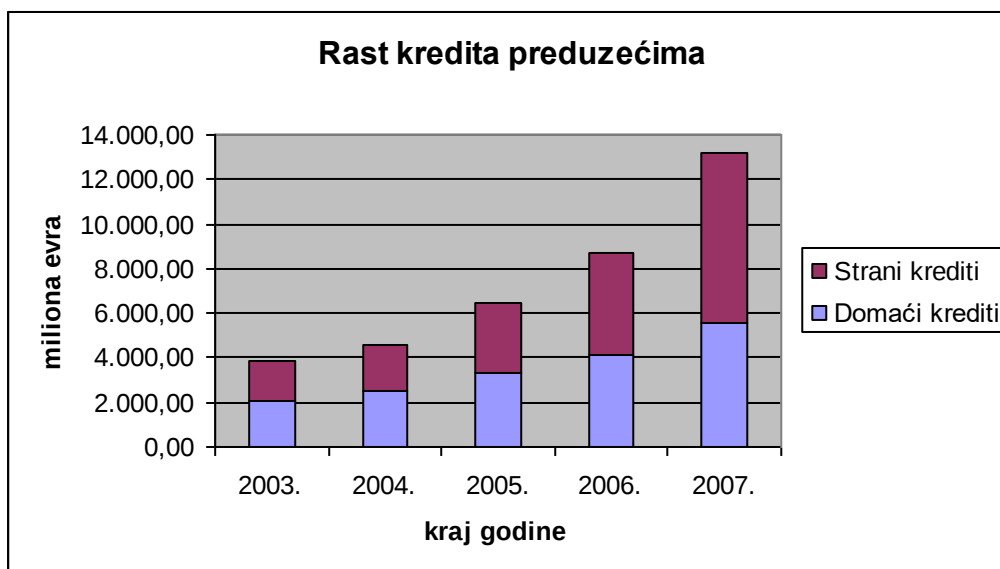
Rast ukupnih kredita preduzećima takodje je bio veoma brz – sa 3,84 milijarde evra krajem 2003. na 13,22 milijarde krajem 2007., odnosno 36% prosečno godišnje. Domaći krediti su imali veći udeo do kraja 2005. godine, kada su se ubrzano rastući strani krediti gotovo izjednačili. Zahvaljujući takvom rastu, strani krediti su krajem prošle godine premašili 58% svih kredita preduzećima (naredni grafikon).

²⁸ Sorsa i dr. (2007).

²⁹ Sorsa i dr. (2007)

³⁰ OECD (2007)

Grafikon 3



U istom periodu odnos ovih stranih kredita prema BDP-u povećan je sa 11,7% na 26,4%, a domaćih kredita sa 13,8% na 19,0%. Posledično, odnos svih kredita preduzećima prema BDP-u uvećan je sa 25,5% na 45,4%. Uprkos tome, Srbija je po međunarodnim evidencijama, imala neuporedivo niži odnos svih korporativnih kredita 2006. godine prema BDP-u (38%) nego Bugarska (60%), Hrvatska (49%) i Tajland 1996. (52%), a viši od Rumunije (32%).³¹

Uključivanjem kredita stanovništvu, koji su rasli prosečno godišnje za 67% od 2004. (sa svega 4,5% BDP-a), kao i ostalih domaćih korisnika, dolazi se do 59,4% BDP-a u 2007. (26,4% strani krediti preduzećima, 19,0% domaći krediti preduzećima, 13,1% zajmovi stanovništvu i 0,9% ostali).³²

Sporiji rast korporativnih kredita od kredita stanovništvu nije karakterističan samo za Srbiju, već i za sve ZUT – članice EU, izuzev Slovenije. Uzrok je još uvek mali obim kredita građanima, koji višestruko zaostaje za ekonomski razvijenim zemljama EU. Otuda je razmera korporativnih kredita prema BDP-u znatno viša u svim tranzicionim ekonomijama, izuzimajući Poljsku i Estoniju.³³ Domaći korporativni krediti nadmašuju sektorske depozite, dok je sektor stanovništva u Srbiji suficitaran, jer je štednja građana znatno veća od njihovih kredita.

Ukupni krediti uvećavani su u ovom intervalu 44% prosečno godišnje, što je indikator ubrzane kreditne ekspanzije. Istovremeni skok odnosa kredita prema BDP-u, domaćih (sa 19,9% na 33,0%) i ukupno (sa 31,6% na 59,4%), po međunarodnim standardima ukazuje na kreditni bum. Najveće pomeranje odnosa kredita i BDP-a evidentirano je krajem prošle godine (ukupno za 11,7%), što je očigledno vreme kreditnog buma, izraženog i početkom ove godine. Međutim, sa aspekta održivosti duga bum se još uvek nije desio – obeveze privrede, ali i stanovništva, uglavnom se uredno

³¹ Sorsa i dr. (2007).

³² Uključivanje stranih kredita bankama bilo bi metodološki pogrešno, jer su sredstva iz tog izvora replasirana.

³³ Sirtaine, S. i dr. (2007).

servisiraju, devizne rezerve i izvoz se povećavaju, a rast BDP-a ove godine je oficijelno procenjen na 4-6%!? Interesantno je da porast korporativnog neto-kreditiranja prati smanjivanje deficita, odnosno rast suficita bilansa tekućih transakcija.³⁴ Pored relativnog obima kredita, za rast BDP-a je bitan i udeo rizičnih projekata koji se kreditiraju.³⁵

Prekomerna kreditna ekspanzija rezultira bumom, posle koga sledi valutna i bankarska kriza, opšta finansijska nestabilnost i recesija. Srbija je prema zvaničnim kriterijumima već doživela kreditni bum, ali bez propratne ekonomske krize nedostaje ključni dokaz eksplozije kredita. Deo odgovora pruža sektorska struktura kredita, sa preduzećima kao dominantnim korisnicima. Ročna struktura kredita spada među najpovoljnije u grupi tranzicionih zemalja.³⁶ Pored toga, relativni odnos kredita i BDP-a još uvek je približan proseku ove grupe zemalja i znatno ispod nivoa u razvijenim zemljama.³⁷ Takodje, *per capita* iznos kredita znatno zaostaje ne samo za ekonomski razvijenim zemljama, već i za prosekom zemalja u tranziciji.

Na kraju, može se zaključiti da je rast stranih kredita domaćim preduzećima direktno uticao na rast BDP-a, produktivnosti i izvoza ukupne privrede. Očigledno je da su strani krediti u velikoj meri kompenzirali relativno nizak nivo direktnih stranih investicija! Averzija prema riziku zemlje preusmerila je mnoge strane investitore u Srbiji sa direktnog investiranja na kreditno finansiranje.

5. MIKROEKONOMSKE IMPLIKACIJE

Rast stranih kredita domaćim preduzećima pozitivno je uticao na ekonomske performanse pojedinačnih debitora, pre svega zahvaljujući značajno olakšanom pristupu bankama i nižim kamatnim stopama, odnosno ukupnim troškovima kreditiranja.

Ekspanzija stranih kredita direktno je olakšala i pristup preduzeća domaćim bankama. Jednostavno, rastućim korišćenjem stranih kredita oslobođen je znatan deo kreditnog potencijala za finansiranje preduzeća koja teško mogu doći do kredita ino banaka. Pošto je zaduživanje glavni izvor eksternog finansiranja ne samo malih i srednjih, već i velikih preduzeća u gotovo svim zemalja, jasno je kakav uticaj na efikasnost poslovanja preduzeća ima pristupačnost bankarskog kreditiranja. Lakši pristup finansiranju takodje može podsticati ulazak novih preduzeća i ekonomski rast.³⁸

Prema mogućnostima kreditiranja, oficijelno procenjenim na osnovu normativnih prava dužnika i kreditora, kao i pravnog okvira i pristupa kreditnim registrima, Srbija trenutno zauzima izuzetno visoko 13. mesto od 178 zemalja (prva je Velika Britanija).³⁹ Izuzetne institucionalne mogućnosti kreditiranja potvrđuje i podatak da su ostali rangovi Srbije neuporedivo niži.

Isto tako, znatno povoljnije kamatne stope na strane kredite neposredno su doprinele smanjivanju troškova, izвозnoj konkurentnosti i uspešnosti poslovanja

³⁴ OECD (2007)

³⁵ Ferraris i Minetti (2007)

³⁶ IMF (2008)

³⁷ ECB (2007)

³⁸ The World Bank (2008)

³⁹ The World Bank (2007)

preduzeća. Povoljnost ovih kamatnih stopa ilustruje već navedeni podatak MMF-a da je avgusta 2007. njihov prosek za sve strane kredite iznosio 5,37%.⁴⁰

Postoji i mnoštvo drugih pozitivnih uticaja stranih kredita na domaća preduzeća, kao što su uvođenje novih proizvoda i tehnologija. Kada se ima u vidu da su najveći debitori firme u stranom vlasništvu, jasno je da se ovakvim finansiranjem mikroekonomski učinci multiplikuju. Zato je konačni saldo poželjnih i nepoželjnih efekata stranih kredita preduzećima nesumnjivo pozitivan.

ZAKLJUČAK

Strani krediti domaćoj privredi, posebno ino krediti preduzećima, izuzetno brzo su rasli u protekle tri godine. Prema standardima međunarodnih finansijskih organizacija krajem prošle godine kod nas je došlo do kreditnog buma. Posle ovog buma, prema iskustvima drugih zemalja, spoljni dug postaje neodrživ, dolazi do opšte finansijske krize, koju prati recesija (usporeni rast i smanjivanje BDP-a, izvoza i zaposlenosti), volatilnost cena svih oblika aktive i debalansi robnih i finansijskih tržišta (kriza domaćeg tržišta kapitala ima sasvim druge, egzogene uzroke svetskih razmera). Smatra se da kreditni bum najčešće koincidira sa bumom potrošnje ili investicija, koji prethode bankarskim i valutnim krizama.⁴¹

Nakon četvoromesečnog zatišja, početkom ove godine, strani krediti ponovo ubrzano rastu. Ipak, visoke devizne rezerve, ažurno izmirivanje obaveza po stranim i domaćim kreditima, relativno stabilan devizni kurs, kao i rast BDP-a, produktivnosti i izvoza, pokazuju da kreditna ekspanzija još uvek nije dostigla razmere buma. Proizilazi da mogućnosti produktivne apsorpcije stranih kredita, bez ugrožavanja eksterne likvidnosti i finansijske stabilnosti zemlje, nisu do sada iscrpljene. Ključno je da su najveći korisnici ovih kredita pretežno izvozna preduzeća u vlasništvu stranih investitora. Irelevantno je što se na ovaj način izbegavaju troškovi regulative NBS, što izvesno doprinosi smanjivanju prosečne kamatne stope na domaće kredite privredi. Natprosečna inflacija, po prirodi inercijska, autonomna je u odnosu na strane kredite privredi, koji imaju antiinflatoran uticaj!

Imajući u vidu sve efekte, umeren rast stranih kredita domaćoj privredi još uvek je ekonomski poželjan i finansijski održiv. Ukoliko se poštuje zakonska zabrana formalizacije implicitnih garancija, uz kredibilnu monetarnu i odgovornu fiskalnu politiku, finansijska kriza većih razmera, izazvana stranim kreditima, nije realna.

⁴⁰ IMF (2008)

⁴¹ Egert i dr. (2006)

LITERATURA

1. Brzoza-Brzezina, M. (2005), *Lending booms in the new member states – Will Euro adoption matter?* ECB, WP No 543/November 2005.
2. Coricelli, F., Mucci, F. i Revoltella, D. (2006), *Household Credit in the New Europe: Lending Boom or Sustainable Growth*, University of Siena.
3. Demekas, D. (2007), *Are European Emerging Markets Different?* “Stability and Security”, No. 12, Austrian National Bank.
4. EBRD, *Transition report 2007*, November 2007
5. ECB, *EU Banking sector stability*, November 2007
6. Egert, B., Backe, P., i Zumer, T. (2006) *Credit growth in Central and Eastern Europe – New (over)shooting stars?* ECB, WP No 687/October 2006
7. Ferraris, L. I Minetti, R., (2007) „Foreign Lenders the Real Sector“, *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 39, No. 4 (June 2007), ss. 946-964.
8. IMF, *Republic of Serbia: Selected Issues*, IMF Country Report No.08/55, February 2008
9. NBS, *Ekonomski pregled*, Jul 2006.
10. NBS, *Izveštaj o inflaciji*, Avgust 2008.
11. OECD, *Corporate net lending: a review of recent trends*, ECO/WKP (2007)43, December 2007
12. Pattillo, C., Poirson, H. I Ricci, L. (2002), *External Debt and Growth*, IMF WP/02/69
13. Park, Y. i Wyplosz, C. (2007), *Exchange Rate Arrangements in Asia: Do They Matter?* HEI WP, No 04
14. Sirtaine, S., Skamnelos, I., *Credit Growth in Emerging Europe*, The World Bank, WPS 4281
15. Sorsa, P., Bakker, B., Duenwald, C., Maechler, A. i Tiffin, A. (2007), *Vulnerabilities in Emerging Southeastern Europe – How Much Cause for Concern?* IMF WP/07/236
16. Weill, L., *Is there a Gap in Bank Efficiency between CEE and Western European Countries?*, „Comparative Economic Studies“, No 49
17. The World Bank (2007), *Doing Business 2008 Serbia*
18. The World Bank (2008), *Firms` Access to Finance: Entry, Growth, and productivity* (chapter two) u „Finance for All? – Policies and Pitfalls in Expanding Access“
19. The World Bank (2008a), *GLOBAL DEVELOPMENT FINANCE – The role the international banking*
20. Zakon o deviznom poslovanju, *Službeni glasnik RS*, br. 62/06.

PARADOKSALNA PROFITABILNOST BANKARSKOG SEKTORA SRBIJE U KRIZNOJ 2008-oj GODINI: RAZOTKRIVANJE TAJNE*

1. Uvod

Globalna finansijska kriza i duboka ekonomska recesija ugrozile su bankarstvo širom sveta u 2008. godini. Zakonomerna posledica krize je erozija profita, a zatim i rastući gubici. *Opadanje profita banaka je globalni fenomen* (BIS, 2009). Posledični pad profitabilnosti tokom 2008. godine bio je „dramatičan“ (ECB, 2009). U bankarskom sektoru EU domaće banke su zabeležile negativnu profitabilnost, dok su strane banke ostvarile minimalan uspeh (ECB, 2009a). Drastičniji gubici i masovna bankrotstva banaka u EU, kao i drugim ekonomski razvijenim zemljama, sprečeni su ogromnom finansijskom podrškom javnog sektora (BIS, 2009), koja je u EU premašila četvrtinu BDP-a (ECB, 2009)! Značajno smanjenje bankarske profitabilnosti evidentirano je i u tranzicionim zemljama Centralne i Istočne Evrope (CIE) – članicama EU, kao i zemljama Jugoistočne Evrope (JiE). Nivo profitabilnosti u 2008. godini povećali su samo bankarski sektori Srbije i Rumunije!?

Najimpresivniji rezultat postigle su domaće banke, koje su u jeku svetske finansijske krize povećale profitabilnost za preko 20%, poređeno sa prethodnom godinom. Ostvareni rast profitabilnosti je rezultat koji se retko beleži i u godinama ekonomskog prosperiteta. Pri tome je neophodno imati u vidu da su banke u Srbiji i prethodne 2006. i 2007. godine bile u samom evropskom vrhu po profitabilnosti, odmah iza Bugarske i Rumunije.¹ Paradoksalna profitabilnost bankarskog sektora Srbije tokom krizne 2008. godine predmet je analize u ovom radu.

* *Ekonomska politika Srbije u 2010. godini*, Naučno društvo ekonomista, Akademija ekonomskih nauka i Ekonomski fakultet Beograd, 2010, str. 335-347.

¹ Navedene 2006. godine bankarski sektori ove tri zemlje ostvarili su 2-6 puta višu ROA profitabilnost nego banke u zemljama EU15 (Vuković, 2008).

Predmetu analize prilagođena je i struktura rada, izložena u nastavku: na početku je istraživao uticaj globalne finansijske krize na profite banaka (2), a zatim je razmotrena profitabilnost bankarskog sektora EU (3), uspešnost banaka u zemljama Jugo-istočne Evrope (4) i faktori profitabilnosti domaćih banaka (5), a na kraju je dat zaključak (6).

2. Uticaj globalne finansijske krize na profite banaka

Globalna finansijska kriza neminovno smanjuje profite banaka, nakon čega sledi ulazak u zonu gubitka i lančana bankrotstva. Posledica je „dramatičan“ pad profitabilnosti, koja zatim dobija negativan predznak. Pad profitabilnosti ubrzan je u drugoj polovini 2008. godine. Gubicima su najviše bile izložene banke involvirane u operacije na tržištu američkih hipotekarnih hartija, pre svega velike i kompleksne bankarske grupe. Isprepletanom međubankarskim kanalima finansijska zaraza je prenet na najširi krug banaka, što je dovelo u pitanje sektorsku likvidnost i profitabilnost, pa i sam opstanak mnoštva banaka. Aktuelna kriza bi dovela do propasti mnogih banaka, naročito u zemljama – starim članicama Unije (EU15) i drugim ekonomski razvijenim zemljama, da nije pružena ogromna finansijska podrška uzdrmanom bankarskom sektoru.²

Vlade zemalja EU pružile su bankama direktnu finansijsku podršku koja je premašila četvrtinu BDP-a Unije! Podrška bankarskom sistemu u Evro zoni obuhvata tri grupe vladinih mera: 1) garancije za obaveze banaka (uključujući međubankarske kredite i ekstremno visoko osiguranje depozita), 2) inekcije svežeg kapitala (rekapitalizacija) i 3) transferisanje i osiguravanja delova aktive. Poseban značaj imalo je ubrizgavanje dodatnog kapitala. Naime, mnoge vlade su obezbeđivale bankama osnovni akciji kapital (*Tier 1*), kupujući njihove preferencijalne ili obične akcije, kao i hibridne dužničke instrumente kapitala, koji u potpunosti ispunjavaju *Tier 1* uslove (ECB, 2009). Na taj način je podizan nivo kapitalne adekvatnosti banaka, kao najbolji odgovor izazovima krize.³

² Brojni evropski kreditori izbegli su potpuno bankrotstvo zahvaljujući direktnoj podršci javnog sektora. (BIS, 2009)

³ Vraćanje nivoa i kvaliteta bankarskog kapitala predstavlja transverzalu na mapi globalne finansijske stabilizacije (IMF, 2009a).

Otuda osnovni indikatori profitabilnosti banaka – prinos na aktivu (ROA) i prinos na kapital (ROE)⁴ nisu opadali ujednačeno. Srazmerno stepenu dokapitalizacije banaka, ROE profitabilnost je brže padala od prinosa na aktivu. Istovremeno, ubrizgavanje svežeg kapitala dodatno je uticalo na smanjivanje bankarskog leveridža, odnosno multiplikacije kapitala (Vuković et al., 2009).⁵

Prikazane mere podrške nisu samo spašavale evropske banke od pretećeg bankrotstva, već su direktno uticale na ostvarivanje izvesne profitabilnosti, nezamislive bez državne potpore. Uprkos tome, pad profitabilnosti bankarskog sektora u 2008. godini najveći je posle Velike depresije, tridesetih godina prošlog veka. Jednostavno, čak ni ogromna finansijska podrška, najveća u istoriji, nije mogla da spreči strmoglavi pad profita i gubitke mnogobrojnih banaka. Opadanje profita i profitabilnosti nastavljeno je i u prvom kvartalu 2009. godine, kako u grupaciji malih i srednjih banaka, tako i među velikim i kompleksnim bankarskim grupama (ECB, 2009a).

3. Profitabilnost bankarskog sektora EU

Bankarski sektor EU, prema prvi put obračunatom proseku,⁶ zabeležio je u 2008. godini gubitak, iskazan negativnom ROA stopom od minimalnih -0,11% na nivou domaćih banaka. Strane banke u EU ostvarile su prinos na aktivu po takođe minimalnoj stopi od 0,19%. Proporcionalno nivou

⁴ *Return on assets (ROA) = net profit after taxes / assets; Return on equity (ROE) = net profit after taxes / equity capital* (Mishkin, 2007).

⁵ Multiplikator kapitala (EM) nije samo pokazatelj odnosa aktive i kapitala ($EM = A/E$), već i ROA i ROE profitabilnosti ($EM = ROA / ROE$).

⁶ Podaci o prosečnoj profitabilnosti i drugi pokazatelji poslovanja bankarskog sektora EU, nezavisno od načina finansijskog izveštavanja na nacionalnim nivoima, prvi put su obračunati za 2008. godinu. Problem je što nisu sve članice EMU i EU prihvatile Međunarodne standarde finansijskog izveštavanja (*IFRS*), uključujući i dve najveće – Nemačku i Veliku Britaniju. Zato je ECB izvršila reviziju okvira izveštavanja o konsolidovanim bankarskim podacima za 2008. godinu, čime je prvi put obezbeđena uporedivost podataka i izračunavanje proseka celine (ECB, 2009). Zbog toga redovni godišnji izveštaj *EU Banking Sector Stability* nije objavljen u 2008. godini, već avgusta 2009.

leveridža ove dve grupe banaka, domaće banke su imale ROE rezultat od -3,02%, a strane banke 4,59%. Koeficijent leveridža domaćih banaka (27,5) bio je primetno veći od prosečnog leveridža stranih banaka (24,2).

Profitabilnost banaka u zemljama EU27 i Srbiji tokom krizne 2008. godine, rangiranim prema ROA rezultatu, prikazuje tabela u nastavku.

Tabela 1 - ROA i ROE indikatori profitabilnosti i leveridž banaka
zemalja EU27 i Srbije u 2008. godini

Zemlja / Indikator	ROA	ROE	Leveridž
Rumunija	2,65	29,49	11,12
Srbija	2,08	9,28	4,46
Bugarska	1,98	17,32	8,75
Poljska	1,37	14,77	10,78
Estonija	1,31	15,98	12,20
Češka	1,07	14,57	13,62
Mađarska	0,97	15,06	15,53
Kipar	0,87	14,68	16,87
Slovačka	0,84	10,26	12,21
Letonija	0,79	11,39	14,42
Španija	0,68	12,18	17,91
Grčka	0,58	10,70	18,45
Portugalija	0,49	8,09	16,51
Švedska	0,46	12,06	26,22
Finska	0,46	8,31	18,07
Slovenija	0,41	5,23	12,76
Italija	0,25	3,53	14,12
Litvanija	0,22	2,68	12,18
Malta	0,21	2,58	12,29
Francuska	0,11	2,94	26,73
Austrija	0,09	1,73	19,22
Luksemburg	0,04	1,07	26,75
Irska	0,01	0,42	42,00
Danska	- 0,14	- 3,37	24,07
V.Britanija	- 0,37	- 9,71	26,24
Holandija	- 0,37	- 11,93	32,24
Nemačka	- 0,38	- 22,30	58,68
Belgija	- 1,47	- 44,82	30,49
EU27 (Domaće/Strane)	- 0,11/ 0,19	- 3,02/4,59	27,45/24,16

Izvori: ECB (2009) i NBS (2009)

Na prvi pogled se uočava da je samo pet nacionalnih bankarskih sektora iskazalo gubitak prošle godine. Problem je što su u toj grupi i dva dominantna bankarska sektora – britanski i nemački, koji su apsorbirali 43% aktive banaka u EU na početku 2008. godine.⁷

Banke u svim tranzicionim zemljama – članicama Unije, poslovale su profitabilno, daleko iznad rezultata banaka u zemljama EU15. Prema ROA profitabilnosti, ubedljivo su najuspešniji bankarski sektori Rumunije i Bugarske, između kojih se nalazi bankarstvo Srbije. Najveći prinos na kapital takođe imaju banke ove dve zemlje, za razliku od Srbije, koja znatno zaostaje za tranzicionim zemljama EU. Primetno je da ni jedan bankarski sektor u tranziciji nije iskazao gubitak, a većina je poslovala profitabilnije u uslovima globalne finansijske krize i recesije, nego banke mnogih ekonomski razvijenih zemalja u godinama ekonomske ekspanzije.

Međutim, natprosečna profitabilnost banaka u tranzicionim zemljama EU nije odraz njihove konvergencije razvijenim bankarskim sektorima. Naličje visoke ROA profitabilnosti je zaostajanje za ekonomski razvijenim zemljama, jer upravo taj indikator pokazuje nivo razvoja bankarstva. Visina prinosa na aktivu banaka obrnuto je srazmerna sektorskoj razvijenosti (Vuković, 2008). Osnovni uzrok ovakve korelacije je zakon opadajućih prinosa, koji sa rastom bankarske aktive deluje sve snažnije. Na negativnu korelaciju između razvijenosti bankarskog sektora i ROA profitabilnosti ogroman uticaj ima i kreditni rejting zemlje, koji determiniše prosečnu stopu riziko premije (Vuković, 2008).

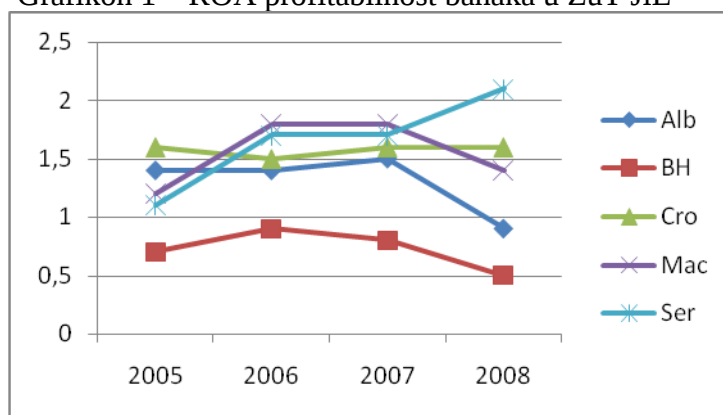
Dramatičan pad profitabilnosti bankarskog sektora EU nije mogao biti usporen ROA rezultatima banaka u tranzicionim zemljama, jer one predstavljaju mali deo bankarstva Unije. Bankarska aktiva deset tranzicionih zemalja EU činila je na početku 2008. godine svega 1,84% aktive bankarskog sektora EU27 (ECB, 2008). S druge strane, odnos aktive banaka EU15 i tranzicionih zemalja Unije svedoči o niskoj prosečnoj izloženosti zapadnih banaka tranzicionim ekonomijama, mada je vitalnosti ovih ekonomija potvrđena i pre krize (Demekas, 2007). Znatno su izloženije bankarske grupe – najveći investitori u bankarskim sektorima tranzicionih zemalja (Arvai i ostali, 2009), ali je visoka profitabilnost subsidijara u 2008. samo pogodovala matičnim bankama.

⁷ Britanske banke 24,6% i nemačke banke 18,4% aktive bankarskog sektora EU.

4. Uspešnost banaka u zemljama Jugo-istočne Evrope

Osnovne pokazatelje uspešnosti banaka u tranzicionim zemljama takođe predstavljaju ROA i ROE indikatori profitabilnosti (Bonin i ostali, 2005). Kretanje ROA profitabilnosti bankarskih sektora zemalja Jugo-istočne Evrope⁸ u periodu 2005-2008. godina, prikazano je narednim grafikonom.

Grafikon 1 – ROA profitabilnost banaka u ZuT JiE



Izvori: BoA (2009), CBBH (2009), CNB (2009), NBM (2009) i NBS (2009)

Grafički prikaz jasno pokazuje da je ROA stopa banaka u susednim zemljama imala uzlazni trend sve do 2008. godine, kada je došlo do opšteg pada uspešnosti njihovog poslovanja, izuzimajući bankarski sektor Srbije. Porast prinosa na aktivu domaćih banaka za preko 22% u kriznoj 2008-oj predstavlja neverovatan uspeh. Rezultat je još vredniji, s obzirom da je domaće bankarstvo već od 2006. godine ostvarivalo ROA profitabilnost znatno iznad regionalnog proseka.

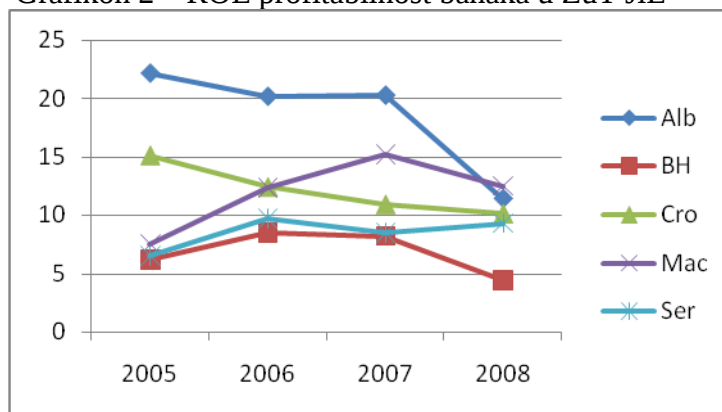
Banke u tranzicionim zemljama JiE beleže primetno manji pad profitabilnosti ne samo u odnosu na bankarske sektore EU15, nego i u poređenju sa novim članicama Unije. Jedina zemlja u regionu čiji bankarski sektor nije ostvario profit u 2008. godini je Crna Gora, zbog čega je sektorski ROA indikator -0,6% (CBM, 2009).

⁸ Izostavljene su Bugarska i Rumunija, jer su već obuhvaćene prethodnim EU pregledom, dok Crna Gora nije prikazana zbog diskontinuelnosti podataka.

Profitabilnost banaka u zemljama Jugo-istočne Evrope imala je zanemarljiv uticaj na rezultate matičnih bankarskih grupa. Naime, aktiva banaka šest zemalja JiE van Unije iznosila je, početkom 2008. godine, marginalnih 0,22% ukupne aktive bankarskog sektora EU. Zajedno sa tranzicionim zemljama – članicama, bankarska aktiva svih 16 analiziranih zemalja u tranziciji dosegala je svega 2,06% aktive banaka EU27!

Ostvarena bazna rentabilnost i sektorski leveridž banaka u zemljama JiE determinisali su njihovu ROE profitabilnost, čije su promene tokom perioda 2005-2008. grafički prikazane u nastavku.

Grafikon 2 – ROE profitabilnost banaka u ZuT JiE



Izvori: BoA (2009), CBBH (2009), CNB (2009), NBM (2009) i NBS (2009)

Prinos na kapital banaka takođe je opao u svim zemljama JiE tokom 2008. godine, izuzev u Srbiji. Razlike u brzini rasta ROA i ROE profitabilnosti ukazuje da u bankarstvu Srbije nije došlo do velikog pada leveridža, za razliku od većine drugih zemalja.

Uprkos rastu, ROE profitabilnost domaćih banaka bila je najniža posle BiH. Presudan faktor bio je multiplikator kapitala, tako da su banke u Albaniji sa svega 0,9%, prinosa na aktivu donosile svojim vlasnicima 11,4% prinosa na kapital, naspram 9,3% u Srbiji, uz 2,3 puta veću ROA profitabilnost! Generalno, bankarski sektor Srbije imao je daleko najnižu multiplikaciju kapitala u Evropi, dok su samo dve vanevropske zemlje imale nešto nižu multiplikaciju kapitala banaka (IMF, 2009a).

5. Faktori profitabilnosti domaćih banaka

Na izvanredan rast ROA i ROE profitabilnosti bankarskog sektora Srbije u kriznoj 2008-oj uticalo je mnoštvo faktora, od kojih su najvažniji fokusirani u nastavku. Ispitivanje profitabilnosti domaćih banaka, grupisanih prema poreklu pretežnih vlasnika, predstavlja neophodan uvod u ovu analizu.

Tabela 2 - Profitabilnost banaka u Srbiji prema poreklu akcionara

Indikatori	ROA		ROE	
	2007.	2008.	2007.	2008.
Banke prema vlasništvu / Godina				
Pretežno stranog porekla	1,62	1,79	8,66	8,18
Pretežno domaćeg porekla	1,96	2,94	8,26	13,32

Izvor: proračun na osnovu bilansnih podataka banaka (www.nbs.rs)

Profitabilnije poslovanje banaka u većinskom vlasništvu domaćih akcionara u odnosu na banke pretežno stranog porekla predstavlja jednu od specifičnosti bankarstva Srbije, karakterističnu za ekonomski najrazvijenije zemlje.⁹ Ipak, najveći doprinos rastu profita u 2008. godini dale su banke u stranom vlasništvu, sa 64,9% neto profita bankarskog sektora Srbije. Preostalih 35,1% ostvarile su banke u domaćem vlasništvu, državne i privatne, koje su istovremeno angažovale svega 26,3% sektorske aktive (Vuković, 2009a).

Zahvaljujući povećanju neto profita, obe grupe banaka ostvarile su rast ROA profitabilnosti u 2008-oj, ali domaće izuzetno brz – čak 50%. Pored toga, prvi put se u ovoj deceniji desilo da su banke domaćeg porekla imale bolji ROE rezultat od stranih, nadmašivši ih za preko 61%. Ključni činioci ovako brzog rasta su visoka ROA stopa i veća multiplikacija kapitala, dok su banke stranog porekla pretrpele pad leveridža. Međutim, nezavisno od međusobnih razlika, obe grupe banaka izuzetno su doprinele rastu profitabilnosti bankarskog sektora Srbije (Vuković et al., 2009). Gubitke u 2008. godini iskazalo je osam banaka, tri domaćeg i pet stranog porekla, od ukupno 34 domaće banke sa licencom NBS. Prema veličini, gubitke su imale srednje i manje banke, ali ni jedna velika banka.

⁹ Demirguc-Kunt i Huizinga (1999) empirijski su dokazali nižu ROA uspešnost stranih banaka u SAD-u, Kanadi, Velikoj Britaniji, Francuskoj i Holandiji.

Ubrzani rast profita i profitabilnosti u kriznoj 2008-oj godini ovdašnje banke su ostvarile najviše zahvaljujući izdašnosti dva izvora: 1) ekstremno visokim kamatnim maržama i 2) prihodima po osnovu dvonedeljnih repo hartija NBS, koji su izuzetno doprineli rastu ukupnih kamatnih prihoda. Presudan značaj ovih prihoda potvrđuju i oficijelni izveštaji same Centralne banke (NBS, 2009a). Poređenje realnih kamatnih stopa domaćih banaka na kredite i depozite takođe pokazuje na respektabilan raspon (Vuković, 2009a).

Pored navedenih, rasli su i svi drugi prihodi banaka, kamatni i nekamatni. Otuda je odnos bruto prihoda prema aktivi tendencijski rastao poslednjih godina - od 29,8% (2003.) do 42,3% (2007.), da bi prošle godine skočio na 60,2%! Udvostručenje bruto prihoda prema bankarskoj aktivi jasno svedoči o jačanju zarađivačke moći bankarstva Srbije (Vuković, 2009a).

Ostale indikatore, bitne za rasvetljavanje uzroka rastuće profitabilnosti ovdašnjih banaka, uprkos udarima globalne finansijske krize, prikazuje tabela u nastavku.

Tabela 3 - Ostali indikatori profitabilnosti banaka u Srbiji

Indikatori / Godina	2007	2008
Neto kamatna marža	6,54	7,76
Neto kamatni prihodi / Aktiva	3,97	5,39
Operativni rashodi / Aktiva	4,54	4,84
Operativni rashodi/Neto kamatni prihodi i naknade	79,1	68,3

Izvori: NBS (2009a), and NBS (2009).

Bankarski sektor Srbije je u 2008. godini povećao neto kamatnu maržu za 19%, a odnos neto kamatnih prihoda prema aktivi za 36%,¹⁰ potvrđujući značaj kamatnih prihoda za sektorsku profitabilnost. Istovremeno je povećan relativni iznos operativnih rashoda u poređenju sa aktivom (za 7%), što ukazuje da je došlo do pada operativne efikasnosti, ali je njeno pogoršanje više nego kompenzovano rastućim pokrićem ovih rashoda sa neto prihodima od kamata i naknada. Rast profitabilnosti podstakli su i prihodi od ukidanja dugoročnih rezervisanja za rizične plasmane.

¹⁰ Na taj način su domaće banke za trećinu nadmašile rezultate EU rekordera – Bugarske i Rumunije (Vuković, 2009a).

Prosečna aktiva, krediti i depoziti po zaposlenom u bankama, kao relevantni indikatori, pokazuju da je bankarstvo Srbije na samom začelju tranzicionih zemalja u okruženju i svih članica EU, odakle proizilazi da produktivnost nije uticala na profitabilnost domaćih banaka.

Podaci da su krediti stanovništvu dostigli svega 621 evro *per capita* (Vuković, 2009a) i da je udeo kredita u BDP-u najniži posle Albanije i Rumunije (IMF, 2009), potvrđuju još uvek nizak nivo bankarske intermedijacije i finansijske produbljenosti. Visoka profitabilnost u takvim uslovima podrazumeva odgovarajuću kamatnu maržu. Sa druge strane, visina domaćih depozita, koji su pretežno pokrivali bankarske kredite (IMF, 2009), upućuje na zaključak da prilivi iz inostranstva nisu imali presudan značaj za profitabilnost banaka u Srbiji.

Paradoksalan rast profitabilnosti ostvaren je uprkos izuzetno visokim stopama obavezne rezerve i drugim rigoroznim prudencionim merama, odnosno restriktivnoj monetarnoj politici. Očigledno je da aktuelna monetarna politika, usmerena na usporavanje rasta kredita i ukupne aktive, nije predstavljala barijeru rekordnom rastu profitabilnosti domaćih banaka.

Izuzetan porast ROE profitabilnosti bio bi još veći, da nije ekstremne kapitalizovanosti bankarskog sektora Srbije. Adekvatnost kapitala domaćih banaka višestruko je veća ne samo u odnosu na druge tranzicione zemlje (IMF, 2009) i zemlje EU (ECB, 2009a), već i u poređenju sa vanevropskim zemljama (IMF, 2009a)!¹¹

Posledično, likvidnost domaćih banaka bila je ekstremno visoka, što potvrđuje i udeo likvidne aktive u ukupnoj bilansnoj sumi (IMF, 2009). Previsoka likvidnost implicira nižu ROA i ROE profitabilnost, što se u slučaju bankarskog sektora Srbije nije desilo. Evidentna kontroverza samo potvrđuje presudan značaj kamatne marže za profitabilnost ovdašnjih banaka, bez obzira na poreklo njihovih vlasnika, za razliku od većine drugih tranzicionih zemalja (Havrylchuk and Jurzik, 2006).

¹¹ Zato je razumljivo što su domaće banke ispoljile izvanrednu vitalnost i robustnost u stresnim uslovima ekspanirajuće finansijske krize, naročito u poslednjem kvartalu prošle godine.

Na kraju, izuzetna profitabilnost nije uzrokovala eskalaciju kreditnog i deviznog rizika. Relativno učešće problematičnih kredita (*non-performing loans*) u ukupnim kreditima dostiglo je 5,3%, dok su dospele neizmirene obaveze (preko 90 dana) u preostalom delu duga u četvrtom kvartalu 2008. smanjene (!) na 5,8%. Devizni rizik domaćih banaka bio je u granicama oficijelnog pokazatelja deviznog rizika, takođe uz primetno poboljšanje u poslednjem tromesečju prošle godine, upravo u vreme najvećih oscilacija deviznog kursa dinara.

Imajući u vidu ostvarenu profitabilnost u 2008., jasno je što su već krajem marta 2009. predstavnici matičnih bankarskih grupa deset najvećih banaka stranog porekla konstatovali „da je bankarski sektor Srbije trenutno u dobrom stanju“, nedvosmisleno ističući: „tokom niza godina investirali smo znatna sredstva u Srbiji i rešeni smo da nastavimo da poslužemo u toj zemlji.“¹² Uzgred, domaći subsidijari svih deset stranih bankarskih grupa poslovali su profitabilno (!), zbog čega su sve špekulacije o eventualnom izlasku sa bankarskog tržišta Srbije bile ekonomski neosnovane.

6. Zaključak

Najvažniji nalazi istraživanja profitabilnosti banaka u Srbiji i zemljama šireg okruženja tokom 2008. godine, pod udarima globalne finansijske krize i ekonomske recesije, sumirani su u nastavku:

- tokom 2008. godine profiti banaka su dramatično smanjeni u većini zemalja, posebno u ekonomski najrazvijenijim;
- bankarski sektor EU iste godine je imao gubitak, zbog čega je stopa profitabilnosti domaćih banaka bila negativna (ROA -0,11%, ROE -3,02%), dok su banke stranog porekla ostvarile minimalan profit;
- bankarski sektori svih tranzicionih zemalja – članica EU, poslovali su sa natprosečnom profitabilnošću, mada su ROA i ROE stope u većini ovih zemalja znatno pale;
- profitabilnost banaka u tranzicionim zemljama nije mogla sprečiti gubitak na nivou EU, jer je aktiva banaka u ovim zemljama na početku 2008. činila svega 1,8% aktive bankarskog sektora Unije;

¹² *Zaključno saopštenje banaka učesnica na koordinacionom sastanku finansijskog sektora posvećenom Srbiji, održanog 27. marta 2008. u Beču.*

- razlike između sektorskih stopa ROA profitabilnosti banaka u ekonomski razvijenim i tranzicionim zemljama EU povećane su tokom krizne 2008. godine, implicirajući snižavanje nivoa integrisanosti bankarskog tržišta Unije;¹³
- banke tranzicionih zemalja iz bližeg okruženja, van EU, takođe su pretrpele pad profitabilnosti, ali ne i sektorski gubitak, izuzimajući bankarstvo Crne Gore.
- rast profitabilnosti ostvarile su samo banke u Rumuniji i Srbiji, ali domaće banke imaju primat u brzini rasta – ROA za 22,4% (sa 1,7% na 2,1%) i ROE za 9,4% (sa 8,5% na 9,3%);
- paradoksalan rast profitabilnosti u kriznoj 2008-oj ostvaren je prevashodno zahvaljujući ekstremno visokim kamatnim maržama i kamatnim prihodima od repo hartija NBS;
- povećanje neto kamatne marže (sa 6,6% na 7,8%) i ostalih pokazatelja profitabilnosti potvrđuje da su kamatni prihodi presudno uticali na rezultat domaćih banaka;
- produktivnost i troškovna efikasnost nisu imali uticaja na rast profitabilnosti;
- visoka profitabilnost je dostignuta uprkos relativno malom obimu kredita i odgovarajućem nivou depozita, koji su uglavnom pokrivali domaće kredite;
- brži rast ROA profitabilnosti zabeležile su banke domaćeg porekla (sa 2,0% na 2,9%) nego stranog (sa 1,6% na 1,8%), što nije uobičajeno za zemlje u tranziciji;
- izrazito restriktivna monetarna politika nije predstavljala veću barijeru rastu profitabilnosti;
- rentabilnije poslovanje domaćih banaka u vreme krize nije ugrozilo njihovu likvidnost, kvalitet kreditnog portfolia i pokazatelje deviznog rizika;
- špekulacije o izlasku banaka stranog porekla sa bankarskog tržišta Srbije bile su bez ekonomskog osnova, jer su svi veći strani subsidijari poslovali profitabilno i u kriznoj 2008. godini.

¹³ Razlike u profitabilnosti bankarskih sektora u starim i novim članicama Unije mogu biti egzaktni dokaz i mera nivoa integrisanosti bankarskog tržišta EU (Gropp and Kashyap, 2009).

Literatura:

1. Arvai, Z., Driessen, k., and Otker-Robe, I. (2009), „Regional Financial Interlinkages and Financial Contagion Within Europe“, IMF WP 09/6.
2. BIS (2009), *79th Annual Report*, 1 April 2008 – 31 March 2009, Bank for international settlements, Basel.
3. BoA (2009), *Annual Report 2008*, Bank of Albania, Tirana.
4. Bonin, J., Hasan, I., and Wachtel, P. (2005), „Bank performance, efficiency and ownership in transition countries“, *Journal of Banking & Finance*, **29 (1)**, 31-53.
5. CBBH (2009), *Annual Report for 2008*, Central Bank of Bosnia and Herzegovina, Sarajevo.
6. CBM (2009), *Chief economist annual report 2008*, Central Bank of Montenegro, Podgorica.
7. CNB (2009), *Annual Report 2008*, Croatian National Bank, Zagreb.
8. Demekas, D. (2007), „Are European Emerging Markets Different?“, OeNB, *Stability and Security*, No. **12**, 156-168.
9. Demirguc-Kunt, A., and Huizinga, H. (1999), „Determinants of commercial bank interest margins and profitability: Some international evidence“, *The World Bank Economic Review*, **13 (2)**, 379-408.
10. EBRD (2008), *Transition Report 2008*, European Bank for Reconstruction and Development, London.
11. ECB (2009), *Financial Stability Review*, June 2009, European Central Bank, Frankfurt.
12. ECB (2009a), *EU Banking Sector Stability*, August 2009, European Central Bank, Frankfurt.
13. Fabrizio, S., Leigh, D., and Mody, A. (2009), „The Second Transition: Eastern Europe in Perspective“, IMF WP 09/43, International Monetary Fund, Washington.
14. Gropp, R. and Kashyap, A. (2009), „A New Metric for Banking Integration in Europe“, NBER WP 14735.
15. Havrylchyk, O. and Jurzik, E. (2006), „Profitability of foreign banks in Central and Eastern Europe: does the entry mode matter?“, Conference on Risk, Regulation and Competition: Banking in Transition Economies, Ghent University, 1-2 September 2006.
16. IMF (2009), *Republic of Serbia*, IMF Country Report No.09/20, February 2009, International Monetary Fund, Washington.

17. IMF (2009a), *Global Financial Stability Report: Navigating the Financial Challenges Ahead*, October 2009, International Monetary Fund, Washington.
18. Mishkin, F.S. (2007), *The Economics of Money, Banking, and Financial Markets*, Eighth Edition, Pearson Addison Wesley, Boston, US.
19. NBM (2009), Financial Stability Indicators – Financial soundness indicators (for the banking system), National Bank of Republic Macedonia, Skopje.
20. NBS (2009), *Kontrola poslovanja banaka*, Izveštaj za četvrti kvartal 2008. godine.
21. NBS (2009a), *Izveštaj o stanju u finansijskom sistemu – maj 2009*.
22. Vuković, V. (2008), „Structural Characteristics and Profitability of Banking in Selected Transition Economies“ in *Financial Systems Integration of Balkan Countries in the European Financial System*, 222-230, Institut ekonomskih nauka, Beograd.
23. Vuković, V., Kožetinac, G., and Kostić, D. (2009), „Impact of Global Financial Crisis on Banking Profitability: The Case of Serbia“ in *Financial Systems Integration of Balkan Countries in the European Financial System: Impact of Global Crisis*, 155-162, Universite Nice, Nice.
24. Vuković, V. (2009a), *Strukturne promene i performanse bankarstva Srbije: 2002-2008.*, Institut ekonomskih nauka, Beograd.

IZLOŽENOST STRANIH BANAKA PREMA EVROPSKIM TRANZICIONIM EKONOMIJAMA*

U V O D

Globalna finansijska kriza aktuelizovala je pitanje rizika bankarskog poslovanja u evropskim tranzicionim zemljama. Značaj ovog pitanja potvrdila je i najnovija analiza Evropske centralne banke (ECB), koja od brojnih bankarskih rizika fokusira četiri: 1) kreditni rizik, 2) tržišni rizik, 3) rizik likvidnosti i 4) rizik tržišta u nastajanju (*emerging markets*) i država – novih članica EU.¹ Osnovni kriterijum ECB za ocenu četvrtog rizika je izloženost banaka euro zone poslovanju u navedenim zemljama.²

Najave mogućnosti izlaska banaka – stranih subsidijara sa tržišta tranzicionih zemalja, koje iznose pojedine istraživačke institucije i analitičari, ali ne i same banke, dodatno potenciraju važnost ovog pitanja za evropske zemlje u tranziciji. Objektivni odgovor podrazumeva ocenu rizika ovih zemalja za poslovanje stranih banaka, zasnovanu na ispitivanju izloženosti banaka tranzicionim ekonomijama.

Opasnost izlaska stranih banaka zaokupila je i pažnju Centralne banke i Vlade Srbije u prvom kvartalu ove godine. Zabrinutost jasno odslikava Zaključno saopštenje banaka učesnica na koordinacionom sastanku finansijskog sektora posvećen Srbiji, posebno peti zaključak: „svesni smo da je u našem najboljem zajedničkom interesu i u interesu Srbije da se svi koordinirano obavežemo da ćemo zadržati ukupan nivo izloženosti prema Srbiji.“³

Analiza izloženosti banaka tranzicionim ekonomijama i utvrđivanje rizika ovih zemalja omogućava procenu opasnosti njihovog napuštanja regionalnih i nacionalnih tržišta, uključujući za nas najinteresantnije tržište Srbije. U cilju dobijanja validne procene ovo istraživanje je prošireno na tranzicione zemlje u širem okruženju, koje su prema metodologiji Evropske banke za obnovu i razvoj (*EBRD*) razvrstane na Centralnu i

* *Pravni život*, br. 13/2009, str. 51-63.

¹ European Central Bank (2009), *Financial Stability Review*, June 2009, p. 83-117.

² *Emerging markets*, prema ECB, locirana su zemljama Latinske Amerike, Azije i tzv. *emerging Europe*, dok se novim članicama smatraju zemlje koje su u EU primljene 2004. godine i kasnije.

³ Sastanak je održan 27. marta 2009. godine u *Joint Vienna Institute* u Beču, pod pokroviteljstvom i predsedavanjem Međunarodnog monetarnog fonda. Sastanku su, pored predstavnika MMF-a, NBS i Vlade Srbije, prisustvovali predstavnici matičnih institucija deset najvećih banaka u većinskom stranom vlasništvu koje su osnovane i rade u Srbiji (*Intesa Sanpaolo, Raiffeisen International, Hypo Alpe-Adria, Eurobank EFG, National Bank of Greece, Unicredit, Societe Generale, Alpha Bank, Volksbank International* i *Pireus Bank*), zatim međunarodnih finansijskih institucija (Svetska banka, *EBRD* i *EIB*), organa za nadzor poslovanja banaka matičnih zemalja (Austrija, Francuska, Grčka i Italija), kao i Evropske komisije i Evropske centralne banke (www.nbs.rs).

Istočnu Evropu (osam zemalja) i Jugoistočnu Evropu (takođe osam zemalja).⁴ Za potrebe istraživanja navedena grupa zemalja je sistematizovana i prema kriterijumu članstva u EU na ZuT 10 – članice Unije i ZuT 6 – nečlanice Unije.

Cilju istraživanja prilagođena je i njegova struktura, koju čine sledeći delovi: strane banke u tranzicionim ekonomijama (1), rizici u bankarstvu i globalna finansijska kriza (2), ocena izloženosti stranih banaka tranzicionim ekonomijama (3) i procena mogućnosti izlaska stranih banaka (4). Na kraju, najvažniji nalazi istraživanja sažeti su u zaključku.

STRANE BANKE U TRANZICIONIM EKONOMIJAMA

Ulazak stranih banaka na tržišta evropskih tranzicionih zemalja započeo je devedesetih godina prošlog veka. Dominantni investitori bile su zapadnoevropske bankarske grupe. Korišćena su dva osnovna modaliteta ulaska: akvizicije postojećih banaka (državnih i privatnih) i osnivanje novih banaka. Penetracija stranih banaka – investitora po pravilu je ubrzavana nakon potpisivanja predpristupnih sporazuma sa EU, da bi kulminirala neposredno pre ulaska zemlje u Uniju. Naravno, to ne znači da se u ZuT van EU može očekivati povećanje broja banaka – stranih subsidijara, imajući u vidu njihovu brojnost i udeo u bankarstvu ovih zemalja.

Strane banke su prisutne u tranzicionim ekonomijama ne samo kao investitori u banke – subsidijare, već i kao isključivi kreditori. Naime, liberalizacija deviznih sistema tranzicionih zemalja omogućila je bankama iz inostranstva da mogu davati direktne, tzv. prekogranične (*cross-border*) kredite kompanijama i bankama u tim zemljama.⁵ Usled razlika u troškovima monetarne regulative, strani krediti se po volumenu mogu približiti domaćim, kao što se prošle godine desilo u Srbiji. Činjenica da su vodeći *cross-border* kreditori upravo one banke koje su i najveći investitori, potvrđuje da je za ocenu prisustva stranih banaka najvažnija analiza banaka – subsidijara, kako njihove brojnosti, tako i odnosa njihove i sektorske aktive.

Međuzavisnost ekonomskog rasta i razvoja finansijskog sektora, po pravilu bankocentričnog,⁶ podstakla je zemlje u tranziciji da širom otvore vrata stranim bankama – investitorima. Rezultat je visok stepen prisustva banaka stranog porekla, na osnovu čega je evidentno da su bankarski sektori ZuT neuporedivo otvoreniji nego u zemljama – starim članicama Unije (EU 15).⁷ Sa druge strane, banke stranog porekla presudno su uticale na rast bankarskog sektora zemalja – domaćina, tražnju za bankarskim uslugama, konkurenciju i tržišnu selekciju.⁸

⁴ EBRD, *Transition report 2008*.

⁵ Vuković, V. (2008), „Strani krediti – ekspanzija i implikacije“, *Finansije*, broj 1-6/2008., str. 204-222.

⁶ Empirijski je potvrđena kauzalna veza ekonomskog rasta i razvoja finansijskog sektora. Uporediti: Haiss, P. and Hagmayr, B. (2007), „Financial Sector Development and Economic Growth – Evidence for southeastern Europe“, OeNB&Economic Policy Institute, *Impact of Foreign Direct Investments on Banking Sector in South East European Countries*, p. 7-29.

⁷ Berger, A.N. (2007), „Obstacles to a global banking system: „Old Europe“ versus „New Europe“, *Journal of Banking&Finance*, No 31, p. 1955-1973.

⁸ Fries, S., Neven, D., Seabright, P. and Taci, A. (2006), „Market entry, privatization and bank performance in transition“, *Economics of Transition*, Vol. 14(4), p. 579-610.

Visoka profitabilnost je nesumnjivo primarni motiv ulaska stranih bankarskih grupa na finansijska tržišta evropskih zemalja u tranziciji.⁹ Penetraciji zapadnih banaka izuzetno je pogodovao relativno nizak nivo rizika zemlje i konvergencija tranzicionih zemalja evropskom normama i standardima. Otuda su strane banke najviše investirale u tranzicionim zemljama - članicama EU, kao i zemljama – kandidatima za članstvo.

Ukupan broj banaka i stranih subsidijara od kraja 2004. do kraja 2007. godine povećan je u Češkoj sa 35 (stranih 26) na 37 (28), Estoniji sa 9 (6) na 15 (13), Letoniji sa 23 (9) na 25 (14), Litvaniji sa 12(6) na 14 (6), Mađarskoj sa 38 (27) na 40 (27), Poljskoj sa 57 (44) na 64 (54), Slovačkoj sa 21 (16) na 26 (15) i Sloveniji sa 22 (7) na 27 (11). Ukupan broj banaka u navedenim zemljama Centralne i Istočne Evrope u posmatranom vremenskom intervalu povećan je sa 217 na 248, a broj stranih subsidijara istovremeno je uvećan sa 141 na 168.

U istom periodu smanjen je ukupan broj banaka u Bugarskoj sa 35 (24) na 29 (21), Hrvatskoj sa 39 (15) na 35 (16), Rumuniji sa 32 (23) na 31 (26), BiH sa 33 (17) na 32 (21), Makedoniji sa 21 (8) na 18 (11) i Srbiji sa 43 (11) na 35 (21), dok je minimalno povećan samo u Albaniji, sa 16 (14) na 17 (15) i Crnoj Gori, sa 10 (3) na 11 (8). Otuda je ukupan broj banaka u Jugoistočnoj Evropi smanjen sa 229 na 208, dok je broj stranih subsidijara porastao sa 115 na 139.¹⁰

Kretanje ukupnog broja banaka u tranzicionim zemljama, prema prezentiranim podacima, bilo je izrazito divergentno tokom posmatranog perioda – dok je u Centralnoj i Istočnoj Evropi njihov broj povećan za 14,3%, u Jugoistočnoj Evropi je smanjen za 9,2%, tako da je broj banaka u svim zemljama povećan za svega 2,2%. Divergencija se može objasniti različitim nivoima razvijenosti bankarskih sektora ove dve grupe zemalja. Istovremeno je zabeležen značajan porast broja banaka stranog porekla – za 19,2% u prvoj i 20,9% u drugoj grupi zemalja, što je rezultiralo rastom njihovog udela.

Na prvi pogled se uočava da je broj banaka u pretežno stranom vlasništvu relativno veliki: 67,7% svih banaka u ZuT Centralne i Istočne Evrope i 66,8% u Jugoistočnoj Evropi, odnosno 67,3% na nivou analiziranih ZuT 16 krajem 2007. godine. Najveća ekspanzija evidentirana je u Jugoistočnoj Evropi, gde je učešće ovih banaka na kraju 2004. godine iznosilo 50,2%. Posmatrano po zemljama, razlike u udelima krajem 2007. su izrazito velike, od Slovenije (40,7%) i Litvanije (42,9%), do Poljske (84,4%) i Estonije (86,7%) u prvoj grupi i od Hrvatske (45,7%) i Srbije (60%), do Rumunije (83,9%) i Albanije (88,2%) u drugoj grupi. Međutim, zbog velikih oscilacija u rasporedu aktive po bankama, precizniji pokazatelj prisustva banaka – stranih subsidijara je udeo njihove aktive u ukupnoj sektorskoj aktivni.

Učešće banaka – subsidijara u ukupnoj aktivni bankarskog sektora, upoređujući kraj 2004. i 2007. godine, povećano je u Estoniji (sa 98% na 98,7%), Letoniji (sa 48,6% na 63,8%), Litvaniji (sa 90,8% na 91,7%), Mađarskoj (sa 63% na 64,2%), Poljskoj (71,3% na 75,5%), Slovačkoj (sa 96,7% na 99%) i Sloveniji (sa 20,1% na 28,8%). Marginalno smanjenje učešća aktive subsidijara u ukupnoj aktivni zabeleženo je samo u Češkoj – sa 84,9% na 84,7%).

⁹ Vlastimir Vuković (2008), „Structural Characteristics and Profitability of Banking in Selected Transition Economies“ in *Proceedings Financial Systems Integration of Balkan Countries in the European Financial System*, p. 222-230, editors Claude Berthomieu and Srdjan Redžepagić, Institute of Economic Sciences, Belgrade.

¹⁰ EBRD, *Transition report 2008*.

U drugoj grupi (Jugoistočna Evropa) udeo aktive stranih bankarskih subsidijara tokom ovog perioda povećan je u svim zemljama – Bugarskoj (81,6% prema 82,3%), Hrvatskoj (86,3% prema 90,4%), Rumuniji (58,5% prema 87,3%), Albaniji (93,3% prema 94,2%), BiH (80,9% prema 93,8%), Crnoj Gori (31% prema 78,7%), Makedoniji (47,3% prema 85,9%) i Srbiji (37,7% prema 75,5%).

Banke stranog porekla, prema stanju na kraju 2007. godine, očigledno upravljaju pretežnim delom bankarske aktive ZuT 16 – 80,9%, ali je prosek prve grupe (75,8%) primetno niži od druge grupe (86,0%). Ukoliko se isključi Slovenija, prosek prve grupe je neznatno niži (82,5%) od proseka druge grupe. Dominantan udeo aktive banaka- stranih subsidijara u Slovačkoj (99,0%) i Estoniji (98,7%) ukazuje na tendenciju eliminacije banaka domaćeg porekla, naročito u manjim zemljama. Takođe se uočava trend natprosečno brzog rasta aktive subsidijara u Jugoistočnoj Evropi, što je uzrokovalo skok udela sa 64,6% krajem 2004. na 86,0% krajem 2007. godine.¹¹

Znatno veći udeo aktive u odnosu na brojnost ovih banaka je indikator njihove natprosečne veličine u odnosu na sektorski prosek i još više u poređenju sa bankama u pretežno domaćem vlasništvu. Istovremeno, visok udeo aktive subsidijara ukazuju na izrazitu izloženost stranih banaka – investitora prema svim posmatranim ZuT, izuzev Slovenije. Uključivanje prekograničnih kredita razotkriva potpunu dominaciju banaka stranog porekla i upućuje na zaključak o ekstremnoj izloženosti. Pri tome je neophodno imati u vidu da je najveći deo prekograničnih kredita garantovan od strane banaka iz tranzicionih zemalja, prevashodno stranih subsidijara.

Ipak, za celovitiju ocenu izloženosti neophodno je proširiti analizu na rizik zemlje i druge rizike u bankarstvu, posebno u svetlu aktuelne finansijske krize globalnih razmera, i ispitati odnos aktive subsidijara i matičnih bankarskih grupa, odnosno aktive bankarskih sektora ZuT i matičnih zemalja.

RIZICI U BANKARSTVU I GLOBALNA FINANSIJSKA KRIZA

NBS oficijelno sistematizuje kreditni rizik, kamatni rizik, tržišni rizik (koji obuhvata devizni rizik i ostale tržišne rizike), rizike izloženosti banke, rizike ulaganja banke, rizik zemlje i operativni rizik.¹² Međutim, prema zvaničnoj internet prezentaciji naše centralne banke¹³ na listi rizika prvi je rizik likvidnosti, kamatni rizik je svrstan u tržišne rizike, dok se pored rizika iz Odluke još navode pravni rizik, reputacioni rizik i strateški rizik. Najvažnijim rizicima u domaćem bankarskom sektoru smatraju se kreditni rizik, rizik likvidnosti i devizni rizik, koji se izdvojeno analiziraju u odgovarajućim kvartalnim izveštajima NBS.¹⁴

¹¹ Interesantno je da su neto potraživanja (ukupna potraživanja minus ukupne obaveze) banaka stranog porekla u ZuT bila uglavnom negativna od početka 2004. do početka 2007., da bi tek u 2008. značajnije porasla, jer su obaveze brže opadale od potraživanja. (Gyntelberg, J., McGuire, P., and von Peter, G., „Highlights of international banking and financial activity“, *BIS Quarterly Review – June 2009*, p. 19-28, Bank for International Settlements)

¹² Odluka o upravljanju rizicima banke, „Sl. Glasnik RS“, br. 129/2007, 63/2008 i 112/2008.

¹³ www.nbs.rs / Kontrola banaka / Upravljanje rizicima u bankarskom poslovanju.

¹⁴ NBS (2009), Kontrola poslovanja banaka – izveštaj za četvrti kvartal 2008. godine.

Izloženost stranih banaka poslovanju u evropskim tranzicionim zemljama neposredno je povezana sa dve vrste rizika – rizikom ulaganja banke¹⁵ i rizikom zemlje.¹⁶ Prvi rizik se odnosi na banke koje imaju subsidijare u ovim zemljama, a drugi kako na banke - investitore, tako i na i na banke koje su zajmotražiocima iz ovih zemalja direktno plasirale tzv. *cross-border* kredite. Osnovne komponente rizika zemlje su političko-ekonomski rizik i rizik transfera.¹⁷ S obzirom da su najveći *cross-border* kreditori upravo one bankarske grupe koje su i najveći investitori u bankarske sektore ZuT, očigledna je kumulacija rizika ulaganja banke i rizika zemlje. Članstvo u EU većine ovih zemalja (ZuT 10) i rastuća konvergencija ostalih (ZuT 6), uticali su na smanjivanje rizika zemlje.

Međuzavisnost rizika bankarskog poslovanja potencira značaj i drugih bankarskih rizika, pre svega kreditnog¹⁸ i deviznog.¹⁹ Rizik likvidnosti banaka u tranzicionim ekonomijama je pretežno determinisan navedenim rizicima. Kamatni i ostali tržišni rizici nemaju veliki značaj za banke-subsidijare zbog (ne)razvijenosti tržišta hartija od vrednosti u tranzicionim zemljama. Izuzetak su repo transakcije, koje su ubrzano ekspandirale poslednjih godina, ali je njihov rizik minimalan zbog boniteta emitenata (centralne banke) i ročnosti (dve nedelje).

Globalna finansijska kriza uticala je na rast kreditnog rizika u ovim zemljama, mereno učešćem loših i neobezbeđenih kredita u kreditnom portfoliju banaka. Politikom visoke kolateralizacije banke stranog porekla bitno su umanjile kreditni rizik, kao što su indeksacijom minimizirale devizni rizik kredita u domaćoj valuti. Navedenim i drugim prudencionim merama ublaženi su negativni efekti globalne finansijske krize na bankarstvo tranzicionih zemalja.

Evropska centralna banka procenjuje rizik tranzicionih zemalja na osnovu tri ključna indakatora – kreditna izloženost (procentualno u odnosu na ukupnu aktivu), stepen depresijacije domaćih valuta u odnosu na evro i visina javnog duga. Procena je da rizik ovih zemalja nije previsok, ali je upozoravajući za bankarske grupe koje su najviše involvirane, bez obzira na njihovu veličinu i kompleksnost.²⁰

Rizik *cross-border* kredita uobičajeno se meri poređenjem sa izvozom zemlje. Prema MMF-u, Srbija ima posle Hrvatske najnepovoljniji odnos vrednosti izvoza i *cross-*

¹⁵ Rizici ulaganja banke obuhvataju rizike njenih ulaganja u druga pravna lica i u osnovna sredstva. (Odluka o upravljanju rizicima banke, tačka 20)

¹⁶ Rizik zemlje ili rizici koji se odnose na zemlju porekla lica prema kome je banka izložena jesu rizici negativnih efekata na finansijski rezultat i kapital banke zbog nemogućnosti banke da naplati potraživanja od ovog lica iz razloga koji su posledica političkih, ekonomskih ili socijalnih prilika u zemlji porekla tog lica. (Isto, tačka 21) Za strane banke – investitore to je rizik zemalja u tranziciji.

¹⁷ Rizik zemlje obuhvata: - političko-ekonomski rizik, pod kojim se podrazumeva verovatnoća ostvarivanja gubitka zbog nemogućnosti naplate potraživanja banke usled ograničenja utvrđenih aktima državnih i drugih organa zemlje porekla dužnika, kao i opštih i sistemskih prilika u toj zemlji; - rizik transfera, pod kojim se podrazumeva verovatnoća ostvarenja gubitka zbog nemogućnosti naplate potraživanja iskazanih u valuti koja nije zvanična valuta zemlje porekla dužnika, i to usled ograničenja plaćanja obaveza prema poveriocima iz drugih zemalja u određenoj valuti koja su utvrđena aktima državnih i drugih organa zemlje dužnika. (Isto)

¹⁸ Kreditni rizik je rizik od nastanka negativnih efekata na finansijski rezultat i kapital banke usled neizvršavanja obaveza dužnika prema banci. (Isto, tačka 11)

¹⁹ Devizni rizik je rizik od nastanka negativnih efekata na finansijski rezultat i kapital banke usled promene deviznog kursa. (Isto, tačka 14)

²⁰ European Central Bank (2009), *Financial Stability Review*, June 2009, p. 83-117.

border kredita u grupi ZuT 16.²¹ Ovaj rizik ipak nije toliko izražen, jer su najveći korisnici prekograničnih kredita kompanije u stranom vlasništvu, koje su na ovaj način supstituisale deo direktnih investicija.

Proizilazi da su ključni rizici stranih banaka – investitora i kreditora u tranzicionim zemljama rizik ulaganja, kreditni i devizni rizik, kao i posledični rizik likvidnosti. Sumarno, ovi rizici nisu previsoki, odnosno još uvek ne ugrožavaju poslovanje ovih banaka, uprkos negativnim efektima globalne finansijske krize.

OCENA IZLOŽENOSTI STRANIH BANAKA TRANZICIONIM EKONOMIJAMA

Kompletnija ocena izloženosti stranih banaka tranzicionim ekonomijama podrazumeva iskorak iz nacionalnih i regionalnih granica ZuT, kako bi se komparativnom analizom utvrdio relativan odnos prema obimu i strukturi aktive matičnih banaka i bankarskih sektora. Primera radi, jedna banka stranog porekla može upravljati sa 10-20% bankarske aktive određene zemlje u tranziciji, a da u matičnoj grupi predstavlja simboličan procenat ukupne aktive. Uzrok je enormna aktiva kojom upravljaju bankarske grupe, od kojih neke imaju veću aktivu nego bankarski sektori ZuT 16 zajedno. Otuda zbir aktive svih subsidijara jedne bankarske grupe u ZuT 16 retko prelazi četvrtinu njene aktive, što pokazuju prezentirani podaci.

Najizloženije banke, mereno apsolutnim iznosom njihove aktive u tranzicionim zemljama, krajem 2007. godine bile su *Unicredit*, *Raiffeisen*, *Erste*, *KBC* i *Societe Generale*. Ipak, pravi pokazatelj izloženosti je procentualni udeo aktive banaka - subsidijara u ukupnoj aktivu bankarskih grupa, prema kome je redosled sledeći: *OTP* (100%), *Raiffeisen* (52%), *Erste* (35%), *National Bank of Greece* (24%) i *EFG Eurobank* (20%).²²

Poređeno prema poreklu matičnih bankarskih grupa, najveću sumu potraživanja od evropskih tranzicionih zemalja ima Austrija, za kojom slede Nemačka, Italija, Francuska, Švedska i Grčka.²³ Međutim, značajniju izloženost imaju samo Austrija i Grčka, uzimajući u obzir veličinu njihovog bankarskog sektora.²⁴

Najvažniji sintetički indikator izloženosti banaka Evropske unije (EU 27) prema ZuT 16 predstavlja odnos ukupne aktive njihovih bankarskih sektora,²⁵ koji pokazuje da je od kraja 2004. do isteka 2007. godine udeo aktive banaka ZUT 10 – članica EU u ukupnoj aktivu banaka EU 27 povećan sa 1,43% na 1,84%. Istovremeno, odnos aktive banaka ZUT 6 – nečlanica Unije prema agregatnoj aktivu banaka EU 27 porastao je sa

²¹ International Monetary Fund (2009), *Republic of Serbia*, Country Report, No. 09/20, p. 7.

²² Arvai, Z., Driessen, K., and Otker-Robe, I. (2009), „Regional Financial Interlinkages and Financial Contagion Within Europe“, IMF, WP/09/6.

²³ Gadanecz, B., Gyntelberg, J., and McGuire, P. (2009), „The international banking market“, *BIS Quarterly Review – March 2009*, p. 19-24, Bank for International Settlements.

²⁴ ECB (2008), *EU Banking Structures*, p. 37.

²⁵ Analitički pokazatelj se može dobiti isključivanjem aktive banaka u pretežno domaćem vlasništvu u tranzicionim zemljama i aktive EU banaka koje nisu investitori i kreditori u ovim zemljama, ali taj indikator ne pokazuje sektorsku izloženost.

0,16% na 0,22%, tako da je zbirna aktiva banaka svih ZUT 16 prema aktivi bankarskog sektora EU 27 povećana sa 1,59% na 2,06%.²⁶

Podatak da je aktiva banaka svih ZuT 16 na kraju 2007. godine iznosila svega 2,06% aktive banaka EU, ukazuje na minimalnu izloženost, uprkos znatno bržem rastu aktive banaka u tranzicionim zemljama (22,2% prosečno godišnje) nego na nivou EU (12,1% prosečno godišnje). Ukoliko se posmatra samo grupa ZuT6, izloženost je gotovo zanemarljiva – svega 0,22%. Istovremeno, aktiva bankarskog sektora Srbije predstavljala je marginalnih 0,05%.

Relativno mala aktiva banaka tranzicionih zemalja neminovno minimizira nivo izloženosti. Ilustracije radi, od EU 15 čak 13 zemalja pojedinačno ima veću bankarsku aktivu nego sve ZuT 16 zajedno.²⁷

Natprosečan udeo kredita u strukturi aktive banaka-subsidijara ne utiče na ocenu o niskoj izloženosti EU banaka prema tranzicionim ekonomijama, zahvaljujući politici kolateralizacije i indeksacije. Neznatan tržišni rizik takođe potkrepljuje iznetu ocenu o minimalnoj izloženosti.

Nizak ratio krediti/BDP tranzicionih ekonomija, odnosno relativno mala suma kredita u odnosu na bruto domaći proizvod, indikator je nedovoljno razvijene bankarske intermedijacije,²⁸ ali i dodatni argument u prilog niske izloženosti banaka-subsidijara i njihovih matčnih bankarskih grupa. Indikativno je da Srbija ima, posle Albanije i Rumunije, najniži odnos kredita i BDP-a u grupi ZuT 16. Pri tome je brz rast kredita poslednjih godina uglavnom finansiran iz domaćih depozita, što je veoma retko u tranzicionim ekonomijama.²⁹

Izloženost banaka EU veća je prema drugim tržištima u razvoju (Azija i Latinska Amerika), a najveća prema najrazvijenim ekonomijama, posebno SAD, koje predstavljaju žarište aktuelne finansijske krize.

Konačno, na osnovu svih iznetih podataka, može se zaključiti da je izloženost EU banaka prema tranzicionim zemljama niska. Krunski dokaz je minimalan iznos aktive banaka tranzicionih zemalja u odnosu na EU, jer 2,08% aktive, pretežno kolateralizovane, ne može predstavljati značajniji rizik za bankarski sektor Unije.

PROCENA MOGUĆNOSTI IZLASKA STRANIH BANAKA

Niska izloženost stranih banaka implicira njihov ostanak, a ne izlazak sa tržišta tranzicionih zemalja. Rizik poslovanja u tranzicionim zemljama – članicama EU gotovo je zanemarljiv, a u preostalim ZuT 6 relativno mali, imajući u vidu stepen njihove konvergencije evropskim normama i standardima. Otuda se može zaključiti da su „ekspertska“ predviđanja mogućeg izlaska stranih banaka iz ovih zemalja neosnovana.

²⁶ Autorski proračun na osnovu podataka European Central Bank (2008), *EU Banking Structures*, kao i podataka centralnih banaka Albanije, BiH, Crne Gore, Hrvatske, Makedonije (BJR) i Srbije.

²⁷ Švedska, Austrija, Luksemburg, Danska, Belgija, Irska, Holandija, Španija, Italija, Francuska, Nemačka i Velika Britanija.

²⁸ Bonin, J., Hasan, I. And Wachtel, P. (2008), „Banking in transition countries“, BOFIT Discussion Papers, 12/2008, Bank of Finland.

²⁹ International Monetary Fund (2009), *Republic of Serbia*, Country Report, No. 09/20, p. 23.

Višegodišnje investicije stranih banaka u širenje mreže, savremenu tehnologiju, usavršavanje zaposlenih i efikasnu organizaciju omogućile su ne samo tržišno etabliranje, već i brz razvoj banaka – subsidijara i njihovo profitabilno poslovanje u tranzicionim zemljama. Kreditna ekspanzija i uvećavanje aktive pokazuju tempo razvoja ovih subsidijara.

Uspešnost poslovanja banaka u tranzicionim zemljama, mereno prinosom na aktivu (*RoA*) i prinosom na kapital (*RoE*), bila je izuzetna. Najvišu *RoA* profitabilnost 2006. godine među zemljama EU 27 imale su Bugarska (1,82%) i Rumunija (1,79%), dok je bankarski sektor Srbije takođe ostvarivao visok rezultat (1,70%). Sve ostale tranzicione zemlje (izuzev Slovenije) iste godine imale su *RoA* stopu iznad 1%, a sve stare članice EU (izuzev Portugalije) ispod ove granice. Zbog delovanja multiplikatora kapitala, razlike u *RoE* profitabilnosti nisu bile velike.³⁰ Interesantno je da su banke u Srbiji i 2007. godine ostvarile *RoA* profitabilnost od 1,70%, da bi u 2008., prvoj godini finansijske krize, dostigle rekordnu stopu od 2,08%. Prošle godine je zabeležen i rast *RoE* profitabilnosti bankarskog sektora Srbije – 9,28% u odnosu na 8,54% ostvarenih godinu dana ranije.³¹ Investitor ne napušta visoko rentabilan projekat, osim iz neekonomskih razloga. Zato bi izlazak stranih banaka bio zamisliv samo u katastrofičnom scenariju, koji bi dovodio u pitanje proces evropskih integracija u celini.

Globalna finansijska kriza dovela je mnoge strane banke do ivice bankrotstva, što je moglo rezultirati zatvaranjem jednog broja banaka u tranzicionim zemljama. Međutim, banke sa najvećim problemima nisu imali svoje subsidijare u ovim zemljama. Brza državna intervencija u razvijenim članicama EU sprečila je lančana bankrotstva banaka i na taj način, indirektno, eliminisala potencijalnu opasnost za opstanak njihovih subsidijara na evropskim tranzicionim tržištima.

Očekivani pad BDP-a tranzicionih zemalja, izazvan svetskom finansijskom krizom, takođe neće dovesti u pitanje prisutnost stranih banaka. Izlazak stranih banaka mogla bi podstaći samo duboka i trajnija ekonomska recesija, sa karakteristikama depresije, koja bi prvo dovela u pitanje opstanak matičnih bankarskih grupa.

Prema aprilskim procenama MMF-a predviđeno je smanjenje agregatnog proizvoda zemalja Centralne i Istočne Evrope za 3,7% (u Srbiji – 2,0%) tokom 2009. godine.³² Najnovije prognoze su pesimističnije, jer se očekuje smanjivanje BDP-a za 5,0%, približno zemljama euro zone (-4,8%). Ublažavanje recesije očekuje se već tokom 2010. godine, za koju je prognozirana stopa rasta BDP-a tranzicionih zemalja od -1,0% (prethodna prognoza bila je 0,8%). Ipak, najvažnije je da se za 2010. godinu prognozira rast BDP-a razvijenih ekonomija za 0,6%, umesto stagnacije.³³

Evidentno niska zloženost stranih banaka prema tranzicionim ekonomijama, mali rizik zemlje, visoki prinosi i očekivani ekonomski oporavak na globalnom nivou potvrđuju da ne postoji opasnost izlaska stranih banaka sa tržišta tranzicionih zemalja u širem okruženju (ZuT 16), uključujući i tržište Srbije.

³⁰ Vlastimir Vuković (2008), „Structural Characteristics and Profitability of Banking in Selected Transition Economies“ in *Proceedings Financial Systems Integration of Balkan Countries in the European Financial System*, p. 222-230, editors Claude Berthomieu and Srdjan Redžepagić, Institute of Economic Sciences, Belgrade.

³¹ NBS (2009), Kontrola poslovanja banaka – Izveštaj za četvrti kvartal 2008. godine.

³² International Monetary Fund (2009), *World Economic Outlook: Crisis and Recovery* (Washington, April).

³³ International Monetary Fund (2009), *World Economic Outlook Update*, July 8, p. 2.

Argumente u prilog istrajavanju na bankarskom tržištu Srbije jasno su istakle upravo strane banke: „Tokom niza godina investirali smo znatna sredstva u Srbiji i rešeni smo da nastavimo da posluujemo u toj zemlji.“³⁴

Z A K L J U Č A K

Ispitivanje rizika poslovanja stranih banaka u evropskim tranzicionim zemljama značajno je kako za matične zemlje banaka – investitora, tako i za zemlje domaćine, naročito u uslovima globalne finansijske krize. Ključno pitanje za matične zemlje je stepen rizika i potencijalna kontaminacija, a za zemlje domaćine mogućnost izlaska stranih banaka sa njihovih tržišta. Otuda je razumljivo što je i Evropska centralna banka u svojim najnovijim analizama svrstala rizik tržišta u nastajanju (*emerging markets*) i država – novih članica EU među četiri najizraženija bankarska rizika, odmah iza kreditnog rizika, tržišnog rizika i rizika likvidnosti. Izloženost stranih banaka prema tranzicionim ekonomijama je osnov za ocenu rizika ovih zemalja.

Broj banaka u pretežno stranom vlasništvu – prosečno 67,3%, kao i aktiva kojom upravljaju ove banke – 80,9%, ukazuju na veoma visoku izloženost prema tranzicionim zemljama u širem okruženju. Dodatno uključivanje *cross-border* kredita otkriva potpunu dominaciju stranih banaka i upućuje na zaključak o njihovoj ekstremnoj izloženosti.

Ključni rizici stranih banaka – investitora i kreditora u tranzicionim zemljama su rizik ulaganja, kreditni i devizni rizik, kao i posledični rizik likvidnosti. Navedeni rizici još uvek ne ugrožavaju poslovanje stranih banaka, uprkos negativnim efektima globalne finansijske krize.

Najvažniji sintetički pokazatelj izloženosti banaka Evropske unije (EU 27) prema tranzicionim zemljama predstavlja odnos ukupne aktive njihovih bankarskih sektora. Pošto je aktiva banaka svih ZuT 16 na kraju 2007. godine iznosila svega 2,06% aktive banaka EU, izloženost je očigledno minimalna. Istovremeno, izloženost prema tranzicionim zemljama Jugoistočne Evrope (ZuT6) izuzetno je niska – samo 0,22%, dok je aktiva bankarskog sektora Srbije predstavljala marginalnih 0,05%.

Relativno mala aktiva banaka tranzicionih zemalja minimizira nivo izloženosti stranih banaka i ne dovodi u pitanje njihovo prisustvo na ovim tržištima. Rizik poslovanja u tranzicionim zemljama – članicama EU gotovo je zanemarljiv, a u preostalim ZuT 6 relativno mali, imajući u vidu stepen njihove konvergencije evropskim normama i standardima.

Investicije stranih banaka u tranzicionim zemljama omogućile su tržišno etabliranje, brz razvoj i profitabilno poslovanje banaka – subsidijara. Prema prinosu na aktivu banke tranzicionih zemalja su znatno profitabilnije od banaka u razvijenim zemljama. Bankarski sektor Srbije, jedan od najprofitabilnijih, ostvario je prošle godine rekordnu stopu prinosa na aktivu, uprkos krizi.

³⁴ Zaključno saopštenje banaka učesnica na koordinacionom sastanku finansijskog sektora posvećenom Srbiji, održanom u Beču 27. marta 2009. godine, t. 4. (www.nbs.rs)

Niska izloženost stranih banaka prema tranzicionim ekonomijama, mali rizik zemlje, visoka profitabilnost i očekivani ekonomski oporavak na globalnom nivou potvrđuju da ne postoji opasnost izlaska stranih banaka sa tržišta tranzicionih zemalja u širem okruženju (ZuT 16), uključujući i tržište Srbije.

THE FOREIGN BANKS EXPOSURE TO EUROPEAN TRANSITION ECONOMIES

Summary

Business risk of foreign banks in European transition countries, under the pressure of global financial crisis, has become a significant issue for the home countries of these banks, because of the potential of a banking infection, and as well as for the host countries due to the possibility of foreign banks to exit their markets. The basis for the risk assessment in transition countries is the foreign banks' exposure to these risks (the ECB). The number of banks, mainly foreign-owned (67.3%), as well as the assets that these banks manage in the transition countries (80.9%), indicate a very high exposure. Additional inclusion of cross-border credits reveals the complete domination of foreign banks and implies extreme exposure. However, the most important synthetic indicator of the EU banks' exposure (EU 27) to the transition countries represents the ratio between the total assets of their banking sectors. Since the assets of all the banks in the transition countries of Central, Eastern and Southeastern Europe at the end of 2007 amounted to only 2.06% of the assets of the EU banks, exposure is obviously minimal. At the same time, exposure to the six transition countries of South Eastern Europe – non-members of EU is extremely low - only 0.22%, while the assets of the banking sector Serbia represents marginal 0.05%.

Relatively small assets of the banks in transition countries minimize the foreign banks' exposure and do not question their presence in these markets. The risk of doing business in transition countries - EU member states is almost negligible, and in the remaining transition countries is relatively small, bearing in mind the degree of their convergence to European norms and standards. Low exposure of foreign banks to the transition economies, low risk countries, high profitability and the expected economic recovery at the global level confirm that there is no danger for the foreign banks to exit the markets in transition countries in the region, including the Serbian market.

Keywords: transition economies, foreign banks, banks affiliates, country risk, transition countries exposure, market exit, global financial crisis.

АКТУЕЛНА СВЕТСКА ЕКОНОМСКА КРИЗА И ТРАНЗИЦИОНА РЕЦЕСИЈА: ИСКУСТВО СРБИЈЕ*

САЖЕТАК. Актуелна економска криза, изазвана сломом тржишта капитала, погодила је све земље. Глобална криза је посебно погодила европске земље у транзицији, које су тек после 10 до 20 година достигле ниво агрегатне производње оствариван 1989. године. Транзициона контракција официјелно је означена као рецесија, мада је према дубини и трајању очигледно у питању била депресија. Србија је у посебно тешкој ситуацији, јер се од 16 транзиционих земаља Централне, Источне и Југо-источне Европе налази на најнижем нивоу транзиционог опоравка – БДП је 2008. године износио свега 72% аутпута из 1989., упркос респектабилним стопама раста претходних година. Глобална криза је одложила излазак Србије из транзиционог заостајања за крај друге деценије овог века, након тридесет година депресије и опоравка. Излазак из фазе транзиционог опоравка успоравају и проблеми у монетарној сфери, а пре свега рестриктивност монетарне политике, евроизованост (двовалутност), подмонетизованост и трошкови монетарне регулативе. Монетарни фактори утичу и на трошкове финансијског посредовања, посебно подстицањем раста реалних каматних стопа на кредите предузећима и становништву, спутавајући тако инвестиције, али и агрегатну тражњу. Отуда кредибилна монетарна политика са антицикличним мерама има изузетан значај за излазак из предугог транзиционог опоравка.

Кључне речи: глобална криза, транзициона рецесија, монетарна политика, банке.

УВОД

Актуелна светска економска криза, покренута колапсом глобализованог финансијског тржишта, након пада цена некретнина у САД, погодила је све земље. Криза се прелила и на транзиционе земље Централне, Источне и Југо-источне Европе (ЦИЈиЕ), знатно више него Велика депресија 1929-1933. године [Aslund 2009: 2]. Проблем ових земаља је транзициони опоравак, након дубоке вишегодишње контракције током последње деценије прошлог века. Већина земаља је окончала овај процес, достигавши ниво агрегатне производње пре почетка транзиције, али неколико још увек није. Србија је у посебно тешкој ситуацији, јер је њено заостајање у односу на бруто домаћи производ (БДП), остварен нулте 1989. године, највеће – у 2008-ој износило је минус 28% [EBRD 2009].

Структура овог рада прилагођена је циљу истраживања, истакнутом у самом наслову. Утврђивање размера почетне транзиционе контракције у земљама ЦИЈиЕ, укључујући Србију, битно је за процену успешности опоравка. Анализа претходног

* *Економска криза: порекло и исходи*, Српска академија наука и уметности, 2010, стр. 391-404.

транзиционог периода омогућава темељније испитивање осетљивости европских транзиционих економија на ударе глобалне економске кризе. Транзициони опоравак домаће економије методолошки је упутно размотрити у светлу општих тенденција и правилности, истовремено уважавајући кључне специфичности. Посебан значај имају монетарно-банкарски аспекти транзиционог опоравка домаће економије. На крају, систематизовани су кључни налази, на основу којих су дате одговарајуће препоруке.

Истраживањем је обухваћено 16 земаља у транзицији ЦИЈиЕ (ЗуТ16), од којих су десет чланице Европске уније (ЕУ10-ЗуТ), а шест ван ЕУ (ЗуТ6).¹

ТРАНЗИЦИОНА КОНТРАКЦИЈА - РЕЦЕСИЈА ИЛИ ДЕПРЕСИЈА?

Транзициона контракција била је изузетно дубока и дуга у свим земљама ЦИЈиЕ, мада су број узастопних година опадања и кумулативни пад агрегатне производње приметно осцилирали: од – 51% током шест година у Летонији до – 6% за две године у Пољској. Евидентирана контракција у просеку је видно надмашивала Велику депресију, када је пад БДП-а достигао - 27% током четири године у САД, у Немачкој - 16% за три године, у Француској – 11% за такође три године и Великој Британији само – 6% за две године [Светска банка 2002: 31]. При томе је неопходно имати у виду да су многе транзиционе земље и наредних година (друга половина 90-их) имале дисконтинуелни пад аутпута: Румунија 3+3 године, Бугарска 4+2 године, Чешка 3+2 године, Литванија 5+1 година, Хрватска 4+1 година и Албанија 3+1 година, док за БиХ и Црну Гору нема података, али је производња и у тим земљама очигледно опадала.

Упркос трајању и размерама контракције, све међународне институције оквалификовале су ову силазну фазу као транзициону рецесију. Наведено одређење супротно је најпознатијим уџбеничким дефиницијама, према којима је *рецесија раздобље значајног пада укупне производње, дохотка и запослености, обично од шест месеци до годину дана* [Samuelson&Nordhaus 2009: 749], односно *раздобље негативног раст БДП-а, које се обично односи на два узастопна тромесечја негативног раста БДП-а* [Blanchard 2005: P-6]. Транзициона контракција крајем прошлог века суштински одговара дефиницији депресије као *јаке и дуге рецесије* [Samuelson&Nordhaus 2009: 468] или *дубоке и дуготрајне рецесије* [Blanchard 2005: P-1]. Имајући у виду, на крају, да је транзициона контракција била снажнија и дуготрајнија од Велике депресије, несумњиво се ради о ТРАНЗИЦИОНОЈ ДЕПРЕСИЈИ.

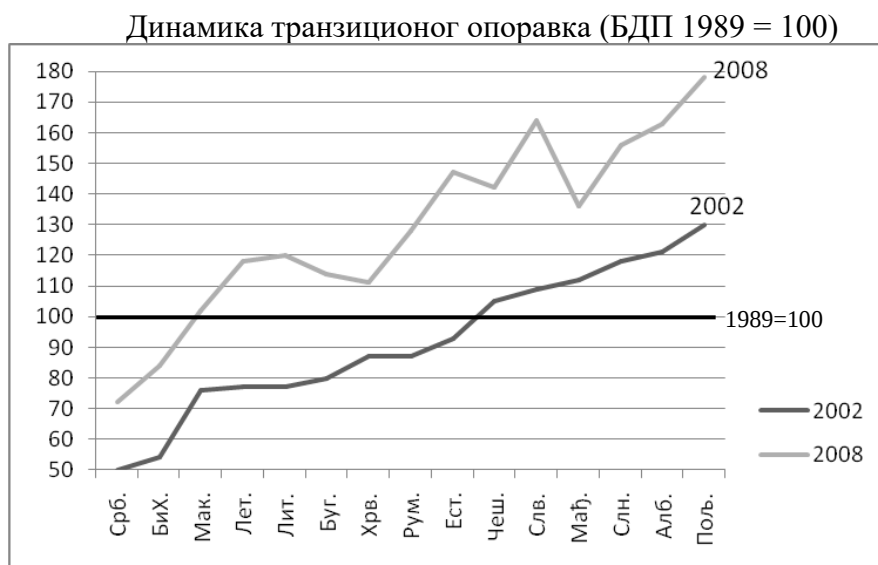
Исте међународне институције, које су очигледну депресију оквалификовале као рецесију, објавиле су и њен крај: *Транзициона рецесија је сада завршена – Украјина, једина земља која је десет година заредом имала пад производње, у 2000. години остварила је*

¹ Албанија, Босна и Херцеговина, Македонија (БЈР), Србија, Хрватска и Црна Гора.

раст [Светска банка 2002: 31]. При томе је занемарено да је наведене 2000-те године свега пет земаља² окончало транзициони опоравак, укључујући Албанију, чији је БДП *per capita* 1989. износио 721 УСД! Податак да је просечна годишња стопа раста БДП-а земаља Централне и Источне Европе (укључујући Балкан) током периода 1992-2001. износила свега 2,6%, сведочи о дубини контракције првих година транзиције, а не о успоравању раста [IMF 2010а: 159].

Према минусу од 41% у четири године (1990-93.), Србија није значајније одступала од просека, упркос ратном окружењу. Међутим, бомбардовање извршено 1999. године изазвало је нови пад производње (- 18%), који је Србију потиснуо на последње место међу ЗУТ16 према степену опоравка. Тако је наша земља дочекала смену власти 2000-те године са 47% производње остварене 1989., односно десет година раније. Последње место према степену транзиционог опоравка Србија је задржала до данас, иако је у међувремену углавном остваривала респектабилне годишње стопе раста БДП-а. Наличје релативно високих годишњих стопа раста управо је екстремно ниска основица, као резултат претходног опадања.

Динамика опоравка од 2002. године, на новом таласу транзиције, за нас је посебно интересантна. Транзициони опоравак Србије и осталих земаља ЦИЈиЕ у периоду 2002-2008. година илуструје наредни графикон.³



Извор: EBRD, 2009.

Уочава се да је 2002. године девет земаља имало нижи БДП него 1989. године, а шест виши (1999. године само три земље су премашивале границу опоравка). Након шест година, транзициони опоравак нису окончале Црна Гора (92%), БиХ (84%) и Србија (72%).

² То су Пољска (127%), Словенија (114%), Мађарска (104%), Словачка (103%) и Албанија (103%).

³ Црна Гора није приказана због недостатка података.

Распон између кривих на графикону показује да је опоравак домаће економије био мањи него у свим другим земљама – свега 22 структурна поена (Словачка 55, Естонија 54, Пољска 48, Литванија 43, Албанија 42, Летонија 41, Словенија 38, Чешка 37, Бугарска 34, БиХ 30, Македонија (БЈР) 26 и Мађарска и Хрватска 24 структурна поена). Међутим, због ниске основице на почетку периода, домаћа агрегатна производња расла је брже од БДП-а осам земаља из групе ЗуТ16, али просечна годишња стопа раста није видније одступала од просека групе. Изломљеност криве која показује ниво опоравка 2008. године, управо одражава разлике у брзини опоравка појединачних земаља у анализираној групи.

На крају се могу сумирати налази првог дела анализе. Све европске земље у транзицији, укључујући и чланице Заједнице Независних Држава (ЗНД),⁴ претрпеле су дугу и велику транзициону депресију током 90-их.⁵ Због тога су транзиционе земље ЦИЈиЕ тек крајем прошле и током ове деценије успевале достићи ниво производње из 1989. године. Међутим, транзициони опоравак још увек нису окончале Србија, БиХ и Црна Гора.⁶ Домаћа економија је доживела најдубљу депресију, колико транзициону, толико и ратну, због чега је најудаљенија од коначног опоравка.⁷

УТИЦАЈ АКТУЕЛНЕ ЕКОНОМСКЕ КРИЗЕ НА ЕВРОПСКЕ ЗЕМЉЕ У ТРАНЗИЦИЈИ

Глобална криза је примарно утицала на БДП, запосленост и општи ниво цена у транзиционим земљама ЦИЈиЕ. Приближавање кризе наговестило је успоравање просечне стопе раста агрегатне производње у 2008. години (са 5,5% на 3,0%), која је у 2009. опала за 3,7%, више него у економски развијеним земљама (-3,2%). Међутим, већ у 2008 години дошло је до пада производње у Летонији (-4,6%) и Естонији (-3,6%), да би прошле године пад претрпеле све земље ове групе, осим Албаније (+2,8%) и Пољске (+1,7%). Контракција производње у земљама Балтика попримила је размере депресије: Летонија -18%, Литванија -15% и Естонији -14,1%, док је у осталим земљама била знатно изнад просека евро зоне (-4,1%).

⁴ Транзициона депресија у овим земљама била је још дубља и дужа.

⁵ Кејнсов опис Велике кризе, дат почетком 1931. године, одговара транзиционој депресији шездесет година касније: *Велика криза трговине и запослености, као и пословни губици којима смо сведоци, представљају најтежа искушења која су се икада догодила у савременој светској историји. Није поштеђена нити једна земља. Изузетна немаштина и – што је понекад и много горе – неспокојство владају данас милионима домова широм света.* [Кејнс 1987: 73]

⁶ Управо је то прва карактеристика која се истиче у извештајима о реалној конвергенцији ових земаља, као потенцијалних кандидата за чланство у ЕУ [Borgs et al. 2008: 40].

⁷ Размере заостајање показује и релативни однос БДП-а *per capita* Србије и старих чланица Уније (ЕУ15), који је пао са 36% у 1989. на 12,3% у 2005. Урачунавањем паритета куповне моћи добија се повољнија (24,7%), али и даље ниска пропорција [Borgs et al. 2008: 12-13].

Надпросечан пад производње међу осталим земљама ове групе евидентиран је у Румунији (-7,1%), Црној Гори (-7,0%), Мађарској (-6,3%), Хрватској (-5,8%) и Бугарској (-5,0%). Србија је са -2,9% имала најмањи пад производње после Македоније (-0,7%). Снагу удара глобалне кризе на транзиционе земље ЦИЈиЕ показује и поређење са светским аутпутотом, који је пао за свега 0,6%. [IMF 2010a: 2-159]. Агрегатна производња током 2009. године приметно је пала и у Словенији (-7,3%) и Словачкој (-4,2%), транзиционим земљама које су сврстане у групу економски развијених [IMF 2010a: 156].

Према пројекцијама, ове године се очекује пад БДП-а у само три земље ЦИЈиЕ: Летонији (-4%), Литванији (-1,6) и Црној Гори (-0,2%). Процењује се да ће остале земље остварити минималне стопе раста, од 0,2% (Бугарска и Хрватска) до 2,7% (Пољска). Исти извор наговештава раст домаће агрегатне производње за 2%. Предвиђена просечна регионална стопа раста у овој години од 2,8% је последица статистичког укључивања Турске (са прогнозираном стопом раста од чак 5,2%), без које ова стопа не премашује 1,5%. Поређења ради, процена овогодишњег раста за евро зону је 1,0%, развијене економије 2,3% и свет 4,2% [IMF 2010a: 2]. Потпунији опоравак очекује се 2011. године, када би све анализирани земље требало да остварују стопе раста агрегатне производње од 3-5%.

Текућа рецесија у овим земљама неминовно је подстакла раст већ високих стопа незапослености. Подаци за 2009. годину још нису расположиви, али се према расту стопе незапослености за последње две године у економски развијеним земљама (са 5,8% на 8%) и земљама евро зоне (са 7,6% на 9,4%), као и прогнози даљег раста незапослености у овој години, основано може закључити да је раст незапослености у транзиционим земљама надпросечно брз. Мада се пораст броја незапослених приписује рецесионој (привременој) незапослености, протоком времена све већи део поприма карактер перманентне незапослености. Исто тако, уочено је да тзв. Окуново правило о односу агрегатне производње и незапослености показује сасвим другачији резултат у време актуелног опоравка, јер пораст производње није праћен смањивањем, већ растом незапослености [IMF 2010a: 69-106]. Пораст незапослености у анализираним земљама потврђују и подаци о растућим стопама незапослености у периоду јун 2008. – децембар 2008. – јун 2009. сукцесивно [EBRD 2009: 14].

Пад агрегатне тражње појачао је процес дезинфлације у већини земаља света, па и у транзиционим земљама ЦИЈиЕ, што показује наредна табела.

Остварена (2008/09) и процењена (2010/11) инфлација (у %)

Група земаља	2008.	2009.	2010.	2011.
Развијене економије	2,0	0,9	0,8	1,1
Евро зона	2,3	1,1	0,6	1,1
Транзиционе земље ЦИЈиЕ	8,1	4,7	5,2	3,6

Извор: IMF 2010a: 163.

Поред пада БДП-а, раста незапослености и дезинфлације, истичу се још две битне карактеристике актуелне кризе, заједничке готово свим земљама: смањивање дефицита текућег рачуна и пораст буџетског дефицита. Просечан дефицит текућег рачуна земаља ЦИЈиЕ смањен је са 7,3% (2008.) на 2,0% (2009.), а процене за ову (-3,3%) и 2011. годину (-3,6%) сасвим су реалне [IMF 2010a: 54]. Истовремено, повећан је буџетски дефицит, али у границама одрживе екстерне солвентности и ликвидности [EBRD 2009: 24]. Дивергентно кретање ова два дефицита сматра се позитивним резултатом због проблема тзв. двоструког дефицита.

Транзиционе земље ЦИЈиЕ глобална криза очигледно је погодила више него друге регионе, пре свега због дубине рецесије у земљама евро зоне. Посебно су погођене земље које нису окончале транзициони опоравак (Србија, БиХ и Црна Гора), али и земље које су границу из 1989. прекорачиле 2008. (Македонија), 2006. (Летонија, Литванија, Бугарска и Хрватска) и 2005. године (Румунија).

ТРАНЗИЦИОНИ ОПОРАВАК СРБИЈЕ ПОД УДАРИМА СВЕТСКЕ ЕКОНОМСКЕ КРИЗЕ

Разматрање проблема транзиционог опоравка домаће економије у амбијенту глобалне кризе изискује кратко подсећање на специфичности наше транзиције, започете економским реформама 1989. године, пре пада Берлинског зида. Убрзо су ове реформе потиснуте ратовима у суседству, међународним санкцијама и распадањем државе. Економско разарање је кулминирало хиперинфлацијом 1993. године, једном од највртоглавијих у светској историји. Крхки резултати опоравка у другој половини 90-их поништени су бомбардовањем 1999. године. Напоре до је, ипак, спровођена приватизација, која се и после две деценије показује као дисконтинуелна, концепцијски дивергентна и незавршена. Убрзање приватизације, након инаугурације новог законског оквира 2001. године, имало је за последицу не само неадекватне приватизационе приходе због понуде великог броја предузећа [Стошић 2007: 52], већ и претежно некомпетентне власнике, које је пре свега интересовала имовина предузећа, а не њихово пословање. Генерално, домаћу економску транзицију одликује кашњење савремене регулативе и њено „опуштено“ спровођење. Евроизованост, подмонетизованост, инфлаторност и високи трошкови финансијског посредовања, као специфичности из монетарне сфере, размотрене су у оквиру анализе монетарно-банкарских аспеката домаћег транзиционог опоравка.

Основни макроекономски индикатори, који одсликавају утицај глобалне кризе на домаћу економију, дати су у наредној табели за период 2007 - I квартал 2010. године.⁸

⁸ Подаци су најактуелнији, јер су из домаћих извора (Народна банка Србије). Међутим, разлика у односу на међународне изворе нема, мада су одређена одступања неминовна у односу на прелиминарне процене (нпр., БДП у 2009.).

Основни макроекономски индикатори Србије

Индикатор / Период	2007.	2008.	2009.	I 2010.
Реални раст БДП-а (у %)	6,9	5,5	- 3,0	1,0
Незапосленост по Анкети (у %)	18,1	13,6	16,1	/
Инфлација (у %)	11,0	8,6	6,6	4,7
Текући рачун (у % БДП-а)	-16,0	-18,2	-5,7	-10,5
Буџетски салдо (у % БДП-а)	-1,7	-1,8	-3,4	-3,1
Спољни дуг (у % БДП-а)	61,8	65,2	75,0	76,2

Извор: НБС 2010а: 45-46.

Након успоравања раста реалног БДП-а у 2008., прошле године је забележен пад испод просека ЗУТ16. Међутим, смањивање агрегатне производње одложило је коначан транзициони опоравак Србије за крај наредне деценије! Сада је већ сасвим извесно да ће опоравак домаће економије бити далеко најдужи међу транзиционим земљама ЦИЈиЕ.

Издазак из прошлогодишње транзиционе рецесије официјелно је обнародован крајем априла, када је изнет прелиминарни податак да је БДП у првом кварталу ове године, након непрекидног опадања у четири квартала 2009., реално већи за 1% у поређењу са истим кварталом претходне године. Констатација је формално неспорна, јер према опште прихваћеној међународној дефиницији фаза рецесије почиње након пада производње у два узастопна квартала, а престаје и најмањим порастом БДП-а у једном кварталу.⁹

Очигледан методолошки проблем представља секвенцијалност статистичког обрачуна, који без вредновања степена пада и раста ствара ефекат апорије у закључивању. Примера ради, после катастрофалног опадања производње у четири узастопна квартала, забележеног прошле године у земљама Балтика, довољан је пораст од 0,1% у првом овогодишњем кварталу да би се утврдио издазак из рецесије? Суштински, то је само помак са рецесионог дна.¹⁰

Податак да је промет робе у трговини на мало, током првог квартала ове према истом периоду 2009. године, опао по текућим ценама за 2,2%, а по сталним чак за 8,8%,¹¹ упућује на закључак да је оцењеном расту домаћег БДП-а за 1% пресудно допринела страна, а не домаћа тражња. Изнети закључак поткрепљују подаци о значајном расту извоза (8%) и паду увоза (5,5%) у том периоду [НБС 2010: 46].

⁹ Републички завод за статистику. *Флеш оцена – Бруто домаћи производ у првом кварталу 2010. Године*. Београд, 30. април 2010.

¹⁰ Коришћење исте дефиниције уласка и изласка из рецесије често је резултирало налазима о краткотрајности транзиционе рецесије (не депресије), брзом опоравку и расту. На пример, седам земаља из анализиране групе ЗУТ16 (без Србије, БиХ и Црне Горе), према једном истраживању са ауторским приступом обрачуна тренда, није имало фазу опоравка, иако су према истом извору све претрпеле транзициону рецесију у трајању од 2 до 6 година? Отуда је разумљиво што су земље, као што је Летонија, формално имале више година раста (6) него контракције (4) у 90-им, мада су БДП из 1989. достигле тек 2006. године [Kolodko 2000: 14].

¹¹ Републички завод за статистику. *Саопштење број 120*. Београд, 4. мај 2010.

Негативан тренд раста незапослености из претходне године извесно је настављен и у 2010. години, као у већини земаља света, упркос расту аутпута. Међутим, још увек нема месечних и кварталних података за ову годину?

Дезинфлацију под притиском опадајуће агрегатне тражње потврђују све ниже стопе раста општег нивоа цена, али је и у рецесионим условима домаћа инфлација изнад просека транзиционих земаља ЦИЈиЕ (6,6% према 4,9% у 2009.). Успоравање инфлације настављено је и у првом тромесечју ове године, мада инфлациона очекивања нису видно смањена.

Негативан салдо текућег рачуна у односу на БДП смањен је са 18,2% (2008.) на 5,7% (2009.), да би у првом овогодишњем кварталу поново порастао на 10,5%. Смањивању негативног салда текућег рачуна посебно су допринели већ апострофирани раст извоза и пад увоза, као и пораст удела разменљивих добара у укупној производњи, што се сматра једним од три камена темељца одрживог модела раста европских транзиционих земаља у будућности [Atoyan 2010: 27-28].

Приметно већи ниво буџетског дефицита у 2009. години (3,4% БДП-а) није значајније промењен у прва три месеца ове године (3,1%), мада аранжман са ММФ-ом налаже смањивање раскорака јавних прихода и расхода. Потребне финансирања нараслог дефицита условиле су повећање јавног дуга према иностранству, што је утицало да се укупан спољни дуг опасно приближи официјелној граници презадужености (80% БДП-а). Чињеница да највећи део спољног дуга чини приватни, а не јавни дуг, не умањује обавезу јавног сектора да се одговорно понаша приликом задуживања у земљи и иностранству.

Актуелна светска криза оборила је домаћи БДП испод 70% нивоа оствариваног 1989. Достижање некадашњег нивоа производње до краја наредне деценије изискује просечну годишњу стопу раста од приближно 3,7%, што је остварљиво, под претпоставком да је раздобље текуће рецесије иза нас. Бржи опоравак претпоставља вишу, али не и недостижну просечну стопу раста наредних година.

Према подацима за 2007. годину, домаћи БДП *per capita*, упркос релативном заостајању, ипак је био већи за 58% од Албаније, 39% од Македоније, 35% од БиХ и 4% од Бугарске. Истовремено, све остале транзиционе земље ЦИЈиЕ надмашивале су наш просек - на пример, Црна Гора за 8%, Румунија за 42%, Хрватска 2,5 пута, Мађарска 2,6 пута и Словенија 4,4 пута [EBRD 2009].¹²

¹² Интересантно је поређење националног дохотка *per capita* Србије и Словачке, које је направио ММФ у свом последњем извештају о нашој земљи. Графички је приказано да је Србија 1990. године имала знатно већи просек од Словачке, која је на крају, 2008. године, надмашивала домаћи просек за готово 2,5 пута. Према ММФ-у, узрок су кључне реформе, почев од приватизације (80% у Словачкој, према 60% у Србији), преко пословне климе (Словачка рангирана 42., Србија 88.), до структуре јавних расхода (однос јавних расхода за плате и социјалне трансфере према јавним инвестицијама износио је 3,5 у Словачкој (1995-2002.) према 7,5 у Србији од 2005-08.) [IMF 2010: 17]. Поређење између најразвијеније Словеније и Србије, уз коришћење изнетих аргумената, сигурно би било још интересантније.

Релативно мањи пад домаће производње у 2009. години, поређено са осталим земљама из посматране групе, пружа основ очекивањима коначног изласка из текуће рецесије и бржег транзиционог опоравка.

МОНЕТАРНО-БАНКАРСКИ АСПЕКТИ ТРАНЗИЦИОНОГ ОПОРАВКА ДОМАЋЕ ЕКОНОМИЈЕ

Проблеми у монетарној сфери снажно успоравају транзициони опоравак домаће економије. Најизразитији су евроизованост (двовалутност), подмонетизованост и високи трошкови монетарне регулативе, који се уобичајено разматрају у контексту финансијске стабилности, а ретко као фактори ограничавања економског раста.

Посебан проблем представља склоност инфлацији, односно инфлаторност. Србија је деценијама међу најинфлаторнијим земљама у окружењу, али и у Европи и свету.¹³ Актуелна дезинфлација је овај проблем тренутно релативизирала, али он увек прети ерупцијом цена, као традиционалним начином решавања домаћих тржишних проблема. Рекордно ниска инфлација почетком ове године (4,7%) резултат је рецесије, а не рестриктивне монетарне политике. Опоравак агрегатне тражње довешће до ослобађања инфлационог притиска,¹⁴ који трајније може обуздати само кредибилна монетарна политика. Делотворна монетарна политика у Србији подразумева управо решавање проблема дво валутности, подмонетизованости и високих трошкова монетарне регулативе.

Дво валутност је готово ендемски проблем, узрокован хроничним неповерењем у националну валуту. Отуда девизна штедња доминира у укупној штедњи сектора становништва (92-98%). Највећи део биланса домаћих банака такође је у девизном облику (пасива) или је девизно индексиран (актива). Размере укупне валутне супституције показује континуелно померање пропорције монетарних агрегата у корист девизних депозита, а на уштрб динарске новчане масе М2. Сума девизних депозита крајем марта ове године достигла је рекордно учешће у укупној новчаној маси М3 – 66,9%, двоструко надмашивши укупну динарску новчану масу [НБС 2010а: 17]. Екстремну евроизацију у нашој земљи потврђују и релевантна страна истраживања (Dvorsky et al. 2008).

Евроизација, као актуелни домаћи облик дво валутности, представља проблем који одговарајућа монетарна политика може ублажити, али не и решити. Последице су изразито негативне – од финансијске нестабилности, до трошкова непрекидне валутне

¹³ На пример, 2005. године инфлацију мању од 10% имале су 193 земље, од којих 149 испод 5%, од укупно 223 земље које су у тој години статистички праћене [Mishkin 2006: 1]. Истовремено је инфлација у Србији достигла 17,7%, што је у 2005. години сврстава међу 30 најинфлаторнијих земаља света.

¹⁴ Латентни притисак потврђује подаци свих последњих анкета, према којима су инфлациона очекивања на горњој граници таргетиране инфлације [НБС 2010а: 13].

конверзије. Ипак, евроизација најтеже погађа инвестициону и укупну пословну климу, с обзиром да домаће штедише и инвеститори на тај начин исказују неповерење према Централној банци. Позитивно је што евроизација омогућава прикупљање штедње, која је у динарском облику занемарљива, јер нико не жели да се излаже девизном ризику. Упркос томе, резултанта утицаја евроизације на транзициони опоравак земље је негативна.

Подмонетизованост је монетарни проблем који најдиректније утиче на успоравање економског раста. Однос домаће новчане масе (М2) и БДП-а није само питање брзине оптицаја, већ пре свега количине новца по јединици производа, односно могућности реализације агрегатне производње. Рестриктивна монетарна политика индуковала је драматичну подмонетизованост, што потврђује податак да је протеклих година количина новца у процентима БДП-а (10-12%) била три до шест пута мања него у осталим транзиционим земљама! Монетизованост је побољшана 2006. године, када је домаћи М2 достигао 14%, а затим 16,5% БДП-а. Исте 2007. године Румунија је била претпоследња са 36,6%, док је монетизација у другим земљама премашивала 50%, често и 60% агрегатне производње [EBRD 2009]. Интересантно је да ни домаћи М3 није премашивао 30% БДП-а до 2006. године, док се наредне две године кретао у распону од 32-38%. Проблем подмонетизованости може бити решен само кредибилном монетарном политиком.

Фокусирани монетарни проблеми изразито су међузависни, а њихове везе процикличне. Ланац међузависности може се приказати на следећи начин: инфлациона очекивања – неповерење у динар – евроизација – валутна депресијација – инфлација – стерилизација (монетарна контракција) – подмонетизованост – проциклични ефекти (успорен економски раст – продужен транзициони опоравак).

Настојање креатора домаће монетарне политике да проблем инфлације решавају стерилизацијом новчане масе није било успешно, јер највећи део те масе емитује Европска централна банка. На тај начин се само увећавају трошкови монетарне регулативе, који неминовно прате стерилизацију. Имајући у виду да изразита инфлациона очекивања подстичу како раст општег нивоа цена, тако и евроизацију, јасно је да решење крије кредибилна монетарна политика. Монетарна рестриктивност се може супституисати кредибилитетом монетарне политике, али не и обрнуто. Поред дезинфлације, боља монетизованост и смањење трошкова регулативе спадају у најважније антицикличне учинке кредибилне монетарне политике. Материјално упориште такве политике већ постоји – то је изузетно висока финансијска сигурност земље, према индикаторима изложености финансијском ризику. Први показује да је покривеност новчане масе М1 девизним резервама достигла екстремних 393,4% (!), а други сведочи о високој девизној покривености примарног новца – 190,4% на крају 2009. године [НБС 2010а: 48]. Поједностављено, први индикатор указује да је сваки динар готовог новца у оптицају и

трансакционих депозита готово четвороструко покривен девизним резервама земље. *Србија је према првом показатељу годинама финансијски најсигурнија транзициона земља у ширем окружењу, а према другом одмах иза Словеније* [Вуковић 2009: 10].

Домаће банке такође спадају међу најсигурније на свету према капиталној адекватности. Прошле године је њихов капитал у односу на активу износио превисоких 23,3%, а у поређењу са ризико пондерисаном активом 21,2% [IMF 2010b]. Низак левериџ такође имплицира високу цену пруденционих монетарних мера, мада то није била препрека овдашњим банкама да остварују изузетно високу профитабилност [Vuković 2008: 227-228]. Доказ је стопа приноса на капитал, која наше банке и у кризној 2008. години сврстава у сам европски врх, одмах иза Румуније [ЕЦБ 2009: 45-47].

Трошкови монетарне регулативе поскупљују кредите и на тај начин дестимулишу инвестиције и обарају ниво агрегатне тражње, што неминовно успорава економски раст чак и у условима глобалног просперитета. Снижавањем пасивних каматних стопа демотивише се и домаћа штедња. Примарни мотив домаћих штедиша ипак није принос, већ заштита уштеђевине од инфлаторног обезвређивања. Захваљујући томе, висок раст кредита пре кризе претежно је финансиран домаћим депозитима [IMF 2009: 23], али је због рестриктивне монетарне политике било неопходно интензивније коришћење стране штедње.

Монетарна рестриктивност не само да увећава трошкове банкарске интермедијације, већ и смањује њен обим. Финансијску (не)продубљеност, одсликава величина домаћег кредитног тржишта (мерено сумом банкарских кредита у процентима БДП-а), које спада међу најмање у Европи, тик испред претпоследње Румуније и последње Албаније [IMF 2009: 23].

Номинални пораст кредита привреди у рецесионој 2009. години достигао је 19%, а зајмова становништву 8%. Међутим, реални раст је износио 9,7%, односно 0,2% респективно. Кредитирање становништва минимално је повећано захваљујући реалном расту стамбених кредита за 8%, док су остали кредити овог сектора пали за 6%! Исте године су кредити јавном сектору повећани чак за 6,8 пута, пре свега као последица експлозивног задуживања Републике Србије, које је порасло за невероватних тринаест пута [НБС 2010: 10].

На крају, може се закључити да високи трошкови монетарне регулативе изразито негативно утичу на транзициони опоравак земље преко високих трошкова и малог обима банкарске интермедијације. Резултати антиинфлационе монетарне политике нису оправдали цену рестриктивности. Напротив, статистички је доказано да рестриктивне мере биле у корелацији са растом, а не смањивањем општег нивоа цена [Палић и др. 2008]. Зато је кредибилна монетарна политика, која ће резултирати дезинфлацијом, рехабилитацијом националне валуте, вишом монетизацијом и нижим трошковима регулативе, од највеће важности за транзициони опоравак домаће економије.

Релаксирајућа монетарна политика, иницирана почетком априла ове године, већ је побољшала монетизованост и смањила трошкове регулативе, док је сузбијање двовалутности и очување стабилности ниске инфлације и даље неизвесно. Таргетирање ниског нивоа инфлације и промоција финансијске стабилности само су први кораци ка поверењу. Позитиван исход зависиће од испуњености основних предуслова кредибилности: независности централне банке, институционалне посвећености дезинфлацији, објављивања циљне инфлације, информисаности, разумљивости, транспарентности, комуникативности, делотворности и одговорности.

ЗАКЉУЧЦИ И ПРЕПОРУКЕ

Глобална криза је посебно погодила земље ЦИЈиЕ, које су 90-их година претрпеле дугу транзициону депресију. Србија је у најтежој ситуацији, јер је њено транзиционо заостајање највеће – 2008.године износило је минус 28% у односу на БДП остварен 1989. Опоравак је додатно пролонгирао прошлогодишњи пад агрегатне производње за 3%, али је он знатно испод просека ЗУТ16. Отуда се ове године може очекивати излазак из текуће рецесије и бржи транзициони опоравак, уколико криза у евро зони буде обуздана.

Проблеми у монетарној сфери такође успоравају транзициони опоравак домаће економије, пре свега евроизованост (двовалутност), подмонетизованост и високи трошкови монетарне регулативе. Актуелна дезинфлација тренутно је релативизирала највећи монетарни проблем – експанзију цена. Међутим, рекордно ниска инфлација последица је рецесије, а не антиинфлационих мера монетарне политике. Високи трошкови и мали обим банкарске интермедијације рецидиви су рестриктивне монетарне политике.

Бржи транзициони опоравак неостварљив је без кредибилне монетарне политике, која ће резултирати трајном дезинфлацијом, рехабилитацијом националне валуте, вишом монетизацијом и нижим трошковима регулативе. Основне претпоставке такве монетарне политике су независност централне банке, институционална посвећеност дезинфлацији, објављивање циљне инфлације, информисаност, разумљивост, транспарентност, комуникативност, делотворност и одговорност.

ЦИТИРАНА ЛИТЕРАТУРА

- Aslund, Anders. Implications of the global financial crisis for Eastern Europe. *Development&Transition*, No. 13, July 2009.
- Atoyan, Ruben. Beyond the Crisis: Revisiting Emerging Europe's Growth Model. *IMF WP/10/92*. Washington, DC: International Monetary Fund, 2010.
- Blanchard, Olivier. *Макроекономија*. 3. изд. Загреб: Матем, 2005.
- Borys, Magdalena; Eva Polgar & Andrei Zlate. Real convergence and the determinants of growth in EU candidate and potential candidate countries: a panel data approach. OPS 86. Frankfurt: European Central Bank, 2008.

- Dvorsky, Sandra; Thomas Scheiber & Helmut Stix. Euroization in Central, Eastern and Southeastern Europe – First Results from the New OeNB Euro Survey. *Focus on European Economic Integration*, 1/2008. Vienna: Oesterreichische Nationalbank, 2008.
- EBRD. *EBRD Transition Report 2009: Transition in crisis?* London: European Bank for Reconstruction and Development, 2009.
- ECB. *EU Banking Sector Stability*. Frankfurt: European Central Bank, 2009.
- IMF. *Republic of Serbia*, IMF Country Report No.09/20. Washington, DC: International Monetary Fund, 2009.
- IMF. *Republic of Serbia*, IMF Country Report No.10/93. Washington, DC: International Monetary Fund, 2010.
- IMF. *World Economic Outlook: Rebalancing Growth*. Washington: International Monetary Fund, April 2010a.
- IMF. *Global Financial Stability Report: Meeting New Challenges to Stability and Building a Safer System*. Washington, DC: International Monetary Fund, April 2010b.
- Keјнз, Џон М. *Економски есеји*. Нови Сад: Матица српска и Београд: Европски центар за мир и развој, 1987.
- Kolodko, Grzegorz. Globalization and Catching-Up: From Recession to Growth in Transition Economies. *IMF WP/00/100*. Washington, DC: International Monetary Fund, 2000.
- Mishkin, Frederic, S. Monetary Policy Strategy: How Did We Get Here? *WP 12515*. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research, 2006.
- НБС. *Контрола пословања банака*, Извештај за четврти квартал 2009. године. Народна банка Србије, 2010.
- НБС. *Извештај о инфлацији – мај 2010*. Народна банка Србије, 2010а.
- Палић, Мирјана; Никола Тасић. Ефикасност стопе обавезне као инструмента монетарне политике. *Радни папири*. Народна банка Србије, 2008.
- Самјуелсон, Пол и Вилијам Нордхаус. *Економија*. 18. изд. Загреб: Мате, 2009.
- Стошић, Иван. Приватизација предузећа у Србији – резултати, проблеми, перспективе, Конференција *Изазови економске политике Србије у 2007. години*, Научно друштво економиста са АЕН и Економски факултет у Београду, 2010.
- Светска банка. *Транзиција – Првих десет година: Анализа и поуке за Источну Европу и бивши Совјетски Савез*, Washington, D.C.: The World Bank, 2002.
- Vuković, Vlastimir. Structural Characteristics and Profitability of Banking in Selected Transition Economies. *Financial Systems Integration of Balkan Countries in the European Financial System*. Beograd: Institut ekonomskih nauka, 2008.
- Вуковић, Властимир. *Структурне промене и перформансе банкарства Србије: 2002-2008*. Београд: Институт економских наука, 2009.

CURRENT GLOBAL ECONOMIC CRISIS AND TRANSITION RECESSION: SERBIAS' EXPERIENCE

Summary

The current economic crisis, caused by the collapse of the market capital, has affected all countries. The global crisis has hit especially European countries in transition, which have, after 10 or 20 years, reached the level of aggregate production that was accomplished earlier in 1989. Transitional contraction has been officially marked as the recession, although the depth and duration clearly show that it was a depression. Serbia is in a particularly difficult position because it has the lowest level of the transitional recovery among 16 transition countries of Central, Eastern and South-Eastern Europe - GDP in 2008 amounted only 72% of the output in 1989, despite the respectable growth rates in previous years. The global crisis has delayed the exit of Serbia from the transition lags for the end of the second decade of this century, after thirty years of depression and recovery. The exit from the stage of transition recovery is being slowed down by the problems in the monetary politics, particularly restrictive monetary policy, euroization (dual-currency), sub-monetization and costs of monetary regulation. Monetary factors affect the cost of financial intermediation, especially by encouraging the growth of real interest rates on corporate and household loans, hampering such investments and aggregate demand. Hence, credible monetary policy with anti-cyclical measures is extremely significant for the exit from too long transition recovery.

Keywords: global crisis, transition recession, monetary policy, banks.

Отпорност банкарског сектора Србије на ударе глобалне финансијске кризе и рецесије*

Резиме

Удари глобалне финансијске кризе и рецесије ставили су на пробу отпорност банака широм света. Већ 2008. године постало је јасно да се банке не могу саме изборити са нарастајућим проблемима. Централне банке, као кредитори у крајњој инстанци, такође нису могле сузбити финансијску кризу без владине помоћи. Захваљујући огромној директној финансијској подршци јавног сектора спречена је системска неликвидност, банкарска паника и масовна банкротства банака.

Упркос рекапитализацији посусталих банака, остале су недоумице у погледу јачине удара будућих криза које би оне могле издржати. Генерални одговор на ово питање пружају индикатори финансијске снаге, док стрес тестови, односно тестови оптерећења, показују ниво отпорности. Ипак, наведени индикатори и тестови коришћени су и пре ове кризе, али нису упозоравали на недовољну отпорност банака. Очигледно је да су примењивани благи негативни сценарији у настојању да се јавност увери у снагу и здравље банака.

Отпорност банкарског сектора Србије такође је испитивана током 2009. и 2010. године, применом стандардне ИМФ методологије. Резултати тестова били су одлични, што је и очекивано, имајући у виду екстремно високе индикаторе капиталне адекватности, ликвидности и профитабилности. Међутим, извештавање о добијеним резултатима било је изненађујуће иштуро, због чега су у овом раду коришћени ФСАП извештаји ММФ-а за Србију. Мада је пројектован изразито негативан макроекономски сценарио, са аутпут гепом од – 5,8% и депресијацијом номиналног девизног курса према евр у распону од 12-25%, што неминовно изазива раст проблематичних кредита и пад капиталне адекватности, показало се да овдашње банке имају довољно капитала да амортизују ове ударе. Потреба за рекапитализацијом евидентирана је само код неколико (?) мањих банака у претежно државном власништву. Стрес тестови ликвидности такође су били оштри, јер је претпостављено да током пет дана депозити сукцесивно падају – предузећа за 2%, а грађана за 7% сваког дана! Иако је било претпостављено да тих дана банке немају приступ екстерним изворима финансирања, ни једна банка у Србији, према резултатима тестова, није постала неликвидна!! Зато је разумљиво што је ММФ у свом последњем извештају констатовао да је банкарски сектор Србије високо капитализован и ликвидан, као и да показује респектабилну отпорност у стрес тестовима. Поређење са банкарским секторима земаља у ширем окружењу – чланицама ЕУ, додатно учвршћује оцену о високој отпорности домаћег банкарства на спољне шокове.

Кључне речи: глобална финансијска криза, рецесија, отпорност банака, стрес тестови, макроекономски сценарио.

* *Рачуноводство*, бр. 11-12/2010, стр. 83-90.

Увод

Отпорност банака широм света на ударе глобалне финансијске кризе и рецесије стављена је на пробу од избијања кризе, августа 2007. године. Убрзо је постало јасно да се банке не могу саме изборити са нарастајућом финансијском кризом, која је већ наредне 2008. године изазвала рецесију у многим земљама, а најпре у економски најразвијенијим. Централне банке у улози кредитора крајње инстанце (*lender of last resort*) такође нису могле сузбити финансијску кризу без помоћи државе. На крају, системска неликвидност, банкарска паника и масовна банкротства банака предупређени су енормном финансијском подршком јавног сектора.¹

Убризавањем свежег капитала, које је представљало окосницу финансијске подршке, вршена је рекапитализација посусталог банкарства. Капитално ојачане банке су наставиле са пословањем, али су остале недоумице у погледу јачине удара евентуалне будуће кризе које оне могу издржати. Генерални одговор на ова питања пружају индикатори финансијске снаге (*Financial Soundness Indicators*), док ниво отпорности показују резултати стрес тестова (*Stress Tests*), којима се симулирају одговарајући (искуствени и претпостављени) негативни сценарији. Међутим, наведени индикатори и тестови коришћени су и пре ове кризе, али нису упозоравали на недовољну отпорност банака.² Објашњење је једноставно - године пре кризе биле су просперитетне, а негативни сценарији релативно благи. Тек прошле године су први пут симулиране претпоставке које су донекле подражавале макроекономске поремећаје из времена Велике депресије 1930-их година.³

Испитивања помоћу стрес тестова нису битна само за утврђивање отпорности банака на непожељне догађаје у будућности, већ и за уверавање јавности у снагу и здравље банкарства и целокупног финансијског сектора. Медијска пажња са којом је 23. јула ове године пропраћено објављивање резултата стрес тестова великих европских банака (91), спроведених од стране Комитета европских банкарских супервизора у сарадњи са Европском централном банком, Европском Комисијом и националним супервизорима земаља ЕУ, најречитије говори о значају ових тестирања за повратак поверења у банке и друге финансијске посреднике. Отуда је разумљиво што је у први план истицан податак да је од 91 тестиране банке чак њих 84 или 92% било успешно, односно одолело претпостављеним негативним шоковима.⁴ Сумња у преосталих седам поткапитализованих кредитних институција – регионалних штедионица и државних банака - минимизирана је пореклом њихових претежних власника, који су одмах најавили своје учешће у будућим докапитализацијама. Стручним

¹ BIS (2009), *79th Annual Report, 1 April 2008 – 31 March 2009*, Bank for International Settlements.

² Сажет приказ ранијих стрес тестова према броју и врстама банака и карактеристикама сценарија пружа рад Fender, I., Gibson, M., and Mosser, P. (2001), „An International Survey of Stress Tests“, *Current Issues in Economics and Finance*, Volume 7, Number 10, November 2001, Federal Reserve Bank of New York.

³ Fed (2009), *The Supervisory Capital Assessment Program: Overview of Results*, Board of Governors of the Federal Reserve System, May 7, 2009.

⁴ CEBS - *Committee of European Banking Supervisors* (23 July 2010), *Aggregate outcome of the 2010 EU wide stress test exercise coordinated by CEBS in cooperation with the ECB*.

опаскама о благом негативном сценарију није дат већи публицитет, док могућност симулације негативнијих претпоставки није најављивана.

Отпорност банкарског сектора Србије такође је испитивана након прошлогодишњег Закључног саопштења тзв. Бечке иницијативе, којим је најављено да ће „бити извршени стрес тестови, у складу са методологијом ММФ, који ће проверити отпорност банака у случају погоршавања спољних услова и домаће тражње током наредних месеци.“⁵ Резултати тестова били су одлични, што је и очекивано, имајући у виду екстремно високе индикаторе капиталне адекватности, ликвидности и профитабилности. Међутим, извештавање Народне банке Србије о добијеним резултатима било је неочекивани штуро.⁶ Изостао је и агрегатни извештај, уобичајен у другим земљама, као и комплетни резултати за сваку тестирану банку!? Зато су у овом раду коришћени *ФСАП* извештаји ММФ-а за Србију,⁷ који садрже агрегатне податке за основне врсте ризика: кредитни, тржишни (девизни ризик и ризик каматне стопе) и ризик ликвидности, док резултате по банкама нису дати ни у овим извештајима.

Рад је сегментиран у складу са фокусираном истраживачком темом и њеном актуелношћу, тако да након увода следе међусобно повезани делови: перформансе светског банкарства током кризе (1), утицај кризе на банкарски сектор Србије (2), отпорност домаћег банкарства – резултати стрес тестова (3) и упоредна анализа отпорности банака у Србији и земљама ширег окружења (4). Сумарни резултати анализе апострофирани су у закључном делу.

1. Перформансе светског банкарства током кризе

Глобална финансијска криза и рецесија нису само драматично погоршале перформансе светског банкарства, већ су довеле у питање и његов опстанак. Слом банкарских сектора у најразвијенијим економијама и последични колапс банака у већини других земаља спречен је захваљујући подршци јавног сектора, чији је кумулативни обим од октобра 2008. године само у Европи надмашио четвртину бруто домаћег производа (БДП).⁸ Без ове огромне и комплексне државне подршке банкарском сектору, последице по реални сектор биле би још погубније, при чему би економска рецесија брзо прерасла у депресију дубљу него у време највеће економске кризе 30-их година прошлог века.

Опоравак финансијских тржишта тече веома споро, нарочито тржишта акција и дужничких хартија од вредности, чији су емитенти банке и друге

⁵ Закључно саопштење банака учесница на координационом састанку финансијског сектора посвећеном Србији, одржаном у Бечу 27. марта 2009. године, т. 6. (www.nbs.rs)

⁶ Три слике у презентацији *Актуелна монетарна и макроекономска кретања – резултати стрес-тестова банкарског система* (8. октобра 2009.), кратко саопштење са три податка (13. јануара 2010.), једна реченица у Годишњем извештају за 2009. (22. јуна 2010.) и непuna страница у Извештају о стању у финансијском систему 2010. (23. јула 2010.).

⁷ IMF Country Report No. 10/147 i IMF Country Report No. 10/149 (May 2010).

⁸ ECB (2009), *Financial Stability Review*, December 2009, European Central Bank. Европа 26,9%, Европска Унија 27,5% i Евро зона 27,1% BDP-a.

финансијске и нефинансијске институције и компаније.⁹ Такође су забележене негативне стопе раста реалног БДП-а у свим економски најразвијенијим земљама током 2009. године (сумарно -3,2%). Највећи пад агрегатне производње, после Јапана (-5,2%), евидентиран је у Европској Унији (-4,1%) и групи земаља Евро зоне (такође -4,1%). Појединачно, најизразитије су контракције производње у водећим европским економијама: Немачкој (-4,9%), Великој Британији (-4,9%), Француској (-2,5%) и Италији (-5,0%). Транзиционе економије централне и источне Европе такође су претрпеле велики пад агрегатне производње (-3,6%). Истовремено, Кина је остварила раст производње за 9,1%, а Индија 5,7%, што је пресудно утицало да пад светског аутопута прошле године износи „само“ 0,6%.¹⁰

У таквим околностима је разумљиво што су перформансе светског банкарства пале на изузетно низак ниво, упркос енормној помоћи. Дубину пада јасно показују основни индикатори финансијске снаге – квалитет aktive, капитална адекватност, ликвидност и профитабилност. Опадање квалитета aktive најречитије потврђује вишеструки раст удела проблематичних кредита (*nonperforming loans*) у укупним кредитима, пре свега у САД (са 0,8% у 2006. на 5,4% у 2009.). Максимално учешће лоших кредита забележено је прошле године и у развијеним земљама ЕУ: 7,2% у Грчкој, 6,2% у Италији, 5,3% у Чешкој и 5,1% у Шпанији, док је погоршавање aktive банака у другим европским земљама још изразитије (ИМФ, 2010). При томе је неопходно имати у виду чињеницу да је ниво обезбеђења (колатерализованости) банкарских кредита у мање развијеним европским земљама знатно виши него у економски развијеним, што битно утиче на квалитет aktive.

Капитална адекватност, мерено односом капитала и aktive банака, слабила је током кризе у већини земаља. Међутим, од октобра 2008. године, када је почела имплементација мера јавне подршке, капитализованост банака приметно је побољшана, нарочито након убризгавања свежег капитала. Посматрано по земљама, удео капитала испод 5% током кризе имали су највећи банкарски сектори у Европи (Немачка и Велика Британија, као и Холандија и Белгија), а такође и Јапан и Аустралија. Интересантно је да су банке у САД натпросечно капитализоване (11%), што је случај и у свим европским транзиционим земљама. Слика је знатно повољнија када се капитална адекватност мери односом регулаторног капитала и ризико пондерисане aktive банака, мада је са кризом отворено питање официјелних пондера по врстама ризика. Индикатори ликвидности су побољшани након најтежег периода сумњи депонената у банке, али и међубанкарског неповерења на крају трећег квартала 2008. године (ИМФ, 2010).

Профитабилност банака у већини земаља пала је на најнижи ниво током 2008. године, мада је у земљама са натпросечном банкарском профитабилношћу, као што су европске земље у транзицији, опадање настављено и у прошлој години. Примарни индикатор успешности банака, принос на активу (*RoA – return on assets*), био је негативан у 2008. години на нивоу домаћих банака ЕУ (-0,1%), мада су банкарски сектори већине ових земаља, упркос великом паду профитабилности, пословале са добитком. Објашњење пружа распоред губитака по националним

⁹ IMF (2010), *Global Financial Stability Report: Meeting New Challenges to Stability and Building a Safer System*, April 2010, International Monetary Fund.

¹⁰ IMF (2010a), *World Economic Outlook: Rebalancing Growth*, April 2010, International Monetary Fund. Априлски подаци су кориговани најновијим, датим у *World Economic Outlook: Update*, July 2010.

банкарским секторима: водећи су остварили и највеће губитке (Немачка -0,38% и Велика Британија -0,37%), мада ни допринос преостале три земље није био занемарљив (Белгија -1,47%, Холандија -0,37% и Данска -0,14%). Принос на капитал (*RoE – return on equity*) био је такође нижи или негативан у зависности од нивоа левериџа.¹¹ Исте 2008. године РОА индикатор у САД пао је на нулти ниво, а у Јапану је био негативан (-0,2%). Према непотпуним подацима за прошлу годину (ИМФ, 2010), РОА профитабилност је додатно пала у већини земаља, осим у земљама чији су банкарски сектори већ пословали са губитком (Велика Британија, Белгија и Јапан). Интересантно је да су банкарски сектори већине транзиционих економија централне и источне Европе и у прошлој години имали натпросечан принос на активу, изузимајући Естонију (-5,8%), Летонију (-4,2%), Литванију (-3,5%) и Црну Гору (-0,9%).¹²

Сажето презентирани показатељи финансијске снаге банака указују на изразито погоршавање њихових перформанси. Квалитет активе и профитабилност су највише пали, јер јавна финансијска подршка на њих није могла директно утицати, као на капиталну адекватност и ликвидност.

2. Утицај кризе на банкарски сектор Србије

Утицај актуелне кризе на банкарство Србије упутно је, због упоредивости, анализирати фокусирањем истих индикатора финансијске снаге, груписаних као и у претходном одељку. Компаративност такође изискује симултано коришћење домаћих (НБС) и страних статистичких извора (ИМФ).

Висока адекватност капитала домаћег банкарског сектора, мерено односом регулаторног капитала и ризико пондерисане активе, додатно је побољшана у последњих годину дана - од 20,8% крајем првог квартала прошле године, до 21,5% на истеку марта ове године.¹³ Према овом основном показатељу, банкарство Србије је без премца у Европи, јер су банке другопласиране Белгије, уз све инекције капитала, достизале 17,3% адекватности у 2009. години. Пре кризе су разлике биле још изразитије, јер су све европске земље¹⁴ имале нижу капиталну адекватност банака, док је у Србији, због рестриктивности монетарне политике, крајем 2007. године евидентирано екстремних 27,9%. Пропорција банкарског капитала према активи такође је рекордно висока, премашујући 23% у протекле две године (ИМФ, 2010).

Проблематични кредити (доцња преко 90 дана) на крају марта ове године чинили су 16,5% укупно одобрених кредита (брuto), што је погоршање за 0,8 процентних поена у односу на крај прошле године (НБС, 2010). Највећи део проблематичних кредита дугују предузећа (77%), док су обавезе становништва по овом основу вишеструко мање (15%). Ниво проблематичних кредита је међу

¹¹ ECB (2009a), *EU Banking Sector Stability*, August 2009, European Central Bank.

¹² Пример банкарских сектора у земљама Балтика, који су великим делом (у Естонији готово у целости) власништво банака из Шведске и Финске, аргументовано доказује да интернационализација банака није гаранција њихове отпорности на егзогене шокове.

¹³ НБС (2010), Контрола пословања банака – извештај за И квартал 2010. године.

¹⁴ Изузимајући изузетно ризичне банкарске секторе Молдавије, Грузије и Јерменије (ИМФ, 2010).

највишима у Европи, после Летоније, Литваније и Украјине (ИМФ, 2010). Посебно забрињава брз пораст лоших пласмана од 2008. године. Ипак, квалитет активе је неупоредиво бољи када се има у виду покриће проблематичних кредита обрачунаном резервом за процењене билансне губитке, које је крајем марта износило 141% (крај децембра 143%).

Ликвидност банкарског сектора Србије такође је екстремно висока, што потврђује основни индикатор – однос најликвидније активе према обавезама без рока доспећа и оних које доспевају у року од 30 дана. Прописани минимум је 1, што значи да се захтева потпуно покриће. На крају првог и четвртог квартала прошле године најликвиднија имовина је премашивала краткорочне обавезе за 1,86 пута, а крајем марта ове године чак за 2,13 пута (НБС, 2010). Сувишно је наглашавати да изузетна ликвидност имплицира сигурност, али и нижу профитабилност. Уколико се има у виду да је на крају прошле године ликвидна имовина чинила 34,4% укупне билансне активе банака,¹⁵ јасне су и последице овакве ликвидности по каматне стопе на кредите и депозите.

Профитабилност овдашњих банака расла је све до краја 2008. године, да би током прошле године дошло до опадања њихове РоА и РоЕ успешности. Уочава се да је рекордан принос на активу од 2,1% остварен у кризној 2008. години,¹⁶ када су банке у Србији издржале повлачење више од милијарде евра депозита у последњем кварталу. Пад РоА профитабилности на 1% у прошлој години (НБС, 2010а) још увек је изузетан резултат, не само у условима кризе. Значајно побољшање евидентирано је већ у првом тромесечју ове године, када је профитабилност износила 1,3% (НБС, 2010).

Низак ниво мултипликације капитала годинама узрокује знатно слабији принос на капитал, међу најнижима у Европи.¹⁷ Максимална РоЕ профитабилност остварена је 2006. године (9,7%), наредне 2007. била је нижа (8,5%), а затим опет побољшана 2008. (9,3%). Прошла година је била најнеуспешнија (4,6%), али је већ у првом кварталу ове године остварено значајно побољшање (6,1%). Овогодишњи почетни опоравак РоЕ профитабилности остварен је захваљујући, пре свега, снижавању нивоа рестриктивности монетарне политике.

Сумарно се може закључити да је домаће банкарство издржало ударе глобалне финансијске кризе и рецесије без драматичног погоршавања индикатора квалитета активе и профитабилности, истовремено побољшавајући већ високу капиталну адекватност и ликвидност.

3. Отпорност домаћег банкарства – резултати стрес тестова

Спровођење стрес-тестова банкарског сектора Србије према методологији ММФ-а започето је, као што је у уводу већ апострофирано, након Закључног

¹⁵ НБС (2010а), Контрола пословања банака – извештај за четврти квартал 2009. године.

¹⁶ Вуковић, В. (2009а), „Парадоксална профитабилност банкарског сектора Србије у кризној 2008. години“ у зборнику *Економска политика Србије у 2010. г.: Ка новом моделу макроекономске стабилности*, стр. 335-347, Научно друштво економиста и Економски факултет у Београду.

¹⁷ Вуковић, В. (2009), *Структурне промене и перформансе банкарства Србије: 2002-2008.*, Институт економских наука, Београд.

саопштења тзв. Бечке иницијативе, крајем марта 2009. године. Први резултати укратко су дати почетком октобра прошле године. Тестирање репрезентативног узорка од 16 банака са 83% секторске активе, према претпостављеном песимистичком сценарију за 2009. и 2010. годину, по коме би годишње стопе раста БДП пале са 5,4% на -6% и -3,5% респективно, производни јаз са 0,7% на -5,8% и -8,5% , валутна депресијација са 11,8% на 12% и 10%, док би каматне стопе биле минимално промењене (за 0,1 и 2 процентна поена), дало је веома позитивне резултате – адекватност капитала била би смањена са 19% на 18%, а затима на 16,4%, уз двогодишњи пораст удела проблематичних кредита са 8,1% на 22%. Имајући у виду да је прописани минимум капитализованости 12%, као и износ покрића лоших кредита одговарајућим резервама, разумљив је закључак да је банкарски сектор способан да апсорбује све евентуалне губитке у случају остваривања нежељених претпоставки.¹⁸ Исти закључак је реинтерпретиран у Годишњем извештају, јуна ове године.¹⁹

Резултате наредних тестова НБС је објавила у Извештају о стању у финансијском систему, крајем јула ове године.²⁰ Извештајем се прецизира да је на основу података од 31.03.2009. тестирана 31 банка са 98% активе, док је целокупан банкарски сектор тестиран према подацима од 30.09.2009. и 31.03.2010., али нису дате претпоставке негативног сценарија? Након почетног стања у првој варијанти су презентирани резултати за крај 2009. и 2010., а у другој и трећој за крај 2010. и 2011. године. Промене капиталне адекватности биле су минималне у првој варијанти (20,8% - - 19,9% - - 18,2%) и нешто веће у другој (21,3% - - 16,9% - - 16,3%) и трећој (21,5% - - 18,6% - - 16,8%). Повећање удела проблематичних кредита било је изразитије у сва три случаја (од 31.03.2009. +8,2 процентна поена и +5,7 п.п., од 30.09.2009. +15,7 п.п. и +5,7 п.п. и од 31.03.2010. +11,2 п.п. и +7,2 п.п., респективно), али уз расположиве резерве и капитал, то није умањило оцену да је „банкарски сектор Србије изузетно отпоран на спољне шокове.“ На крају је констатовано да је висока отпорност остварена захваљујући пруденцијалним мерама рестриктивне монетарне политике и веома малом броју потенцијално проблематичних банака (НБС, 2010б).

Растућа почетна адекватност капитала резултат је пословне политике банака и ендогене докапитализације, без помоћи матичних банкарских холдинга и/или државе. Отуда није изненађујуће што су резултати све бољи са протоком времена. Исто се може закључити и за проблематичне кредите, чији је кумулатив у последњој трећој варијанти мањи за 2,7 п.п. него у другој варијанти, шест месеци раније.

¹⁸ Презентација НБС *Актуелна монетарна и макроекономска кретања – резултати стрес-тестова банкарског система* (8. октобар 2009.).

¹⁹ „Извршени стрес-тестови за 31 банку показали су да је банкарски сектор отпоран и на спољне и на унутрашње потресе чија је вероватноћа дешавања веома мала, те да не постоји потреба за ванредним, превентивним докапитализацијама.“ (НБС, Годишњи извештај за 2009., стр. 98).

²⁰ НБС (2010б), Извештај о стању у финансијском систему 2010. Претходним кратким саопштењем под називом *Банкарски сектор високо капитализован и отпоран на макроекономске шокове* (13.01.2010.), апострофирана су три података, којима су само поновљени оквирни резултати прошлогодишњих тестова, очигледно у циљу подсећања јавности на стабилност и отпорност банака у Србији, након ескалације кризе у Грчкој и потреса у неким матичним банкама, пре свега у аустријској Хипо-Алпе-Адриа банци.

Најпотпунији опис макро сценарија и резултата стрес тестова домаћих банака објављен је у посебном *ФСАП* извештај ММФ-а за Србију.²¹ Тестови су базирани на подацима из јуна 2009. године, пројектована су два негативна сценарија, док су резултати систематизовани према основним врстама ризика (кредитни, тржишни и ризик ликвидности), како на агрегатном (секторском) нивоу, тако и по власничким групама банака, разврстаним на државне банке, локалне приватне банке и стране банке. Међутим, стандарди преглед резултата по банкама није презентирао?

Према првом сценарију производни јаз је -5,8%, валутна депресијација 12%, а каматне стопе расту за 0,1 п.п., док је према другом јаз -5,8% (-6,5%), депресијација 25% и раст каматних стопа 8 п.п. Претпоставке су утврђене на основу домаћих и упоредивих страних историјских података о макроекономским варијаблама. Овим тестовима било је обухваћено 16 банака – 15 највећих приватних банака и једна државна банка, које су управљале са 84% секторске активе (ИМФ, 2010б).

Увећање кредитног ризика илуструје раст проблематичних кредита за 13,5 п.п., од чега је преко 10 п.п. последица валутне депресијације (слабљења динара) и производног јаза, док је остатак од око 3 п.п. резултат раста каматних стопа. Адекватност капитала је такође погоршана, са почетних 21,2% на 18,2% (први сценарио), односно 15,9% (други), али је и најлошији резултат знатно изнад прописаног минимума од 12%. Интересантни су резултати отпорности на кредитни ризик по групама банака: најотпорније су локалне приватне банке, које су иначе и најкапитализованије (27,9% - - 26,7% - - 24,5%), затим стране банке (20,4% - - 17,4% - - 15,3%) и на крају тестирана државна банка (21,4% - - 17,6% - - 14,2%). Поређење показује да су затечени ниво и промене капиталне адекватности за државну и стране банке приближне, за разлику од екстремно капитализованих и отпорних локалних приватних банака. У првом сценарију ни једна банка није остала без капитала, једна је пала испод 8% и три су бележиле адекватност капитала у распону 8-12%, док би докапитализација ових банака до прописаног минимума изискивала пет милијарди динара или 0,2% БДП-а. Према негативнијем сценарију једна банка губи капитал, једна банка је пала испод 8% и четири испод 12%, при чему би за докапитализацију било потребно 20,6 милијарди динара, односно 0,7% БДП-а.

Тржишни ризик је приметно нижи, пре свега због незнатног ризика каматне стопе у маргинализованом трговачком портфолију овдашњих банака, који представља одраз неразвијености тржишта капитала. Отуда највећи део тржишног ризика у нашим условима чини девизни ризик. Под претпоставком депресијације динара за 12%, капитална адекватност банкарског сектора пала би са 21,2% на 19,6%, а у случају депресијације од 25% капитализованост би износила 17,9%. У првом случају ни једној банци није потребан додатни капитал, а у другом би се једна банка морала докапитализовати за 0,3 милијарде динара. При томе је разумљиво да су девизном ризику најизложеније стране банке (20,4% - - 18,7% - - 17%), знатно мање државна банка (21,4% - - 20,6% - - 19,1%) и најмање локалне приватне банке (27,9% - - 27,3% - - 25,5%).

²¹ IMF (2010c), *Republic of Serbia: Financial Sector Assessment Program Update – Technical Note on Banking Sector Soundness and Stress Testing*, Country Report No. 10/149 (May 2010).

Мултифакторски сценарио симулира истовремено (комбиновано) деловање кредитног и тржишног ризика, претпостављајући макроекономске осцилације и монетарну политику из кризне 2008. године. Резултати су такође одлични – капитална адекватност свих банака постепено пада (21,2% - - 19,6% - - 16,5%), нешто брже опада код државне банке (21,4% - - 18,8% - - 14,9%) и страних банака (20,4% - - 18,3% - - 15,3%), док капитализованост локалних приватних банака парадоксално расте (27,9% - - 33,1% - - 30,4%)! У првом сценарију само једна банка остаје без капитала, што захтева милијарду динара додатног капитала, док друге банке остају изнад границе од 12%. Симулацијом другог сценарија једна банка је остала без капитала, једна је пала испод 8% и пет испод 12%, узрокујући потребу за докапитализацијом у износу од 10,7 милијарди динара или еквивалентних 0,4% БДП-а (ИМФ, 2010б). Сумарна оцена отпорности банкарског сектора Србије на претпостављене макроекономске шокове и ескалацију кредитног и тржишног ризика је одлична, при чему су далеко најробустније локалне приватне банке, мада је и издржљивост банака у страном и државном власништву такође висока.

Најбољи су, ипак, резултати стрес тестова ликвидности. Симулирани сценарио био је најнегативнији, с обзиром на огроман одлив штедних депозита (18%) у октобру 2008. године. Претпостављено је да се дневно повлачи 7% депозита становништва и 2% привредних депозита, при чему је искључен приступ екстерним изворима финансирања, како матичним банкама у иностранству, тако и међубанкарском тржишту и Централној банци! Током пет дана све банке су уредно измиривале експандирајуће обавезе по основу депозита! Екстремну отпорност потврдио је додатни тест, којим је калкулисано повлачење краткорочних депозита матичних банака.

На крају, намеће се закључак да су овдашње банке екстремно отпорне на евентуалне негативне шокове, док ММФ у свом синтетичком извештају констатује да је банкарски сектор Србије високо капитализован и ликвидан и да показује респектабилну отпорност у стрес тестовима.²²

4. Упоредна анализа отпорности банака у Србији и земљама ширег окружења

Основ за поређење отпорности банака у Србији и ширем окружењу пружају резултати стрес тестова банкарских сектора девет земаља²³ централне и и источне Европе – чланица Европске Уније (ЕУ), спроведених у периоду јун – август 2009 (ЕЦБ, 2009). Проблем су различите макроекономске претпоставке, али је сумарно поређење ипак могуће.

Симулиран је пад БДП-а у свим земљама током 2009. и 2010. године, од - 1,4% и -1,9% у Чешкој, до -7,8% и -4,1% у Естонији. Захваљујући таквим претпоставкама, раст проблематичних кредита у 2009. био је просечно нижи (између 2 п.п. и 10,5 п.п.) него у Србији исте године (8,2 п.п.), али је наредне године 2010. значајно повећан (од 8,9 п.п. до 18 п.п.) у односу на овдашње банке

²² IMF (2010b), *Republic of Serbia: Financial Sector Assessment Program Update – Financial System Stability Assessment*, Country Report No. 10/147 (May 2010).

²³ Бугарска, Чешка, Естонија, Мађарска, Летонија, Литванија, Пољска, Румунија и Словачка.

(5,7 п.п.), према домаћим изворима (НБС, 2010б). Истовремено је капитализованост банака у овим земљама опала за 2,8 п.п. до 6 п.п., изузимајући Чешку са свега 0,7 п.п. нижом адекватноћу капитала. Највећи пад капитализованости банака у непосредном окружењу евидентиран је у Румунији (4,5 п.п.), а нешто мањи у Мађарској (4 п.п.) и Бугарској (3,6 п.п.), док је у Србији смањење капиталне снаге износило 2,6 п.п. Уколико се има у виду екстремна капитализованост домаћег банкарског сектора, симулирано погоршање је још ниже релативно.

Апострофирани стрес тестови имају евидентне недостатке, од којих је најуочљивији предвиђање благих шокова, супротно међународним принципима тестирања отпорности банака на стресне догађаје.²⁴ Актуелни колапс агрегатне производње у земљама Балтика недвосмислено потврђује дефектност сценарија. Макроекономски сценарио за Србију је био знатно негативнији, што је несумњиво последица ниског кредитног рејтинга земље. С друге стране, отпорност исказана у ригорознијем макро оквиру представља вредан резултат, без обзира колико га рејтинг агенције (не)уважавале. Поређење са земљама у ширем окружењу – чланицама ЕУ додатно учвршћује оцену о високој отпорности домаћег банкарства.

Закључак

Глобална финансијска криза и рецесија разоткриле су неотпорност банака на негативне шокове. Системска неликвидност, банкарска паника и масовна банкротства спречени су искључиво захваљујући огромној и комплексној помоћи јавног сектора.

Упркос рекапитализацији, показатељи финансијске снаге банака, посебно у Европи, указују на изразито погоршавање њихових перформанси. Квалитет aktive и профитабилност су највише пали, јер јавна финансијска подршка на њих није могла директно утицати, као на капиталну адекватност и ликвидност.

Истовремено, банкарски сектор Србије издржао је ударе глобалне економске кризе без драматичног погоршавања индикатора квалитета aktive и профитабилности, истовремено побољшавајући већ високу капиталну адекватност и ликвидност. Резултати стрес тестова само су потврдили да су овдашње банке екстремно отпорне на евентуалне негативне шокове. Индикативно је да су најотпорније локалне приватне банке, следе банке страног порекла, а на зачељу су банке у државном власништву. Према врстама ризика, најизраженији је кредитни ризик, затим девизни ризик и ризик ликвидности, док је ризик каматне стопе занемарљив. Отуда није било изненађујуће што је ММФ у свом последњем извештају констатовао да је банкарски сектор Србије високо капитализован и ликвидан и да показује респектабилну отпорност у стрес тестовима (ИМФ, 2010б).

Поређење са банкарским секторима земаља у ширем окружењу – чланицама ЕУ, додатно учвршћује оцену о високој отпорности домаћег банкарства. При томе је макроекономски сценарио за Србију био знатно негативнији, несумњиво као последица ниског кредитног рејтинга земље.

²⁴ BIS (2009b), *Principles for sound stress testing practices and supervision*, Basel Committee on Banking Supervision, Bank for International Settlements, May 2009.

На крају се још једном може закључити да је домаћи банкарски сектор екстремно капитализован и ликвидан, а према резултатима стрес тестова изузетно отпоран на негативне шокове споља.

Извори:

1. BIS (2009), *79th Annual report, 1 April 2008 – 31 March 2009*, Bank for International Settlements, Basel.
2. BIS (2009b), *Principles for sound stress testing practices and supervision*, Basel Committee on Banking Supervision, Bank for International Settlements.
3. CEBS (2010), *Aggregate outcome of the 2010 EU wide stress test exercise coordinated by CEBS in cooperation with the ECB*, CEBS - Committee of European Banking Supervisors.
4. ECB (2009), *Financial Stability Review*, December 2009, European Central Bank.
5. ECB (2009), *EU Banking Sector Stability*, August 2009, European Central Bank.
6. Fed (2009), *The Supervisory Capital Assessment Program: Overview of Results*, Board of Governors of the Federal Reserve System, May 7, 2009.
7. Fender, I., Gibson, M., and Mosser, P. (2001), „An International Survey of Stress Tests“, *Current Issues in Economics and Finance*, Volume 7, Number 10, November 2001, Federal Reserve Bank of New York.
8. IMF (2010), *Global Financial Stability Report: Meeting New Challenges to Stability Building a Safer System*, April 2010, International Monetary Fund.
9. IMF (2010a), *World Economic outlook: Rebalancing Growth*, April 2010, International Monetary Fund.
10. IMF (2010b), *Republic of Serbia: Financial Sector Assessment Program Update – Financial System Stability Assessment*, Country Report No. 10/147 (May 2010).
11. IMF (2010c), *Republic of Serbia: Financial Sector Assessment Program Update – Technical Note on Banking Sector Soundness and Stress Testing*, Country Report No. 10/149 (May 2010).
12. НБС (2010), *Годишњи извештај за 2009.*, Народна банка Србије.
13. НБС (2010а), *Контрола пословања банака – извештај за четврти квартал 2009.*
14. НБС (2010б), *Извештај о стању у финансијском систему 2010.*
15. Вуковић, В. (2009), *Структурне промене и перформансе банкарства Србије: 2002-2008*, Институт економских наука, Београд.
16. Вуковић, В. (2009а), „Парадоксална профитабилност банкарског сектора Србије у кризној 2008. години“ у зборнику *Економска политика Србије у 2010.г.: Ка новом моделу макроекономске стабилности*, стр. 335-347, Научно друштво економиста и Економски факултет у Београду.

Serbian banking sector resilience to the impacts of the global financial crisis and recession

Banks' resilience around the world to the impacts of the global financial crisis and the recession was put to the test with the first signs of the crisis, in August 2007, but one year later it became clear that the banks themselves cannot cope with the growing problems. Central banks as lenders of last resort also could not suppress the financial crisis without the help of Governments. Finally, systemic illiquidity, banking panic and mass bankruptcies of banks have been prevented by enormous direct support from the public sector (BIS, 2009).

Languish banking recapitalization was performed by capital injections. Recapitalized banks have continued to operate, but some doubts remain regarding the strength of any future impact of the crisis they can withstand. General answer to these questions is provided by financial soundness indicators, while the level of resilience is shown by the results of the stress tests. However, these indicators and tests have been used before this crisis, but they did not warn about the lack of banks' resilience. The explanation is simple - years before the crisis were prosperous, and adverse scenarios were relatively mild. An additional reason is the importance of stress tests for reassuring the public in the strength and soundness of the entire banking and financial sector.

Serbian banking sector resilience has been also studied during this and last year, based on IMF established methodology. Test results were excellent, as expected, given the extremely high indicators of capital adequacy, liquidity and profitability. However, reporting on the obtained results was unexpectedly scanty and poor, so FSAP reports of the IMF for Serbia are used in this paper. Despite the austere scenarios, with the output gap 5.8%, nominal euro exchange rate depreciation from 12 to 25% and policy change rate from 0.1 to 8%, which caused the growth of non-performing loans and the capital adequacy ratio drop, the results showed that banks hold sufficient capital buffers to withstand shocks. The need for recapitalization is recorded only with a few (?) smaller state-owned banks. Liquidity stress tests assumed daily withdrawals of 7 and 2 percent of household and corporate deposits, respectively, over a period of five days, assuming no access to external financing and showed that no banks became illiquid.

Keywords: banks resilience, global financial crisis, recession, financial soundness indicators, stress tests, macroeconomic scenarios.

BANKING SECTOR: COMPARATIVE ANALYSIS SERBIA VS EU MEMBER STATES*

Abstract

The convergence of the Serbia's banking sector to the EU Member States banking sectors may be investigated by the comparative analysis of some relevant indicators. This analysis uses indicators such as sector development, structures, capacities and performances by the methodology of the European Central Bank (ECB)., Based on the findings of the analysis, the convergence level of Serbia's banking sector towards the EU average was evaluated in relation to the two main groups - the old EU Member States (EU15) and the new EU Member States (NMS). A reference group for the banking sector in Serbia is the new EU members from central, eastern and south-eastern Europe that still have the features of the transition countries (EU18-27).

Key words: banking sector, comparative analysis, Serbia, EU, convergence level.

INTRODUCTION

Serbia's banking sector has undergone profound changes since 2001, when the new cycle of already inhibited process of economic transition was strongly started. The creation of the modern institutional environment and the entry of the foreign investors have enabled the accelerated expansion of banking operations in Serbia, with a complete change of their structure, volume, capacity and performances.

As a result of this, the Serbia's banking sector converged to the average EU Member States in a relatively short period of time - by the end of 2005 - measured by the basic indicators. The development continued in the following years, so banks in Serbia had already reached a respectable level comparing to the EU average banking capacity and performance in 2007.

* ***Serbia and the European Union: economic lessons from the new member states***, University of Coimbra – Faculty of Economics, Coimbra, Portugal, 2011, pp. 282-296.

The global financial crisis and economic recession did not significantly impede the local banking, which benefited to the continuation of the catch up process in 2008 and 2009. A precise determination of the level of sector convergence¹ requires a comparative analysis presented below.

The analysis was carried out according to the methodology applied by the European Central Bank (ECB), as well as using its statistical data to enable comparison with the average values at the level of the EU banking sector (EU27) and different groups of Member States.² The first group consists of the old EU members (EU15)³, and ten other transition countries - the new Member States (EU18-27).⁴

The second group is the reference to Serbia, because it belongs to transition countries group according to its economic and other properties. The Serbian banking sector is analyzed according to the data from the National Bank of Serbia (NBS). Additional statistics were used from the International Monetary Fund (IMF) and European Bank for Reconstruction and Development (EBRD).

The year 2007 was taken as a base year for the comparative analysis, because a year later there was a distortion of many indicators, especially the performance under shock of the global crisis. The data for 2008 were analyzed separately to examine the impact of the crisis on convergence.⁵

Four basic indicator groups were analyzed: sector development, structures, capacities and performances, which are dedicated special chapters in this paper. The convergence level was evaluated in the summary of this paper.

SECTOR DEVELOPMENT

The sector development indicators are derived from the ratio of relevant variables: total assets of the banking sector, total loans, total deposits, GDP and

¹ Economic convergence is usually analyzed using the *convergence criteria that must be fulfilled by each Member States before it can adopt the euro. They relate to performance in respect of price stability, government financial positions, exchange rates and long-term interest rates.* (ECB, *Convergence Report*, May 2010)

² Comparison with the average values was not done at the level of member states (EU/27) because it is methodologically incorrect because of the extreme difference in their size and economic development.

³ Fifteen countries, before enlargement on 1 May 2004

⁴ EU18-27 consists of Bulgaria, Czech Republic, Estonia, Latvia, Lithuania, Hungary, Poland, Romania, Slovenia, and Slovakia. Malta and Cyprus do not belong to the transition countries by their characteristics.

⁵ Last year's data for the EU banking sector will be as a rule presented by the end of this or at the beginning of the following year.

population. The basic indicator is the total assets to GDP ratio, which was 334% in the EU27, 351% in the EU15 and 103% in the NMS in 2007 (ECB, 2008). That same year, total assets to GDP ratio in Serbia was 63% (NBS, 2008). Despite the range of the ratios of nearly 3.5 times between the EU15 and the NMS, a significant progress has been achieved since the beginning of the millennium, when the difference was notably larger. The explanation can be found in the growth rates, which reflect the developments in intermediation: only in period from 2006 to 2007 provide the explanation for this; from 2006 to 2007 total assets in the EU18-27 increased for 51.3% and 23.3% in the EU15. This evaluation relates also to Serbia's banking sector, although its lagging by this ratio to the EU15 was 5.6 times, and 1.6 times related to the NMS.

The second indicator of banking intermediation efficiency is the domestic credit to GDP ratio, which was around 85% (Finland) and 206% (Denmark) in 2007, while the lowest ratio in the EU 18-27 group was Romanian (36%), and the highest Estonian (93%).⁶ If we compare the domestic credit to private sector and GDP, Romania (36%) is also at the back, preceded by Latvia (88%). According to the same source (EBRD, 2008); Serbia was at 35% just behind Romania, while according to IMF data, Serbia, with less than 30%, was slightly ahead of Romania (IMF, 2009).

At first glance, it can be noted that the distinctions of the domestic credit to GDP ratio are 2-3 times lower than the first indicator, which is a direct result of a higher share of domestic credit in total assets in the EU 17-28 than in the EU15 countries. Essentially, the cause of this is the rapid growth of the retail banking and corporate banking than the wholesale banking in European transition economies, which are characterized by the emerging financial markets.

The banking sector development is further highlighted by the structure of total assets, loans and deposits by groups of countries. In 2007, the banks in the EU18-27 managed with only 1.86% of total sector assets,⁷ while the EU15 managed with 97.82%.⁸ However, the shift is respectable, because the share of banks of the EU18-27 was 1.52%, just two years earlier. The Serbian banking

⁶ The World Bank / Data.

⁷ At that it is necessary to bear in mind the EU 18-27 countries had over 102 million inhabitants in 2007, or 20.6% of the total population of the Union. (ECB, 2008)

⁸ According to the data for 2007, the banking sectors of 12 countries from the EU15 individually had more assets than all of the banks in the EU18-27 combined: United Kingdom (13.2 times), Germany (9.9 times), France (8.8 times), Italy (4.4 times), Spain (3.9 times), Netherlands (2.9 times), Ireland (1.75 times), Belgium (1.7 times), Denmark (1.28 times), Luxembourg (1.2 times), Austria (1.17 times) and Sweden (1.11 times).

sector has negligible assets in relation to the EU27 (0.05%), but compared to the EU18-27, it has improved from 1.8% (2005) to 2.6% (2007).

It is slightly more favorable structure of total loans, since 2.27% relates to the EU18-27 banks (Serbia 0.05%). Assets and loans in the EU18-27 and in Serbia would be much larger if there were no substitution effect by cross-border loans.

Data for 2008 say that the global economic crisis has hit small banks from the EU18-27, which have noticeably increased their share in the total assets (to 2.04%), loans (from 2.27% to 2.67%) and deposits (from 2.64% to 2.78%) in the EU banking sector (ECB, 2008). At the level of the EU27 total loans have decreased, which is understandable in the time of recession, while the assets of European banks have increased for 2.8%. During the same crisis year, the banking sector of Serbia has increased its assets for 1.8% and loans for 20.8%, while deposits decreased for 4.5% (NBS).

The differences in the developmental level of the banking sectors are most precisely shown by total assets, loans and deposits per capita, shown in the following table.

Table 1 Total assets, loans and deposits per capita (in EUR)

	Total assets p.c.		Total loans p.c.		Total deposits p.c.	
	2007	2008	2007	2008	2007	2008
EU15	102,236	104,287	47,796	47,299	41,075	41,144
EU18-27	7,473	8,419	4,284	5,034	4,302	4,567
EU27	82,760	84,713	38,854	38,684	33,545	33,693
Serbia	2,676	2,734	1,304	1,581	1,645	1,578

Sources: ECB (2010), NBS (2009)

Total assets per capita in the EU18-27 decreased in 2007 for even 13.7 times than in the EU15, and a year later, this difference was reduced to 12.4 times. The discrepancy is less noticeable when comparing total loans per capita - 11.2 times (2007) and 9.4 times (2008) in favor of the EU15, and the least by total deposits per capita - 9.6 times (2007) and 9 times (2008). By total assets per capita in 2007, Serbia was 2.8 times behind the EU18-27, total loans per capita were lower by 3.3 times and total deposits per capita by 2.6 times.

The smallest gap is shown by the ratio of loans to deposits, which is referred to as intermediation ratio (Weill, 2007). In 2007 and 2008, this indicator was 1.2 and 1.1 in the EU15, then 1.0 and 1.1 in the EU18-27 and 0.8 and 1.0 in Serbia.

On the basis of the banking sector development indicators it can be assessed that the convergence level of the EU18-27 is low compared to the EU 15, but continuous catch up process can be observed. The greatest differences exist in total assets per capita, while the differences in total assets and deposits per

capita are less. Consequently, the share of total assets, loans and deposits of the EU18-27 in the total EU27 was from 1.9% to 2.8%. According to the same indicators, lagging of the Serbian banking sector for the EU18-27 ranges from 2.6 to 3.3 times, while the ratio of its assets, loans and deposits to the EU27 is from 0.05% to 0.07%.

Differences in comparison to the EU15 are considerably less measured by total assets to GDP ratio (3.5 times for NMS and 5.6 times for Serbia), and far less according to domestic credit to GDP ratio. The greatest homogeneity is shown by the intermediation ratio (loans / deposits), testifying about the respectable efficiency of banks in transition EU member states, and Serbia as well. Analyzed differences of the sector development indicators also point that retail and corporate banking are far more developed than the wholesale banking. These differences would be less if the total loans, and thus the total assets, were not exposed to strong squeeze by the cross-border loans.

STRUCTURES

Banking sectors are characterized by ownership structure and market structure. According to the ownership, banks in the transition countries are usually classified as foreign-owned, state-owned and local private banks (Bonin et al., 2005). They are also classified as private (foreign and domestic) and state-owned banks (Fries and Taci, 2002), and the least common focus is on domestic (private and public) banks. All these aspects of the ownership structure of banks in the EU18-27 and in Serbia are presented in the table below.

Table 2 Assets share of banks (2007, in %)

	Foreign-owned banks /1	State-owned banks /2	Local private banks /3	Total private banks /1+3	Total domestic banks /2+3
EU18-27	77.6	5.3	17.1	94.7	22.4
Serbia	75.5	15.8	8.7	84.2	24.5

Source: EBRD (2008)

The ownership structure of banks in the EU18-27, measured by the share of assets, shows the dominance of foreign owned banks. By countries, the share of these banks ranged from 28.8% in Slovenia to 99% in Slovakia. A more detailed analysis shows that the share of the assets of foreign banks individually in the EU18-27 countries is inversely proportional to the size of the banking sector, with the exception of Slovenia (Vukovic, 2009).

The actual ratio of banks of foreign origin is much higher if we take into account the cross-border loans, which are usually arranged by the bank groups -

owned by local subsidiaries. Banks of foreign origin in Serbia had approximately the same share, where just in 2007 there was noted an extreme expansion of cross-border loans.

Developed countries in the EU15 have considerably lower share of banks of foreign origin than the EU18-27. Using these differences in the ownership structure of banking sectors in these two groups of countries, the researchers demonstrate greater openness and actual market orientation of the transition countries, in contrast to promoters of liberalism (Berger, 2007).

Comparison of the market share of the state-owned and private banks confirmed that the participation of the first group of banks is minimal, while there were not any of the state-owned banks in Estonia and Latvia in 2007. State-owned banks had the highest proportion in Poland (19.5%) and Slovenia (14.4%). The presence of these banks in Serbia was lower than in Poland, but exceeded the average of the EU18-27 for three times, exclusively because of the reduced interest of foreign investors to purchase them at the time of the global financial crisis. Hence, the certain lag of the Serbian banking sector by the share of private banks, foreign and domestic origin banks.

Table 3 Market structure indicators

	Herfindahl index for CIs		Share of 5 largest CIs in total A	
	2007	2008	2007	2008
EU27*	627	653	44.2	44.7
EU27**	1,103	1,120	44.4	44.1
EU18-27*	1,003	940	55.6	56.8
EU18-27**	1,321	1,264	65.1	64.9
Serbia	569	629	45.9	46.2

Sources: ECB (2010), NBS (2009)

*Note: * weighted average, ** unweighted average.*

The two most important market structure indicators, by the ECB and a number of researchers, are the Herfindahl index for credit institutions (CIs) and Share of 5 largest CIs in total assets. Both indicators show a degree of market concentration, which implies an adequate level of inter-bank competition.⁹

Herfindahl index (Hi) suggests that the market concentration of banks in Serbia is noticeably lower than in the EU18-27 and the EU27 as a whole. Analyzed by country, banks in Serbia were less concentrated in 2007 than in the 21 Member States of the EU, including all EU18-27! Many times more

⁹ However, these indicators do not reveal actual market power of the credit institutions and their potential influence on the market interest rate.

concentrated banking sectors were those of Estonia (6 times), Finland (4.5 times), Belgium (3.7 times), the Netherlands (3.4 times) and Lithuania (3.2 times).

Overall, concentration of banks in Serbia and most of the EU27 was below the competitive market of 1,000 index points, while only three Member States had concentration of banks that was above the oligopoly limit of 2,000 Hi. The degree of concentration in 2008 slightly increased in Serbia and in the EU27, while it reduced in the EU18-27.

Low concentration of the banks in Serbia is confirmed by the share of 5 largest CIs in the total assets or concentration ratio (C5), which was almost identical to the weighted average EU27 and far below the EU18-27 in 2007. However, when comparing the banking sectors of the countries, Serbia had a lower C5 than the 21 countries of the Union (!) in the same year and nearly the twice lower concentration than the several of the most developed EU members.¹⁰

It follows that the level of concentration of the bank assets in Serbia is lower than in the EU27 and significantly lower than the average EU18-27, regardless of whether the comparison is done according to the Herfindahl index or concentration ratio (C5). It is important to bear in mind that the concentration in the EU27 and EU18-27 has been relatively low, which has favored the development of competition in the banking market.

In addition to the presented indicators, the ECB examined the number of banks in the analysis of the banking sector, and the average total assets, loans and deposits, as well as the distribution of the largest banks (ECB, 2008). The comparison by group of countries for 2007 showed that there was multiply less number of banks and other credit institutions in the EU18-27 in 2007, on the average 123 less than in the EU15 (average 459), while the number of banks in Serbia was even lower (35 banks averagely in 2007). The average assets per bank in the EU15 (5,833 million) were much higher than in the EU18-27 (620 million) and Serbia (563 million). Thus we can conclude that the countries of the EU18-27 and Serbia are lagging far behind the EU15 countries by the number of banks and the size of their assets.

CAPACITIES

The indicators of the capacity of the EU banking sector, by the ECB, are number of CIs (1), population per CI (2), population per branch (3), population per ATM (4), population per employee (5) and assets per employee (6), while an additional indicator is population density (ECB, 2008). The following table presents the indicators 3-6, which are reflecting the density of the network of bank branches,

¹⁰ The Netherlands 86,3%, Belgium 83,4% and Finland 81,2% (ECB, 2008).

installed ATMs and the number of employees in the total population, and as well as the productivity of banks.

Table 4 Banking sectors capacity indicators in 2007

	Population per branch	Population per ATM*	Population per employee	Assets per employee
EU15	1,964	1,188	136	13,916,652
EU18-27	3,110	3,056	247	1,843,288
EU27	2,123	1,362	153	12,676,300
Serbia	3,025	5,488	244	651,690

*Sources: ECB (2008), NBS (2009), Note: * 2006 data*

It can be clearly seen and noted that the differences in the branch density per population are relatively small in the EU15 and the EU18-27 - 1:1.6. At the same time it can be said that Serbia has a higher branch density than the average in the countries from the EU18-27. Branch density in Serbia in 2007 was higher than in the 13 Member States, six from the EU15 group of countries and seven countries in the EU 18-27!

During the crisis in 2008, branch network in Serbia has been extended further, so the number of inhabitants per branch fell to 2.705! Similar network expansion is evident in the EU18-27 (2,858 inhabitants per branch), despite the crisis, while the branch density in the EU15 decreased (1.961 inhabitants per branch). If we take into account the long-term trend of decreasing number of branches with the largest and economically most developed EU members, it is clear that the differences in the branch density will be even less next year.¹¹

Discrepancy by the population per ATM was slightly higher, according to the data for 2006 (?), but it has decreased more rapidly. For example, population per ATM in Serbia in 2007 decreased to 3.551, in 2008 even at 2.941, which means that the ATMs density network almost doubled in just two years (Vukovic, 2008). Indicators of ATMs density in the EU and groups of Member States, are presented in Table 5, they are not illustrative, since they relate to 2006 (ECB, 2008). Therefore, Serbian indicator of the ATMs density network in the table also relates to 2006.

The banks' capacity lagging in the EU18-27 compared to the EU15 is slightly higher if the comparison is made by population per employee - 1:1.8. The banking sector in Serbia is, according to this indicator, almost equal to the average banking sector of the countries in the EU18-27. Due to the rapid growth

¹¹ The downward trend in the number of branches in economically developed countries has lasted since the 1970s, and it is dictated by the need for reducing the costs, and by the technological progress (Matthews and Thompson, 2005).

of employment in 2008, the population per employee in Serbian banks was reduced to 227.

Banks in the EU18-27 are far behind the EU15 by assets per employee - even 7.6 times. At the same time, it is an indicator of a low productivity of banks in the transition countries and the new Member States, despite the rapid progress since 1996 (Weill, 2007). Serbia's banking sector also lags greatly by the productivity behind the EU15 (21.3 times) and also behind the EU18-27 (2.8 times). The gap is slightly smaller when the loans and deposits per employee are compared, because of the emphasized underdevelopment of the wholesale banking in relation to the retail and corporate banking in European transition countries.

Although the branches are still the most important channel of access to banks in most developed countries, followed by ATMs, potentially the most important significance is given to the electronic channels.¹² The development of electronic distribution channels of banking products and services has been promoted in the *e-banking*, which has caused huge changes in the level of technology and business methods (Wu et al, 2005). However, the most important is the influence on the rapid expanding of the banks' capacity. The Internet has experienced the largest and fastest transformation comparing to other banking channels. Scarce data from the ad hoc surveys (ECB, 2007) show that the EU15 countries have more developed e-banking, and the development in the EU18-27, as well as Serbia is very expeditious. Mobile phone usage in the EU banking sector has also led to expansion of growth, so that is the reason why it is denoted as *m-banking*.

Comparison of banking capacities has shown a respectable level of convergence (1:1.6-1.8), with an evident trend of a further minimization of differences in the number of employees, branch density and ATMs per capita. However, there are wide differences in productivity, although the assets per employee in the EU18-27 and Serbia have grown above the average.

PERFORMANCES

The ECB analyzed the performances of the banking sector using solvency, liquidity, risks and profitability indicators (ECB, 2009). However, due to the differences in financial reporting, it was not possible until 2008 to calculate the average not only for groups of countries of the EMU, EU15 and NMS, but also for the EU as a whole. Hence, only the indicators from 2008 are available for

¹² *A Comparative Analysis of the US and EU Retail Banking Markets*, Brussels: World Savings Banks Institute and European Savings Banks Group, 2006.

performance analysis, while these data are still unavailable for the focus groups (EU15 and EU18-27). Also, performance indicators for individual EUMS for 2007 are not available.

The overall solvency ratio of all domestic banks in the EU has been minimally improved - from 11.4% in 2007 to 11.7% in 2008.¹³ Compared by countries, there were no extreme differences in 2008; in the EU15 group, this ratio ranged from 9.4% (Greece) to 15.1% (Luxembourg), in the EU18-27 from 10.5% (Estonia) to 14.9% (Bulgaria).

At the same time, the aggregate Tier 1 ratio was increased from 8.1% to 8.3% (ECB, 2009). A greater gap was also evident among the EU15 countries, from 6.9% (Italy) to 12.7% (Luxembourg), a smaller gap in the EU18-27, from 8.8% (Slovenia) to 11.2% (Bulgaria). Also, in 2008 the Tier 1 ratio in Serbia was extremely high - 22.8%, as well as the total regulatory capital to total assets - 20.5% (IMF, 2010). According to the presented data, Serbian banking sector evidently had by far the highest capital adequacy, although in the EU countries it was above the minimum capital requirement.

Liquidity, measured by the liquid assets (cash and trading assets) to the total assets ratio, in the EU15 group of countries ranged from 0.6% (Denmark) to 41.2% (France) and in the EU18-27 of 5.4% (Latvia) to 25.2% (Romania). The same ratio in Serbia amounted to 30.5% at the end of 2008 (IMF, 2010). Hence it may be concluded that there were significant differences in the level of liquidity among different countries, but that the range of oscillation was much higher in the EU15, despite massive public financial support. Liquidity of banks in Serbia and their capital adequacy ratio were extremely high.

The breakdown of the capital requirements by type of risks in the EU banking sector shows that the credit risk is 80.7% of the minimum capital requirement under Pillar I, then the operational risk (7.3%), market risk (4.6%) and other risks (1.0%). Liquidity risk and counterparty risk are showing a tendency to decline gradually, while the risk from exposures to the new EUMS did not escalate, because the banks in the EU18-27, excluding the three Baltic States, have shown high resistance to the shocks of the financial crisis.

¹³ Data on the **average** solvency, liquidity and profitability, as well as other performance indicators of the banking sector of the EU, irrespective of the way of the financial reporting at the national level, were **first** calculated for 2008. The earlier reports contained only the isolated averages for IFRS and non-IFRS reporting countries. The problem is that not all members of the EMU and the EU adopted International Financial Reporting Standards (IFRS), including the two largest - United Kingdom and Germany. Therefore, the ECB revised reporting framework on consolidated banking data for 2008, when for the first time it was possible to compare data and calculate the average for the entire EU (ECB, 2009). At the same time that is why regular annual report of the EU Banking Sector Stability has not been published in 2008, but in August 2009.

Resilience of the banks in the transition countries (EUMS) is confirmed by the stress tests, which were carried out in the period from July to August 2009 (ECB, 2009). Based on the report it can be summarized that the IMF estimated that the banks in Serbia had better stress testing results. Hence, not surprisingly, the IMF concluded that *the Serbian banking sector remains highly capitalized and liquid, and displays considerable resilience in stress tests* (IMF, 2010a).

For a comparison of profitability, two main indicators are commonly used: return on assets (ROA) and return on equity (ROE). Considering that the data for 2007 have not been disclosed yet, the data for 2006 and 2008 can be used.

Table 5 ROA and ROE profitability indicators – country-level (in %)

	ROA		ROE	
	2006	2008	2006	2008
Bulgaria	1.82	1.98	24.07	17.32
Romania	1.79	2.65	22.97	29.49
Serbia	1.70	2.08	9.67	9.28
Estonia	1.67	1.31	24.40	15.98
Lithuania	1.66	0.22	26.41	2.68
Poland	1.56	1.37	21.15	14.77
Hungary	1.43	0.97	21.47	15.06
Slovakia	1.27	0.84	22.01	10.26
Czech Republic	1.23	1.07	23.48	14.57
Latvia	1.06	0.79	22.79	11.39
Malta	1.02	0.21	12.93	2.58
Portugal	1.01	0.49	18.04	8.09
Spain	0.96	0.68	20.26	12.18
Austria	0.94	0.09	22.52	1.73
Finland	0.93	0.46	14.40	8.31
Greece	0.92	0.58	16.44	10.70
Slovenia	0.89	0.41	14.98	5.23
Cyprus	0.82	0.87	14.55	14.68
Italy	0.77	0.25	16.82	3.53
Luxembourg	0.73	0.04	18.35	1.07
Sweden	0.73	0.46	20.38	12.06
United Kingdom	0.71	-0.37	17.50	-9.71
Belgium	0.71	-1.47	23.34	-44.82
Denmark	0.70	-0.14	14.27	-3.37
Ireland	0.64	0.01	14.63	0.42
France	0.60	0.11	20.15	2.94
Netherlands	0.47	-0.37	14.55	-11.93
Germany	0.31	-0.38	10.24	-22.30

EU27 (Domestic/Foreign banks)	n.a.	-0.11/0.19	n.a.	-3.02/4.59
-------------------------------	------	------------	------	------------

Sources: ECB (2007, 2009), NBS (2009).

According to the data for 2006 (ECB, 2007), ROA profitability of banks in the EU18-27 was considerably higher (1.1 to 1.8%) than in the EU15 countries (0.3 to 1%). In addition, the banking sector in Serbia with 1.7% was right behind Bulgaria and Romania. Higher ROA causes lagging behind other countries, because the amount of return on assets of the national banking sectors is inversely proportional to their development level and proportional to the average level of the pure premium rate (Vukovic, 2008).

ROA profitability of all domestic banks in the EU27 during the crisis in 2008 was negative (0.1%), although only five national banking sector reported a loss from -0.1% to -1.5%. The problem is that there are two dominant banking sectors in this group - United Kingdom and Germany's banking sectors, which absorbed 39.5% of total bank assets in the EU at the end of 2008. Other banking sectors from the EU15 have also suffered a decline in ROA profitability, which ranged from 0% to 0.7%. In contrast to them, banking sectors in the EU18-27 achieved very high profitability in times of the crisis, some even record profitability Bulgaria (2%) and Romania (2.7%). ROA result of banks in Serbia, also reached a record profitability of 2.1%, which was a sort of paradox at the time of the global financial crisis, characterized by a dramatic drop in profitability of banks (BIS, 2009).

The span of the ROE profitability in the EU18-27 (from 15% to 26.4%) and in the EU15 (from 10.2% to 23.3%) was significantly lower than the ROA span in 2006, as the banks in developed countries had a higher multiplier of the capital (from 15.5 to 33.6 times) than the transition economies (from 12.8 to 21.5). Despite the reduced differences, the banks in the EU18-27 were visibly more profitable, even by the ROE indicator. The same year, the banks in Serbia had a low ROE profitability - just 9.7%, since the multiplier of the capital was only 5.7 (Vukovic, 2009).

The negative ROA result in 2008 was caused by the negative ROE profitability of -3% at the level of domestic banks in the EU 27. At the same time, there were widening disparities between the EU18-27 (5.2% to 29.5%) and the EU15 (-44.8% to 12.2%), because of deleverage in the economically advanced EUMS. ROE profitability in Serbia fell to 9.3%, although the ROA result was a record, as a consequence of a further decreasing of already low multiplier of the capital, which fell to less than 4.5 times.

The presented comparison of solvency, liquidity, risks and profitability indicators unambiguously confirmed the high performance of banks in the EU18-27. The banking sectors of these economies did not lag based on the solvency and liquidity that was equal to the banks in developed countries in the EU15, which received extremely high financial support. Risk measurement also showed a

relatively lower level of credit and operational risks, especially market risk in the EU18-27. According to ROA and ROE profitability banking sectors of the transition countries - EUMS were the most successful. However, these differences in the profitability of banking sectors in the EU15 and EU17-28 do not prove the banking integration in Europe (Gropp and Kashyap, 2009).

CONCLUSION: CONVERGENCE LEVEL

The comparative analysis of the four main groups of indicators - sector development, structures, capacities and performances - gave very different results in terms of the convergence level of the banking sectors in the EU18-27 in economically advanced countries of the EU15.

The comparison of banking sector development indicators suggests that the convergence level of the EU18-27 and Serbia is low compared to the EU15, but continuous catch up process is emphasized. The greatest discrepancy is in the total assets per capita, while the differences in the total assets and deposits per capita are less.

The ownership structure of banks in the EU18-27 and Serbia is characterized by the dominance of foreign owned banks, in contrast to the EU15 economies.

Concentration of the banks in the EU27 and the EU18-27 was relatively low, which favored the development of competition in the banking market. The level of banks' concentration in Serbia was lower than in the EU27 and significantly lower than the average EU18-27.

The comparison of banking capacities has shown a respectable level of convergence, with an evident trend of a decreasing differences in the number of employees, the branches density and ATMs per capita. However, there are still wide differences in productivity.

At the end, the comparison of solvency, liquidity, risks and profitability indicators unambiguously confirmed high-performances of the banks in the EU18-27 and Serbia. The banking sectors of these economies were equal to the banking sectors in developed countries of the EU15 based on the solvency and liquidity, and they had a relatively lower level of credit, operational and market risks, while they were the most successful by the ROA and ROE profitability.

The discussed conclusions about the performance of Serbia's banking sector have been confirmed in the last *Country Report* (IMF, 2020).

Generally it can be concluded that Serbia's banking sector has achieved a respectable level of convergence to the banks in the EU15. Simultaneously, Serbia's banking sector is near the average of the EU18-27 and by many indicators it is above average.

The experience from the EU18-27 countries was the most significant for the banking in Serbia in the consolidation and rehabilitation processes (2001-2004). The practice of banks in these countries was directly applied in Serbia, because the largest share of these banks belongs to the same parent banking groups. Prospective developments in Serbia's banking sector are inseparable from the EU banks, which are the owners of the $\frac{3}{4}$ of the banks in Serbia. Therefore, it is understandable why Serbia's highly profitable banking market is very prospective and attractive for investment.

REFERENCES

1. Bonin, J., Hasan, I., and Wachtel, P. (2005), „Bank performance, efficiency and ownership in transition countries“, *Journal of Banking&Finance*, No 29 (1), p. 31-53.
2. Berger, A. N. (2007), „Obstacles to a global banking system: „Old Europe“ versus „New Europe“, *Journal of Banking&Finance*, No 31, p. 1955-1973.
3. BIS (2009), 79th Annual Report, 1 April 2008 – 31 March 2009, Bank for International Settlements, Basel.
4. EBRD (2008), *Transition Report 2008*, European Bank for Reconstruction and Development, London.
5. ECB (2005), *Banking structures in the new EU Member States*, European Central Bank, Frankfurt.
6. ECB (2007), *EU Banking Structures 2007*, European Central Bank, Frankfurt.
7. ECB (2008), *EU Banking Structures 2008*, European Central Bank, Frankfurt.
8. ECB (2009), *EU banking sector stability*, August 2009, European Central Bank, Frankfurt.
9. ECB (2010), *Structural indicators for the EU banking sector*, European Central Bank, Frankfurt.
10. Fries, S., and Taci, A. (2002), „Banking reform and development in transition economies“, EBRD, Working paper 71.
11. Gropp, R., and Kashyap, A. (2009), „A New Metric for Banking Integration in Europe“, NBER Working Paper No. 14735, National Bureau of Economic Research, Cambridge, US-MA.
12. IMF (2009), *Republic of Serbia*, Country report No. 09/20, International Monetary Fund, Washington.
13. IMF (2010), *Republic of Serbia*, Country report No. 10/25, International Monetary Fund, Washington.
14. IMF (2010a), *Republic of Serbia: Financial Sector Assessment Program Update – Financial System Stability Assessment*, Country report No. 10/147, International Monetary Fund, Washington.
15. Matthews, K., and Thompson, J. (2005), *The economics of banking*, Chichester, UK: John Wiley&Sons.

16. NBS (2008), Izveštaj o stanju u finansijskom sistemu 2008, Narodna banka Srbije, Beograd.
17. NBS, Banking sector in Serbia – Quarter report, various issues, National Bank of Serbia, Belgrade.
18. Vuković, V. (2008), „Structural Characteristics and Profitability of Banking in Selected Transition Economies“ in: *Financial Systems Integration of Balkan Countries in the European Financial System*, ed. Berthomieu, C., and Režepagić, S., Institute of Economic Sciences, Belgrade, p. 222-230.
19. Vuković, V. (2009), *Strukturne promene i performanse bankarstva Srbije: 2002-2008.*, Institut ekonomskih nauka, Beograd, 2009.
20. Weill, L. (2007), „Is there a Gap in Bank Efficiency Between CEE and Western European Countries?“, *Comparative Economic Studies*, No 49, p. 101-127.
21. Wu, J-H., Hsia, T-L., and Heng, M. (2006), „Core capabilities for exploiting electronic banking“, *Journal of Electronic Commerce Research*, No 7 (2), p. 111-122.

MONETARNA POLITIKA, FINANSIJSKA STABILNOST I EKONOMSKI RAST: ISKUSTVA SRBIJE I SUSEDNIH ZEMALJA*

1. Uvod

Centralne banke u Srbiji i susednim zemljama primenjivale su različite strategije monetarne politike tokom protekle decenije. Najzastupljenija je strategija targetiranja deviznog kursa, koristi se i targetiranje inflacije, a fragmentarno je primenjivano i targetiranje monetarnih agregata. Izabrane strategije uticale su na ostvarivanje osnovnog cilja monetarne politike – niske inflacije, kao i ukupnu finansijsku stabilnost. Pored toga, monetarna politika je takođe delovala, neposredno i posredno, na ekonomski rast ovih zemalja. Otuda su ciljevi ovog rada: 1) utvrditi uticaj izabranih monetarnih strategija na finansijsku stabilnost i ekonomski rast Srbije i susednih zemalja, i 2) sistematizovati prednosti i nedostatke svake strategije.

Za komparativnu analizu je izabrana većina susednih zemalja: Bosna i Hercegovina, Bugarska, Hrvatska, Makedonija BJR i Rumunija. Ove zemlje, zajedno sa Srbijom, čine relativno homogenu grupu prema privrednoj razvijenosti, otvorenosti, finansijskoj produbljenosti, nivou dolarizacije i procesu ekonomske tranzicije, kroz koji sve još uvek prolaze. Isto tako, prve četiri zemlje primenjuju monetarnu strategiju targetiranja deviznog kursa: prva i druga u rigidnijoj varijanti valutnog odbora, a treća i četvrta u obliku kontrolisanog fluktuiranja, koji se *de facto* svodi na

* *Reforme i ekonomski razvoj u tranziciji: Srbija i Zapadni Balkan*, Naučno društvo ekonomista sa Akademijom ekonomskih nauka i Ekonomski fakultet u Beogradu, 2011, str. 371-380.

fiksiranje kursa. Za razliku od njih, Rumunija i Srbija su se opredelile za strategiju targetiranja inflacije.¹

Vremenski okvir istraživanja je protekla decenija, dok su u tabelama prezentirani podaci za period 2005-2010. godina. Razloga ima više, ali su najvažniji to što je Srbija u međuvremenu menjala strategiju monetarne politike, a Rumunija izvršila denominaciju leja početkom 2005.

Struktura rada primerena je postavljenim ciljevima: prvo su analizirane primenjene strategije monetarne politike (2), zatim je naporedo razmotrena ostvarena finansijska stabilnost (3) i ekonomski rast u ovim zemljama (4), sumarno je ocenjena delotvornost izabranih strategija (5), dok su osnovni nalazi dati u zaključku (6).

2. Monetarna politika

Sve centralne banke u ovim zemljama, kao i najveći broj širom sveta, imaju samo jedan osnovni cilj – *postizanje i održavanje stabilnosti cena* ili, preciznije, opšteg nivoa cena.² *Narodna banka Srbije, pored osnovno cilja, ima za cilj i očuvanje finansijske stabilnosti.*³ Institucionalnim postavljanjem osnovnog cilja, centralne banke ističu svoju posvećenost njegovom ostvarivanju. Otuda proizilazi i mogućnost kontrole rezultata monetarne politike, kao i utvrđivanje odgovornosti za neuspeh.

S obzirom da sve analizirane zemlje imaju dvovalutni sistem u kome evro igra važniju ulogu od nacionalne valute, jer ona čini manji deo novčane

¹ Crna Gora predstavlja poseban slučaj ne samo zbog svojih ekonomskih specifičnosti, već i zbog valutnog sistema, zasnovanog na unilateralnoj oficijelnoj evroizaciji. S obzirom da su pojedini domaći stručnjaci ovaj model predlagali i za Srbiju, o njemu će biti reči u petom odeljku.

² Federalne rezerve SAD su jedan od izuzetaka, ne samo zato što nemaju eksplicitno nominalno sidro, već pre svega zbog činjenice da su institucionalno posvećene proizvodnji i zaposlenosti, pored cenovne i ukupne finansijske stabilnosti. Ovaj presedan se može objasniti traumatičnim iskustvom Velike depresije, odnosno potrebom da se javnosti sugeriše odlučnost da se spreči ponavljanje takve krize. Poređenja radi, cilj osnivanja Privilegovane Narodne Banke Kraljevine Srbije 1884. godine, prema prvom usvojenom Zakonu, bio je *da se jeftinijim kapitalom i dobro uređenim kreditom trgovina i radinost u Srbiji unaprede* (PNBKS, 1909).

³ Zakon o Narodnoj banci Srbije, čl. 3., st. 1 i 2.

mase, jasno je zašto devizni kurs ima presudan značaj za cenovnu i ukupnu finansijsku stabilnost. Valutni odbori po definiciji imaju fiksni kurs, dok monetarna strategija targetiranja deviznog kursa dozvoljava neznatne oscilacije, za razliku od targetiranja inflacije. Fluktuacije deviznih kurseva u posmatranoj grupi zemalja prikazane su u nastavku.

T.1 Oscilacije deviznog kursa (evro, kraj godine, 2005 = 100)

Zemlja / Godina	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.
BiH	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Bugarska	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Hrvatska	100,0	99,6	99,3	99,3	99,1	100,1
Makedonija BJR	100,0	100,0	100,1	100,4	100,0	100,5
Rumunija	100,0	92,0	98,2	108,4	115,0	116,5
Srbija	100,0	92,4	92,7	103,6	112,2	123,4

Izvor: statistika centralnih banaka.

Prezentirana tabela pokazuje promene nominalnog deviznog kursa na kraju godine u fokusiranim zemljama. Očekivano, BiH i Bugarska, sa valutnim odborima, imaju nepromenjen devizni kurs prema evru, kao sidro valuti. Višegodišnjim održavanjem utvrđenog deviznog kursa, monetarne vlasti ovih zemalja potvrdile su apsolutnu posvećenost stabilnosti svoje valute. S obzirom da svaki valutni odbor funkcioniše automatski, bez prostora za diskreciono odlučivanje, očigledno je van kontrole centralne banke i vlade (Mishkin, 2007). Što se tiče trajanja ovakve monetarne politike u našem susedstvu, najširi vremenski horizont određuje ulazak u EMU. Skorašnji primer Estonije potvrđuje da se iz valutnog odbora može ući u ekonomsko monetarnu uniju.

U istom periodu Hrvatska i Makedonija imale su *de facto* fiksni kurs, jer su evidentirane oscilacije zanemarljive. Uočava se čvrsta usmerenost njihovih centralnih banaka na stabilnost deviznog kursa, iako ovakvo targetiranje dozvoljava izvestan stepen diskrecije u vođenju monetarne politike.

Primetno nestabilan devizni kurs imale su Rumunija i Srbija – nakon 2005. sledile su dve godine značajne nominalne aprecijacije, da bi tokom poslednje tri godine došlo do izrazite deprecijacije. Od isteka 2006. do kraja prošle godine lej je izgubio više od četvrtine (26,6%) svoje nominalne vrednosti prema evru, a dinar preko jedne trećine (33,6%).

Prednosti strategije targetiranja deviznog kursa su neposredno ograničavanje porasta cena roba u međunarodnoj trgovini, automatsko pravilo za sprovođenje monetarne politike i ,najvažnije, jednostavnost i jasnoća cilja. Nedostaci su gubitak nezavisne monetarne politike, osetljivost na špekulativne udare i gubitak deviznog kursa kao tržišnog signala (Mishkin, 2007).

Targetiranje inflacije takođe ima jednostavan i jasan cilj, pruža mogućnost vođenja samostalne monetarne politike, ne oslanja se na stabilan odnos novca i inflacije, implicira veću odgovornost centralne banke i trpi manje posledice inflatornih udara. Međutim, ova strategija kasno signalizira rezultate i može, eventualno, da dovede do većih oscilacija agregatne proizvodnje.

Strategija ciljanja deviznog kursa preporučuje se onim zemljama u tranziciji čije su političke i monetarne institucije slabe, mada to ne znači da se transparentnost može zanemariti. Preduslovi targetiranja inflacije mogu se objasniti pomoću obaveznih elemenata te politike: 1) javno objavljivanje ciljane inflacije, 2) institucionalna posvećenost stabilnosti cena, 3) zasnivanje strategije na brojnim informacijama, 4) povećana transparentnost i 5) veća odgovornost centralne banke (Mishkin, 2007).

Navedene elemente centralne banke Rumunije i Srbije očigledno ne mogu u celosti ispuniti. Fundamentalno je pitanje da li se u uslovima visoke dolarizacije, gde kanal deviznog kursa čini čak 80% transmisionog mehanizma monetarne politike, može voditi politika targetiranja inflacije. Odgovor na postavljeno pitanje pružaju rezultati ovih centralnih banaka.

3. Finansijska stabilnost

Inflacija u Srbiji i susednim zemljama, mereno indeksom potrošačkih cena, bila je uglavnom jednocifrena. Neke od posmatranih zemalja ostvarile su respektabilne rezultate u održavanju stabilnosti niskog nivoa inflacije, uporedive sa prosekom Evro zone i razvijenih ekonomija u celini (IMF, 2011). Međutim, razlike između zemalja našeg regiona veoma su velike, što pokazuje tabela u nastavku.

T.2 Inflacija

Zemlja / Godina	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.	Pros.
BiH	3,6	6,1	1,5	7,4	-0,4	2,1	4,0
Bugarska	6,0	7,4	7,6	12,0	2,5	3,0	7,7
Hrvatska	3,3	3,2	2,9	6,1	2,4	1,0	3,8
Makedonija BJR	0,5	3,2	2,3	8,4	-0,8	1,5	3,0
Rumunija	9,0	6,6	4,8	7,8	5,6	6,1	8,0
Srbija	17,3	12,7	6,5	12,4	8,1	6,2	12,7

Izvor: IMF (2011).

Na prvi pogled se uočava da su najniži prosečni rast opšteg nivoa cena imale Makedonija i Hrvatska, zemlje sa strategijom targetiranja deviznog kursa. Nešto slabiji rezultat je ostvaren u BiH, dok je prosečna stopa inflacije u Bugarskoj iznenađujuće visoka, imajući u vidu dugotrajnost valutnog odbora, odnosno nepromenjen devizni kurs. Prosečna inflacija u Rumuniji neznatno zaostaje za Bugarskom, dok je Srbija tradicionalni rekorder sa dvocifrenom stopom rasta opšteg nivoa cena.

Prosečna stopa inflacije bila bi znatno niža da nije bilo konjunktturnog talasa 2008. godine, jer se globalna recesija prelila na ove zemlje tek 2009. Naravno, recesija je svojim dezinflacionim pritiskom 2009. i 2010. godine oborila stopu inflacije na najniži nivo do tada u zemljama posvećenim stabilnosti deviznog kursa, dok je u Rumuniji i Srbiji usporavanje rasta cena bilo znatno slabije.

Cenovna stabilnost je najvažniji, ali ne i jedini činilac finansijske stabilnosti. Stabilnost kamatnih stopa i deviznog kursa po značaju slede odmah iza stope rasta opšteg nivoa cena. Razlike u kamatnim stopama odražavale su međusobne raspone stopa inflacija. Otuda je razumljivo što je Srbija imala *najviše kamatne stope u regionu* (NBS, 2010). Volatilnost deviznog kursa takođe je bila najizrazitija u Srbiji (T.1), primetno niža u Rumuniji i zanemarljiva u Hrvatskoj i Makedoniji.

Ukoliko se sumiraju svi elementi finansijske stabilnosti – cenovni, kamatni i kursni – može se zaključiti da finansijska nestabilnost odlikuje Srbiju i, primetno manje, Rumuniju. Relativno visoke stope inflacije u Bugarskoj, uprkos fiksnom kursu, potvrđuju da valutni odbor nije dovoljan uslov makroekonomske stabilnosti, odnosno da ne može nadomestiti adekvatnu ekonomsku, a posebno fiskalnu politiku (Iordanov i Vassilev, 2008).

4. Ekonomski rast

Kretanje osnovnog makroekonomskog agregata – Bruto domaćeg proizvoda (BDP) u realnom izrazu, primarni je pokazatelj ekonomskog rasta.

T.3 Rast realnog BDP-a

Zemlja / Godina	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.	Pros.
BiH	4,0	6,1	6,1	5,7	-3,1	0,8	3,8
Bugarska	6,4	6,5	6,4	6,2	-5,5	0,2	3,9
Hrvatska	4,2	4,7	5,5	2,4	-5,8	-1,4	1,8
Makedonija BJR	4,4	5,0	6,1	5,0	-0,9	0,7	4,0
Rumunija	4,2	7,9	6,3	7,3	-7,1	-1,3	3,3
Srbija	5,6	5,2	6,9	5,5	-3,1	1,8	4,3

Izvor: IMF (2011).

Najvišu prosečnu stopu rasta imala je Srbija, ali je ta stopa jednaka proseku za zemlje centralne, istočne i jugo-istočne Evrope (CESEE). Isto tako, razlike u odnosu na Makedoniju, Bugarsku i BiH su relativno male. Vidno usporeniji rast imala je Rumunija, pre svega zbog kontrakcije tokom krize, dok je Hrvatska i pre krize ostvarivala niže stope rasta. Međutim, otpornost regionalnih ekonomija na udare krize je visoka u poređenju sa drugim evropskim zemljama u tranziciji, čiji je autput još izrazitije snižen (Furceri i Zdzienicka, 2010).

Za brzinu ekonomskog rasta bitan je i dostignuti nivo razvijenosti. Bruto nacionalni dohodak *per capita* bio je najviši u Hrvatskoj – 13.770 \$, zatim u Rumuniji – 8.330 \$, Bugarskoj – 6.060 \$, Srbiji – 6.000 \$, BiH – 4.700 \$ i najniži u Makedoniji – 4.440 \$ (The World Bank). Takođe je važan i ekonomski rast u tranziciji, mereno u odnosu na nultu 1989. godinu. Prema oficijelnim podacima, Srbija najviše zaostaje, jer još uvek nije premašila 70% agregatne proizvodnje ostvarene pre 20 godina (EBRD, 2010).

Generalno se pokazuje da finansijska stabilnost pogoduje rastu tranzicionih ekonomija (Gillman i Harris, 2010), odnosno da inflacija ne podstiče rast agregatne proizvodnje (Krznar i Kunovac, 2010). Finansijski najstabilnija Makedonija ostvarila je neznatno niži ekonomski rast u odnosu na

najnestabilniju Srbiju. Ekonomiji BiH takođe nije smetala cenovna stabilnosti da ostvari gotov istu stopu rasta kao i znatno inflatornija ekonomija Bugarske, mada je obe štitio fiksni devizni kurs. Rumuniji nije pomogla visoka inflacija i kursna deprecijacija da ostvari brži rast. Na začelju je bila finansijski stabilna Hrvatska, što je izazvalo odijum većeg broja stručnjaka, koji za to okrivljuju Centralnu banku i njenu monetarnu politiku?

5. Delotvornost izabranih monetarnih strategija

Prethodni komparativni podaci pokazuju da je u regionu strategija targetiranja deviznog kursa bila neuporedivo uspešnija u obezbeđivanju cenovne i ukupne finansijske stabilnosti nego monetarna politika targetiranja inflacije. Nalaz je očekivan, s obzirom da se radi o izrazito dolarizovanim ekonomijama (Aleksić i ostali, 2008).

Međutim, targetiranje inflacije nije pogodovalo bržem ekonomskom rastu, što primer Srbije, a posebno Rumunije, nedvosmisleno potvrđuje. Na taj način se pokazuje da monetarna politika može obezbediti cenovnu i finansijsku stabilnost, ali ne i brži ekonomski rast. Pretpostavka je da stabilnost cena, kursa i kamatnih stopa omogućava ubrzanje ekonomskog rasta, na koji utiče i mnoštvo drugih faktora.

Postavlja se pitanje da li se može obezbediti cenovna stabilnost u uslovima značajno fluktuirajućeg kursa. Domaća ekonometrijska istraživanja ukazuju da stopu inflacije određuju promene deviznog kursa (Palić i Tasić, 2008). Pri tome je uticaj kursa na inflaciju asimetričan, značajno veći u periodu deprecijacije, nego tokom aprecijacije (Dragutinović, 2008). Nesporno da je stabilnost kursa osnovna pretpostavka niske inflacije u dolarizovanim ekonomijama (Kozarić, 2007).

Dedolarizacija je moguća ukoliko se ostvari stabilna i niska inflacija, uz istovremeni rast poverenje u nacionalnu valutu (Kokenyne i ostali, 2010). Problem ove jednostavne formule je njena implementacija. Suvišno je naglašavati da bi odustajanje od targetiranja deviznog kursa, *de iure* ili *de facto*, izazvalo ogromne turbulencije u finansijski stabilnim zemljama regiona.

Strategija targetiranja inflacije u dolarizovanim ekonomijama takođe podrazumeva snažne intervencije na deviznom tržištu (Sanchez, 2010). Sa druge strane, targetiranje deviznog kursa ne znači da se transparentnost monetarne politike i komunikacije sa javnošću mogu zapostaviti (Trajković, 2006).

Često istican argument protiv stabilnog deviznog kursa je „podsticanje“ izvoza i destimulacija uvoza, što opovrgavaju ekonometrijska istraživanja. Naime, *velika promena realnog kursa dinara (deprecijacija) relativno malo može pomoći izvoznicima, dok uvoz još manje zavisi od realnog kursa* (Tasić i Zdravković, 2008). Dokaz je i deficit tekućeg računa ovih zemalja, izražen u procentima BDP-a. Primera radi, Makedonija (-5,5%) i Hrvatska (-6,1%) imale su znatno niži prosečni deficit od Srbije (-11,7%) tokom analiziranog perioda (2005-2010).

Dvovalutnost bitno umanjuje efekte glavnih instrumenata monetarne politike, tako da zbog visoke dolarizacije *referentna kamatna stopa NBS ne utiče na aktivne kamatne stope poslovnih banaka* (Aleksić i ostali, 2008). Nije potvrđen ni uticaj obavezne rezerve na inflaciju. *Suprotno logici, povećanje stopa obavezne rezerve dovodi do rasta inflacije i taj koeficijent se pokazao statistički značajnim* (Palić i Tasić, 2008).

Na kraju, targetiranje inflacije u izrazito dolarizovanoj ekonomiji zahteva veliku monetarnu restriktivnost, kojom se nadoknađuje nedostajući kredibilitet politike. Jedna od najtežih posledica ovakve monetarne politike je dramatična podmonetizovanost, mereno odnosom novčane mase M2 i BDP-a. Domaća monetizacija bila je 3-4 puta niža od drugih tranzicionih zemalja, izuzimajući Rumuniju sa „samo“ 2,3 puta većom monetizacijom u predkriznoj 2006. godini (Vuković, 2009).

Prema svim podacima, pokazuje se da je strategija targetiranja deviznog kursa neuporedivo delotvornija u obezbeđivanju cenovne i finansijske stabilnosti i da više pogoduje ekonomskom rastu. Ukoliko se tome dodaju ogromni troškovi monetarne regulative, jasno je da strategija targetiranja deviznog kursa predstavlja optimalan izbor za dolarizovane ekonomije regiona. Bez predložene promene strategije monetarne politike, pokušaji dinarizacije unapred su osuđeni na neuspeh. Mađioničarstvo je voditi

monetarnu politiku zemlje u kojoj je preko 70% novčane mase stranog porekla, kao što je u Srbiji.⁴

Zbog toga je svojevremeno predlagana varijanta oficijelne evroizacije, argumentovana iskustvom Crne Gore. Ipak se mora imati u vidu da je Crna Gora odluku donela unilateralno, ali je zbog svoje veličine imala prećutnu saglasnost ECB. Veće ili ekonomski snažnije zemlje ne bi mogle sprovesti unilateralnu oficijelnu evroizaciju bez konfrotacije sa ECB, *koja neće nikome dozvoliti da na mala vrata uđe u evro zonu.*⁵

Interesantno je da targetiranje deviznog kursa nije javno razmatrano kao opcija, mada je stabilan kurs često apostrofiran kao uslov finansijske stabilnosti i bržeg rasta. Iskustvo zemalja u susedstvu potvrđuje da je ova strategija monetarne politike primerena uslovima visoke dolarizacije. Za našu zemlju je posebno interesantan valutni odbor, imajući u vidu poluvekovnu istoriju inflacije i nepoverenja u domaću valutu. Jednostavno, domaćoj javnosti je potrebna čvrsta institucionalna potvrda da će devizni kurs biti nepromenjen, kao garancija stabilnosti domaće valute. Prema dosadašnjem iskustvu targetiranja inflacije u Srbiji se *devizni kurs pokazuje kao jedino efikasno sidro* (Vuković, 2007). Gubitak slobode u kreiranju i vođenju monetarne politike mala je cena u poređenju sa svim koristima, među kojima su najvažnije poverenje u domaću valutu, smanjenje monetarnih stega, niže kamatne stope, remonetizacija i opšta ekonomska STABILNOST.

6. Zaključak

Prezentirana analiza pokazuje da je u Srbiji i susednim zemljama strategija targetiranja deviznog kursa bila neuporedivo uspešnija u obezbeđivanju cenovne i ukupne finansijske stabilnosti, nego monetarna politika targetiranja inflacije.

⁴ Ukoliko se uključi devizni keš, koji se samo iskustveno može procenjivati, strani novac čini još veći deo ukupne novčane mase (M3) u Srbiji..

⁵ Žan Klod Triša (ECB), govor održan 13.02.2009 u Trgovačkoj komori Rejkjavika.

Targetiranje inflacije ne pogoduje ni bržem ekonomskom rastu u dolarizovanim ekonomijama, što primeri Srbije i Rumunije pokazuju. Tako je još jednom potvrđeno da monetarna politika može obezbediti cenovnu i finansijsku stabilnost, ali da samo stvara uslove za brži ekonomski rast, koji zavisi od mnoštva faktora.

Cenovna i ukupna finansijska stabilnost u maloj, otvorenoj i dolarizovanoj ekonomiji očigledno se ne može obezbediti targetiranjem inflacije. Za našu zemlju je najdelotvornije rešenje VALUTNI ODBOR, koji bi domaćoj javnosti predstavljao čvrstu institucionalnu potvrdu stabilnosti domaće valute. Sa takvom monetarnom strategijom bi mogli uspeti pokušaji dinarizacije. Na kraju, izlazna strategija iz valutnog odbora vezanog za evro je EMU, što je primer Estonije dokazao.

Literatura:

1. Aleksić, M., Đurđević, Lj., Palić, M. i Tasić, N. (2008), „Kanal kamatne stope u uslovima dolarizacije: slučaj Srbije“, Radni papiri, NBS, Beograd.
2. Daianu, D., and Lungu, L. (2007), „Inflation Targeting, Between Rhetoric and Reality. The Case of Transition Economies“, *The European Journal of Comparative Economics*, 4(1), pp. 39-64.
3. Dragutinović, D. (2008), „Moć i nemoć monetarne politike u uspostavljanju ravnoteže između platnobilansnih ciljeva i ciljeva inflacije“, Radni papiri, NBS, Beograd.
4. EBRD (2010), *Transition Report 2010: Recovery and reform*, European Bank for Reconstruction and development, London.
5. Furceri, D. and Zdzienicka, A. (2011), „The real effect of financial crises in the European transition economies“, *Economics of Transition*, Vol. 19(1), pp. 1-25.
6. Gillman, M., and Harris, M. (2010), „The effect of inflation on growth: Evidence from a panel of transition countries“, *Economics of Transition*, Vol. 18(4), pp. 697-714.
7. IMF (2011), *World Economic Outlook – Tensions from the Two-Speed Recovery: Unemployment, Commodities, and Capital Flows*, April 2011, International Monetary Fund, Washington.

8. Iordanov, I., and Vassilev, A. (2008), „A Small Open Economy Model with a Currency Board Feature: the Case of Bulgaria“, DP 63, Bulgarian National Bank, Sofia.
9. Kokenyne, A., Ley, J., and Veyrune, R. (2010), „Dedollarization“, IMF WP 09/43.
10. Kozarić, K. (2007), „Modeli monetarne politike sa osvrtom na valutni odbor Bosne i Hercegovine“, Centralna banka BiH, Sarajevo.
11. Krznar, I. i Kunovac, D. (2010), „Utjecaj vanjskih šokova na domaću inflaciju i BDP“, Istraživanja I – 28, Hrvatska narodna banka, Zagreb.
12. Mishkin, F.S. (2007), *The Economics of Money, Banking, and Financial Markets*, Eighth Edition, Pearson Addison Wesley, Boston, US.
13. NBS (2011), *Izveštaj o inflaciji – maj 2010.*
14. NBS (2011), *Izveštaj o inflaciji – februar 2011.*
15. Palić, M. i Tasić, N. (2008), „Efikasnost stope obavezne rezerve kao instrumenta monetarne politike“, Radni papiri, NBS, Beograd.
16. PNBKS (1909), *Privilegovana Narodna banka Kraljevine Srbije 1884-1909*, Privilegovana Narodna banka Kraljevine Srbije, Beograd.
17. Sanchez, M. (2010), „Modelling anti-inflationary monetary targeting with an application to Romania“, WP 1186, ECB, Frankfurt.
18. Tasić, N. i Zdravković, M. (2008), „Osetljivost srpskog izvoza i uvoza na promene deviznog kursa u dugom roku“, Radni papiri, NBS, Beograd.
19. Trajković, M. (2006), „Celi i instrumenti na monetarna politika: savremeni iskustva“, Raboten materijal br. 16, Narodna banka na republika Makedonija.
20. Vuković, V. (2007), „Nestandardne mere i kredibilnost monetarne politike NBS“ u *Izazovi ekonomske politike Srbije u 2007. godini*, Naučno društvo ekonomista sa AEN i Ekonomski fakultet u Beogradu, str. 33-44.
21. Vuković, V. (2009), *Strukturne promene i performanse bankarstva Srbije: 2002-2008.*, Institut ekonomskih nauka, Beograd.

DINARIZACIJA: NEIZVODLJIVA STRATEGIJA*

Rezime

Početkom ove 2011. godine Narodna banka Srbije je inaugurisala strategiju tzv. dinarizacije, odnosno *veće upotrebe dinara u finansijskom sistemu*, sa ciljem da *poboljša stepen finansijske stabilnosti zemlje, umanja rizik od promene deviznog kursa i ojača efikasnost monetarne politike*. Pri tome je neobično biranje cilja koji većina centralnih banaka u evropskim tranzicionim zemljama nije ostvarila, mada su sve bile uspješnije od NBS u realizaciji osnovnog cilja monetarne politike – cenovne stabilnosti. Oficijelni pojam i ciljevi dinarizacije ukazuju da su zamenjeni uzroci i posledice: veća upotreba dinara moguća je samo ako se prethodno stabilizuje finansijski sistem, smanji devizni rizik i monetarna politika postane kredibilna.

Osnovna hipoteza ovog istraživanja je da takva dinarizacija predstavlja pokušaj bez izgleda na uspeh, koji samo prikriva ključne probleme – reputaciju centralne banke i kredibilnost njene monetarne politike. Posledice su visoka inflaciona očekivanja i rast opšteg nivoa cena koji Srbiju svrstava među najinflatornije zemlje u Evropi i svetu. Ekstremna domaća evroizacija, koja je u ovoj analizi fokusirana, predstavlja nerešiv problem. Beznadežnost strategije dinarizacije dokazana je iskustvima evropskih tranzicionih zemalja sa različitim strategijama monetarne politike. Istovremeno je utvrđeno da bi se određena deevroizacija mogla ostvariti samo u procesu dezinflacije, koji zahteva adekvatnu monetarnu strategiju. U slučaju Srbije to je strategija stabilizacije deviznog kursa, ali samo u rigidnoj varijanti fiksiranja, odnosno njenog javnog objavljivanja i garantovanja. Iznete pretpostavke ispunjava samo valutni odbor. Primena ove strategije oborila bi inflaciju ispod 5% i trajnije stabilizovala opšti nivo cena, ublažila dramatičnu podmonetizovanost domaće ekonomije, poboljšala likvidnost, umanjila ogromne troškove monetarne politike i donela neophodnu makroekonomsku stabilnost. Posledično, donekle bi se smanjio i nivo domaće evroizacije.

Ključne reči: MONETARNA POLITIKA, (DE)EVROIZACIJA, DINARIZACIJA, DEVIZNI KURS, STABILNOST CENA, TARGETIRANJE INFLACIJE, KREDIBILNOST, VALUTNI ODBOR.

DINARIZATION: IMPRACTICABLE STRATEGY

Summary

At the beginning of 2010, the National Bank of Serbia represented the strategy of so-called dinarization or *greater usage of dinar in financial system with the purpose of improving the financial stability of the country, lessen the risk of exchange rate changes and strengthen the monetary policy efficiency*. At this, it is very unusual to choose the goal, which most transition countries have not achieved so far and each of them have

* *Finansije*, br. 1-6/2011, str. 26-46.

been more successful than NBS in realizing the fundamental goal in a monetary policy – price stability. The official term and goals of dinarization show that causes and consequences are substituted; greater dinar usage is possible only if the financial system is stabilized first, exchange rate risks lessened and monetary policy becomes credible.

Basic hypothesis of this research is that dinarization becomes an attempt without chances to success, covering the key problems – the central bank reputation and monetary policy credibility. The consequences are high expectations about inflation and growth of general price level, which puts Serbia in the group of countries with the highest inflation in Europe and the world. The extreme domestic euroization, focused in this analysis, becomes the unsolvable problem. Hopelessness in the strategy of dinarization has been proved by the experience of European transition countries with different monetary policy strategies. At the same time, it is determined that some certain level of de-euroization could be accomplished in the disinflation process, which demands an adequate monetary policy. In Serbia's case, it is the exchange rate stabilization strategy, but only in some rigid form of fixation, instead of its public announcement and guarantee. These given assumptions are fulfilled by the currency board. The application of this strategy would reduce the inflation under 5% and stabilized the general price level for a longer period, lessen the dramatic submonetization of domestic economy, improve liquidity, reduce the enormous monetary policy costs and bring macroeconomic stability. Consequently, it would also reduce the level of domestic euroization in some level.

Key words: MONETARY POLICY, (DE)EUROIZATION, DINARIZATION, EXCHANGE RATE, PRICE STABILITY, INFLATION TARGETING, CREDIBILITY, CURRENCY BOARD.

UVOD

Narodna banka Srbije (NBS) promovisala je početkom ove godine strategiju tzv. dinarizacije, odnosno *veće upotrebe dinara u finansijskom sistemu*, sa ciljem da *poboljša stepen finansijske stabilnosti zemlje, umanja rizik od promene deviznog kursa i ojača efikasnost monetarne politike* (NBS 2011, str. ii). Pored neuobičajenog naziva, neobično je i to što je izabran cilj koji većina centralnih banaka u evropskim tranzicionim zemljama nije ostvarila, mada su sve bile uspešnije od NBS u realizaciji osnovnog cilja monetarne politike – cenovne stabilnosti. Cenovnu nestabilnost potvrđuje ne samo poređenje sa drugim zemljama, već i odstupanje stvarne od ciljane stope inflacije, koju je utvrdila sama centralna banka.¹

Navedeni pojam i ciljevi dinarizacije pokazuju da su zamenjeni uzroci i posledice: veća upotreba dinara moguća je samo ako se prethodno stabilizuje finansijski sistem, smanji devizni rizik i monetarna politika postane kredibilna. Osnovna hipoteza ovog istraživanja je da dinarizacija predstavlja pokušaj bez izgleda na uspeh. Na taj način se samo odlaže suočavanje sa fundamentalnim problemima – reputacijom centralne banke i javnom percepcijom njene monetarne politike kao nedovoljno kredibilne. Posledica su

¹ NBS (2009), *Memorandum Narodne banke Srbije o utvrđivanju ciljane stope inflacije za period od 2010. do 2012. godine*. Monetarna strategija targetiranja inflacije prvi put je primenjena na Novom Zelandu i podrazumevala je da ugovor između Parlamenta i Centralne banke sadrži ciljani raspon (koridor) inflacije.

visoka inflaciona očekivanja i rast opšteg nivoa cena koji Srbiju svrstava među najinflatornije zemlje u Evropi i svetu.²

Razmere domaće evroizacije posebno su ispitivane, pošto analize NBS fokusiraju kredite banaka, parcijalno razmatraju depozite i potpuno zanemaruju najšire monetarne agregate. Zbog utvrđivanja stvarnih kauzalnih veza, analizirani su uzroci evroizacije, dok su njene poznate posledice samo delimično obuhvaćene ovim istraživanjem. Nakon dokaza beznadežnosti dinarizacije, razmotrene su alternativne monetarne strategije, koje bi omogućile određenu deevroizaciju u procesu dezinflacije. Primenljivost i delotvornost raspoloživih strategija ocenjivana je na osnovu iskustava evropskih tranzicionih zemalja koje ih sprovode.

Nakon ovog uvoda sledi analiza, sistematizovana u pet međusobno povezanih delova: (1) strategija dinarizacije: pojam, ciljevi i mere NBS, (2) merenje dinarizacije (evroizacije), (3) iskustva deevroizacije u tranzicionim zemljama, (4) (ne)ostvarljivost željene dinarizacije u Srbiji i (5) mogućnosti dezinflacije i delimične deevroizacije. Na kraju se u zaključku sumiraju rezultati prezentiranog istraživanja i najvažnije preporuke za kreatore monetarne politike u Srbiji.

1. STRATEGIJA DINARIZACIJE: POJAM, CILJEVI I MERE NBS

Već nekoliko godina NBS povremeno objavljuje *Analize isplativosti dinarske i devizne štednje*, koje sugerišu da je gotovo uvek³ kamatni prihod od oročenih dinarskih uloga veći nego od deviznih depozita iste ročnosti. Na kraju ovih analiza obavezno se konstatuje da se *nikada sa sigurnošću ne može tvrditi koja će štednja biti isplativija u budućem periodu*, kao i da je *uglavnom bilo isplativije štedeti u dinarima nego u devizama, pogotovo na duže rokove, pre svega zahvaljujući znatno višim kamatnim stopama na dinarsku u odnosu na deviznu štednju, ali i povoljnijem poreskom tretmanu dinarske štednje, s obzirom na to da se od 2005. godine ne plaća porez (V.V.) na prihode od kapitala na dinarsku štednju* (NBS 2010, str. 7).

Uprkos navedenim sugestijama, koje bi uvek većina medija prenela, kao i raznim strategijama i merama monetarne politike, rezultat je poražavajući. Udeo dinarskih depozita stanovništva, uglavnom transakcionih, kreće se oko 2%, što ukazuje na potpuno nepoverenje javnosti u nacionalnu valutu i njenog emitenta. Veće učešće dinara u ukupnoj novčanoj masi posledica je neophodnosti držanja dinarske gotovine i značajnih iznosa na tekućim računima preduzeća i finansijskih institucija, radi obavljanja svakodnevnih plaćanja. Evroizacija kredita takođe je izuzetno visoka, mada je NBS svojim merama favorizovala dinarske plasmane banaka.

Nesumnjivo je da su izrazito nezadovoljavajući rezultati motivisali Centralnu banku da uz aktuelnu monetarnu strategiju eksplicitnog targetiranja inflacije promoviše i strategiju neuobičajenog imena: dinarizacija. Naime, dedolarizacija ili deevroizacija je često jedan od ciljeva monetarne politike u zemljama sa dvovalutnim sistemom i upravo tako se i imenuje. Neobično je da se dinarizuje valutno područje na kome je dinar

² Srbija je 2005. godine, sa inflacijom od 17,7%, spadala među 30 najinflatornijih zemalja sveta. Naime, iste godine su 193 zemlje, od 223 koje su statistički praćene, imale inflaciju ispod 10%, a 149 od njih su svele stopu inflacije ispod 5% (Mishkin, 2006).

³ *Analiza je pokazala da je u proteklih deset godina uglavnom bilo isplativije štedeti u dinarima* (NBS 2010, str. 7).

zakonsko sredstvo plaćanja, jer bi ovaj naziv odgovarao situaciji u kojoj je dinar rezervna valuta neke druge zemlje. Potenciranje ekspanzije dinara u zemlji verovatno je primarni razlog ovakvog naziva, čiji sadržaj otkriva oficijelna definicija.

Prema NBS (2011), dinarizacija je *veća upotreba dinara u finansijskom sistemu i bolja usklađenost valutne strukture prihoda i rashoda nebankarskog sektora*. Centralna banka odmah zatim ističe da bi ovako određena dinarizacija *poboljšala bi stepen finansijske stabilnosti zemlje, umanjila rizik od promene deviznog kursa u najranjivijim sektorima privrede i ojačala efikasnost monetarne politike* (NBS 2011, str. ii).

Navedeno određenje i oficijelni ciljevi dinarizacije upućuju na zaključak da je upotreba dinara u domaćem finansijskom sistemu mala, da valutna struktura prihoda i rashoda nebankarskog sektora nije usklađena, da stepen finansijske stabilnosti zemlje nije zadovoljavajući, da postoji visok rizik od promene deviznog kursa u najranjivijim sektorima privrede i da monetarna politika nije dovoljno efikasna.

Ideju kreatora strategije dinarizacije mogu pojasniti mere koje su predviđene za njenu realizaciju, zbog čega je najbolje razmotriti ih u celosti. *Strategija dinarizacije u Srbiji zasniva se na aktivnostima koje se mogu objediniti u tri međusobno povezana stuba. Prvi stub strategije dinarizacije je najopštijeg karaktera, ali ujedno i najvažniji. Mere u okviru ovog stuba podrazumevaju aktivnosti usmerene ka uspostavljanju makroekonomskog okruženja koje karakteriše niska i stabilna inflacija, stabilan finansijski sistem i održiv privredni rast. Drugi stub strategije obuhvata mere usmerene na aktivno promovisanje dinarskih instrumenata i tržišta, s posebnim akcentom na razvoj tržišta dinarskih obveznica. Razvoj dinarske krive prinosa je važna okosnica ovog stuba. Treći stub ima za cilj unapređenje zaštite od postojećih deviznih rizika u nebankarskom sektoru i destimulisanje daljeg jačanja tih rizika. Narodna banka Srbije će predvoditi napore u ovoj oblasti sarađujući sa bankarskim sektorom na uvođenju i razvoju osnovnih instrumenata zaštite od deviznog rizika kako na međubankarskom tržištu, tako i u poslovanju s klijentima* (NBS 2011, str. iii).

Usmerenje prvog stuba dinarizacije na *makroekonomsko okruženje sa niskom i stabilnom inflacijom, stabilnim finansijskim sistemom i održivim privrednim rastom* pokazuje da su kreatori strategije ipak imali u vidu stabilnost cena i finansijskih tržišta kao nužan preduslov izvesne deevrozicije. Stabilnost deviznog kursa očigledno nije bitna u skladu sa postavkom domaćih monetarnih vlasti da bi intervencije na deviznom tržištu trebalo minimizirati. Navođenje održivog privrednog rasta je sasvim zbunjujuće, jer implicira ciljeve koji nisu institucionalizovani⁴ i neku novu, diskrecionu i adaptibilnu monetarnu politiku? Uočava se, na kraju, da ciljana dinarizacija nije kvantifikovana, tako da se njeni rezultati ne mogu proveriti, niti iko može biti odgovoran za nespeh!

Mere dinarizacije u prvom ovogodišnjem kvartalu bile su raznovrsne. *Podršku procesu dinarizacije u toku prvog tromesečja 2011. Narodna banka Srbije je pružala kroz instrumente monetarne politike (obavezna rezerva, krediti za likvidnost, svop aukcije deviza), prudencijalne mere (likvidna potraživanja banke) i edukativne aktivnosti (konferencije na temu zaštite od deviznog rizika)* (NBS 2011, str. 10).

U drugom kvartalu su uglavnom pooštrevane postojeće mere. *Podršku procesu dinarizacije u toku drugog tromesečja 2011. Narodna banka Srbije je nastavila da ostvaruje pre svega kroz prudencijalne mere. Radi smanjivanja rizika u finansijskom*

⁴ Među institucionalnim ciljevima NBS ne spominje se privredni rast (Zakon o Narodnoj banci Srbije, čl. 3, Sl. Glasnik Republike Srbije, br. 85/2005 i 44/2010).

sistemu koji proizilazi iz visokog učešća kredita odobrenih u stranoj valuti ili dinarima s deviznom klauzulom, i daljeg usmeravanja građana ka zaduživanju u dinarima, Narodna banka Srbije je u maju usvojila odluku o merama za očuvanje u jačanje stabilnosti finansijskog sistema. Odluka je stupila na snagu 30. juna, a novim setom mera postavljeni su dodatno zahtevi za devizno i devizno indeksirano kreditiranje fizičkih lica. Pored toga, stopa obaveznog izdvajanja na devizne izvore ročnosti do dve godine utvrđena je na nivou od 30%, što je znatno više u odnosu na stopu za dinarske izvore iste ročnosti, koja je utvrđena na nivou od 5% (NBS 2011a, str. 10).

Apostrofirane mere pokazuju da je strategija dinarizacije u ovoj godini sprovedena dodatnim troškovnim opterećivanjem dominantnih deviznih izvora i destimulisanjem deviznih i indeksiranih kredita. Očigledno je da NBS nastoji da primora domaće banke, zajmotražioce i štediše na prihvatanje deviznog rizika, ali ti pokušaji, kao i sve administrativne mere, ne mogu dati željene rezultate. Istovremeno se može uočiti nedostatak mera koje bi doprinele većoj reputaciji NBS, kredibilitnosti njene monetarne politike i poverenju u nacionalnu valutu.

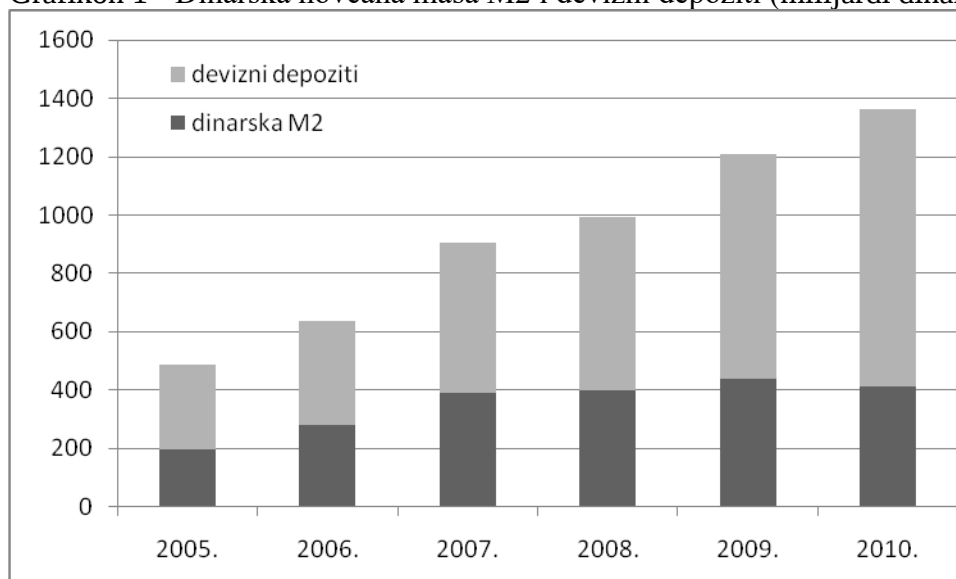
2. MERENJE DINARIZACIJE (EVROIZACIJE)

*Kao **ključni pokazatelj** za praćenje stepena dinarizacije i komunikaciju s javnošću s tim ciljem, Narodna banka Srbije koristi učešće dinarskih plasmana u ukupnim plasmanima koji su odobreni privredi i stanovništvu... Kao **dodatne pokazatelje** (V.V.) za praćenje stepena dinarizacije finansijskog sistema Narodna banka Srbije koristi i učešće dinarskih kredita u ukupnim novoodobrenim kreditima privredi i stanovništvu, učešće dinarskih depozita u ukupnim depozitima privrede i stanovništva i učešće dinarskog duga u ukupnom javnom dugu (NBS 2011, str. 5).*

Prema poslednjem *Izveštaju o dinarizaciji finansijskog sistema* udeo dinarskih plasmana u ukupnim plasmanima privredi i stanovništvu krajem juna bio je manji od trećine, pri čemu su najveći deo ovih dinarskih kredita činili krediti **subvencionisani** od strane države. Gotovo istu valutnu strukturu imali su i novoodobreni krediti. S druge strane, učešće dinarskih depozita u ukupnim depozitima privrede i stanovništva bilo je manje od 20%, dok se za dinarsku štednju navodi da je **skromna**, bez preciziranja skromnosti. Indikativna je i konstatacija o njenoj ročnosti: *najveći deo dinarske i devizne štednje i dalje je oročen na kratak rok*. Na kraju, polovinom godine *dinarska komponenta duga činila je 18,5% ukupnog javnog duga* (NBS 2011, str. 5-8). Evroizacija je, prema svim skiciranim navodima iz *Izveštaja NBS*, očigledno ekstremno visoka. Ipak, za obuhvatnu analizu bilo je neophodno kompletirati skicirane nalaze dodatnim grafikonima i pokazateljima domaće evroizacije, počevši od najširih monetarnih agregata – dinarske novčane mase M2, deviznih depozita i ukupne novčane mase M3.

Procentualno učešće M2 u M3 neprekidno je opadalo u drugoj polovini protekle decenije – sa 44% krajem 2006. na svega 30,2% krajem 2010! Srazmerno smanjivanju udela dinara, raslo je učešće deviznih depozita, najčešće u evrima. Naredni grafikon jasno ilustruje stagnaciju agregata M2 od kraja 2007. godine.

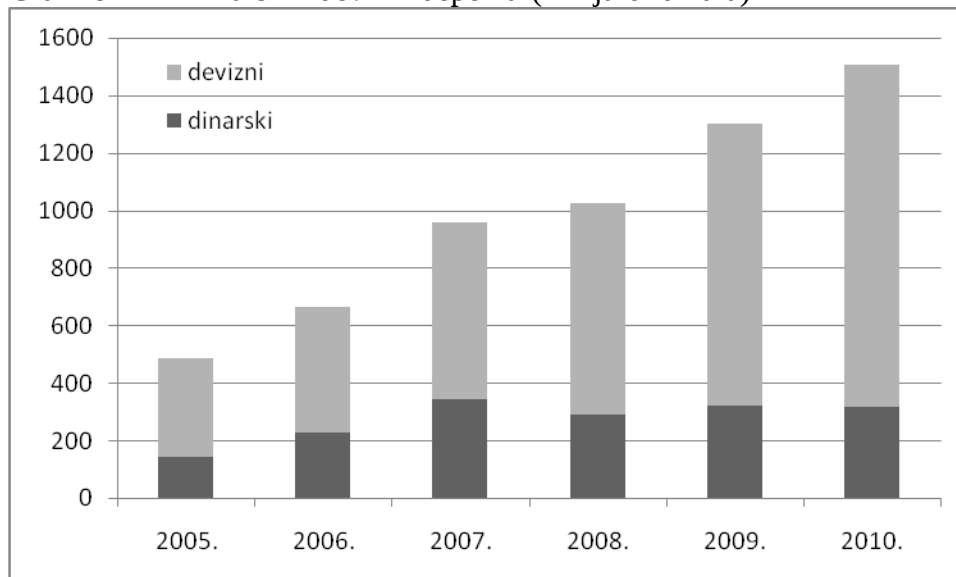
Grafikon 1 - Dinarska novčana masa M2 i devizni depoziti (milijardi dinara)



Izvor: NBS, Statistički bilten – avgust 2011.

Suviše je naglašavati kakvo mađioničarstvo predstavlja vođenje monetarne politike na valutnom prostoru kojim dominira strani novac (sa 70,1% učešća polovinom tekuće godine). Značajnije potiskivanje ovako dominantnog stranog novca takođe spada u oblast iluzionizma. Slična je situacija i sa odnosom dinarskih i deviznih depozita.

Grafikon 2 - Dinarski i devizni depoziti (milijardi dinara)



Izvor: NBS, Kontrola poslovanja banaka – Kvartalni izveštaji.

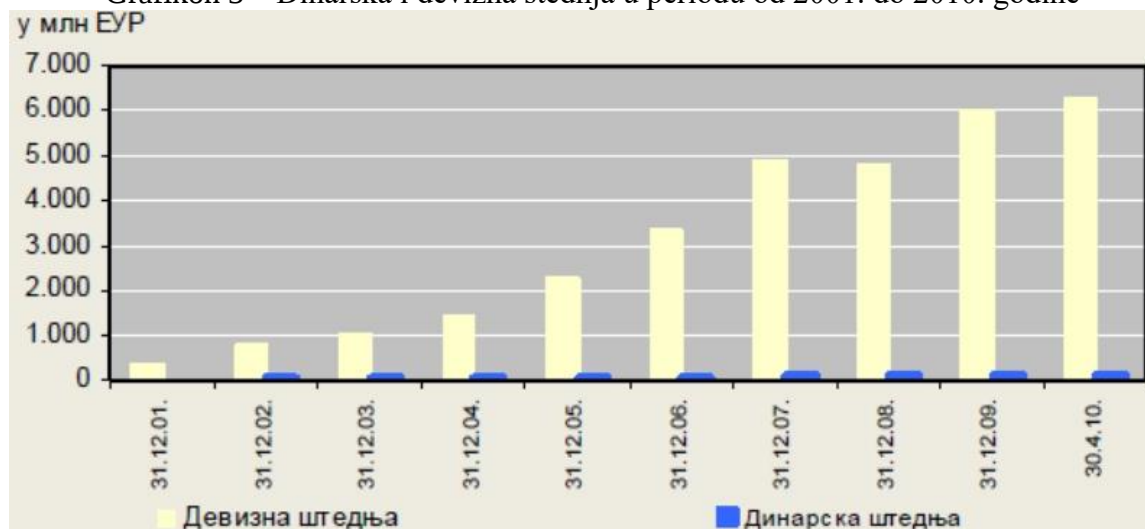
Na prvi pogled se uočava da dinarski depoziti (M2 bez gotovog novca) opadaju od 2007, mada neravnomerno⁵, tako da su devizni depoziti na kraju 2010. dostigli gotovo 80% svih depozita u bankama! S obzirom da je taj udeo samo četiri godine ranije iznosio 65,9%, jasno je da

⁵ Poređenje grafikona 1 i 2 pokazuje da su dinarski i devizni depoziti veći od ukupne novčane mase (?), što je najverovatnije posledica metodoloških razlika između biltena i kvartalnih izveštaja.

se radi o ubrzanoj evroizaciji. Potiskivanje dinarskih depozita pokazuje poređenje njihovog prosečnog učešća krajem godine u periodu 2005-2007. i 2008-2010. Prve tri godine prosečan udeo dinarskih depozita iznosio je 33,1%, a naredne tri 24,6%!

Najprecizniji pokazatelj poverenja javnosti u nacionalnu valutu ipak je valutna struktura štednje stanovništva, koju pokazuje naredni grafikon NBS.

Grafikon 3 – Dinarska i devizna štednja u periodu od 2001. do 2010. godine



Izvor: NBS 2010, str. 1.

Međutim, grafikon prikriva minorizaciju dinarske štednje, jer je grafički prikaz udela koji oscilira oko 2% teško vizuelno porediti sa predominantnih 98%. Pri tome je očigledno da najveći deo dinarske štednje predstavljaju tekući računi građana, namenjeni transakcionim potrebama. Jednom rečju, radi se o totalnom nepoverenju u dinar kao nacionalnu valutu.

Evroizacija je još ekstremnija ukoliko se ima u vidu da statistički nije i ne može biti evidentiran strani novac u obliku gotovine (efektiva), bez obzira da li je tezaursan ili služi gotovinskim transakcijama. Kada bi se ova efektivna mogla utvrditi, kao što je to slučaj sa gotovinom u domaćoj valuti, pokazalo bi se da je udeo dinarske M2 u ukupnoj novčanoj masi M3 još manji, kao i učešće dinarskih depozita u ukupnim depozitima i dinarske štednje u ukupnoj štednji.

Stepen evroizacije tranzicionih ekonomija u širem okruženju pokazuje grafikon 4 u narednom odeljku. Prema evroizaciji bankarskih kredita i depozita u 2010. godini, Srbija je bila druga sa preko 70%, odmah iza Letonije. Međutim, pre poslednje globalne finansijske krize domaća ekonomija je bila neprikosnovenno prva po evroizovanosti (Dvorsky i ostali, 2008).

Detaljnijom analizom navedenog grafikona mogu se utvrditi dometi deevroizacije 11 tranzicionih ekonomija u našem užem i širem okruženju, .

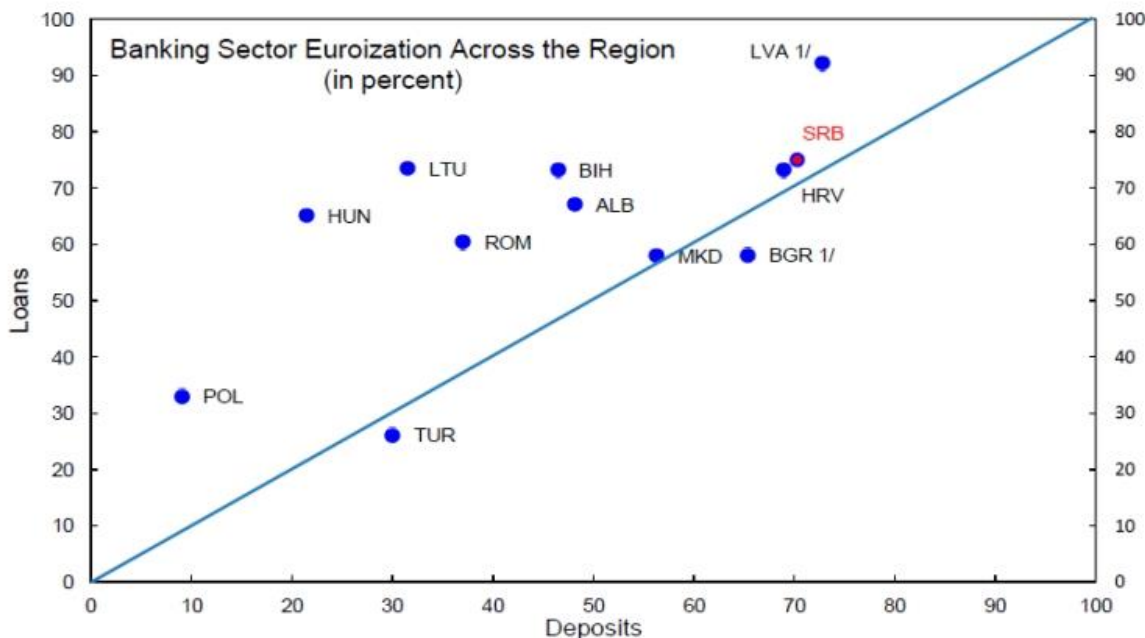
3. ISKUSTVA DEEVROIZACIJE U TRANZICIONIM ZEMLJAMA

Najniži nivo evroizacije depozita i kredita ostvaren je u Poljskoj, što je izuzetan rezultat, s obzirom na fluktuirajući devizni kurs. Ipak, to je izuzetak, jer je u ostalim

tranzicionim zemljama stepen evroizacije neuporedivo viši, posebno u našem neposrednom okruženju (Crna Gora nije mogla biti grafički prikazana, jer je njena evroizacija stopostotna).

Indikativno je da su u svim ovim zemljama, izuzev Bugarske i Turske, krediti primetno evroizovaniji od depozita (većina tačaka na grafikonu je iznad linije od 45°), odakle se može zaključiti da su banke znatno osetljivije na devizni rizik (i imaju daleko veću tržišnu moć) od stanovništva i preduzeća.

Grafikon 4 – Evroizacija bankarskih depozita i kredita u Regionu



Izvor: IMF 2011a, str. 21.

1/ Podatak za 2009.

Prema stranim analitičarima, kreditna evroizacija (dolarizacija) determinisana je evroizacijom (dolarizacijom) depozita i željom banaka da imaju ujednačenu neto deviznu poziciju. S druge strane, hedžing deviznog rizika putem forvorda najčešće se preporučuje kao metod smanjivanja evroizacije, odnosno dolarizacije (Luca i Petrova, 2008). Srbiji i ostalim tranzicionim zemljama u širem okruženju preporučivane su i mnoge druge mere za snižavanje stepena evroizacije.⁶ Sve predlagane mere po pravilu su administrativne restrikcije, koje ne zadiru u suštinski uzrok evroizacije – nepoverenje javnosti u nacionalnu valutu.

Rezistentnost evroizacije prema stabilnosti cena i deviznog kursa, odnosno prema primenjenim strategijama monetarne politike, sigurno je najvažniji zaključak koji proizilazi iz prethodnog grafikona. Hrvatska već deceniju i po ima izuzetno nisku inflaciju i *de facto* fiksni devizni kurs, ali je nivo depozitne i kreditne evroizacije gotovo identičan kao u Srbiji, koju karakteriše visoka oscilirajuća inflacija i izrazito fluktuirajući devizni kurs!? Bugarska i Bosna i Hercegovina imaju devizni kurs fiksiran valutnim

⁶ Uporediti: Chailloux i ostali, 2010.

odborom, ali je i njihova evroizacija veoma visoka. Isti slučaj je i sa Makedonijom, mada i ona ima *de facto* fiksni devizni kurs i nižu prosečnu stopu inflacije od većine zemalja – članica EU.

Međutim, nepoverenje u nacionalnu valutu i njenog emitenta – centralnu banku, karakteriše i druge evropske tranzicione zemlje, a ne samo jugoistočne. Estonija je na početku ove godine ušla u EMU direktno iz valutnog odbora, ne ispunivši ni jedan Mاستrihtski kriterijum konvergencije, izuzev stabilnosti deviznog kursa.

4. (NE)OSTVARLJIVOST ŽELJENE DINARIZACIJE U SRBIJI

Narodnoj banci Srbije se ne mogu osporavati brojni pokušaji deevroizacije i još brojnije mere za njeno ostvarivanje. Uprkos dobrim namerama, rezultati su porazni – dinar u Srbiji služi gotovo isključivo za transakcione potrebe, dok je strani novac znatno dominantniji u ovoj 2011-oj godini nego deset godina ranije!

Sve mere NBS usmerene na deevroizaciju, koje su i strani istraživači apostrofirali, kao i one koje isti analitičari preporučuju, svode se na ograničenja i zabrane deviznih kredita i troškovno opterećivanje deviznih depozita i sličnih izvora u pasivi banaka (Chailloux i ostali, str. 15-16). Administrativne mere, bez uporišta u kredibilnoj monetarnoj politici, ne mogu delovati na stepen evroizacije, što je iskustvo Srbije tokom protekle decenije nedvosmisleno potvrdilo. Tačnije, što su mere administrativne represije bile jače, to je evroizacija ubrzanije rasla. Zbog toga pravo pitanje nije *da li je moguća brza deevrozacija privrede Srbije*,⁷ već da li je ona uopšte moguća i u kojoj meri?

Nesporno je da se (deevroizacija) dedolarizacija može sprovesti ukoliko se obezbedi stabilna i niska inflacija i rastuće poverenje u domaću valutu (Kokenyne i ostali, 2010). Tranzicionim zemljama, uključujući i Srbiju, preostaje samo jedna dilema: kako očuvati stabilnost cena i jačati poverenje u nacionalnu valutu bez devizne zaštite. Ako je evroizacija u Hrvatskoj, sa niskom inflacijom i fiksnim deviznim kursom, ekstremno visoka, šta se može očekivati u Srbiji sa fluktuirajućom vrednošću domaće valute.

Mere koje su primenjene za realizaciju strategije dinarizacije jasno ukazuju na nemogućnost snižavanja nivoa evroizacije. Prvi stub strategije čine mere koje su u stvari uzroci evroizacije. Nedelotvornost mera, obuhvaćenih drugim stubom, pokazuju ne samo domaća, već i strana iskustva. Aktivno promovisanje dinarskih instrumenata i tržišta, s posebnim akcentom na razvoj tržišta dinarskih obveznica, sigurno neće dati rezultate, dok je razvoj dinarske krive prinosa utopijska zamisao. Poređenja radi, Estonija je ušla u Evro zonu bez dugoročne kamatne stope na hartije od vrednosti u domaćoj valuti. Na kraju, unapređenje zaštite od postojećih deviznih rizika u nebankarskom sektoru i destimulisanje daljeg jačanja tih rizika, u okviru trećeg stuba, daće neznatne rezultate. Zabluda je da korišćenje deviznog hedžinga zavisi od nivoa edukovanosti potencijalnih korisnika. Upravo najedukovaniji, menadžeri stranih kompanija, godinama insistiraju na stabilnosti deviznog kursa (Bela knjiga).

Na nemogućnost deevroizacije ukazuje i aktuelna strategija domaće monetarne politike: eksplicitno targetiranje inflacije. Efikasnost monetarne politike, zasnovane na targetiranju inflacije, prevashodno zavisi od njene kredibilnosti.

⁷ Đukić, 2011.

Kredibilna monetarna politika targetiranja inflacije uključuje pet obaveznih elemenata: 1) **javno objavljivanje** numeričkih ciljeva inflacije u srednjem roku, 2) **institucionalna posvećenost** stabilnosti cena, kao primarnom dugoročnom cilju monetarne politike, 3) uvažavanje svih relevantnih **informacija** i korišćenje više varijabli, a ne samo monetarnih agregata, prilikom odlučivanja o monetarnoj politici, 4) **povećanje transparentnosti** strategije monetarne politike putem **kommunikacije** sa javnošću o ciljevima i planovima njenih kreatora, i 5) **veća odgovornost** centralne banke za ostvarivanje ciljeva inflacije (Mishkin 2011, str. 579). Upoređivanjem monetarne politike NBS prema ovim elementima primećuje se da je najveće zaostajanje kod petog elementa, a zatim kod svih ostalih, izuzimajući institucionalnu posvećenost.

Navedeni elementi ne sadrže osnovni preduslov kredibilnosti monetarne politike – **nezavisnost centralne banke**. Koncept nezavisnosti centralne banke, prema ECB, uključuje različite oblike nezavisnosti, među kojima se izdvajaju četiri: funkcionalna, institucionalna, personalna i finansijska (ECB, 2010). U slučaju NBS, uočljiv je nedovoljan stepen funkcionalne i personalne nezavisnosti. Otuda ne iznenađuje preovlađujuća javna percepcija NBS kao još jednog ministarstva u Vladi, a guvernera kao još jednog ministra, samo drugačije nazvanog.

Nezavisnost centralne banke nije samo problem Srbije, već i drugih tranzicionih zemalja. Mada je generalno prihvaćeno da rastuća nezavisnost centralne banke uvećava njenu reputaciju i kredibilnost monetarne politike koju sprovodi, potpuno ostvarivanje svih oblika nezavisnosti centralnih banaka u tranzicionim zemljama još uvek je nemoguć poduhvat. Ipak, to ne znači da su uloženi naporu uzaludni: rastuća nezavisnost centralnih banaka u tranzicionim ekonomijama doprinosi kredibilnosti monetarne politike, ali samo ukoliko je devizni kurs stabilan.

Prethodna analiza mera za sprovođenje strategije dinarizacije potvrdila je njenu neizvodljivost. Nedovoljna kredibilnost monetarne politike targetiranja inflacije, koju primenjuje NBS, dodatno potvrđuje nemogućnost deevroizacije

5. MOGUĆNOSTI DEZINFLACIJE I DELIMIČNE DEEVROIZACIJE

Na osnovu iskustava drugih tranzicionih zemalja i averzije domaće javnosti prema nacionalnoj valuti, može se dati odgovor na pitanje da li je moguća veća primena dinara na sopstvenom monetarnom prostoru? **Izvesna deevroizacija bi se mogla ostvariti samo u procesu dezinflacije, zasnovanom na stabilnosti deviznog kursa dinara.**

Stabilan devizni kurs se može ostvariti unilateralnom oficijelnom evroizacijom (Crna Gora i male evropske zemlje), valutnim odborom (BiH, Bugarska, Litvanija i donedavno Estonija), *de facto* fiksiranjem (Hrvatska, Makedonija) ili fiksiranjem *de jure*.

Svojevremeno je predlagana oficijelna evroizacije, na osnovu iskustva Crne Gore. Pri tome se ispuštalo iz vida da je Crna Gora imala prećutnu saglasnost ECB za svoju jednostranu odluku. Druge zemlje (npr. Island), a pogotovo veće ili ekonomski snažnije, ne bi mogle sprovesti ovakvu odluku bez konfrotacije sa ECB, *koja neće nikome dozvoliti da na mala vrata uđe u Evro zonu*.⁸

De jure ili samo *de facto* fiksiranje ne odgovaraju domaćoj javosti, jer ovi režimi ne pružaju dovoljno garancija da će devizni kurs biti stabilan u dužem roku. Dokaz su velike razlike u učincima istih kursnih režima. Tako je u Hrvatskoj devizni kurs *de facto*

⁸ Žan Klod Triše (ECB), govor održan 13.02.2009 u Trgovačkoj komori Rejkjavika.

bio fiksni, a u Srbiji izrazito fluktuirajući, mada su formalno obe zemlje imale isti režim kontrolisano plivajućeg deviznog kursa.

Na kraju se pokazuje da bi našoj zemlji najviše odgovarao **valutni odbor**, jer on javno garantuje fiksni devizni kurs na dugi rok, nezavisno od drugih ekonomskih i političkih promena.

Metodološki je najuputnije da se prvo razmotre **slabe strane** fiksiranja kursa. U ekonomskoj literaturi se navode brojne slabosti režima fiksnog deviznog kursa, od kojih su u nastavku razmotrene one koje su najčešće apostrofirane.

Udarni argument protiv ovakvog kursnog režima je njegova neotpornost na krize, jer se samo zemlje sa besprekornom biografijom (bez ranjivih tačaka, sa visoko kredibilnom centralnom bankom) mogu smatrati imunim na špekulativne udare.⁹ Izneti argument je opovrgnuto iskustvo: tranzicione zemlje regiona pokazale su otpornost ne samo na špekulativne udare, već i prema svetskoj finansijskoj krizi i recesiji. Pri tome su se tranzicione ekonomije pokazale otpornijim od razvijenih ekonomija, što potvrđuju i analize relevantnih međunarodnih finansijskih institucija (EBRD, 2010). Posebno se primećuje da je otpornost zemalja u našem okruženju, koje imaju fiksirani devizni kurs, visoka i u poređenju sa drugim tranzicionim zemljama, mereno kretanjem agregatnog outputa (Furceri and Zdzienicka, 2011).

Drugi argument je nemogućnost utvrđivanja ravnotežnog deviznog kursa, odnosno opasnost apresijacije. Ipak, realna apresijacija je rezultat fiksiranja deviznog kursa uglavnom prvih godina primene ove strategije.

Često se ističe i da stabilan devizni kurs destimuliše izvoz, podstiče uvoz i pogoršava bilans tekućeg računa. Najnoviji podaci (IMF, 2011) pokazuju da nekoliko zemalja našeg regiona sa fiksnim deviznim kursom imaju manji negativan saldo ovog bilansa (u procentima BDP-a) nego zemlje sa fluktuirajućim deviznim kursom, kojima pripada i naša zemlja.

Ekonometrijska istraživanja vršena u Srbiji dokazala su da je koeficijent elastičnost izvoza na realni devizni kurs oko 0,5. Otuda je izveden zaključak da rast kursa relativno malo može pomoći izvoznicima. S druge strane, nije potvrđena dugoročna veza između deviznog kursa i uvoza (Tasić i Zdravković, 2008).

Uobičajena zamerka je da fiksni devizni kurs i finansijska stabilnost ne odgovaraju bržem ekonomskom rastu ovih zemalja. Međutim, generalno se pokazuje da finansijska stabilnost pogoduje rastu tranzicionih ekonomija (Gillman i Harris, 2010), odnosno da inflacija ne podstiče rast agregatne proizvodnje (Krznar i Kunovac, 2010). Druga istraživanja su potvrdila da *fiksiranje deviznog kursa nije redukovalo ekonomski rast u zemljama Jugoistočne i Centralne Evrope* (De Grauwe i Schnabl, 2008).

Značajno je i pitanje monetizovanosti, jer je rašireno mišljenje da fiksni devizni kurs može izazvati podmonetizovanost. U našem okruženju je nivo monetizacije, mereno odnosom M2/GDP, varirao u preširokom rasponu od 11,4% (Srbija) do 145,9% (Crna Gora) tokom perioda 2005-2009! Pri tome je većina zemalja imala ratio monetizacije između 30% i 70%,. Otuda proizilazi da je domaća ekonomija imala 3-6 puta manje novca po jedinici BDP-a nego druge zemlje u susedstvu!?

Prednosti su takođe brojne: primena valutnog odbora bi oborila inflaciju ispod 5% i trajnije stabilizovala opšti nivo cena (1), ublažila dramatičnu podmonetizovanost

⁹ Burda, M. and Wiplosz, C. (2005), *Macroeconomics: A European text*, 4th edition, Oxford University Press, p. 515-516.

domaće ekonomije (2), poboljšala likvidnost (3), umanjila ogromne troškove monetarne politike (4) i donela neophodnu makroekonomsku stabilnost (5). Posledično, donekle bi se smanjio i stepen domaće evroizacije, odnosno povećalo poverenje javnosti u nacionalnu valutu.

(1) Tranzicione zemlje koje su promovisale stabilnost deviznog kursa ostvarile su već polovinom 90-ih godina, nakon dužih epizoda galopirajuće i hiper inflacije, dramatičnu dezinflaciju (Begg, 1998). Izdvajaju se tri neposredna razloga, koji objašnjavaju takav uticaj kursa na kretanje opšteg nivoa cena u ovim zemljama: prvo, uticaj deviznog kursa na tražnju u malim otvorenim ekonomijama je veliki, drugo, devizni kurs je ključna varijabla na osnovu koje privatni sektor formira svoja očekivanja i treće, devizni kurs ima ogromne bilansne efekte na aktivu i pasivu domaćinstava i preduzeća (Mohanty i Turner, 2008).

Naročito je značajan uticaj stabilnog deviznog kursa na očekivanja, koja se svrstavaju u pet glavnih kanala transmisije uticaja monetarne politike na agregatnu tražnju i proizvodnju (Mohanty and Turner 2008). Pošto je napred već utvrđeno da kanal deviznog kursa igra najvažniju ulogu u tranzicionim ekonomijama, jasno je da se preko kanala očekivanja uticaj deviznog kursa diversifikuje na sve druge kanale.

Stabilnost deviznog kursa nesumnjivo ima primaran značaj za percepciju monetarne politike u tranzicionim zemljama, bez obzira koja se strategija primenjuje. Pri tome se uočava da u uslovima fiksnog deviznog kursa nije bitna kredibilnost monetarne politike. Objašnjenje je jednostavno: devizni kurs je dominantno nominalno sidro, koje neprestano prati celokupna javnost (Vuković, 2011). Naravno, to ne znači da stabilnost deviznog kursa povratno ne utiče na kredibilnost monetarne politike i reputaciju centralne banke. Zbog toga se transparentnost i komunikacija sa javnošću ne smeju zanemarivati.

Transparentnost monetarne politike i komunikacija centralne banke sa javnošću poželjna je čak i u režimu valutnog odbora, bez obzira na njegov automatizam. Ukoliko obezbeđuju transparentnost monetarne politike i redovne komunikacije sa javnošću, centralne banke mogu sticati reputaciju i u takvim uslovima, što potvrđuje iskustvo centralne banke Bosne i Hercegovine (Kozarić, 2007).

(2) Slobodne devizne rezerve NBS nadmašuju dinarsku novčanu masu za preko 50%, što bi omogućilo da se, uz poštovanje 100% ili 110% pokrića, nivo monetizacije bitno poveća bez pritiska na rast cena.

(3) Pozitivan uticaj veće monetizacije na opštu likvidnost suvišno je objašnjavati. Međutim, monetizacija nije dovoljan uslov za dostizanje visoke likvidnosti.

(4) Samo direktni troškovi monetarne politike, mereno sumom plaćenih kamata na repo plasmane, mogu se proceniti na približno 250 miliona evra godišnje (prosečna repo kamatna stopa prema prosečnom stanju ovih hartija). Smanjenje indirektnih troškova (obavezne rezerve, rezervacije i sl.) bilo bi još veće.

(5) Makroekonomska stabilnost počiva, pre svega, na stabilnosti cena i deviznog kursa. Najvažniji benefiti koje pruža stabilnosti cena opšte su poznati, ali se po iscrpnosti može izdvojiti sistematizacija Evropske centralne banke.¹⁰

U projektovanim uslovima dezinflacije **stepen evroizacije bi se mogao smanjiti** za 10-20%, ali tek posle 2-3 godine, koliko je potrebno javnosti da se uveri u trajnost valutnog odbora.

¹⁰ ECB (2011), str. 56-57.

ZAKLJUČAK

Ekstremnu evroizaciju domaće ekonomije potvrđuju svi relevantni pokazatelj. Analiza mera predviđenih za sprovođenje željene deevroizacije (dinarizacije) pokazala je njihova nedelotvornost. Neizvodljivost analizirane strategije dinarizacije dokazana je iskustvima evropskih tranzicionih zemalja sa različitim strategijama monetarne politike. Na kraju je utvrđeno da bi se određena deevroizacija mogla ostvariti samo u procesu dezinflacije, koji zahteva adekvatnu monetarnu strategiju. U slučaju Srbije to je **valutni odbor**, jer on podrazumeva javno objavljivanje i garantovanje fiksnog deviznog kursa.

Primena valutnog odbora svela bi inflaciju ispod 5% i trajnije stabilizovala opšti nivo cena, ublažila dramatičnu podmonetizovanost domaće ekonomije, poboljšala likvidnost, umanjila ogromne troškove monetarne politike i donela neophodnu makroekonomsku stabilnost. Posledično, donekle bi se smanjio i nivo domaće evroizacije.

LITERATURA

1. Begg, D. (1998), Disinflation in Central and Eastern Europe: The Experience to Date, U: Cottarell, C. and Szapary, G. (ed.), *Moderate inflation: the experience of transition economies*, IMF & National Bank of Hungary.
2. Chailloux, A., Ohnsorge, F. i D. Vavra (2010), Euroisation in Serbia, WP 120, EBRD.
3. De Grauwe, P. i Schnabl, G. (2008), Exchange Rate Stability, Inflation and Growth in (South) Eastern and Central Europe, *Review of Development Economics*, 12 (3), p. 530-549.
4. Dragutinović, D. (2008), Moć i nemoć monetarne politike u uspostavljanju ravnoteže između platnobilansnih ciljeva i ciljeva inflacije, *Radni papiri*, NBS.
5. Dvorsky Sandra, Scheiber Thomas and Helmut Stix (2008), Euroization in Central and Southeastern Europe – First Results from the New OeNB Euro Survey, *Focus on European Economic Integration*, No. 1, National Bank of Austria, p. 48-60.
6. Đukić, Đ. (2011), Da li je moguća brza deevroizacija privrede Srbije? U: *Nova strategija razvoja privrede Srbije: izazovi ekonomske politike u 2011. godini*, Naučno društvo ekonomista Srbije sa AEN i Ekonomski fakultet u Beogradu.
7. EBRD (2010), *Transition report 2010 - Recovery and Reform*.
8. ECB (2010), *Convergence Report 2010*.
9. ECB (2011), *The monetary policy of the ECB 2011*.
10. Furceri, D. i Zdzienicka, A. (2011), The real effect of financial crises in the European transition economies, *Economics of Transition*, 19 (1).
11. Gillman, M. i Harris, M. (2010), The effect of inflation on growth: Evidence from a panel of transition countries, *Economic of transition*, 18 (4).
12. IMF (2011), *World Economic Outlook: Slowing Growth, Rising Risks*, September.
13. IMF (2011a), Republic of Serbia: Request for Stand-By Arrangement, *IMF Country Report 11/311*, October.
14. Kokenyne, A., Ley, J. i Veyrune, R. (2010), Dedollarization, WP 188, IMF.
15. Kozarić, K. (2007), Modeli monetarne politike sa osvrtom na valutni odbor Bosne i Hercegovine, Centralna banka BiH, Sarajevo.

16. Krznar, I. i Kunovac, D. (2010), Utjecaj vanjskih šokova na domaću inflaciju i BDP, Istraživanja I-28, Hrvatska narodna banka.
17. Luca, A. i I. Petrova (2008), What drives credit dollarization in transition economies? *Journal of Banking and Finance*, 32 (5), str. 858-869.
18. Mishkin, F. (2006), Monetary Policy Strategy: How Did We Get Here? WP 12515, NBER.
19. Mishkin, F. (2011), *Macroeconomics: Policy and Practice*, Global Edition, Pearson.
20. Mohanty, M. i Turner, P. (2008), Monetary policy transmission in emerging market economies: What is new? u: *Transmission mechanisms for monetary policy in emerging market economies*, BIS Papers No. 35.
21. NBS (2010), Analiza isplativosti dinarske i devizne štednje, Oktobar.
22. NBS (2011), *Izveštaj o dinarizaciji finansijskog sistema Srbije*, Mart.
23. NBS (2011a), *Izveštaj o dinarizaciji finansijskog sistema Srbije*, Jun.
24. Palić, M. i Tasić, N. (2008), Efikasnost stope obavezne rezerve kao instrumenta monetarne politike, *Radni papiri*, NBS.
25. Ponsot Jean-Francois (2006), European Experiences of Currency boards: Estonia, Lithuania, Bulgaria and Bosnia and Herzegovina, u: Vernengo Matias (ed.), *Monetary integration and dollarization: no panacea*, Edward Elgar, str. 28-60.
26. Tasić, N. and Zdravković, M. (2008), Osetljivost srpskog izvoza i uvoza na promene deviznog kursa u dugom roku, *Radni papiri*, NBS.
27. Vuković, V. (2007), Nestandardne mere i kredibilnost monetarne politike NBS, u: *Izazovi ekonomske politike Srbije u 2007. godini*, Naučno društvo ekonomista Srbije sa AEN i Ekonomski fakultet u Beogradu.
28. Vuković, V. (2009), *Strukturne promene i performanse bankarstva Srbije: 2002-2008*, Institut ekonomskih nauka, Beograd.
29. Vuković, V. (2011), Monetary policy perceptions and disinflation in the transition countries of Southeastern Europe, In: *Finance and monetary policy after the global financial crisis*, University „Ss Cyril and Methodius“ Skopje, Faculty of Economics, p. 84-99.

THE INFLATION AND EXCHANGE RATE IN THE FIVE BALKAN COUNTRIES FROM MAASTRICHT CONVERGENCE CRITERIA PROSPECT*

Abstract

In the focus of this research of the inflation and exchange rate from the Maastricht convergence criteria prospect are five Balkan countries, former Yugoslav republics: Bosnia and Herzegovina, Croatia, Macedonia, Montenegro and Serbia. Comparative analysis of the price and exchange rate stability in these countries was done by comparing to the EU average and certain Member States from Central, Eastern and Southeastern Europe (CESE). The basic goal was to determine the degree of nominal convergence, disregarding the fact that Maastricht convergence criteria are not the conditions for getting the status of the EU Member State, but for joining Economic and Monetary Union (EMU), or Euro zone. The subjects of the research were also the determinants of the price and exchange rate stability in this group of countries, and especially monetary policy strategy. Corresponding recommendations were given at the end to the analyzed countries and European Central Bank (ECB).

Key words: transition economies, Balkan, inflation, exchange rate, Maastricht convergence criteria, monetary policy, dollarization.

Introduction

The five Balkan countries, which originated from former Yugoslavia, are on their way to the European Union (EU). Each of these countries - Bosnia and Herzegovina, Croatia, Macedonia, Montenegro and Serbia – is closer or further from the desired goal. The duration of the accession process is very uncertain, but their determination to join the EU is undeniable.

It is essential for these countries (Balkan-5) to achieve and preserve macroeconomic stability during the accession to the EU. Without a stable macroeconomic environment it is not only impossible to fulfill the conditions required for the European integration, but it is also impossible to achieve a faster economic growth. The foundation of macroeconomic stability is seen, above all, in stable prices and exchange rates.¹

Therefore, it is understandable why *the maintenance of price stability is the primary objective of the ECB* (ECB, 2011) and central banks of most countries in the world (Mishkin, 2007) including the countries from the Balkan-5 group. Despite the significance of keeping a low and stable inflation, it is not a condition for getting the status for the EU Member State, but for joining the Economic and Monetary Union (EMU) or Euro Zone. The same applies to the fluctuations in exchange rates, which are determined by the multilateral arrangement, known as ERM II (Exchange Rate Mechanism II). It is shown, strictly formal, that a country can become the EU member even if it has two-figure inflation and high fluctuations in the national currency exchange rate to euro and other currencies from the non-euro area and the EU

* *Contemporary issues in the integration processes of Western Balkan countries in the European Union*, ICPE Ljubljana, Slovenia, p. 38-55.

¹ See: Burda Michael and Charles Wiplosz (2005), *Macroeconomics: A European text*, 4th edition, Oxford University Press; Blanchard Olivier (2008), *Macroeconomics*, 5th edition, Prentice Hall; and other.

Member States. In a real situation, this kind of country would be undesirable, which becomes clear if we bear in mind the officially confirmed benefits of the price stability.²

The Balkan-5 countries are suitable for comparative analysis, because they are relatively homogeneous by their economic development, openness, financial deepening, dollarization and economic transition, which they are still passing through. The focused period is from 2005 to 2010, considering that the eight transition countries of the Central and Eastern Europe (CEE) got their EU Member State status on May 1, 2004. The data for 2005 and 2006 are related to EU-25 Member States, and from 2007, when Bulgaria and Romania joined the EU, the data comprise EU-27. In order to assure data comparison for different countries, national statistics were not used as sources, but firstly Data and Statistics of IMF and European Central Bank (ECB) statistics.

Research of the general price movement and fluctuations in the exchange rates in these countries is most commonly done by analysis of multi-year time series, or actual trends (central banks) and comparison to Regional Peers (IMF). Contrary to the usual practice, Maastricht convergence criteria are used for the analysis of the price stability and exchange rates. Beside this, the comparison was done with the average in the EU, as well as with the Member States from Central, Eastern and Southeastern Europe (CESE). That is why the Convergence Criteria were first examined and then Prices Stability and Exchange Rate Stability in these countries. Determinants are analyzed in the following part. At the end, Conclusion and Recommendations are given, for the central banks and governments, and as well as for the European Central Bank (ECB).

Convergence criteria

The convergence criteria are defined in the Treaty on the Functioning of the European Union (Article 140), often called as Maastricht Treaty, so this is the reason for the title Maastricht convergence criteria. Fulfilling these criteria is the condition to participate in Stage Three of EMU (ECB 2010, p. 5). The criteria relate to the economic and legal convergence.

Maastricht Treaty determined four fundamental criteria for economic convergence: 1) price stability, 2) fiscal criteria (fiscal balances and debt ratios), 3) exchange rate stability, and 4) long-term interest rate. The goal of these criteria is to promote a more lasting monetary and fiscal stability necessary for the efficient functioning of the monetary union with the minimal costs.³

For the analysis of the inflation movement and exchange rate in the Balkan-5 countries, the most relevant are the first and the third convergence criteria; of course, it does not mean that the government fiscal position and long-term interest rate do not have influence on the general price movement and exchange rates. This is the reason why it is necessary to determine how these criteria are normatively defined by the Treaty and the way of application of Treaty provisions. Beside this, quantitative definition

² *The objective of price stability refers to the general level of prices in the economy and implies avoiding both prolonged inflation and deflation. There are several ways in which price stability contributes to achieving high levels of economic activity and employment. **First**, price stability makes it easier for people to disentangle changes in relative prices (i.e. movements in prices of any individual good or service) from changes in the general price level. **Second**, if creditors can be sure that prices will remain stable in the future, they will not demand an „inflation risk premium“ to compensate them for the risks associated with holding nominal assets over the longer term. **Third**, the credible maintenance of price stability also makes it less likely that individuals and firms will divert resources from productive uses in order to hedge against inflation. **Fourth**, tax and welfare systems can create perverse incentives which distort economic behaviour. **Fifth**, inflation acts as a tax on holdings of cash. In an inflationary environment, households have an incentive not to use cash as often in order to reduce transaction costs. **Sixth**, maintaining price stability prevents the considerable and arbitrary redistribution of wealth and income that arises in inflationary as well as deflationary environments, where price trend change in unpredictable ways (e.g. redistribution effects from creditors to debtors). **Seventh**, sudden revaluations of financial assets may undermine the soundness of the banking sector balance sheets and decrease households' and firms' wealth. (ECB 2011, p. 56-57)*

³ *The establishment of a stability culture was necessary to enable the European Central Bank (ECB) to maintain low and stable prices at low real costs. (Faulend et al., p. 4).*

of price stability is particularly important, which is determined by ECB according to the Treaty, as well as quantification of general fluctuation margins (ERM II).

Price stability criterion

Treaty provisions – Article 140(1), first indent, of the Treaty requires: “the achievement of a high degree of price stability; this will be apparent from a rate of inflation which is close to that of, at most, the three best performing Member States in term of price stability” (ECB 2010, p. 9).

It is apparent that the Treaty has not been burdened by defining the price stability, but only with *high degree of price stability* basically related to the three best performing Member States in term of price stability. This kind of determination explicitly reflects the EU need to minimize considerable differences in inflation rates in the future, which existed between the EU-12 Member States. Namely, at the beginning of the 1990s, traditional discrepancy in the inflation speed was still noticeable between the northern (low inflation) and southern (high inflation) EU countries, which could get in danger the monetary union that was being under construction. Only after inflation curbing there could be expected some price levels convergence in the EU. At the end, the Treaty reflects the prospect that all of the twelve Member States will participate in the EMU in the future.

Protocol No 13 – Article 1 of Protocol (No 13) on the convergence criteria referred to in Article 140 of the Treaty stipulates that: “the criterion on price stability referred to in the first indent of Article 140(1) of the Treaty of the Functioning of the European Union shall mean that a Member States has a price performance that is sustainable and an average rate of inflation, observed over a period of one year before the examination, that does not exceed by more than 1½ percentage points that of, at most, the three best performing Member States in term of price stability. Inflation shall be measured by means of the consumer price index on a comparable basis taking into account differences in national definitions” (ECB 2010, p. 9).

The above mentioned determination of price stability criterion clearly shows that the possibilities for deflation or decreasing in the general price levels were not predicted? Therefore, it was not determined whether the countries with negative inflation (deflation) could be classified as the *„best performing Member States in term of price stability*. “ This kind of imprecise determination in the Protocol caused the unavoidable interpretation of the expression *“best performing”* in the times of economic crisis and recession, characterized by deflation. It is sufficient to emphasize the danger of discretionary decision making in monetary policy or more precisely the lack of rules.

Application of Treaty provisions – The ECB applies the Treaty provisions as outlined below: First, with regard to “an average rate of inflation, observed over a period of one year before the examination“, the inflation rate has been calculated using the change in the latest available 12-month average of the HICP over the previous 12-month average. [...] Second, the notion of „at most, the three best performing Member States in term of price stability“, which is used for the definition of the reference value, has been applied by taking the unweighted arithmetic average of the rate of inflation (ECB 2010, p. 9).

In order to ensure the reference information for the application procedure, it is advisable to show how the reference value in successive report periods is calculated, starting from 2004 and bearing in mind that this research focuses on the period from 2005 to 2010.

The reference period: **September 2003 to August 2004**. The three best performing Member States: Finland (0.4%), Denmark (1.0%) and Sweden (1.3%). The average rate is 0.9% and, adding 1½ percentage points, the reference value is **2.4%** (ECB 2004, p.8)

The reference period: **April 2005 to March 2006**. The three best performing MS: Sweden (0.9%), Finland (1.0%) and Poland (1.5%). The average rate: 1.1%. The reference value: **2.6%** (ECB 2006 May, p. 13).

The reference period: **November 2005 to October 2006**. The three best performing MS: Poland (1.2%), Finland (1.2%) and Sweden (1.5%). The average rate: 1.3%. The reference value: **2.8%** (ECB 2006, p. 8).

The reference period: **April 2006 to March 2007**. The three best performing MS: Finland (1.3%), Poland (1.5%) and Sweden (1.6%). The average rate: 1.5%. The reference value: **3.0%** (ECB 2007, p. 8).

The reference period: **April 2007 to March 2008**. The three best performing MS: Malta (1.5%), the Netherlands (1.7%) and Denmark (2.0%). The average rate: 1.7%. The reference value: **3.2%** (ECB 2008, p. 8).

The reference period: **April 2009 to March 2010**. The three best performing MS: Portugal (-0.8%), Estonia (-0.7%) and Belgium (-0.1%). The average rate: -0.5%. The reference value: **1.0%** (ECB 2010, p. 9).

Discretionary decision making is applied in the first (2004) and the last (2010) report. From the first period, Lithuania (-0.2%) was excluded from the calculations and the key argument for this was that *the reference value as an economically meaning full benchmark* (ECB 2004, p. 8).⁴ In the last report, Ireland (-2.3%) was excluded, with the same argumentation as Lithuania in 2004, but countries with deflation or negative inflation were categorized as three best performing Member States? Due to this fact, the average negative rate was -0.5%. Discretion was also confirmed by the official stance that *misleading to mechanically exclude all Member States with negative inflation rates at a time when several EU countries record such rates as a consequence of negative global price shocks or a highly synchronised strong downturn* (ECB 2010, p. 10).

The primary problem is the ambiguity in ECS's quantitative definition of price stability as "*a year-on-year increase in the Harmonised Index of Consumer Prices (HICP) for the euro area of below 2% [...] over the medium term*" (ECB 2011, p. 64). Does it mean that the negative inflation is categorized in *the best performance* and up to what level? If it is officially stated that *deflation is inconsistent with price stability*,⁵ why are countries with the negative inflation categorized in *best performing*. At the end, a conclusion can be derived that this is about *an implicit target range of 0-2%* (Wiplosz 2006, p. 241).

Dishonouring deflation as desirable and even less as the best performance in benchmarking is confirmed by the two strong arguments. Firstly, the periods of economic contraction – recession and depression – are characterized by deflation. The problems caused by deflation can be best illustrated in the example of Japan during the last two decades. Secondly, no country in the world, not even EU, targets deflation, while the targeted inflation corridors are in the zone of positive values. For instance, for The Bank of England, the actual inflation target is 2%, with the acceptable fluctuations of +/-1%, in other words, in the corridor from 1 to 3%. The Sveriges Riksbank's inflation target is also 2%, and other central banks have quite the same inflation targets, including the ECB with below 2%.

Based on the facts and arguments it can be determined that EU Member States with negative inflation should be excluded from the reference value calculation, because *deflation is inconsistent with price stability*. If the proposed rule was accepted, for the period from January to December 2010, by the IMF data from 2011, the three best performing Member States would be Slovak Republic (0.7%), the Netherlands (0.9%) and Germany (1.2%) the average rate would be 0.9% and the reference value **2.4%**.

Following the rules, in this case, understands symmetry, which means that the countries with the inflation above 2% should not be included in the reference value calculation.

Ambiguities are also present in the calculation of *the benchmark on the basis of all the countries that are in the EU rather than only those that are in EMU* (Mihaljek 2006, p. 29). However, actual differences in the inflation rates among the best performing EMU and non-EMU countries are so small that changing the basis for setting would not bring almost any changes in the reference value. For instance, among the above mentioned 18 *best performing Member States* in the reports (6x3) from 2004 to 2010, non-EMU countries are shown 7 times! The final argument is the global disinflation process: *Of the hundred and twenty-three countries, one hundred and ninety-three currently have annual inflation rates*

⁴ The price developments in Lithuania over the reference period, which resulted in a 12-month average rate of -0.2% due to the accumulation of specific factors, have been judged to be an outlier (ECB 2004, p. 8).

⁵ By referring to „an increase in the HICP of below 2%“ the definition makes clear that not only inflation above 2% but also **deflation**, i.e. a self-sustaining fall in the broad price index, is **inconsistent with price stability** (ECB 2011, p. 66).

less than or equal to 10%, while one hundred and forty-nine have annual inflation rates less than or equal to 5% (Mishkin 2006, p. 1).

Exchange rate stability criterion

Treaty provisions – Article 140(1), third indent, of the Treaty requires: “the observance of the normal fluctuation margins provided for by the exchange-rate mechanism of the European Monetary System, for at least two years, without devaluing against the euro” (ECB 2010, p. 13-14).

This statement is in accordance to the character of the exchange-rate mechanism (ERM II) as a multilateral arrangement.

Protocol No 13 – Article 3 of Protocol (No 13) on the convergence criteria referred to in Article 140 of the Treaty stipulates that: “The criterion on participation in the exchange rate Mechanism of the European Monetary System ...” which is irrelevant for the comparative analysis of the exchange rates movement in the Balkan-5 countries.

ECB application is important for this analysis in the part where the way of using indicators such as exchange rate volatility vis-a-vis the euro and its trend are determined (ECB 2010, p. 14). The indicator exchange rate vis-a-vis the euro is the average annual percentage change. By doing this, a positive number denotes an appreciation vis-a-vis the euro and the negative number depreciation vis-a-vis the euro (ECB 2010, p. 42). For exchange rate stability in the Balkan-5 it is more purposeful to use a more rigorous narrower interval of margins: +/- 2.25%.

Price stability

Price stability in the focused countries from the Balkan-5 group was comparatively examined in relation to the described reference values for EMU and average inflation in the EU. The following table shows the inflation dynamics by years for each country individually, reference value and EU average.

Due to deviations from the calendar year, reference values from the above mentioned Convergence Reports could not be used, so they had to be calculated by the ECB methodology. For **2005**: Finland (0.8), Sweden (0.8%) and the Netherlands (1.5%); the average rate: 1.0%; the reference value: **2.5%**. For **2006**: Poland (1.0%), Finland (1.3%) and Sweden (1.5%); the average rate: 1.3%; the reference value: **2.8%**. For **2007**: Malta (0.7%), the Netherlands (1.6%) and Finland (1.6%); the average rate: 1.3%; the reference value: **2.8%**. For **2008**: the Netherlands (2.2), Portugal (2.7%) and Germany (2.8%); the average rate: 2.6%; the reference value: **4.1%**. For **2009**: Portugal (-0.9%), Spain (-0.2%) and Estonia (-0.1%); the average rate: -0.4%; the reference value: **1.1%**. For **2010**: Latvia (-1.2), Slovak republic (0.7%) and the Netherlands (0.9%); the average rate: 0.1%. The reference value: **1.6%**.⁶

The EU average was calculated as the unweighted arithmetic average of the annual rate of inflation. Due to the changes in the EU Member States number, the average for the first two years relates to the EU-25, and for the previous three years it comprises the EU-27.

Table 1 - Price stability (HICP inflation in percent)

Country / Year	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Bosnia and Herzegovina	3.6	6.1	1.5	7.4	-0.4	2.1
Croatia	3.3	3.2	2.9	6.1	2.4	1.0
Macedonia	0.5	3.2	2.3	8.4	-0.8	1.5
Montenegro	3.4	3.0	4.2	8.5	3.4	0.5
Serbia	17.3	12.7	6.5	12.4	8.1	6.2
Reference value	2.5	2.8	2.8	4.1	1.1	1.6
EU average	2,5	2.7	3.3	5.3	1.3	2.1

⁶ Respecting the ECB discretionary opinion, Ireland was excluded from the 2009 and 2010 calculation, because it had deflation in these years for -1.7% and -1.6%.

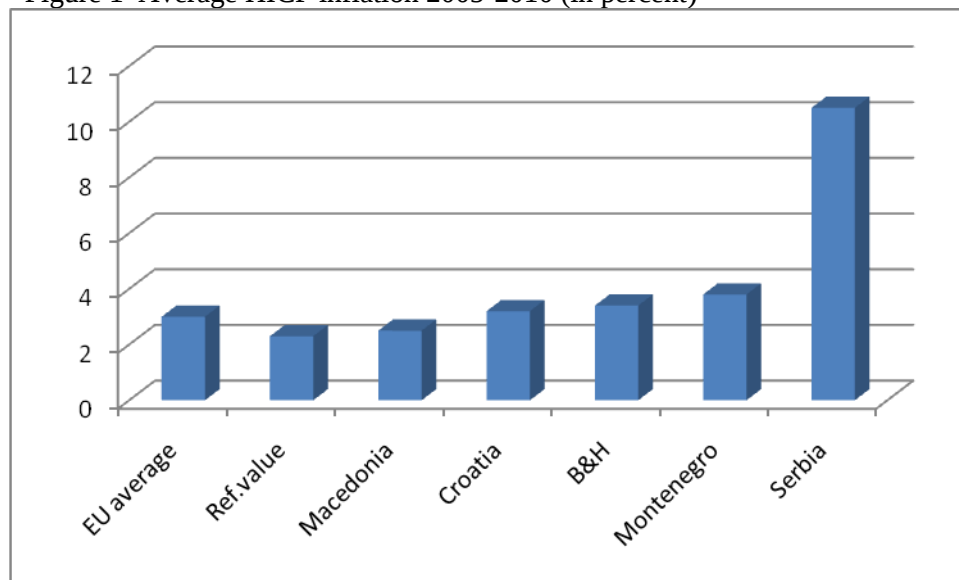
Source: IMF 2011

The changes in the general price level for the Balkan-5 countries during the period 2005 – 2010 are characterized by disinflation, excluding 2008. It is normally characteristic that the inflation rates are by the rule 5% except Serbia. Compared to the reference value and the EU average by years, one can see a high degree of dependency between the inflation dynamics in the Balkan-5 countries and the movement of the general price levels in the EU. At the first glance, it can be noticed that the analyzed countries had maximum inflation in 2008 and minimal growth or price drop in 2009, which matches with the years of maximum and minimum reference value and the EU average.

Analyzed by the Balkan-5 countries, the inflation below the *reference value* was mostly recorded in Macedonia (2005, 2007, 2009 and 2010), then Bosnia and Herzegovina (2007 and 2009), Croatia (2010) and Montenegro (2010). The results are even better when they are compared to the EU average, especially from 2007. Deflation could be noticed in Macedonia and Bosnia and Herzegovina in 2010, which was atypical for Southeastern Europe. Serbia is the only country with the highest inflation rates in this group, noticeably above the reference value and EU average.

Expressed stability⁷ of the low inflation rate in the Balkan-5 countries is even more impressive due to the fact it came after hyperinflation at the beginning of the transition. In most of these countries, the disinflation process that started in the half of the 1990s was ended by the end of the same decade and it was denoted as the initial stabilization stage (Begg 1998, p.102). During the last decade, the international studies confirmed the obvious result: low inflation in almost the entire region (Herzberg and Watson 2007, p. 32).

Figure 1 Average HICP inflation 2005-2010 (in percent)



Average growth rates of the general price level during the period from 2005 to 2010 (Figure 1), show that Serbia is the only country which fell behind the regional trend of disinflation. Remarkable slowing down of inflation was confirmed by the information that all of the Balkan-5 countries, except Serbia, had lower average inflation rate than the six EU Member States: Estonia (4.7%), Lithuania (4.8%), Hungary (5.1%), Bulgaria (6.4%), Romania (6.7%) and Latvia (6.8%). General estimate is extremely favourable: Bosnia and Herzegovina, Croatia, Macedonia and Montenegro have already achieved

⁷ Relatively low variations in the annual inflation rates in most of the analyzed countries lead to the conclusion that the standard deviation is also relatively small.

respectable price stability, by reference value for EMU and the EU average. Above average inflation in Serbia binds the economic and monetary policy creators to lower the inflation and anchor it below 4%.

Exchange rate stability

The exchange rate stability measured by the changes in the values of national currencies vis-à-vis euro was extremely high (Table 2). This result was achieved thanks to the choice of suitable exchange rate regimes. There are various models of exchange rate regimes among the analyzed Balkan-5 countries, such as official euroization (Montenegro), currency board (Bosnia and Herzegovina), conventional fixed peg (Macedonia) and managed floating (Croatia, Serbia).⁸ Significant differences were exposed by applying these models, which was also shown in the example of Croatia with *de facto* fixed exchange rate and Serbia with the extremely fluctuating exchange rate.

Table 2 Exchange rate vis-à-vis euro

Country / Year	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Bosnia and Herzegovina	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Croatia	-3.9	-0.4	-0.3	0.0	-0.2	1.1
Macedonia	-0.1	-0.2	0.0	0.2	0.0	0.4
Montenegro	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Serbia	8.4	-7.6	0.3	11.8	8.2	10.0
<i>Fluctuation margins</i>	<i>+/-2.25</i>	<i>+/-2.25</i>	<i>+/-2.25</i>	<i>+/-2.25</i>	<i>+/-2.25</i>	<i>+/-2.25</i>

Source: IMF

Fixed exchange rate is the result of the official euroization in Montenegro and currency board in Bosnia and Herzegovina. Fluctuations in the exchange rate in Macedonia and Croatia were negligible and in narrower interval of margins: +/- 2.25%. There was a tendency of a slight depreciation in Croatia during the all years, except in 2008 and 2010, and in Macedonia during the first two years, while in the previous years it had minimal appreciation. Serbia had significant exchange rate fluctuations, although they were also in the wider interval of margins from +/-15%.

Exchange rate fluctuations vis-à-vis the euro in 2008 and 2009 were incomparably more visible⁹ in most of the non-EMU countries: Czech Republic 10.2% and -6.0%, Hungary -0.1% and 11.5%, Poland 7.2% and -23.2%, Romania -10.4% and -15.1%, and Sweden -3.9% and -10.4%.¹⁰

The rest of the non-EMU countries with fixed or minimally fluctuating exchange rate had the status currency participating in ERM II (Estonia, Latvia and Lithuania), while Bulgaria, which applies fixing using the currency board, stayed out of the EMU. Estonia, which also had currency board, is the member of the EMU starting from this year.

Following the exchange rate movement in the Balkan-5 countries by the narrower interval of margins and their comparison with the EMU and non-EMU Member States clearly shows extraordinary exchange rate stability in Bosnia and Herzegovina, Croatia, Macedonia and Montenegro. Considerable fluctuations in the exchange rate in Serbia remained in a wide range interval of margins.

Determinants

All of the analyzed countries, which chose exchange rate targeting, achieved a dramatic disinflation and succeeded in accomplishing price stability in a longer period of time. Realizing low and

⁸ De Grauwe and Schnabl 2008, p. 535.

⁹ Two of these Member States, namely Denmark and the United Kingdom, gave notification that they would not participate in Stage Three of EMU. As a consequence, Convergence Reports for these two Member States only have to be provided if they so request (ECB 2010, p. 5).

¹⁰ A positive (negative) number denotes an appreciation (depreciation) vis-à-vis the euro (ECB 2010, p. 42).

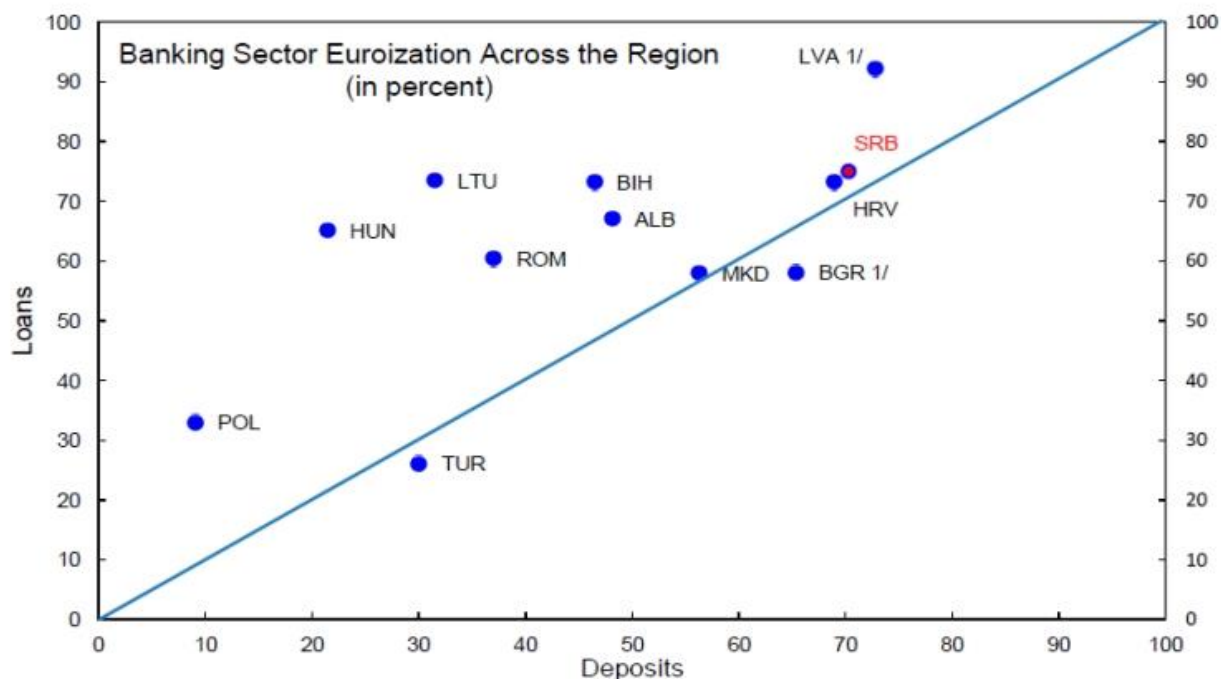
stable inflation, these countries created a good environment to stabilize their economies, after which a faster or slower economic growth occurred.

Targeting fixed exchange rate or minimal fluctuation corridor for most European transition countries, even for the Balkan-5 group, represented the only fast and efficient strategy for exiting the whirlpool of hyperinflation.¹¹ There are three indirect reasons for this kind of choice: *first, the influence of the exchange rate on demand in small open economies tends to be large; second, the exchange rate often constitutes a key variable for private sector expectations about inflation; third, exchange rate changes produce large balance sheet effects in those economies where households and firms have foreign currency assets and liabilities* (Mohanty and Turner 2008, p. 15).

Strategy for targeting exchange rate especially helped the Balkan-5 countries, which traditionally had a high level of euroization. At that, euroization does not comprise only the deposits and private sector loans, but also the very large euro cash holdings. High euroization in these countries was confirmed by all researches made during the transition process until the present moment. It is also characteristic that the euroization is significantly higher in these countries than in the rest of the CESE countries (Dvorsky et al. 2008, p. 51-54).

High euroization is confirmed by the newest IMF data about euroization of loans and deposits in these countries and other CESE countries, which is illustrated in the following figure.

Figure 2 – Euroization of Loans and deposits in CESE, 2010



Source: IMF 2011a, p. 21.

1/ 2009 data.

¹¹ In countries whose political and monetary institutions are particularly weak and who therefore have been experiencing continued bouts of hyperinflation, a characterization that applies to many emerging market (including transition) countries, exchange rate targeting may be the only way to break inflationary psychology and stabilize the economy (Mishkin 2007, p. 484).

Advantages of exchange rate targeting have not dissimulated central banks of some countries with the highest euroization, as Serbia, to choose the inflation targeting strategy. However, it has been clearly shown that this kind of monetary policy cannot be credible if it is followed by significant exchange rate fluctuations.

The above average growth of general price level in Serbia confirmed that targeting inflation in the extremely dollarized economies leads to a restrictive monetary policy without a stable exchange rate. Monetary contraction is an attempt to substitute the lacking of bank credibility. So far experience with this kind of policy indicates that expectations about inflation cannot be anchored even at a cost of some drastic submonetization of the economy, measured by the M2/GDP ratio (Vuković 2009, p. 25-34).

High level of price stability in the Balkan-5 countries implies the conclusion about generally positive monetary policy perception as credible. Exchange rate stability is of primary importance, while the credibility of central bank and its reputation is secondary. Undeniable confirmation is the fact that currency board automatism substitutes the central bank, that is, it can function without it. At the end, it is obvious that countries with fixed or minimally fluctuating exchange rate have the lowest inflation rates. The same is valid for the unilateral official euroization.¹²

If one bears in mind that the Balkan-5 group is consisted of the countries with hyperinflation episodes in the past, inflation psychology and inadequate financial literacy, it is clear that low and stable inflation could not be achieved in any different way than by stabilizing or fixing the exchange rate.¹³ Experience with the inflation targeting in other transition countries gives evidence that a stable exchange rate is the only efficient anchor (Vuković 2007, p. 41).

Additional evidence is given by the unsuccessful attempts of lowering a high level of euroization, or de-dollarization. This was not succeeded even by those transition countries who participated in ERM II. Poland, the most successful among the CESE countries, succeeded to lower the level of euroized loans on one third of the total loans, and euro deposits to approximately 10% (Figure 2).

Econometric researches, done by the experts from the National Bank of Serbia, proved that the inflation rate in Serbia is determined by the inflation rate movement (Palić and Tasić, 2008). At that, it is shown that the exchange rate influence on the inflation is asymmetric – considerably greater in the period of depreciation, than during appreciation (Dragutinović, 2008).

Exiting strategy for the Balkan-5 countries with the stable exchange rate can be seen in already mentioned experience of Estonia, which transferred from the currency board regime into Euro zone. The examples of the CESE countries, which have already members of the EMU, are also inspirational, confirming that we can solve *a problem for countries who wish to simultaneously hit the inflation and exchange rate criteria* (Lewis 2007, p. 32).

The most important argument against exchange rate fixity is the nonresistance to crisis, because only the countries with immaculate resume (without vulnerable spots and with highly credible central bank) can be considered immune to speculative attacks.¹⁴ It is also emphasized that *the exchange rate has tended to be a source of shock* (Backe 2009, p. 80) and *vulnerability to speculative attacks* (Ponsot 2006, p. 40). This argument was refuted by the experience: the transition countries in the region showed their resilience not only to speculative attacks, but also towards the world financial crisis and recession. The Balkan-5 countries showed resilient not only from most of the advanced economies, but also from many other CESE countries – EU Member States.

¹² It is hard to deny the statement that *unilateral de jure euroization is inconsistent with the EU Treaty* (Barisitz 2008, p. 384). However, the European Commission and European central Bank have not asked from Montenegro to give up from the official euroization.

¹³ *The fixed exchange rate regimes were recommended on the grounds that they provided “nominal anchors” for domestic price stabilization. The nominal-anchor approach offered important advantages at the start of stabilization* (Petkovski 2006, p. 273).

¹⁴ Burda, M. and Wiplosz, C. (2005), *Macroeconomics: A European text*, 4th edition, Oxford University Press, p. 515-516.

The second argument is impossibility to determine the balanced exchange rate, or the danger of appreciation. From the past experience, the exchange rate fixity caused real appreciation mostly during the first couple of years of applying this strategy.¹⁵

Beside this, it is also indicated that a stable exchange rate dissimulates export, encourages import and worsens the balance on current account. The latest IMF data (IMF, 2011) show that several countries from the Balkan-5 group with exchange rate fixity have negative balance (in GDP percent) compared to the countries from the same region with fluctuating exchange rate. Analyses done in Serbia proved that export elasticity coefficient on real exchange rate is around 0.5. Therefore, a conclusion can be derived that exchange rate growth can be of a slight assistance to exporters. On the other hand, there was no confirmation about some long-term relationship between the exchange rate and export (Tasić and Zdravković, 2008).

A usual complaint is that the exchange rate fixity and financial stability do not correspond to some faster economic growth of these countries. However, it is generally shown that the financial stability favours the growth of transition economies (Gillman and Harris, 2010). Likewise, *the exchange rate fixity does not reduce economic growth in the (South) Eastern and Central European countries* (De Grauwe and Schnabl 2008, p. 546).

At the end, it is obvious that the fundamental determinant of price stability and exchange rate stability is the choice of exchange rate regime, which secures long-term stability and anchoring public expectations about inflation in the frames of approximate reference value for EMU.

Conclusion and recommendations

Investigation of general price movement and exchange rate fluctuation in the five Balkan countries - Bosnia and Herzegovina, Croatia, Macedonia, Montenegro and Serbia, using Maastricht convergence criteria and comparison with the EU average and certain CESE Member States gave apparently surprising results. High price stability and extreme exchange rate stability was determined in the unstable Balkan region.

The analyzed Balkan-5 countries achieved respectable price stability according to the reference value for the EMU and the EU average. Serbia is the only country that fell behind the regional trend of disinflation. Remarkable price stability was confirmed by the information that the first four countries from this group had a lower average inflation rate in the period from 2005 to 2010 than the six EU Member States: Estonia, Lithuania, Hungary, Bulgaria, Romania and Latvia!

Bosnia and Herzegovina, Croatia, Macedonia and Montenegro have the extreme exchange rate stability, measured by the narrower interval of margins ($\pm 2.25\%$) and compared to the EMU and non-EMU EU Member States. Considerable exchange rate fluctuations in Serbia remain in the frames of wider interval of margins ($\pm 15\%$).

A remark can be put here that expressing the nominal convergence, regulated by the Maastricht criteria, blurs the significance of real convergence (Lavrač 2010, p. 10). However, GDP and income *per capita* growth, growing export, sustainable fiscal deficit and non-alarming debt ratios, visible financial deepening, continuation of institutional reforms and other indicators show that the real convergence (catch-up process) proceeds together with the nominal, but slightly harder and slower. The basic macroeconomic problem is high unemployment rate. However, the fact is that these countries showed above average resilience to the attacks of the still actual economic crisis.

Therefore, the most important recommendation to these countries would be to preserve price and exchange rate stability, while a stronger stability policy is needed in Serbia. Having low and stable inflation and stable exchange rates, the countries that belong to the Balkan-5 group can count on a bigger

¹⁵ *If the higher inflation is due to the Balassa-Samuelson effect, i.e., to the faster productivity growth in the NMS, then the implied real appreciation of the exchange rate is competitiveness neutral, an important consideration once a country has adopted the euro* (Darvas and Szapary 2008, p. 14).

inflow of direct foreign investments and more successful business of their domestic companies after the global economic recovery.

At the end, the recommendation for the ECB would be to exclude EU Member States with negative inflation from the calculation of reference value, even minimal, because *deflation is inconsistent with price stability*. On the other hand, countries with the inflation *above 2%* should not be included in the calculation of reference value. We think that the proposed solution is methodological and practically more accurate from the suggestion that *the reference value be defined as the euro level HICP plus 1.5 percentage points* (Darvas and Szapary 2008, p. 67), where accepting this suggestion would mean changing the Maastricht Treaty? The second suggestion to *calculate it so as to avoid the influence of the business cycle, which periodically makes the criterion very tight* (Bulir and Hurnik 2006, p. 21) is contrary to the fundamental principles of a credible monetary policy.

Literature

1. Backe Peter (2009), The Monetary Integration of CESEE EU Member States: Achievements and Prospects, *Focus on European Economic Integration*, Special Issue, National bank of Austria, Vienna, p. 73-81.
2. Barisitz S (2008), Paths of Monetary Transition and Modernization: Exchange Rate Regimes and Monetary Policy in Southeastern Europe including Turkey from the 1990s to 2006, *Workshop No. 13*, National Bank of Austria, p. 349-386.
3. Begg David (1998), Disinflation in Central and Eastern Europe: The Experience to Date, In: Cottarelli, C. and Szapary, G. (ed.), *Moderate inflation: the experience of transition economies*, IMF & National Bank of Hungary.
4. Bulir Aleš and Jaromir Hurnik (2006), The Maastricht Inflation criterion: How Unpleasant is Purgatory? *IMF WP*, No. 154, International Monetary Fund, Washington.
5. Darvas Zsolt and Gyorgy Szapary (2008), Euro area enlargement and euro adoption strategies, *Economic Papers 304*, European Commission, Brussels.
6. De Grauwe Paul and Gunther Schnabl (2008), Exchange Rate Stability, Inflation and Growth in (South) Eastern and Central Europe, *Review of Development Economics*, 12 (3), p. 530-549.
7. Dragutinović Diana (2008), Moć i nemoć monetarne politike u uspostavljanju ravnoteže između platnobilansnih ciljeva i ciljeva inflacije, *Radni papiri*, Narodna banka Srbije, Beograd.
8. Dvorsky Sandra, Scheiber Thomas and Helmut Stix (2008), Euroization in Central and Southeastern Europe – First Results from the New OeNB Euro Survey, *Focus on European Economic Integration*, No. 1, National Bank of Austria, p. 48-60.
9. EBRD (2010), *Transition Report 2010: Recovery and Reform*, European Bank for Reconstruction and Development, London.
10. EC (2010), Convergence report 2010, *European Economy 3/2010*, European Commission, Brussels.
11. ECB (2004), *Convergence report 2004*, European Central Bank, Frankfurt.
12. ECB (2006), *Convergence report May 2006*, European Central Bank, Frankfurt.
13. ECB (2006), *Convergence report December 2010*, European Central Bank, Frankfurt.
14. ECB (2007), *Convergence report May 2007*, European Central Bank, Frankfurt.
15. ECB (2008), *Convergence report May 2008*, European Central Bank, Frankfurt.
16. ECB (2010), *Convergence report, May 2010*, European Central Bank, Frankfurt.
17. ECB (2011), *The monetary policy of the ECB 2011*, European Central Bank, Frankfurt.
18. Faulend Michael, Lončarek Davor, Curavić Ivana and Ana Šabić (2005), EU Criteria with Special Emphasis on the Economic Convergence Criteria – Where is Croatia? *Surveys S-13*, Croatian National Bank, Zagreb.
19. Gillman Max and Mark Harris (2010), The effect of inflation on growth: Evidence from a panel of transition countries, *Economic of transition*, Vol. 18 (4), p. 697-714.

20. Herzberg Valerie and Max Watson (2007), *Economic convergence in South-eastern Europe: Will the financial sector deliver?* SUERF Studies 2007/2, Vienna: SUERF – The European Money and Finance Forum.
21. IMF (2011), *World Economic Outlook: Slowing Growth, Rising Risks*, September 2011. International Monetary Fund, Washington.
22. IMF (2011a), Republic of Serbia: Request for Stand-By Arrangement, *IMF Country Report*, No. 11/311, October 2011, International Monetary Fund, Washington.
23. Kraft, E. (2003), Monetary policy under Dollarisation: The Case of Croatia, *Comparative Economic Studies*, No. 45, p. 256-277.
24. Lavrač Vladimir (2010), Inclusion of Slovenia in the Euro area and perspectives of enlargement after the global financial crisis, *Working Paper*, No. 51, Institute for Economic Research, Ljubljana.
25. Lewis John (2007), Hitting and Hoping? Meeting the Exchange Rate and Inflation Criteria during a Period of Nominal Convergence, *CESifo WP*, No. 192, Munich.
26. Mihaljek Dubravko (2006), Are the Maastricht Criteria Appropriate for Central and Eastern Europe? In: Motamen-Samadian Sima, ed. *Economic Transition in Central and Eastern Europe*, Palgrave Macmillan, New York, p. 6-29.
27. Mishkin Frederic (2006), Monetary Policy Strategy: How Did We Get Here? *WP 12515*, NBER, Cambridge (MA/US).
28. Mishkin, Frederic (2007), *The Economics of Money, Banking, and Financial Markets*, Eighth Edition, Pearson Addison Wesley, Boston (US).
29. Mohanty M S and Turner Philip (2008), Monetary policy transmission in emerging market economies: What is new? In: *Transmission mechanisms for monetary policy in emerging market economies*, BIS Papers No. 35, Basel, p. 1-65.
30. Palić Mirjana and Nikola Tasić (2008), Efikasnost stope obavezne rezerve kao instrumenta monetarne politike, *Radni papiri*, Narodna banka Srbije, Beograd.
31. Petkovski Mihail (2006), Real Echange Rate in Transition Countries, *Transition Studies Review*, Vol. 13(2), p. 270-279.
32. Ponsot Jean-Francois (2006), European Experiences of Currency boards: Estonia, Lithuania, Bulgaria and Bosnia and Herzegovina, In: Vernengo Matias (ed.), *Monetary integration and dollarization: no panacea*, Edward Elgar, Cheltenham (UK), p. 28-60.
33. Vuković, Vlastimir (2007), Nestandardne mere i kredibilnost monetarne politike NBS, u: *Izazovi ekonomske politike Srbije u 2007. godini*, Naučno društvo ekonomista Srbije sa AEN i Ekonomski fakultet u Beogradu, p. 33-44.
34. Vuković, Vlastimir (2009), *Strukturne promene i performance bankarstva Srbije: 2002-2008*, Institut ekonomskih nauka, Beograd.
35. Wyplosz Charles (2006), European monetary union: the dark sides of a major success, *Economic policy*, April 2006, CEPR, London, p. 208-261.

MONETARY POLICY PERCEPTIONS AND DISINFLATION IN THE TRANSITION COUNTRIES OF SOUTHEASTERN EUROPE*

Abstract

Examination of the relationship between monetary policy perception and strategies on one hand, and disinflation on the other, represents the topic of this paper. A fundamental goal is to examine the measures, which were crucial for changing the perception of monetary policy in the transition countries of Southeastern Europe (SEE), which allow faster and more reliable disinflation. Comparative analysis of the implemented measures and their influence on the inflation rate movement offer the possibility to determine the differences in monetary policy perceptions in these countries. The presented analysis is focused on the eight transition countries of Southeastern Europe according to EBRD methodology. These countries are Albania, Bosnia and Herzegovina, Bulgaria, Croatia, Macedonia, Montenegro, Romania, and Serbia.

Key words: *transition economies, monetary policy perceptions, exchange rate, inflation targeting, disinflation, financial literacy, inflation expectations, central bank credibility.*

Introduction

The countries of South-eastern Europe (SEE) have undergone drastic social and economic changes since the transition beginning in 1990. One of the major features of the first several years of transition was the hyperinflation, which was a primary task for the macroeconomic stability of these countries. These countries employed various anti-inflationary measures, and the results depended on their circumspection and the ability of the monetary authorities to adjust defined policies.

Low credibility of central banks in these countries was the major obstruction to the successful implementation of the original anti-inflation policy. Considering the lack of time needed to acquire the certain level of credibility, the central banks in these countries used measures that strengthened their reputation in a faster way. Doing this, the public perception of monetary policy was changing and general trust in monetary authorities was growing.

In most of the transition countries of SEE the disinflation process started in the first half of 1990s ended in the second half of this decade, so that is the reason why it is called the initial stabilization stage (Begg, 1998). During the second half of the last decade, international studies confirmed an obvious result: *low inflation in almost the entire region* (Herzberg and Watson 2007, p. 32). Extraordinary efficiency of the monetary policies in these countries has been the motive to examine the key monetary measures and channels of their action.

Examination of the relationship between monetary policy perception and strategies on one hand, and disinflation on the other, represents the topic of this paper. A fundamental goal is to examine the measures, which were crucial for changing the perception of monetary policy in the transition countries of SEE, which allow faster and more reliable disinflation. The other goal is to determine the action mechanism of this perception on the changes in general price level. By doing this, it is significant to determine *a relationship between the public perception of monetary policy and the behaviour of monetary authorities* (Rautureau 2004, p. 26).

* *Finance and Monetary Policy after the Global Economic Crisis*, Faculty of Economics – Skopje, 2011, pp. 84-99.

Comparative analysis of the implemented measures and their influence on the inflation rate movement offers the possibility to determine the differences in monetary policy perceptions in these countries. The presented analysis is focused on the eight transition countries of South-eastern Europe according to EBRD methodology.¹ These countries are Albania, Bosnia and Herzegovina, Bulgaria, Croatia, Macedonia, Montenegro, Romania, and Serbia (further in the paper: SEE-8).²

Due to the data comparison for each of the different countries, Data and Statistics of IMF were primarily used. Expert publications of SEE-8 central banks were also consulted, as well as the analyses of the national researchers.

The results of this research were presented in the related sections: Introduction (1), Monetary policy perceptions and strategies (2), Low and stable inflation after great disinflation (3), Monetary policy perceptions, credibility and price stability (4), and Conclusion and recommendations (6).

Monetary policy perception and strategies

Efficiency of monetary policy directly depends on the public perception based on which the credibility of the policy is formed. The reputation of the monetary policy creators also influences on the credibility evaluation of the monetary policy or the central bank credibility. Credibility of a monetary policy understands the public belief that it would be consistently implemented.³

The influence of public perception on the success of a policy, even monetary, is explained in the theory of rational expectations, which shows that the *effect of a particular policy depends critically on the public's expectations about the policy* (Robert Lucas, 1976, *Econometric Policy Evaluation: A Critique*). It is not only important the perception of financial market experts (Schmidt and Nautz, 2010), bankers and investors, but also the households as well (Leung, 2009). It can be assumed argumentatively that the majority of financial experts and bankers make a difference among monetary aggregates (M1–M2–M3–...) or various interest rates of central banks, but not households, not even many company managers. That is why the process of declaring target monetary aggregates and interest rates of central banks is without any practical significance to the majority of public.

Target clarity is the first condition of an efficient targeting strategy in monetary practice. The need to improve the perception of a monetary policy in the eyes of the public has brought two targets in the first plan - inflation rate and exchange rate. The advantage of these targets is that they are understood by all price-setters and price takers. Bearing this in mind, it can be said that the strategies of inflation targeting and exchange-rate targeting are defined thanks to the understanding of the importance of expectation for creating and implementation of a monetary policy.

There are other monetary policy strategies in contemporary practice of central banks, but three of them are predominant: monetary targeting, inflation targeting, and exchange-rate targeting. The oldest strategy of targeting monetary aggregates has been completely suppressed

¹ EBRD (2008), *Transition Report 2008: Growth in transition*.

² The next 2009, EBRD excluded Croatia from this group (*Transition Report 2009: Transition in crisis?*)? Since this country has not changed its geographic position in the meantime, it was analyzed as a member of the group SEE-8.

³ *Both the new classical and new Keynesian models indicate that for an anti-inflation policy to be successful in reducing inflation at the lowest output cost, the public must believe (expect) that it will be implemented... Inflation would be eliminated at once with no loss of output if the policy is credible.* (Mishkin 2007, p. 655)

(below 10% of the countries), but its instruments have been not.⁴ Targeting of the exchange rate uses around 20% of the emerging markets or transition countries. The strategy of targeting inflation uses over 60% of central banks, including most developed countries (Mohanty and Turner 2008, p. 2).

Targeting of the exchange rate for most European transition countries represented the only efficient and quick strategy to escape from the whirlpool of hyperinflation.⁵ Three direct reasons for this choice can be stated: *first, the influence of the exchange rate on demand in small open economies tends to be large; second, the exchange rate often constitutes a key variable for private sector expectations about inflation; third, exchange rate changes produce large balance sheet effects in those economies where households and firms have foreign currency assets and liabilities* (Mohanty and Turner 2008, p. 15).

The transition countries Central, Eastern and Southeastern Europe (CESE), which have chosen exchange rate targeting, achieved a dramatic disinflation. By achieving low and stable inflation, they could stabilize their economies, after which there was a respectable growth.

There are various models of exchange rate regimes among the analyzed SEE-8 countries, such as official euroization (Montenegro), currency board (Bosnia and Herzegovina, Bulgaria), conventional fixed peg (Macedonia), crawling bands (Romania), managed floating (Croatia, Serbia), and independent floating (Albania). The chosen models gave different results, although some differences can be spotted in the movement of exchange rates, like in the case of managed floating, which is clearly shown in the following table.

Table 1 Exchange Rate Movements (to euro, end of period, 2005-2010)

Country / Year	2005	2006	2007	2008	2009	2010	Trend
Albania	-3.0	1.0	-1.7	1.7	11.4	0.6	1.6
Bosnia and Herzegovina	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Bulgaria	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Croatia	-3.9	-0.4	-0.3	0.0	-0.2	1.1	-0.6
Macedonia	-0.1	-0.2	0.0	0.2	0.0	0.4	0.0
Montenegro	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Romania	-	-8.0	6.8	10.4	6.1	1.3	3.1
Serbia	8.4	-7.6	0.3	11.8	8.2	10.0	4.9

Source: IMF.

At first sight, it can be seen that three countries had expectable fixed exchange rate (Bosnia and Herzegovina, Bulgaria, and Montenegro). Macedonia and Croatia had a stable foreign exchange rate, which featured hard pegs (Barisitz 2008, p. 349). The exchange rate in Albania was also stable, excluding the crisis 2009. Romania⁶ and Serbia had the most unstable exchange rates. Decreasing value of the national currencies in these countries was followed by major fluctuations, which pinpoint to significant standard deviation.

⁴ Suppressing explicit monetary targeting by other strategies does not mean that the central banks do not target the monetary aggregates or also long-term interest rate. The difference is that central bankers use these variables as **intermediate targets**.

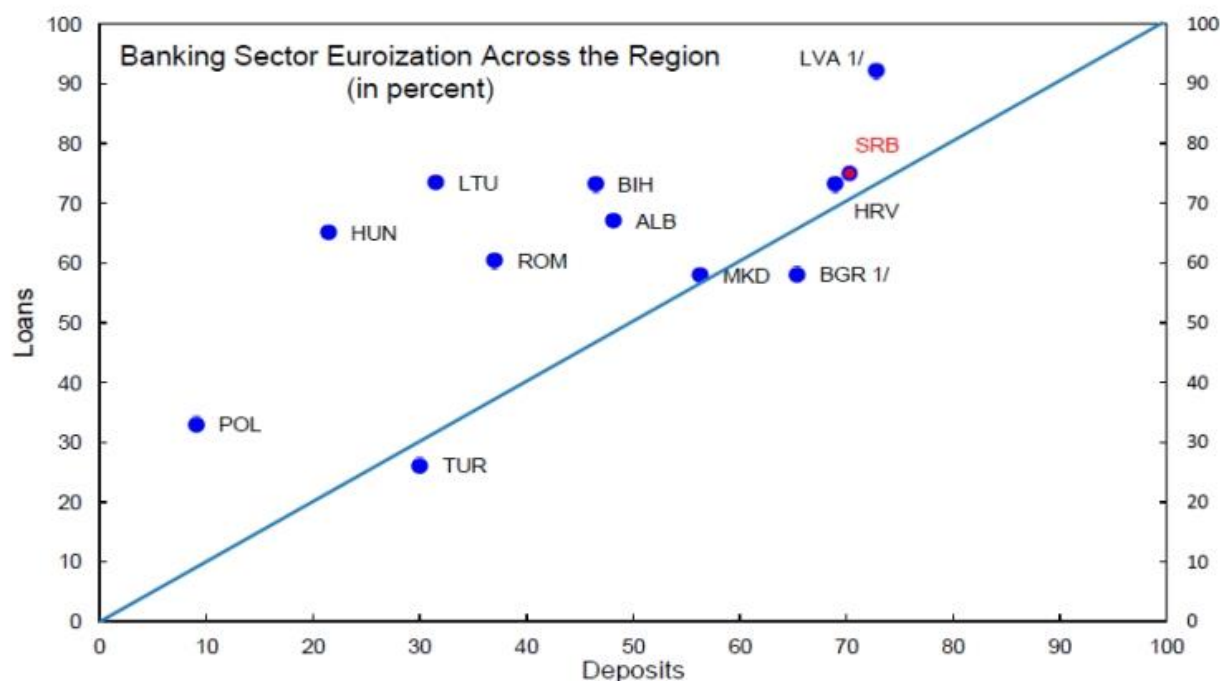
⁵ *In countries whose political and monetary institutions are particularly weak and who therefore have been experiencing continued bouts of hyperinflation, a characterization that applies to many emerging market (including transition) countries, exchange rate targeting may be the only way to break inflationary psychology and stabilize the economy.* (Mishkin 2007, p. 484)

⁶ Romania denominated the national currency by the end of 2004.

Exchange rate targeting strategy was the most favourable to SEE-8 because of traditionally high euroization. Euroization does not comprise only the deposits and loans to the private sector, but also large euro cash holdings. Significant euroization in SEE-8 countries is confirmed by all relevant researches taken during the transition process. By this it can be shown that euroization is significantly larger in these countries than in other transition countries of CEE (Dvorsky et al. 2008, p. 51-54).

Undisturbed euroization is also confirmed by the newest IMF data about euroization of loans and deposits in SEE-8 and other CEE countries, which is illustrated in following figure.

Figure 1 – Euroization of Loans and deposits in CESE, 2010



Source: IMF 2011a, p. 21.

1/ 2009 data.

Public perception about monetary policy in the SEE-8 is hardened by the low financial literacy. Of course, it is not the only problem the lack of financial literacy. Financial literacy has numerous effects, and that is why it is analyzed in different contexts, such as saving decisions, consumer choice, stock market participation, retirement plans, access to finance, consumer protection, etc.⁷ The above mentioned topics dominate even in the individual country reports published by The World Bank.⁸ The collective conclusion of these and other country reports is that the current level financial literacy is inadequate.

⁷ For example, see Jappelli, T. and Padula, M. (2011), Investment in Financial Literacy and Saving Decisions, CSEF, WP 272, University of Naples; Lusardi, A. (2008), Financial Literacy: An Essential Tool for Informed Consumer Choice?, NBER, WP 14084; van Rooij, M., et al. (2011), Financial literacy and stock market participation, *Journal of Financial Economics*, 101, p. 449-472; Clark, R. et al. (2010), The Role of Financial Literacy in Determining Retirement Plans, NBER, WP 16612; Kefela, G. (2010), Promoting Access to Finance by Empowering Consumers – Financial Literacy in Developing Countries, *Educational Research and Reviews*, vol. 5, no. 5 (May), p. 205-212; Rutledge, S. (2010), Consumer Protection and Financial Literacy: Lessons from Nine Country Studies, WPS 5326, The World Bank.

⁸ The World Bank (2009), *ROMANIA: Diagnostic Review of Consumer Protection and Financial Literacy*, The World Bank (2009), *BULGARIA: Diagnostic Review of Consumer Protection and Financial Capability*, The World Bank (2009), *CROATIA: Diagnostic Review of Consumer Protection and Financial Literacy*.

In the circumstances of low or inadequate financial literacy, it is clear that the perception of monetary policy and inflation expectation will depend on the stability of foreign exchange rate exclusively. Possibilities for using financial literacy for *promoting a sound financial system* remain unused (Widdowson and Hailwood, 2007).

Exchange rate targeting strategy does not suppose that the monetary policy transparency and central bank public relation can be ignored (Trajković, 2006). The stated demands relate even to the currency board regime, disregarding their automation. If they provide monetary policy transparency and regular public relations, central banks build reputation even in the conditions of currency board, which is confirmed from the experience of central bank of Bosnia and Herzegovina (Kozarić, 2007).

Despite the advantages of exchange rate targeting, central banks of some countries with the greatest euroization, like Serbia, chose the inflation targeting. It has been shown this kind of monetary policy cannot be credible if it is followed by significant fluctuations in the exchange rate. The example of Albania is different, because it had a stable exchange rate until 2009, although the independent float (market-determined) exchange rate regime has been established since 1992, while informal inflation targeting has been conducted since 1998 (Barisitz 2008, p. 355). The explanation is offered in the evaluation that *Albania the stable exchange rate has undoubtedly played a key role in anchoring inflationary expectations* (Muco et al. 2004, p. 4).

Inflation targeting strategy was developed by the central banks of developed countries, but this kind of monetary policy was soon accepted by a large number of countries, including the developing countries (IMF, 2006). *Inflation targeting involves several elements: (1) public announcement of medium-term numerical targets for inflation; (2) an institutional commitment to price stability as the primary, long-run goal of monetary policy and a commitment to achieve the inflation goal; (3) an information-inclusive approach in which many variables (not just monetary aggregates) are used in making decisions about monetary policy; (4) increased transparency of the monetary policy strategy through communication with the public and the markets about the plans and objectives of monetary policymakers; and (5) increased accountability of the central bank for attaining its inflation objectives* (Mishkin 2007, p. 402-403).

It is obvious that all of these elements cannot be provided by any central bank in the SEE-8 countries. Practical difficulties start from the first assumption of inflation targeting – full autonomy and independency of the central bank (Dianu and Lungu, 2007). The public perception is that the central bank is dependent, disables the growth of its reputation and credibility of monetary policy. Of course, it complicates the transparency of monetary policy as well.⁹

Targeting inflation does not release central banks from the interventions on foreign exchange markets. Applying any monetary policy strategy in dollarized economies supposes strong foreign exchange intervention (Sanchez 2010, p. 37). On the contrary, volatility of foreign exchange rates would be interpreted from the public as a signal of an unstable monetary policy, which would affect the growth of inflation expectations. Econometric researches show that the inflation rate in Serbia is determined by changes in foreign exchange (Palić and Tasić, 2008). Influence of foreign exchange to inflation is asymmetric, i.e. significantly larger in the period of depreciation than during appreciation (Dragutinović, 2008).

Targeting inflation in dollarized economies without a stable foreign exchange rate leads to a restrictive monetary policy. Monetary contraction represents an attempt to substitute the lacking credibility of the policy, i.e. to change the perception of the public about the commitment to the fight against inflation. So far, the experience has shown that inflation expectations cannot be anchored, even at the price of a drastic submonetarization of economy, measured by M2/GDP ratio (Vuković 2009, p. 25-34).

⁹ *Central bank independence facilitates monetary policy transparency because it allows the central bank, to pursue the monetary policy objectives without undue political pressures.* (Geraats 2005, p. 11)

Inflation expectations reflect the public perception about monetary policy. If one bears in mind that the inflation depends on the expectations, it can be concluded that the monetary policy perception is best shown by the dynamics of general prices change.

Low and stable inflation after great disinflation

The first half of the 1990s was the time of hyperinflation in all of the SEE-8 countries (IMF). Three figure, four or even five figure inflation in prices growth rates denoted a macroeconomic environment in these countries. The breakthrough developed in 1995, when three countries in the region decreased their inflation to one figure range, and the rest of them had the price growth range from 16 to 62%. In the second half of the 1990s, some countries had periodical three (two times) or four figure (once) inflation, but the drop in price level was obvious. At the start of the new millennium, the prices in most of the countries were already stabilized on a low level of inflation, so the process of disinflation resulted in further slowing down the general price level in the second half of the last decade (Table 2). Low inflation rates in the past two years, along with two cases of disinflation, represent a respectable result even from the Maastricht convergence criteria prospect.

Table 2 – Inflation (Consumer prices, Annual percent change)

Country / Year	2005	2006	2007	2008	2009	2010	Trend
Albania	2.4	2.4	2.9	3.4	2.2	3.6	2.8
Bosnia and Herzegovina	3.6	6.1	1.5	7.4	-0.4	2.1	3.3
Bulgaria	6.0	7.4	7.6	12.0	2.5	3.0	6.4
Croatia	3.3	3.2	2.9	6.1	2.4	1.0	3.1
Macedonia	0.5	3.2	2.3	8.4	-0.8	1.5	2.5
Montenegro	3.4	3.0	4.2	8.5	3.4	0.5	3.8
Romania	9.0	6.6	4.8	7.8	5.6	6.1	6.7
Serbia	17.3	12.7	6.5	12.4	8.1	6.2	10.5

Source: IMF 2011, p. 188.

Comparison of the SEE-8 countries with the same monetary policy strategies shows certain differences in inflation rates, which are not too high. There are also different paces of price growth in the countries with a fixed foreign exchange rate, *de jure* or *de facto*.

Generally, countries with a more stable exchange rate had a lower inflation rate. *The policy of limited exchange rate flexibility has been adequate to achieve low inflation* (Kraft 2003, p. 267). It is therefore understandable why in these countries dominate the regimes of fixed or limited flexible exchange rate.

Stabilization of some exchange rates, even in the case of fixation, does not have to lower the inflation below the EU average. For instance, Montenegro took six years, after unilateral official euroization, to achieve the inflation level of the Euro Zone (Fabris 2007, p. 90).

Relatively high inflation rates in Bulgaria, despite the fixed foreign exchange, confirm that currency board is not the only condition for macroeconomic stability, that is, it cannot substitute the adequate economic policy, especially fiscal (Iordanov and Vassilev, 2008).

High inflation rates in Romania and Serbia are the direct consequence of large fluctuations in foreign exchange rates.¹⁰ It is indicative that even in the crisis 2009, when a strong

¹⁰ In this paper, qualifications of inflation rates were given based on current criteria bearing in mind that most countries target inflation in the range from 1 to 3% (the most common inflation range). Old definitions from the 1980s stated 40% a year as a dividing line between moderate inflation and high inflation. *Hyperinflation is defined by a threshold in the rate of increase in prices of 50% per month by one definition, 1000% per year by another* (Frankel

deflation process exposed itself globally, the growth of price level in these countries was not significantly slowed down. An explanation for this is the work of inflation inertia and unique inflation psychology.

Both members of the EU from the SEE-8 group, Bulgaria and Romania, had above average inflation rates. It can also be seen that during the first two years of their membership (2007-2008) there was no visible slowing down of price level growth. In the next two years, inflation was more moderate, especially in Bulgaria, but in circumstances of global deflation.

Compared by the inflation level, most SEE-8 countries had already been in the world trend of disinflation since the half of last decade. Namely, 193 countries in the world had inflation under 10% in 2005, and 149 countries had under 5% out of 223 countries covered statistically (Mishkin, 2006).

Based on the analyzed data about annual inflation movement and trends, and comparisons with other transition countries of CEE and developed countries it can be concluded that the process of price stability in the SEE-8 group has not been over yet. In other words, public inflation expectations are not anchored in all of these countries in the generally acceptable range from 1-3%, which is promoted by a large number of central banks in the world in their policies. Decreasing the differences related to the perceived, expected and actual inflation in the countries with above average inflation in the region (Bulgaria, Romania and Serbia) is possible if the central banks consistently build up and maintain their reputation of the fighters against inflation. Making commitments to preserve the nominal anchor and responsibility for breaking through the inflation corridor has not given expected result, because foreign exchange rates are not stable (Romania and Serbia), that is, the whole economic policy has not been anti-inflation enough (Bulgaria).

The low and stable inflation in the SEE-8 countries is the proof that developing countries can successfully solve so called *credibility problem*.¹¹ However, price stability in the transition countries is not immediate confirmation of the monetary policy credibility and central bank reputation. Therefore, it is necessary to shed some light on the interdependency between monetary policy and low and stable inflation in SEE-8.

Monetary policy perceptions, credibility and price stability

Presented inflation movement in the SEE-8 countries implies the conclusion about generally positive perception of monetary policy as credible. However, perception about exchange rate stability is crucial, while the credibility monetary policy and the reputation of a central bank are of secondary significance. Sufficient evidence for this the fact that currency board automatism substitutes central bank, that is, it can function without it. The following table shows causal relation between the stability of exchange rate and inflation rate in the region.

2010, p. 13). However, most of central banks in developed countries never really accepted this definition that a two-figure inflation is moderate, and as such, acceptable.

¹¹ *Some models of monetary policy originally designed for industrialized countries – dynamic inconsistency in monetary policy and the need for central bank independence and commitment to nominal targets – apply even more strongly to developing countries, in light of the credibility problem.* (Frankel 2010, p. 56).

Table 3 – Trend 2005-2010

Country / Year	Inflation	Exchange rate
Macedonia	2.5	0.0
Albania	2.8	1.6
Croatia	3.1	-0.6
Bosnia and Herzegovina	3.3	0.0
Montenegro	3.8	0.0
Bulgaria	6.4	0.0
Romania	6.7	3.1
Serbia	10.5	4.9

Source: IMF

Apparently, the lowest inflation rates have countries with fixed or minimally fluctuating exchange rate. The case of Albania is not unique, because the exchange rate in this country was almost fixed, excluding the crisis 2009 (without this year, the trend is -0.3%). Of course, the example of Bulgaria indicates possible deviations even in the cases of currency board, but their researchers offered argumentative explanation, which is stated above.

If one bears in mind that the SEE-8 group is consisted of countries which had hyperinflation in the past, inflation psychology and inadequate financial literacy, it is evident that low and stable inflation could not be achieved differently than by stabilizing or fixing the exchange rate. The primary public expectation factor about inflation in these countries is the movement of the foreign exchange rate. Inflation targeting experience in the transition countries shows that the stable exchange rate is the only efficient anchor (Vuković 2007, p. 41).

Low and stable inflation in most SEE-8 countries offers grounds for making a conclusion about public expectations in the analyzed period lacking more comprehensive and frequent surveys. Namely, for measuring public expectations about inflation household and business surveys, surveys of financial market participations' or corporate sector expectations on inflation and financial market surveys are usually used (Moreno and Villar 2009, p. 81-83). Household surveys, although the most unreliable,¹² show that the population expectations are determined by the educational level, average income and financial literacy.

Price stability confirms that inflation expectations were anchored at a low level in the region, determining in this was the expectations about financial and general economic stability in these countries. Of course, these expectations are not important only for transition economies.

General significance of the expectations shows their categorization into five major transmission channels of monetary policy influence on aggregate demand and production, besides short-term interest rates (2), long-term interest rates and asset prices (3), the exchange rate (4) and the credit channel (5). *Although not a stand-alone channel, expectations have considerable significance for the effectiveness of all other channels of transmission* (Mohanty and Turner 2008, p. 19). Since it has been already determined the exchange rate channel plays the most important role in the SEE-8 economies and determines the expectations about inflation and aggregate economic activity, it is clear that the influence of exchange rate diversifies on all other channels through the expectations channel.

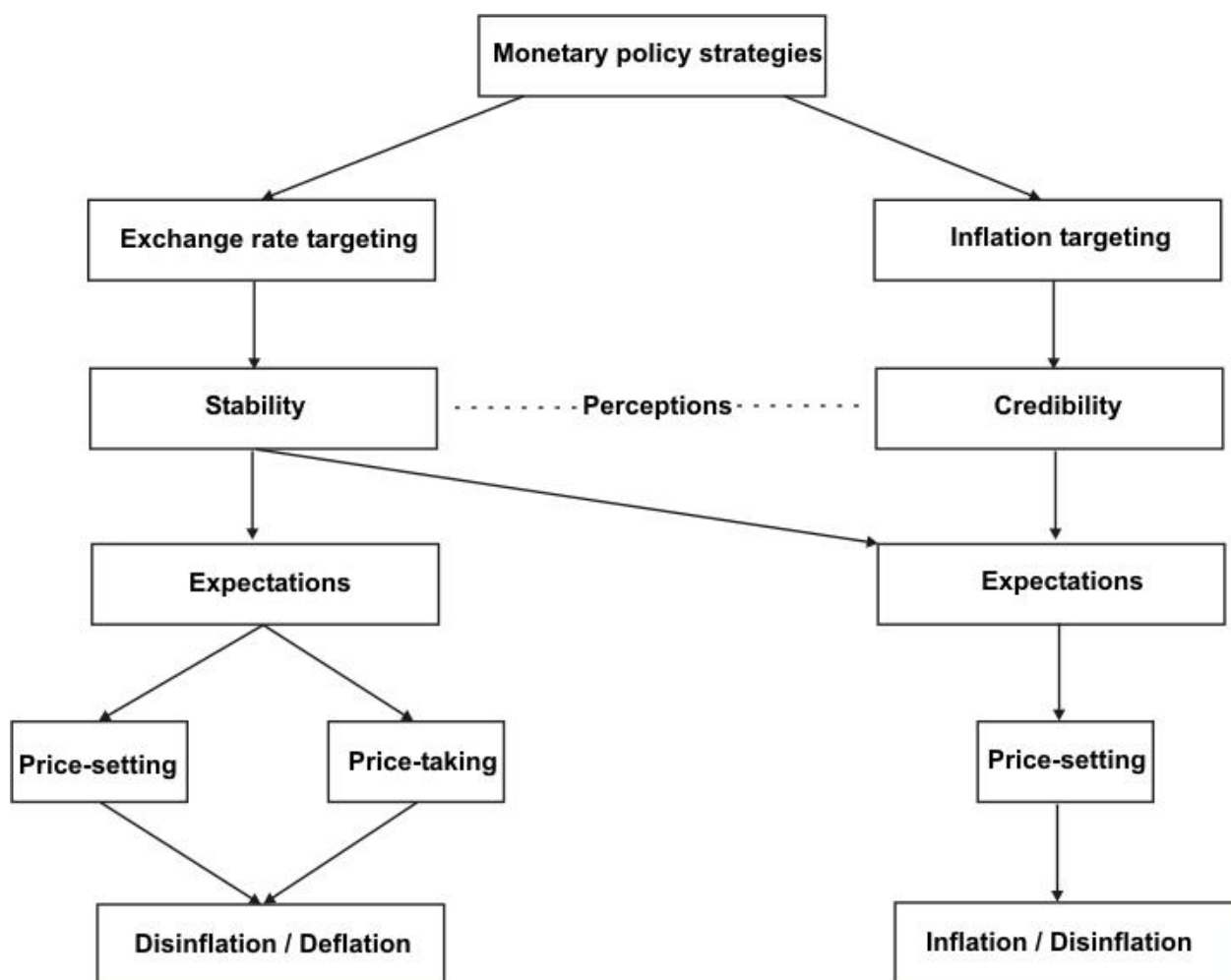
Among the factors that influence the expectation channel are central bank credibility, predictability of central bank actions and commitment by the central bank.¹³ However, in all transition

¹² First, household surveys are expensive because the population surveyed tends to be relatively large and heterogeneous. Second, heterogeneity can pose problems of interpretation. Third, survey could be subject to large measurement errors. Fourth, surveys (particularly household surveys) are not conducted often, so they generate relatively low-frequency data (Moreno and Villar 2009, p. 82).

¹³ The operation of any expectations channel depends on several factors. One is the degree of central bank **credibility**: a higher degree of credibility leads to greater anticipated effects of monetary policy and vice versa. A second factor is the degree of **predictability** of central bank actions, which can be improved by increasing transparency and public communication of policy. As a third factor some have argued that a higher degree of

economies, including the SEE-8 group, inflation expectations are formed differently, which is shown in the following Figure 2.

Figure 2 – Strategies Perceptions: Stability, Credibility, and Expectations (SEE-8)



The figure illustrates the primary significance of exchange rate stability for the perception of monetary policy, regardless of whether or not the exchange rate targeting or inflation targeting is applied. It can also be seen that the credibility of monetary policy is not so important for the perception of exchange rate targeting, but primarily the stability of foreign exchange rate. By doing this, predictability regarding the central bank activity is provided at the same time, independent of the transparency and public communication of policy. The explanation is simple: exchange rate is the dominant nominal anchor, which is constantly followed by the entire public. Of course, it does not necessarily mean that the stability of the exchange rate does not influence on the credibility of monetary policy and the central bank reputation. This is the reason why transparency and public relations cannot be neglected.

commitment by the central bank to vary its instrument consistently can enhance the role of the expectations channel. (Mohanty and Turner 2008, p. 20).

The inflation rate movement is the reflection of inflation expectations, because these expectations determine the decisions of all the actors regarding the prices firms, banks, households and other. In every economy, *the expected future short-term inflation is very important for price-setting* (Goodfriend and King 2004, p. 48). By doing this, it is unadvisable to disregard the expectation influence on *firms and banks decisions* (Montes 2009, p. 685), or neglect their influence on the behaviour of other actors. The expectations influence cannot be focused only on price-setting process, but their influence on price-taking should be esteemed as well, considering the consumers' decisions control the changes in the aggregate demand.

Stability of foreign exchange rate is seen by all actors, so their expectations reflect on the decisions of price-setters and price-takers as well. Targeted inflation corridor is known by a small number of actors, primarily banks, other financial agents and large companies, so their partial influence is related only to price-setting. Distortion of these expectations in transition countries comes under the influence of exchange rate fluctuations, even in the conditions of inflation targeting.

It is generally accepted that growing independency of a central bank, increases its reputation and monetary policy credibility which is in action. The concept of central bank independence includes various types of independence: functional, institutional, personal and financial independence (ECB 2010, p. 21). Complete independency in every part of central banks in transition countries is still an impossible endeavour, which does not mean that the effort is futile. Growing independency of central banks in transition economies contributes to the monetary policy credibility, only if the exchange rate is stable.

At the end of the previous Figure, the final result for the exchange rate targeting strategy is disinflation or deflation, and for inflation targeting it is inflation or disinflation. Sketched results are also confirmed by the data about general movements of prices in the SEE-8 countries.

Therefore, a question imposes itself whether or not is possible to lower the level of euroization or dollarization. It is undisputable that the de-dollarization can be implemented if there was some low and stable inflation and growing confidence in the domestic currency (Kokenyne et al., 2010). There is only one dilemma for the transition countries: how to preserve price stability and grow confidence in the national currency without the foreign currency protection. The most successful among the countries of CEE is Poland, which succeeded to lower the level of euro loans to the third of total loans, and euro deposits to 10% (Figure 1).

For the output strategy in the SEE-8 transition countries, Estonia's experience is inspiring, which succeeded to enter from currency board regime into Euro Zone. So much about de-dollarization of the CESE transition economies.

In the concluding part of survey about monetary policy perception in the region, it is advisable to consider the weaknesses of the applied strategies, above all those which were most frequently mentioned in the economic literature.

Key argument against exchange rate fixity is its weakness in crisis, because only countries with an impeccable resume (without any vulnerability and with highly credible central bank) can be considered immune to speculative attacks.¹⁴ This argument is confuted by the experience: the transition countries of the region have shown their resistance not only to speculative attacks, but also to the world financial crisis and recession. In these circumstances, the transition economies proved more resistant from the advanced economies. Resistance of the CESE transition countries and quicker recovery from the recession compared to the advanced European economies is also confirmed by the analyses of relevant international financial institutions (EBRD, 2010). Resistance of the SEE-8 countries on the attacks of the global economic crisis is high comparing to other transition countries (CEE) measured by the movement of the aggregate output (Furceri and Zdzienicka, 2011).

Other argument is impossibility of determining the balanced exchange rate or the danger of appreciation. However, real appreciation is the result of the exchange rate fixity, mostly during the first

¹⁴ Burda, M. and Wiplosz, C. (2005), *Macroeconomics: A European text*, 4th edition, Oxford University Press, p. 515-516.

years of applying this strategy. *The real exchange rate appreciation in the more advanced transition countries reflects dynamic structural changes and fast productivity growth* (Petkovski 2006, p. 278).

It is often said that stable exchange rate de-stimulates export, stimulates import and worsens balance on current account. The newest data (IMF, 2011) show that several SEE-8 countries with the exchange rate fixity have less negative balance. Econometric surveys done in Serbia prove that the coefficient export elasticity on real foreign exchange rate is around 0.5. Therefore, the conclusion is that exchange rate growth can be of a relatively small assistance to exporters. On the other hand, long-term relation between exchange rate and export has not been confirmed (Tasić and Zdravković, 2008).

The usual complaint is that exchange rate fixity and financial stability do not favour faster economic growth of these countries. However, it is generally shown that financial stability favours the growth of transition economies (Gillman and Harris, 2010) and therefore inflation does not favour the growth in aggregate demand (Krznar and Kunovac, 2010). The same way, *the exchange rate fixity does not reduce economic growth in the (South) Eastern and Central European countries* (De Grauwe and Schnabl 2008, p. 546).

The question of monetization is also significant, since the widespread opinion is that exchange rate fixity can cause submonetization. In the SEE-8 group monetization level measured by M2/GDP ratio during the period from 2005 to 2009 varied in a too wide range from 11.4 to 145.9%! However, most countries had monetization ratio between 30% and 70%, where the most monetized economies are those who apply inflation targeting, and less monetized those with *de jure* or *de facto* fixed exchange rate (EBRD, Economic data).

Conclusion and recommendations

Efficiency of monetary policy directly depends on the public perception based on which the credibility of the policy is formed. Target clarity is the first condition of an efficient targeting strategy in monetary practice. The need to improve the perception of a monetary policy in the eyes of the public has brought two targets in the first plan - inflation rate and exchange rate.

Targeting of the exchange rate for most European transition countries represented the only efficient and quick strategy to escape from the whirlpool of hyperinflation. The transition countries Central, Eastern and Southeastern Europe (CESE), which have chosen exchange rate targeting, achieved a dramatic disinflation. By achieving low and stable inflation, they could stabilize their economies, after which there was a respectable growth.

Exchange rate targeting strategy was the most favourable to SEE-8 because of traditionally high euroization. Public perception about monetary policy in the transition countries is hardened by the low financial literacy. In the circumstances of high euroization and low financial literacy, it is clear that the perception of monetary policy and inflation expectation will depend on the stability of foreign exchange rate exclusively.

Despite the advantages of exchange rate targeting, central banks of some countries with the greatest euroization chose the inflation targeting. It has been shown that targeting inflation in dollarized economies without a stable foreign exchange rate leads to a restrictive monetary policy and above average inflation.

The low and stable inflation in the SEE-8 countries is the proof that developing countries can successfully solve so called *credibility problem*. However, price stability in the transition countries is not immediate confirmation of the monetary policy credibility and central bank reputation. The perception about exchange rate stability is crucial, while the credibility monetary policy and the reputation of a central bank are of secondary significance. Growing independency of central banks in transition economies contributes to the monetary policy credibility, only if the exchange rate is stable.

Price stability confirms that inflation expectations were anchored at a low level in the region, determining in this was the expectations about financial and general economic stability in these countries. In the end, in conditions of the exchange rate stability, the transition countries of the region have shown their resistance not only to speculative attacks, but also to the world financial crisis and recession.

The principle recommendations for the SEE-8 countries that come from this analysis are: 1) consistently promote the price stability, 2) increase the transparency of monetary policy, 3) grow the central bank's independence, 4) improve the communication with the central bank and the public, 5) improve financial literacy and most important of all, keep a **stable exchange rate**.

Literature

1. Barisitz, S. (2008), Paths of Monetary Transition and Modernization: Exchange Rate Regimes and Monetary Policy in Southeastern Europe including Turkey from the 1990s to 2006, Workshop No. 13, National Bank of Austria, p. 349-386.
2. Begg, D. (1998), Disinflation in Central and Eastern Europe: The Experience to Date, In: Cottarelli, C. and Szapary, G. (ed.), *Moderate inflation: the experience of transition economies*, IMF & National Bank of Hungary.
3. De Grauwe, P. and Schnabl, G. (2008), Exchange Rate Stability, Inflation and Growth in (South) Eastern and Central Europe, *Review of Development Economics*, 12 (3), p. 530-549.
4. Dianu, D. and Lungu, L. (2007), Inflation Targeting, Between Rhetoric and Reality. The Case of Transition economies, *The European Journal of Comparative Economics*, Vol. 4(1), p. 39-64.
5. Dragutinović, D. (2008), Moć i nemoć monetarne politike u uspostavljanju ravnoteže između platnobilansnih ciljeva i ciljeva inflacije, *Radni papiri*, Narodna banka Srbije, Beograd.
6. Dvorsky, S., Scheiber, T., and Stix, H. (2008), Euroization in Central and Southeastern Europe – First Results from the New OeNB Euro Survey, *Focus on European Economic Integration*, No. 1, National Bank of Austria, p. 48-60.
7. EBRD (2010), *Transition Report 2010: Recovery and Reform*.
8. ECB (2010), *Covergence Report*, May 2010.
9. Fabris, N. (2007), Evroizacija u Crnoj Gori – prednosti, nedostaci i ograničenja, *Kvartalni monitor*, FREN, Beograd.
10. Frankel, J. (2010), Monetary Policy in Emerging Markets: A Survey, WP 16125, NBER.
11. Furceri, D. and Zdzienicka, A. (2011), The real effect of financial crises in the European transition economies, *Economics of Transition*, Vol. 19(1), p. 1-25.
12. Geraats, P. (2005), Transparency of Monetary Policy: Theory and Practice, CESifo, WP 1597.
13. Gillman, M. and Harris, M. (2010), The effect of inflation on growth: Evidence from a panel of transition countries, *Economic of transition*, Vol. 18 (4), p. 697-714.
14. Goodfriend, M. and King, R. (2004), The Incredible Volcker Disinflation, *Carnegie-Rochester Conference on Public Policy*, November 2004.
15. Herzberg, V. and Watson, M. (2007), *Economic convergence in South-eastern Europe: Will the financial sector deliver?* SUERF Studies 2007/2, Vienna: SUERF – The European Money and Finance Forum.
16. IMF (2006), *Inflation targeting and the IMF*.
17. IMF (2011), *World Economic Outlook: Slowing Growth, Rising Risks*, September 2011.
18. IMF (2011a), Republic of Serbia: Request for Stand-By Arrangement, *IMF Country Report*, No. 11/311, October 2011.
19. International Monetary Fund (2008), *Republic of Serbia: Selected Issues*, IMF Country Report, No. 08/55.
20. Iordanov, I. and Vassilev, A. (2008), A Small Open Economy Model with a Currency Board Feature: the Case of Bulgaria, DP 63, Bulgarian National Bank, Sofia.
21. Kokenyne, A., Ley, J. and Veyrune, R. (2010), Dedollarization, WP 188, IMF.
22. Kozarić, K. (2007), Modeli monetarne politike sa osvrtom na valutni odbor Bosne i Hercegovine, Centralna banka BiH, Sarajevo.
23. Kraft, E. (2003), Monetary policy under Dollarisation: The Case of Croatia, *Comparative Economic Studies*, No. 45, p. 256-277.

24. Krznar, I. and Kunovac, D. (2010), Utjecaj vanjskih šokova na domaću inflaciju i BDP, Istraživanja I-28, Hrvatska narodna banka, Zagreb.
25. Leung, C. (2009), The demographics of household inflation perceptions and expectations, *Bulletin*, Vol. 72, No. 2, Reserve Bank of New Zealand, p. 34-42.
26. Mishkin, F. (2006), Monetary Policy Strategy: How Did We Get Here? WP 12515, NBER.
27. Mishkin, F. (2007), *The Economics of Money, Banking, and Financial Markets*, Eighth Edition, Pearson Addison Wesley, Boston (US).
28. Mohanty, M. and Turner, P. (2008), Monetary policy transmission in emerging market economies: What is new? In: *Transmission mechanisms for monetary policy in emerging market economies*, BIS Papers No. 35.
29. Montes, G.C. (2009), Reputation, Credibility and Monetary Policy Effectiveness, *Est.Econ.*, Sao Paulo, Vol. 39, No. 3, p. 673-698.
30. Moreno, R. and Villar, A. (2009), Inflation expectations, persistence and monetary policy, In: *Monetary policy and the measurement of inflation: prices, wages and expectations*, BIS Papers No. 49, p. 77-92).
31. Muco, M., Sanfey, P. and Taci, A. (2004), Inflation, exchange rate and the role of monetary policy in Albania, WP 88, EBRD.
32. Palić, M. and Tasić, N. (2008), Efikasnost stope obavezne rezerve kao instrumenta monetarne politike, *Radni papiri*, Narodna banka Srbije, Beograd.
33. Petkovski, M. (2006), Real Exchange Rate in Transition Countries, *Transition Studies Review*, Vol. 13(2), p. 270-279.
34. Rautureau, N. (2004), Measuring the long-term perception of monetary policy and the term structure, DP 12, Bank of Finland.
35. Sanchez, M. (2010), Modelling anti-inflationary monetary targeting with an application to Romania, WP 1186, ECB, Frankfurt.
36. Schmidt, S. and Nautz, D. (2010), Central Bank Communication and the Perception of Monetary Policy by Financial Market Experts, DP 2010/29, Free University Berlin, School of Business&Economics.
37. Tasić, N. and Zdravković, M. (2008), Osetljivost srpskog izvoza i uvoza na promene deviznog kursa u dugom roku, *Radni papiri*, Narodna banka Srbije, Beograd.
38. Trajković, M. (2006), Celi i instrumenti na monetarna politika: savremeni iskustva, *Raboten material* br. 16, Narodna banka na Republika Makedonija, Skopje.
39. Vuković, V. (2007), Nestandardne mere i kredibilnost monetarne politike NBS, u: *Izazovi ekonomske politike Srbije u 2007. godini*, Naučno društvo ekonomista Srbije sa AEN i Ekonomski fakultet u Beogradu, str. 33-44.
40. Vuković, V. (2009), *Strukturne promene i performance bankarstva Srbije: 2002-2008*, Institut ekonomskih nauka, Beograd.
41. Widdowson, D. and Hailwood, K. (2007), Financial literacy and its role in promoting a sound financial system, *Bulletin*, Vol. 70, No. 2, Reserve Bank of New Zealand, p. 37-47.

OSIGURANJE DEPOZITA TOKOM KRIZE: NORMATIVNE IZMENE I STVARNI UČINCI*

Rezime

Osiguranje depozita se već na početku aktuelne ekonomske krize našlo u žiži interesovanja kreatora ekonomske politike širom sveta. Uzrok su bankarske panike u mnogim zemljama, počev od najrazvijenijih, koje su izbijale u drugoj polovini 2007. i tokom 2008. godine. Ispoljeno uznemirenje vlada i centralnih banaka razumljivo je utoliko što bankarske panike nisu samo najdramatičniji pojavni oblik finansijske krize, već i izraz dubokog nepoverenja javnosti u finansijski sistem. Nastojeći da umire deponente i na svaki način spreče dalje širenje krize, vlade većine ekonomski razvijenih zemalja panično su menjale dotadašnja normativna pravila, povećavajući iznos osigurane sume depozita i skraćujući zakonske rokove njihove isplate u slučaju nelikvidnosti banke – depozitara. Međutim, deponenti nisu povlačili novac iz banaka zato što je osigurana suma depozita bila mala ili što su sumnjali da će biti isplaćeni ukoliko se depozitar nađe u problemima. Suštinski pokretač bilo je nepoverenje u bankarski sektor, koje je amortizovano prevashodno zahvaljujući centralnim bankama kao kreditorima u poslednjoj instanci.

Primer razvijenih zemalja sledile su i mnoge zemlje u razvoju i tranziciji, bez obzira na realne finansijske mogućnosti i očekivanja domaćih deponenata. Isto je učinila i Srbija na samom kraju 2008, nakon masovnog odliva depozita u poslednjem kvartalu te godine, kada je iz ovdašnjih banaka za manje od tri meseca povučeno milijardu evra. Tada je granica pokrića multiplikovana 16,7 puta – sa 3.000 na 50.000 EUR po deponentu u jednoj banci. Istovremeno, među osiguranim deponentima, pored fizičkih lica, uključeni su preduzetnici i mala i srednja preduzeća, a takođe je skraćen rok za početak isplate osiguranih depozita sa 30 na tri dana i prošireni su izvori finansiranja osiguranja. Pri tome domaća Agencija za osiguranje depozita nije stekla ni minimum nezavisnosti, kao ni bilo kakva supervizorska ovlašćenja. Navedene izmene domaćeg sistema osiguranja depozita nisu imale veći realni učinak, jer većina deponenata nije bila svesna njihovog značaja ili nisu bili informisani. Na povratak poverenja deponenata u Srbiji je presudno uticala ispoljena likvidnost banaka, koje su promptno isplatile sve povučene depozite. Zbog toga je za zaštitu depozita i finansijsku stabilnost u Srbiji najvažnija izuzetna likvidnost i solventnost bankarskog sektora, zasnovana na ekstremno visokoj adekvatnosti kapitala domaćih banaka.

Ključne reči: OSIGURANJE DEPOZITA, GLOBALNA KRIZA, BANKARSKE PANIKE, GRANICA POKRIĆA, VREME ISPLATE, FINANSIRANJE OSIGURANJA, INFORMISANJE DEPONENATA.

* *Finansije*, br. 1-6/2012, str. 235-251.

DEPOSIT INSURANCE IN THE TIME OF CRISIS: NORMATIVE CHANGES AND VERITABLE EFFICIENCIES

Summary

At the beginning of the actual economic crisis, insurance deposit has been in the focus of the economic policy creators around the world. The cause for this are the banking panics in many countries starting from the most developed that erupted in the second half of 2007 and during 2008. Visible disturbance of the governments and central banks was understandable because not only they represent the most dramatic form of crisis, but they also represent an expression of the public distrust in the financial system. Attempting to calm down the depositors and to prevent further crisis development in any way, the governments of economically developed countries panicked to change the usual normative rules, starting to increase the deposit coverage limit and shortened law terms of payments in case of bank illiquidity – depositary. However, depositors did not withdraw money from the banks either because the insured deposit coverage limit was low or they doubted they would get paid if the depositary finds oneself in troubles. Essentially, the main reason was distrust in the banking sector that was resolved thanks to the central banks as lenders of last resort.

The example of the developed countries was followed by the developing and transition countries, without considering the real financial possibilities and expectations from the domestic depositors. Serbia did the same at the end of 2008, after the massive deposit outflow in the last quarter of that year, when one billion euro was withdrawn from the banks in this area. The coverage limit was multiplied 16.7 times – from EUR 3,000 to EUR 50,000 per depositor per bank. At the same time, among covered depositors and physical persons, sole entrepreneurs and small and medium enterprises were also included and also the period to start paying off insured depositors was shortened from 30 days to three days and the sources of the insurance funding were expanded. In this way domestic insurance agency did not get the minimum of independence, as well as any other supervising authorities. These changes in the domestic insurance system did not have greater real efficiency, because most depositors did not have the awareness about their significance or they were not informed. The liquidity of banks in Serbia was the essential for regaining the depositors' trust, because the banks promptly paid out all withdrawn deposits. This is the reason why the extraordinary liquidity and solvency of the banking sector based on extremely high capital adequacy of domestic banks was the most important for the deposit protection and financial stability in Serbia.

Key words: DEPOSIT INSURANCE, GLOBAL CRISIS, BANKING PANICS, COVERAGE LIMIT, PAYOUT DELAY, INSURANCE FUNDING, DEPOSITOR INFORMATION.

U V O D

Osiguranje depozita se već na početku aktuelne ekonomske krize našlo u žiži interesovanja kreatora ekonomske politike širom sveta. Uzrok su bankarske panike u mnogim zemljama, počev od najrazvijenijih, koje su izbijale u drugoj polovini 2007. i tokom 2008. godine. Ispoljeno uznemirenje vlada i centralnih banaka razumljivo je utoliko što bankarske panike nisu samo najdramatičniji pojavni oblik finansijske krize, već i izraz dubokog nepoverenja javnosti u nacionalni finansijski sistem. Nastojeći da umire štedište i na svaki način spreče dalje širenje krize, vlade većine ekonomski razvijenih zemalja panično su menjale dotadašnja normativna pravila, povećavajući iznos osigurane sume depozita i skraćujući zakonske rokove njihove isplate u slučaju nelikvidnosti banke – depozitara.

Primer razvijenih zemalja sledile su i mnoge zemlje u razvoju i tranziciji, bez obzira na realne finansijske mogućnosti i očekivanja domaćih štediša. Isto je učinila i Srbija na samom kraju 2008., nakon masovnog odliva depozita u poslednjem kvartalu te godine, kada je iz ovdašnjih banaka za manje od tri meseca povučeno milijardu evra. Pošto prethodnih godina ni u jednoj zemlji nije bilo značajnijih praktičnih problema u funkcionisanju sistema osiguranja depozita, očigledno je da su promene egzogeno uslovljene. Zbog toga svako istraživanje izvršenih promena u ovoj oblasti neizbežno uključuje globalnu finansijsku krizu, kao njihovog pokretača. Na promene u Srbiji bitno su uticali i zahtevi konvergencije relevantnim direktivama Evropske unije.

Analiza normativnih izmena i stvarnih učinaka osiguranja depozita u Srbiji, prikazana u ovom radu, sadrži pet međusobno povezanih odeljaka: 1) osiguranje depozita pre globalne finansijske krize, 2) bankarska panika i promene sistema osiguranja depozita, 3) osnovni principi za efektivne sisteme osiguranja depozita, 4) normativne izmene osiguranja depozita u Srbiji, i 5) karakteristike izvršenih izmena, nasleđeni nedostaci i delotvornost sistema. Na kraju je dat zaključak, koji sažima ključne nalaze istraživanja i preporuke za unapređivanje postojećeg sistema.

1. OSIGURANJE DEPOZITA PRE GLOBALNE FINANSIJSKE KRIZE

Istorija osiguranja depozita, duga gotovo 80 godina, nedvosmisleno potvrđuje da ova najtrajnija tekovina, proizašla iz pouka Velike depresije, ima fundamentalan značaj za funkcionisanje banaka i celokupnog finansijskog sistema. Uprkos činjenici da je stvaranje sistema osiguranja depozita bilo iznuđeno najvećom bankarskom panikom do tada,¹ normativno regulisanje zaštite deponenata bio je epohalan korak ka predupređivanju navala na banke i jačanju finansijske stabilnosti.

Neizbežno, osiguranje depozita proizvodi i neželjene efekte, od kojih su najčešće navođeni i podrobno istraživani troškovi regulative (izdaci za premije osiguranja), smanjivanje konkurentnosti banaka, podcenjivanje rizika i moralni hazard. Pojedini istraživači, promoteri ekonomskog liberalizma, čak ističu da prekomerno pokriće (visok limit) osiguranja depozita narušava tržišnu disciplinu (?) i da su mnoge ovakve i slične mere za očuvanje stabilnosti banaka politički motivisane i dugoročno neodržive (Chu, 2011). Politički ciljevi, kao motiv osiguranja depozita, navode se i u drugim radovima

¹ *Istorija regulisanja U.S. bankarstva može se napisati pretežno kao istorija vladinih i privatnih odgovora na bankarsku paniku* (Calomiris and Gorton, 1990, p.11).

(Goodhart, 2008: 2-4), ali bez dokaza o negativnoj rezultanti poželjnih i nepoželjnih efekata ovog osiguranja.

Tokom vremena iskristalisala su se najprihvatljivija rešenja, mada su preostale razlike i dalje bile velike. Preovladao je koncept eksplicitnog, *ex-ante* finansiranog osiguranja, mada implicitno, *ex-post* finansirano osiguranje depozita postoji i danas, bilo u čistoj ili hibridnoj varijanti. Sistemi variraju od kompleksnih *supervizorskih* modela (američki *FDIC*), do sasvim jednostavnih *pay-box* (isplatnih) modela (Bernet and Walter, 2009).

Najzastupljeniji su sistemi sa jednim osiguravačem, odnosno fondom, ali ima i zemalja sa dve ili više osiguravajućih institucija. Osiguravači su u javnom, privatnom ili mešovitom (javno–privatnom) vlasništvu. Iznosi pokrića depozita (limiti osiguranja) do globalne finansijske krize kretali su se u širokom rasponu od 3.000 EUR u Srbiji (do 2005. ispod 60 EUR), do 100.000 \$ u SAD i 116.789 \$ u Italiji. U većini zemalja osiguranje je obavezno, a u svega pet je bilo fakultativno. Stope premija osiguranja iznosile su od 0,2% do 0,5% godišnje. Ove stope su najčešće jedinstvene, ali mogu biti i diferencirane prema stepenu rizičnosti depozitara (praksa *FDIC*). Ciljni (maksimalni) iznos fondova osiguranja uglavnom je oscilirao oko 1%, mada je dostizao 5% u razvijenim, odnosno 10% u nekim tranzicionim zemljama. Sve zemlje su po pravilu iz sistema osiguranja isključivale međubankarske, korporacijske i državne depozite, a mnoge nisu osiguravale ni depozite malih i srednjih preduzeća. Takođe su isključivani depoziti svih fizičkih lica povezanih sa depozitarima i osiguravačima. Obuhvat osiguranja se razlikovao i prema valutnom obliku depozita, jer približno polovina zemalja nije osiguravala devizne depozite (Hoelscher et al, 2006).

Uočljivo je da su najviše razlikovali iznosi pokrića osiguranja depozita. Limiti osigurane sume depozita povećavani od samog početka ove prakse u SAD. Međutim, visoki limiti nisu bili brana bankarskim krizama. Maksimalan iznos od 100.000 \$ u SAD je utvrđen davne 1980-te godine, ali to nije sprečilo bankarsku krizu tokom 80-ih i početkom 90-ih godina prošlog veka (*FDIC*, 1997).

Ekspanzija i modaliteti osiguranja depozita širom sveta opisani su i analizirani u brojnim radovima).² Višedecenijsku aktuelnost osiguranja depozita potvrđuje podatak da da je u jednoj reprezentativnoj bibliografiji samo za period 1989-1999. prikazano preko 700 knjiga, članaka u časopisima, stručnih radova, zbornika, izveštaja i ostalih dokumenata posvećenih modelima, institucijama, efektima i drugim aspektima ovog osiguranja (*FDIC*, 2000). U međuvremenu, zbog globalne finansijske krize i užurbanih promena dotadašnjih sistema osiguranja depozita, broj radova i drugih relevantnih dokumenata na ovu temu sigurno se meri hiljadama.

Na početku novog milenijuma izgledalo je da se bankarska kriza iz 80-ih i sa početka 90-ih godina, a kamoli Velika depresija, više ne mogu ponoviti. Sistemi zaštite deponenata u ekonomski najrazvijenim zemljama delovali su zaokruženo i stabilno, a ostali su mogli da preuzmu njihove dobre prakse (Garcia, 2000).

2. BANKARSKA PANIKA I PROMENE SISTEMA OSIGURANJA DEPOZITA

Scenu na kojoj će se odigrati još uvek aktuelna globalna finansijska kriza postavljala je deregulacija bankarstva, sekjuritizacija aktive banaka pomoću novih

² Primera radi, uporediti: ed. Demirguc-Kunt et al. (2008).

finansijskih instrumenata i iz njih izvedenih derivata, subprimarno kreditiranje i olako određivanje rejtinga, u sadejstvu sa brojnim, ali manje značajnim scenografima. Ova scena je postavljana od kraja 90-ih godina u SAD, ali je uključivala aktere iz celog sveta, zahvaljujući globalizaciji finansijskih tržišta, pre svega tržišta kapitala i deviznog tržišta. Predstava pripreme krize započela je kreditnom ekspanzijom, za kojom je sledila *hipotekarna mašina*, podmazivana kolateralizovanim dugovnim hartijama (*CDO*), zatim oligopol rejting agencija i finansijsko poslovanje u stilu *Madness* prevara. Opisani razvoj krize je sažetak Izveštaja koji je prošle godine prezentovala Komisija za istraživanje finansijske krize u Vašingtonu (FCIC, 2011).

Globalna finansijska kriza počela je slomom američkog hipotekarnog tržišta sredinom 2007. godine, ali se prva bankarska panika tokom ove krize odigrala u Velikoj Britaniji. Septembra te godine svi mediji su prenosili sliku dugih redova zabrinutih deponenata ispred filijala *Northern Rock* banke.

Nakon ove navale deponenata građani EU su iznenada, posle 20 godina, shvatili da postoje velike razlike između nacionalnih sistema zaštite deponenata (Gerhardt and Lanoo, 2011). Međutim, još veće iznenađenje je predstavljalo saznanje o njihovoj (ne)efikasnosti. Dugi redovi ispred *Northern Rock* banke nastali su, pored ostalog, zbog niskog pokrića depozita i principa ko-osiguranja (Bruni and Llewellyn, 2009). Ubrzo nakon ovog slučaja u Velikoj Britaniji se pristupilo definisanju novog sistema zaštite deponenata, sa generalnim ciljem da se obezbedi prevencija navale deponenata na banke (FSA, 2009). Novi sistem podržan je formalizacijom specijalnih intervencija u slučaju nelikvidnosti banke ili drugog depozitara, koordinisanih i sinhronizovanih između regulatora i supervizora tamošnjeg bankarskog sektora (BoE, HM Treasury, FSA, 2008).

Slučaj *Northern Rock* banke ukazao je ne samo na zanemarljivu koordinaciju, već i na nedostatak elementarne komunikacije između nacionalnih supervizora i osiguravača depozita (Hardy and Nieto, 2011). Drugačije se ne može objasniti inertnost regulatora i neshvatanje posledica sloma američkog hipotekarnog tržišta po strane banke u globalnom finansijskom sistemu.

Bankarska panika u SAD ekspanzirala je 2008. godine, kada su bankrotirale dve mamutske investicione banke: prvo *Bear Stearns*, a zatim *Lehman Brothers*, posle 157 godina poslovanja. Kolaps bankarstva, osiguranja i finansijskog sektora u celini sprečen je *TARP* programom (*Troubled Asset Relief Program*), čija je vrednost 2008. iznosila neverovatnih 700 milijardi \$. Privremenim kupovanjem aktive posustalih finansijskih institucija država je donekle povratila poverenje investitora, tako da je do sada polovina ovog novca vraćena u budžet (FCIC).

Smirivanje potvrđuje i podatak da, uprkos tome što je 297 američkih banaka, uglavnom malih i srednjih, bilo problematično tokom dve godine (od januara 2009. do decembra 2010.), nije došlo do paničnih reakcija, kao 2008. godine (FCIC). Prevencija panike ne bi bila moguća, bez obzira na autoritet Federalne korporacije za osiguranje depozita, da nije bilo rekordne državne intervencije. Ipak, izvršene su izmene dotadašnjih normativnih pravila, od kojih je najznačajnija da je pokriće depozita povećano privremeno (do kraja 2013.) na 250.000 \$, a za penzione račune do istog limita trajno, dok je ciljani rok za isplatu deponenata jedan do dva radna dana (!) posle bankrotstva osigurane banke (Szlag, 2009).

Skorašnja ekonometrijska istraživanja u okviru Federalne korporacije pokazala su da ratio rezervi (odnos fonda osiguranja i vrednosti osiguranih depozita) između 1,5% i

2%, zavisno od politike finansiranja, obezbeđuje odolevanje bankarskim krizama u SAD, dok je novopostavljena granica 1,15% (do krize 1,25%). Interesantno je da se ovaj ratio pokazuje i kao signal nastupajućih problema u bankarstvu, jer je u prošlosti dostizao vrhunac neposredno pre kriza: 1980. godine 1,24%, pred krizu 80-ih i 1,22% polovinom 2007, pred aktuelnu krizu (Davison and Carreon, 2010).

Najveće promene sistema osiguranja depozita, pod presijom očekivane navale na banke, unilateralno su sprovele zemlje – članice EU, kao što je to učinila i Velika Britanija. Prekrizno pokriće depozita, koje se uglavom kretalo od 20-25.000 EUR (20 zemalja), saglasno minimumu koji je predviđala Direktiva 94/19/EC,³ tokom bankarske krize (septembar-decembar 2008.) povećano je za 2-5 puta! Zemlje koje su upetostručile limit osiguranja upravo su one koje su imale i još uvek imaju najveće ekonomske probleme u EU – Grčka, Španija, Irska i Litvanija. Jedine dve zemlje koje nisu menjale limite su Francuska (70.000 EUR) i Italija (103.291 EUR), pri čemu je nivo pokrića u Italiji bio i ostao najveći u EU. Posle ove bankarske krize sve zemlje EU utvrdile su pokriće depozita u rasponu od 50.000 do 100.000 EUR, u skladu sa izmenama sadržanim u novoj Direktivi 2009/14/EC, usvojenoj marta 2009.⁴ Pojedine zemlje privremeno su sususpendovale sve limite, uglavnom za depozite građana, do kraja 2009. (Austrija) ili 2010. godine (Slovenija, Danska do kraja septembra iste godine).

Istovremeno su dramatično skraćivani rokovi isplate osiguranih depozita, koji sada najčešće variraju između tri i pet radnih dana. Starom direktivom je vreme za isplatu bilo ograničeno na 21 dan, dok je novom predviđeno da se u roku od dve godine razmotri mogućnost smanjenja na maksimalnih 10 dana. Razlike u procedurama isplate, ciljnom nivou fondova osiguranja, limitima i regulativi eksternog zaduživanja, ovlašćenjima osiguravača i klasama osiguranih depozita takođe su donekle smanjene, ali su i dalje ostale velike. Pored toga, u nekim zemljama još uvek nije ukinita lična participacija (10% osiguranog depozita), mada je ocenjeno da takva regulativa smanjuje poverenje deponenata.⁵

Otuda nova Direktiva 2009/14/EC deluje kao zakasneli pokušaj harmonizacije već izmenjenih nacionalnih regulativa. Nacionalni zakonodavci i sektorski regulatori i supervizori nisu mogli da čekaju Direktivu na nivou EU, jer su morali urgentno odgovoriti na paniku u četvrtom kvartalu 2008., koja je ugrozila bankarske sektore svih zemalja. Proces usaglašavanja bi omogućio finansijskoj oluji da oduva većinu banaka.

Stepen neusklađenosti ilustruje prošlogodišnji predlog Evropske Komisije da se minimalno pokriće osiguranog depozita od 100.000 EUR, iz iste Direktive 2009/14/EC, preformuliše u maksimalno! Preostale razlike između predloga Komisije i finalnog teksta Direktive takođe su velike (EC, 2010a: 80). U takvim okolnostima teško se može ostvariti i labavi sistem osiguranja depozita u kome komplementarno egzistiraju nacionalni sistemi, dok se jedinstveni PAN-EU sistem jasno pokazuje kao futuristički

³ Directive 94/19/EC of the European Parliament and of the Council of 30 May 1994 on deposit-guarantee schemes (OJ L 135, 31.5.1995, p. 5).

⁴ Directive 2009/14/EC of the European Parliament and of the Council of 11 March 2009 on deposit-guarantee schemes (OJ L 68, 13.3.2009, p. 3).

⁵ Razlike u normativnim rešenjima posledica su i velikih razlika u ekonomskoj razvijenosti. Primera radi, prema oficijelnim procenama u 2007. godini je prosečni depozit u Bugarskoj iznosio 1.566 EUR, dok je u ekonomski razvijenim zemljama EU bio 5-10 puta veći. Disproporcija je još izraženija kada se poredi prosečan iznos depozita po domaćinstvu: od 3.350 EUR u Bugarskoj, do 54.467 EUR u Velikoj Britaniji i 80.003 EUR na Kipru (EC 2010, p. 115).

poduhvat. Ipak, aktuelna reforma sistema osiguranja depozita u zemljama - članicama EU zvanično se ubraja u mere od kojih se očekuje da će sasvim izvesno doprineti boljem funkcionisanju jedinstvenog finansijskog tržišta u budućnosti i finansijskoj integrisanosti generalno (ECB, 2011: 26).

Očigledno je da su sve normativne promene sistema osiguranja depozita u SAD, EU i drugim zemljama imale za cilj sprečavanje širenja finansijske zaraze i vraćanje poverenja javnosti, a ne ispravljanje uočenih nedostataka samog sistema. Naime, štediša nisu povlačile depozite zato što je osigurana suma depozita bila mala ili što su sumnjali da će biti isplaćeni ukoliko se depozitar nađe u problemima. Suštinski motiv je nepoverenje u bankarski sektor. Instinkti pokreću štediša da u slučaju nedostupnosti depozita vrše navalu na nelikvidnu banku, koja se često širi i pretvara u opštu bankarsku paniku. Zato osiguranje depozita ne može sprečiti sistemске bankarske krize, ali može uspešno eliminisati navalu na banke. Na kraju, poređenje pokrića depozita po zemljama pokazuje da kriza nije poštedela ni zemlje koje već dugo imaju rekordnu pokrivenost, kao što su SAD i Italija.

Pored pokrića depozita i brzine isplate deponenata aktuelna kriza je u prvi plan izbacila i obaveštavanje javnosti, kao jedan od ključnih preduslova delotvornosti svakog sistema osiguranja depozita. Sa druge strane, argumentovano se ističe da osiguranje depozita doprinosi razvoju bankarskog sektora i ekonomskom prosperitetu generalno, pod pretpostavkom da su građani obavešteni o ciljevima, koristima i limitima takve institucionalne zaštite. Obimnim empirijskim istraživanjem, kojim je obuhvaćeno 29 tranzicionih zemalja centralne, istočne i jugo-istočne Evrope, uključujući Srbiju, utvrđeno je da postoji pozitivna veza između pokrivenosti osiguranja depozita i korišćenja bankarskih računa od strane građana (Beck and Brown, 2011). Međutim, ova veza nije kauzalna, već samo korelaciona, jer kretanje poređenih varijabli uzrokuju isti egzogeni faktori. Informisanost javnosti o zaštiti deponenata u ovim zemljama očigledno je izrazito niska, što bi se preciznije moglo utvrditi standardnim anketiranjem reprezentativnog uzorka građana, uobičajenim u razvijenim zemljama.

Obaveštenost i svest o značaju osiguranja depozita još uvek nije zadovoljavajuća ni u ekonomski najrazvijenijim zemljama (FDIC, 2001), zbog čega se posvećuje velika pažnja podizanju nivoa finansijske pismenosti, formulisanjem adekvatnih nacionalnih strategija (FLEC, 2011) i brojnim praktičnim aktivnostima.⁶ Pouke iz brojnih bankarskih kriza i berzanskih lomova snažno podstiču promociju finansijskog obrazovanja.

Dugotrajna kriza bankarskog sektora⁷ EU motivisala je Evropsku Komisiju i Parlament da pokrenu inicijativu za osnivanje fondova namenjenih bržem rešavanju takvih kriza (EC, 2010b), a zatim i razmotre tehničke detalje mogućeg EU okvira za oporavak banaka i rešavanje krize (EC, 2010c). Mnogobrojne nedoumice i otvorena

⁶ Na primer, april 2011. godine bio je, odlukom predsednika Obame, proglašen za mesec nacionalne finansijske pismenosti u SAD (www.fdic.gov).

⁷ Četvrti kvartal 2008. uobičajeno se navodio kao vremenski okvir poslednje bankarske krize. Međutim, kriza tada nije okončana, jer kreditna aktivnost banaka i njihovo poslovanje sa hartijama od vrednosti još uvek nisu dostigli predkrizni nivo u većini razvijenih zemalja. Zato se apostrofirano tromesečje može označiti kao period bankarske panike, ali se prestankom navale na banke nije završila kriza bankarskog sektora. Posebno zabrinjavaju nagomilani problemi banaka u Evro-zoni (iznosi nenaplativih hartija i problematičnih kredita), koji predstavljaju veliku pretnju finansijskoj stabilnosti i ekonomskom oporavku cele EU.

pitanja koja su postavili sektorski regulatori, na čelu sa ECB,⁸ ukazuju da put do institucionalnih rešenja neće biti lak. Ipak, budući razvoj sistema za upravljanje i rešavanje kriza u bankarskom sistemu EU ne umanjuje značaj zaštite depozita ne samo za smirivanje, već i prevenciju ovakvih kriza u budućnosti (Fonteyne et al, 2010: 52-54).

3. OSNOVNI PRINCIPI ZA EFEKTIVNE SISTEME OSIGURANJA DEPOZITA

Polovinom 2009. godine prezentirana je i finalna verzija međunarodnih preporuka za osiguranje depozita. Bazelski komitet za bankarsku superviziju u okrilju Banke za međunarodna poravnanja i Međunarodno udruženje osiguravača depozita zajedno su objavili *Osnovne principe za efektivne sisteme osiguranja depozita*.⁹ Utvrđeno je 18 principa, koji su razvrstani u deset tematskih grupa: I) opšti ciljevi, II) ovlašćenja i kapaciteti, III) upravljanje, IV) odnosi sa drugim akterima sigurnosne mreže i međunarodna pitanja, V) članstvo i pokriće, VI) finansiranje, VII) javno obaveštavanje, VIII) pravna pitanja, IX) rešavanje bankrotstva i X) isplata deponenata i oporavak. Zbog značaja i aktuelnosti uputno je imati u vidu sve ove principe.

Prva grupa: 1) princip obelodanjivanja ciljeva politike osiguranja depozita i 2) princip ublažavanja moralnog hazarda. Druga grupa: 3) princip ovlašćenja (jasna i formalno određena, saglasno ciljevima) i 4) princip kapaciteta (dovoljan za vršenje ovlašćenja i ispunjavanje finansijskih obaveza – isplatu depozita). Treća grupa: 5) princip upravljanja (operativna nezavisnost, transparentnost, odgovornost, zaštićenost od uticaja politike i biznisa). Četvrta grupa: 6) princip odnosa sa drugim akterima sigurnosne mreže (formalizovana koordinacija i blagovremena razmena svih relevantnih informacija) i 7) princip prekogranične saradnje (saradnja osiguravača iz različitih zemalja). Peta grupa: 8) princip obaveznog članstva (uključivanje svih finansijskih institucija koje primaju depozite obuhvaćene osiguranjem), 9) princip pokrića (kredibilan nivo, sa odgovarajućim kapacitetom i konzistentan drugim sistemima osiguranja depozita) i 10) princip tranzicije iz blanko garancija ka limitiranom pokriću (da bi se ublažio moralni hazard). Šesta grupa: 11) princip finansiranja (sistemi osiguranja depozita koriste sve raspoložive mehanizme finansiranja za promptnu isplatu deponenata - primarnu obavezu plaćanja troškova osiguranja depozita imaju banke čiji klijenti uživaju benefite istog osiguranja). Sedma grupa: 12) princip javnog obaveštavanja (značaj informisanja javnosti o benefitima i limitima sistema osiguranja depozita). Osma grupa: 13) princip pravne zaštite (obuhvata zaštitu osiguravača i njihovog osoblja od odgovornosti u slučaju podnošenja tužbi sudu) i 14) princip postupanja sa licima odgovornim za bankrotstvo banke (preduzimanje svih pravnih radnji protiv tih lica). Deveta grupa: 15) princip ranog otkrivanja problema i blagovremene intervencije (rešavanje otkrivenih problema) i 16) princip efikasnog procesa banrotstva. Deseta grupa: 17) princip isplate deponenata (sistemi osiguranja depozita moraju obezbediti deponentima promptni pristup fondovima osiguranja, saglasno limitu (pokriću) i normativnim pravilima) i 18) princip oporavka (osiguravač upravlja aktivom banke koja je bankrotirala i procesom oporavka).

⁸ ECB (2011), European Commission's Public Consultation on The technical details of a possible EU framework for bank recovery and resolution – ESCB contribution, May 2011, European Central Bank.

⁹ BIS & IADI (2009). Ovo izdanje je kompletirano posebnom *Assessment methodology*, koja sadrži kriterijume za primenu utvrđenih principa.

Izneti osnovni principi sublimiraju karakteristike nacionalnih sistema osiguranja depozita koji, prema iskustvima i očekivanjima kreatora, omogućavaju ostvarivanje željenih efekata. Međutim, problem sa ovim principima je što ona predstavljaju *vodič u regularnim vremenima, a ne u vreme kriza, jer osiguravajuće agencije nisu osposobljene za samostalnu borbu sa sistemskim krizama* (IMF, 2010: 4). MMF je ipak u svom prošlogodišnjem izveštaju, posvećenom sistemu osiguranja depozita u Srbiji, procenjivao primenjenost svakog od ovih principa pojedinačno (videti naredni odeljak).

Iste 2009. godine, Međunarodno udruženje osiguravača depozita samostalno je objavilo i tri vodiča, koji se odnose na finansiranje sistema osiguranja depozita (IADI, 2009), upravljanje ovim sistemima (IADI, 2009a) i javno obaveštavanje o njima (IADI, 2009b).

Vodič o finansiranju upućuje na metode finansiranja osiguranja depozita, izvore fondova sistema osiguranja, načine određivanja premije osiguranja, utvrđivanje optimalne veličine rezervi ovog osiguranja, upravljanje fondovima osiguranja, obezbeđivanje transparentnosti, obelodanjivanje prakse finansiranja i ostale tipove finansiranja dostupne osiguranju depozita. Drugi vodič objašnjava upravljačke strukture, oblike i sastav organa upravljanja, ovlašćenja i odgovornost menadžmenta, pravnu zaštitu članova uprave i osoblja osiguravača, kao i druge relevantne aspekte ovako kompleksnih sistema osiguranja. Javno obaveštavanje iscrpno je prezentirano u trećem vodiču, počev od ciljeva programa obaveštavanja javnosti, preko organizovanja efektivne kampanje obaveštavanja javnosti (ciljne grupe, nadležni akteri, sadržaj kampanje, kanali komunikacije, oznake i logo, učestalost i tajming, budžet i izvori finansiranja, evaluacija), do strategije za specijalne prilike (promena pokrića – limita osiguranja depozita, navala na banke, bankrotstvo članske banke, prekogranični problemi i sl.).

Skicirani sadržaj sva tri vodiča pokazuje da oficijelna opaska MMF-a o pravilima za *normalna vremena* nije sasvim osnovana, s obzirom da se značajan deo praktičnih preporuka odnosi upravo na *krizna vremena*.

4. NORMATIVNE IZMENE OSIGURANJA DEPOZITA U SRBIJI

Istorija osiguranja depozita na ovim prostorima je priča o iznuđenoj, diskrecionoj i neodgovornoj politici. Očekivalo se da će ta politika i njen sistem „zaštite“ deponenata biti odbačeni nakon promena iz 2000. Blokirana štednja cele nacije i krah domaćih banaka ipak nisu bili dovoljan motiv za ovu vrstu promena – stari sistem je zadržan čak i posle državne sekjuritizacije obaveza po osnovu ove štednje i rehabilitacije domaćeg bankarstva. Izmenjen je tek 2005., kada je osigurana suma depozita pala ispod minornih 60 evra, pod pritiskom MMF-a i EU (Vuković, 2007).

Zakonom o osiguranju depozita i Zakonom o Agenciji za osiguranje depozita (Službeni glasnik RS, br. 61/05.) inaugurisan je novi sistem eksplicitnog osiguranja depozita u Srbiji. Sistem promoviše obavezno osiguranje dinarskih i deviznih depozita fizičkih lica, izuzimajući preduzetnike, članove uprave banke i sa njima povezana lica. Zaštita depozita osiguranika u slučaju stečaja banke istaknuta je kao najvažniji cilj. Osigurani iznos depozita ograničen je na 3.000 evra po deponentu, posle saldiranja međusobnih potraživanja sa bankom. Ulogu regulatora i administratora novog sistema vrši Agencija za osiguranje depozita, kao javna institucija. Predviđeno je da Agencija i Narodna banka Srbije razmenjuju relevantne informacije.

Formira se poseban Fond za osiguranje depozita, koji se finansira naplatom premija osiguranja (1), prinosima od ulaganja (2), naplatom potraživanja iz stečajne mase banaka (3), zaduživanjem (4), donacijama (5) i sredstvima budžeta Srbije (6). Fondom upravlja Agencija. Za obaveze do visine osiguranog iznosa jemči Republika Srbija.

Stopu, način i rokove plaćanja premije osiguranja određuje Agencija. Premija može biti početna, tromesečna i vanredna. Zakonom je određena početna premija u iznosu od 0,3% novčanog dela osnivačkog kapitala banke, dok je tromesečna premija limitirana na 0,1%. Naplatu tromesečne premije Agencija može prekinuti ukoliko sredstva Fonda dostignu 5% sume osiguranih depozita. Vanredna premija osiguranja naplaćuje se ukoliko sredstva Fonda nisu dovoljna za isplatu osiguranih iznosa depozita. Godišnji zbir stopa vanrednih premija ograničen je na 0,4%, tako da stopa premije po svim osnovama ne može premašiti 0,8%. Premija osiguranja je fiksna (nediferencirana) za sve banke, odnosno nezavisna od stepena rizičnosti depozitara. Premija se naplaćuje u dinarima za dinarske depozite i evrima za devizne depozite.

Isplata osiguranih iznosa detaljno je uređena. Rok za isplatu je 30 dana. Informacije o osiguranju deponentima moraju pružiti banke? Najmanje jednom godišnje Agencija podnosi izveštaj o radu Narodnoj skupštini Republike Srbije, Vladi, Narodnoj banci Srbije i ministarstvu nadležnom za poslove finansija. Godišnji račun sa izveštajem revizora Agencija podnosi Vladi i Narodnoj banci Srbije. Vlada imenuje i razrešava članove Upravnog odbora Agencija. Članovi po funkciji su ministri nadležni za finansije i privredu i viceguverner NBS zadužen za kontrolu banaka, dok još po jednog člana predlažu NBS i Udruženje banaka. Ministarstvo za finansije kandiduje predsednika i jednog člana (Vuković, 2007).

Na samom kraju 2008., nakon tromesečnog povlačenja milijardu evra deviznih depozita, izmenjeni su relevantni zakoni (*Službeni glasnik RS*, br. 116/2008). Pokriće je povećano na 50.000 EUR, vreme isplate je svedeno na tri dana od pokretanja stečaja banke, a zaštitom su obuhvaćeni i preduzetnici, kao i mala i srednja preduzeća, pored već osiguranih fizičkih lica. Vladi je dozvoljeno da može povećati osigurani iznos depozita radi očuvanja finansijske stabilnosti. Takođe je omogućeno kreditiranje banaka u likvidaciji radi isplate osiguranih depozita i obezbeđen prioritet naplate za ove namene iz stečajne i likvidacione mase, čemu je prilagođen Zakon o stečaju i likvidaciji banaka i društava za osiguranje (isti *Službeni glasnik RS*, br. 116/2008).

Najznačajnije izmene u 2010. godini, prema Zakonu o osiguranju depozita (*Službeni glasnik RS*, br. 91/2010), odnose se na opšte ciljeve osiguranja depozita (čl. 1) – dodato je *očuvanje finansijske stabilnosti u Republici Srbiji*, Vlada je stekla prošireno diskreciono pravo da donosi odluke o većoj zaštiti deponenata u određenom vremenskom periodu, povećanjem osigurane sume i/ili proširenjem kruga deponenata (čl. 4), Agenciji se ostavlja mogućnost da može određivati i diferencirane premije osiguranja, zavisno od rizičnosti banke (čl. 9), dok se rešenje NBS o stečaju zamenjuje rešenjem nadležnog suda (čl. 17). Uvedene su banke za posebne namene (*bridge bank*), koje osniva i prodaje Agencija u cilju bržeg rešavanja slučajeva problematičnih banaka. Zakonom o stečaju i likvidaciji banaka i društava za osiguranje regulisan je postupak administrativnog upravljanja bankom, pre postupka stečaja i postupka likvidacije, dok su sva potraživanja Agencije iz stečajne i likvidacione mase banaka dobila prioritet.

5. KARAKTERISTIKE IZVRŠENIH IZMENA, NASLEĐENI NEDOSTACI I DELOTVORNOST SISTEMA

Karakteristike izmena vršenih 2008. i 2010. godine mogu se objasniti pomoću baznog sistema iz 2005. Ključni nedostaci prvobitnog sistema bili su: najniže pokriće depozita u Evropi (3.000 EUR), regulatorna ovlašćenja Agencije ograničena na minimum, nije predviđena kontrola poslovanja banaka, potpuna zavisnost Agencije od Vlade i NBS, čiji je servis, nepostojanje obaveze Agencije da informiše javnosti (čak ni o svom godišnjem Izveštaju o radu), dok su svi podaci o njenom poslovanju proglašeni za poslovnu tajnu! Netransparentnost je eliminisala mogućnost i najmanjeg uticaja takvog osiguranja depozita na poverenje štediša i stabilnost domaćeg bankarskog sektora. Ovakav sistem, sa nekredibilnim iznosom osiguranja od 3.000 evra i potpuno netransparentan, nije mogao imati bilo kakav uticaj na poverenje štediša i stabilnost bankarskog sistema.

Upravo zato je autor ovog rada još pre pet godina izneo predloge za unapređjivanje tada još uvek novog (iz 2005.), ali bezuticajnog sistema osiguranja. Apostrofirano je sedam predloga: urgentno povećanje osiguranog iznosa na 5.000 evra ili više (1), institucionalno obezbeđjivanje nezavisnosti i odgovornosti Agencije (2), proširivanje njenih regulatorskih ovlašćenja (3), pravo off-site i on-site kontrole banaka (4), obaveza vršenja redovnih ekspertiza i objavljivanja ključnih pokazatelja poslovanja osiguranih institucija (5), kontinuirano informisanje najšire javnosti (6) i uvođenje potrošačkog servisa (7), prema iskustvima i praksi sistema osiguranja u najrazvijenijim zemljama (Vuković 2007, str. 700).

Od nabrojanih pretpostavki samo je 2008. multiplikovano pokriće osiguranja, dok je potrošački servis u međuvremenu uvela NBS. Međutim, limit od 50.000 EUR je takođe nekredibilan (IMF, 2010). Rokovi isplate su nerealni zbog zastarelog softvera (IMF, 2010), dok je minimum informisanja javnosti (prigodan letak) ostvaren uz stranu tehničku pomoć i finansiranje (kfw). Raznolikost ovlašćenja (upravljanje bankama u državnom vlasništvu, upravljanje zatvorenim bankama) stvaraju konfuziju u Agenciji (IMF 2010: 11-12). Sistem osiguranja u celini je netransparentan i pasivan, opterećen diskrecionim pravima Vlade i dominacijom Centralne banke. Agencija ne poseduje minimum nezavisnosti, mada se u ovogodišnjem izveštaju MMF-a, bez dodatnog objašnjenja, tretira kao samostalna institucija, koja je ravnopravno sa Vladom i NBS formalizovala saglasnost o odbrani finansijske stabilnosti u 2009 (IMF, 2011: 25).

Prema prošlogodišnjem izveštaju MMF-a o osiguranju depozita u Srbiji (IMF 2010), domaći sistem je usklađen sa šest osnovnih principa (5, 6, 8, 14, 17, 18), nepotpuno sa pet (3, 4, 9, 11, 16), neusklađen sa šest (1, 2, 7, 12, 13, 15) i za jedan nema podataka (10). Međutim, sistem suštinski nije usaglašen sa ovim principima. Dovoljno je uporediti sadržaj principa upravljanja (5) sa nivoom stvarne transparentnosti, odgovornosti i zaštićenosti od uticaja politike u Srbiji da bi se uočilo da pozitivne ocene MMF-a nisu dovoljno osnovane.

Usled ispoljenih nedostatak, a posebno diskrecionih ovlašćenja i predominantnog uticaja Vlade u jednom netransparentnom sistemu, domaće osiguranje depozita nije kredibilno i delotvorno. Zbog toga ovaj sistem nema uticaja na poverenje javnosti u bankarski sektor i opštu finansijsku stabilnost. Normativne izmene izvršene krajem 2008. nisu zaustavile odliv depozita iz banaka, već izuzetna likvidnost i kapitalna adekvatnost

domaćih banaka, koja je u poređenje sa svim zemljama EU bila ekstremno visoka (Vuković, 2011).

ZAKLJUČAK

Zbog bankarskih panaka na početku aktuelne ekonomske krize, polovinom 2007. godine, osiguranje depozita se našlo u fokusu interesovanja kreatora ekonomske politike i javnosti širom sveta. Nastojeći da umire deponente i na svaki način spreče dalje širenje krize, vlade većine ekonomski razvijenih zemalja panično su menjale dotadašnja normativna pravila, povećavajući iznos osigurane sume depozita i skraćujući zakonske rokove njihove isplate u slučaju nelikvidnosti banke – depozitara. Međutim, deponenti nisu povlačili novac iz banaka zato što je osigurana suma depozita bila mala ili što su sumnjali da će biti isplaćeni ukoliko se depozitar nađe u problemima. Suštinski pokretač bilo je nepoverenje u bankarski sektor, koje je amortizovano prevashodno zahvaljujući centralnim bankama kao kreditorima u poslednjoj instanci i enormnim državnim intervencijama.

Brojne zemlje u razvoju i tranziciji sledile su primer razvijenih zemalja. Isto je učinila i Srbija na samom kraju 2008., nakon odliva milijardu evra depozita u poslednjem kvartalu te godine. Tada je limit osigurane sume multiplikovan 16,7 puta – sa 3.000 EUR na 50.000 EUR. Istovremeno, među osigurane deponente, pored fizičkih lica, uključeni su preduzetnici i mala i srednja preduzeća. Takođe je period isplate deponenata skraćen na tri dana po objavljivanju stečaja banke. Pri tome domaća Agencija za osiguranje depozita nije stekla ni minimum nezavisnosti, kao ni bilo kakva supervizorska ovlašćenja. Navedene izmene domaćeg sistema osiguranja depozita nisu imale veći realni učinak, jer većina deponenata nije imala svest o njihovom značaju ili nisu bili informisani. Na povratak poverenja deponenata u Srbiji je presudno uticala ispoljena likvidnost banaka, koje su promptno isplatile sve povučene depozite. Zbog toga je za zaštitu deponenata i finansijsku stabilnost u Srbiji najvažnija izuzetna likvidnost i solventnost bankarskog sektora, zasnovana na ekstremno visokoj kapitalnoj adekvatnosti domaćih banaka.

LITERATURA

1. Beck, T., and Brown, M. (2011), Which households use banks? Evidence from transition economies, *ECB Working paper*, No. 1295, European Central Bank.
2. Bernet, B., and Walter, S. (2009), Design, Structure and Implementation of a Modern Deposit Insurance Scheme, *SUERF Studies 2009/5*, SUERF, Vienna.
3. BIS & IADI (2009), *Core Principles for Effective Deposit Insurance Systems*, Bank for International Settlements and International Association of Deposit Insurers.
4. BoE, HM Treasury, FSA (2008), *Financial stability and depositor protection: Special resolution regime*, Bank of England, HM Treasury, Financial Services Authority, July 2008.
5. Bruni, F., and Llewellyn, D. (2009), The Failure of Northern Rock: Multi-Dimensional Case Study, *SUERF Studies 2009/1*, SUERF, Vienna.
6. Calomiris, C., and Gorton, G. (1990), The Origins of Banking Panics: Models, Facts, and Policy Implications, The Wharton School, University of Pennsylvania, Philadelphia.
7. Chu, H. K. E. (2011), Deposit Insurance and Banking Stability, *Cato Journal*, Vol. 31, No. 1 (Winter 2011), p. 99-117.
8. Davison, L., and Carreon, A. (2010), Toward a Long-Term Strategy for Deposit Insurance Fund Management, *FDIC Quarterly*, Vol. 4, No. 4, p. 29-37, Federal Deposit Insurance Corporation, Washington.
9. Demirguc-Kunt, A., Kane, E., and Leaven, L. (2008), *Deposit insurance around the world: issues of design and implementation*, The World Bank & The MIT Press.
10. EC (2010), JRC Report under Article 12 of Directive 94/19/EC as amended by Directive 2009/14/EC, European Commission, Directorate General, JRC – Joint Research Centre.
11. EC (2010a), IMPACT ASSESSMENT, Accompanying document to the proposal for a Directive on Deposit Guarantee Schemes, *Commission Staff Working paper*, SEC(2010) 834/2, European Commission.
12. EC (2010b), Bank Resolution Funds, Communications from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the European Central Bank, Brussels, 26.5.2010, COM(2010) 254 final, European Commission.
13. EC (2010c), Technical details of a possible EU framework for bank recovery and resolution – DG Internal Market and Services Working Document, European Commission.
14. ECB (2011), *Financial Integration in Europe*, May 2011, European Central Bank.
15. FCIC (2011), *The Financial Crisis – Inquiry Report*, The Financial Crisis Inquiry Commission, Washington.
16. FDIC (1997), *History of Eighties – Lessons for Future*, Division of Research and Statistics, Federal Deposit Insurance Corporation, Washington.
17. FDIC (2000), *Deposit Insurance: An Annotated Bibliography 1989 – 1999*, Federal Deposit Insurance Corporation, Washington.

18. FDIC (2001), Household Survey on Deposit Insurance Awareness, Federal Deposit Insurance Corporation, Washington.
19. FLEC (2011), *Promoting Financial Success in the United States – National Strategy for Financial Literacy 2011*, Financial Literacy and Education Commission (US).
20. FSA (2009), Financial Services Compensation Scheme reform: Fast payout for depositors and raising consumer awareness, *Consultation Paper 09/3*, January 2009, Financial Services Authority, London.
21. Fonteyne, W., Bosu, W., Cortavarria-Checkley, L., Guistiniani, A., Gullo, A., Hardy, D., and Kerr, S. (2010), Crisis Management and Resolution for a European Banking System, *IMF Working Paper 10/70*, International Monetary Fund.
22. Garcia, G. (2000), Deposit Insurance: Actual and Good Practices, *IMF Occasional Paper*, No. 197, International Monetary Fund.
23. Gerhardt, M., and Lanoo, K. (2011), Options for reforming deposit protection schemes in the EU, *ECRI Policy Brief*, No. 4, European Credit Research Institute, Brussels.
24. Goodhart, C. (2008), The Regulatory Response to the Financial Crisis, *Special Paper 177*, London School of Economics.
25. Hardy, D., and Nieto, M. (2011), Cross-border coordination of prudential supervision and deposit guarantees, *Journal of Financial Stability*, No. 7(2011).
26. Hoelscher, D., Taylor, M., and Klueh, U. (2006), The Design and Implementation of Deposit Insurance Systems, *IMF Occasional Paper*, No. 251, International Monetary Fund.
27. IADI (2009), Funding of Deposit Insurance System, *Guidance Paper*, International Association of Deposit Insurers.
28. IADI (2009a), Governance of Deposit Insurance System, *Guidance Paper*, International Association of Deposit Insurers.
29. IADI (2009b), Public Awareness of Deposit Insurance System, *Guidance Paper*, International Association of Deposit Insurers.
30. IMF (2010), Republic of Serbia: Financial Sector Assessment Program Update – Technical Note on Deposit Insurance, *IMF Country Report 10/151*, International Monetary Fund.
31. IMF (2011), Republic of Serbia: Ex Post Assessment of Longer-Term Program Engagement and Ex Post Evaluation of Exceptional Access – Staff Report, *IMF Country Report 11/213*, International Monetary Fund.
32. Szelag (2009), Recent Reforms of the Deposit Insurance System in the United States: Reasons, results, and recommendations for the European Union, *Working Paper*, No. 59, National Bank of Poland.
33. Vuković (2007), Osiguranje depozita u Srbiji, *Pravni život*, br. 12/2007.
34. Vuković (2011), Banking sector: Comparative analysis Serbia vs EU Member States, in: *Serbia and the European Union: Economic lessons from the new Member States*, p. 282-296, Faculdade de Economia, University of Coimbra, Portugal.

Non-performing loans and systemic risk: comparative analysis of Serbia and countries in transition CESEE*

Abstract: *This paper presents the results of the research on the impact of non-performing loans to the systemic risk in the domestic banking system and a comparison with other countries in transition, as well as on certain EU countries. It is important to mention that the extreme bank-centricity caused the extension of the analysis to the entire financial sector of Serbia. Therefore, macroeconomic and macro-financial component of systemic risk were separated. In order to more precisely determine the main effects of non-performing loans in the propagation of systemic risk, the authors have created and used two new synthetic indicators in the research. The first is the macroeconomic contagion with non-performing loans (problematic loans expressed as a percentage of GDP), and the second is the infection of financial sector with non-performing loans (the proportional share of these loans in the assets of the financial sector). Analysis of the period just before and during the current financial crisis and the recession (2007-2012) showed that the NPLs (non-performing loans) are the main generator of systemic risk in the financial and real sectors of Serbia. In addition, the survey results show that the applied synthetic indicators measure total system risk and its basic components more accurately than the analytical, which have only been in use until now. Comparative analysis showed similar results, not only in the countries in transition, but also in developed ones. The results of this study provide guidance and represent an important input for economic policymakers, because the systemic risk is the greatest immediate threat to economic prosperity and financial stability of each country.*

Key words: *non-performing loans, systemic risk, macroeconomic contagion, banks, financial sector.*

* *Industrija*, Vol. 41, No. 4, 2013, pp. 59-73.

Problematični krediti i sistemski rizik: komparativna analiza Srbije i tranzicionih zemalja CESEE

Apstrakt: Ovaj rad prikazuje rezultate istraživanja uticaja problematičnih kredita na sistemski rizik u domaćem bankarstvu i poređenje sa drugim zemljama u tranziciji i nekim zemljama EU. Ekstremna bankocentričnost je uzrokovala proširenje analize na celokupan finansijski sektor Srbije. Pri tome su razdvajane makroekonomska i makrofinansijska komponenta sistemskog rizika. U cilju preciznijeg utvrđivanja osnovnih efekata loših kredita u propagaciji sistemskog rizika autori su osmislili i koristili u istraživanju dva nova sintetička pokazatelja. Prvi je makroekonomska zaraženost problematičnim kreditima (problematici krediti iskazani u procentima BDP-a), a drugi zaraženost finansijskog sektora problematičnim kreditima (procentualni udeo ovih kredita u aktivni finansijskog sektora). Analiza vremenskog perioda neposredno pre i tokom aktuelne finansijske krize i recesije (2007-2012) pokazala je da su problematični krediti glavni generator sistemskog rizika u finansijskom i realnom sektoru Srbije. Uz to, rezultati istraživanja dokazuju da primenjeni sintetički pokazatelji preciznije mere ukupan sistemski rizik i njegove osnovne komponente nego analitički, koji su do sada isključivo bili korišćeni. Komparativna analiza je pokazala iste rezultate ne samo u tranzicionim, već i razvijenim zemljama. Rezultati ovog istraživanja daju smernice i predstavljaju značajan input kreatorima ekonomske politike, jer je sistemski rizik najveća neposredna pretnja ekonomskom prosperitetu i finansijskoj stabilnosti svake zemlje.

Ključne reči: problematični krediti, sistemski rizik, makroekonomska zaraza, banke, finansijski sektor.

1. Introduction

This work was primarily motivated by the mark that "the issue of systemic risk is probably the **most important** and the **most difficult** that we confront" (Caruana, 2010, p. 1). The first man of the Bank for International Settlements (BIS) backed his assessment by saying that **aggregate risk** that the system is faced with, is much more than the simple sum of individual risks. Research confrontation with this challenging topic is even more difficult if we take into account that systemic risk was **underestimated** everywhere before this crisis (Caruana, 2010, p. 1).

Explanation surprisingly rapid spread of systemic risk is impossible without an analysis of its causal connection with the movement of so-called NPLs – Non-performing loans, which was also devoted more attention after the outbreak of

the global financial crisis. Putting these causal links in the focus of the research was aimed at better understanding of the ways in which systemic risk spreads and its more accurate measurement. In this way, the prerequisites for finding appropriate prudential measures necessary for ensuring the desired financial stability are being created.

According to the original working definition of systemic risk, which is generally accepted to date, it is “the risk that an event will trigger a loss of economic value or confidence in, and attendant increases in uncertainty about, a substantial portion of the financial system that is serious enough to quite probably have significant adverse effects on the real economy” (Group of Ten, 2001, p.126). Particular emphasis is placed at disorder in payment systems, credit flows and asset prices. At the same time, the authors emphasize that this is a two-dimensional definition. First one is dimension of interdependence (networks), arising from interconnection of financial institutions. A typical example is the systemic liquidity risk (Cao & Illing, 2011). The second is the time dimension, resulting from the cyclical development of the financial system, coupled with macroeconomic cycles. Because of its procyclicality the financial system can trigger and stimulate aggregate demand, output and unemployment fluctuations. Hence, this overflow of unwanted financial effects on the real sector can be characterized as negative externalities (Caruana, 2010, p. 1).

Most of the other authors also considered that the primary characteristic of systemic risk is its potential for the spread of infection among financial institutions and its spillover to the real economy (Browne, Llewellyn & Molyneux, 2011, p. 119). Contagion among financial institutions depends on their exposure to credit risk, as well as other factors such as liquidity management, the cross-border participation and shareholder links, contingent credit lines, deposit insurance and access to payment services (Dijkman, 2010, p. 23-24).

Non-performing loans (NPLs) were the immediate cause of the rapid spread of systemic risk in the banking and overall financial sector in Serbia. Given that the analysis using a standard NPL ratio showed extreme exposure to systemic risk, much higher than in the case of other transition, but also developed European countries, the objective of this study included more precise measuring of the systemic risk potential, as well as its impact on macroeconomic performance. For this reason, this paper defined two new synthetic indicators. The first is *the contagion of financial sector with non-performing loans* (percentual share of NPLs in the assets of the financial sector – NPL/AFS), used measuring propagation of systemic risk within the financial system. The second is *the macroeconomic contagion with non-performing loans* (NPLs expressed as a percentage of GDP – NPL/BDP), used for the assessment of systemic risk potential spillover to the real sector. Empirical analysis has confirmed that the new indicators measure the

systemic risk potential and its impact on macroeconomic performance more accurately. The results of such measurement of systemic risk potential present a strategic base for the creation of effective and rational economic policy, above all in the area of banking.

Accordingly, the paper is structured in accordance with the research goals. The first part of this paper outlines the theoretical basis of systemic risk, and research methods. The elaboration of the study analyzes the connection between systemic risk and non-performing loans in the banking sector in Serbia. After that, the authors carried out a comparative analysis of Serbia and other countries (not just those in transition, but also those of the most developed), with key indicators that were used to date. This is followed by further analysis of systemic risk and non-performing loans based on two new synthetic indicators, which confirmed that the new indicators measure the potential of systemic risk and its impact on macroeconomic performance more accurately, as it is shown in the survey results summarized at the end of the paper, along with proposed innovation of existing macro-prudential measures.

2. Materials and Methods

There are a variety of methodological approaches for measurement of systemic risk. One of the most comprehensive frameworks specifies: 1) One of the most comprehensive framework states: aggregate indicators of financial health (interest rates and prices of financial assets; financial funds and flows; reports on the opinion of investors and credit managers; macroeconomic indicators), 2) measuring the position of individual institutions, and 3) evaluation of systemic connections (European Parliament, 2009, p. 4-6). For example, exceptionally substantial reports on the opinion of investors, bank managers and other financial intermediaries regarding systemic risk are published by the respective central banks (see: Bank of England, 2013). A similar framework, which is being offered by the IMF, includes the following: 1) information on the profits of banks, 2) indicators of economic activity, non-performing loans, stock prices, real estate prices, 3) inter-bank exposures and balance sheet data, and 4) other indicators (IMF, 2010, p.3).

The feedback effect in case of macroeconomic contagion from the real to the banking sector, increases the credit risk by worsening macroeconomic performance, among which are commonly referred to: 1) real GDP growth, 2) CPI inflation, 3) interest rates on loans, and 4) changes in nominal exchange course (Buncic & Melecký, 2012, p. 16-17). The four variables are standard in all value at risk models and stress tests of credit risk, which show NPL elasticity regarding these variables (Buncic & Melecký, 2012, p. 25).

Given that the credit risk, "is the risk of potential adverse effect on the financial result and capital of the bank due to the debtor's failure to meet

obligations to the bank" (the Banking Act, Official Gazette of RS, no. 107/2005 and 91/2010, Article 31), it is obvious that the NPLs are not only an indicator, but the expression of credit risk. As a reminder, loans are classified as problematic if: 1) the borrower delinquents in the payment of interest or principal payments over 90 days, 2) Quarterly (and higher) interest, which was attributed to debt is refinanced or payment is delayed, and 3) the bank estimated that the borrower will not be able to fulfill the obligations, partially or completely (NBS, 2012, p. 48).

Macroeconomic determinants of non-performing loans also indicate on the relationship between the NPLs and systemic risk: real GDP growth, prices of stocks, exchange rates and interest rates on loans (Beck, Jakubik & Piloju, 2013, p. 20). The movement of real GDP is still the most important factor, while, for example, the prices of stocks are more important in economically developed countries, while the exchange rate is more important in the euro and the dollar influenced economies. Therefore foreign currency loans are a source of systemic risk in the transition economies of Central, Eastern and Southeastern Europe - CESEE (ESRB, 2011, p. 31).

As determinants of NPLs in the developed economies, the following can be highlighted: 1) changes in prices in the housing market, 2) private sector credit growth, 3) the GDP course, and 4) inflation (Nkusu, 2011, p. 20). The study of the same author confirmed that NPLs play a central role in the credit friction and deterioration of macroeconomic performance, for enhancing the risk of financial instability.

The NPLs researchers who study the NPLs and systemic risk in the developed countries in particular analyze systemically important financial institutions (IMF, 2010, p. 10). BIS, in cooperation with the IMF and other international institutions has developed appropriate methodology for the identification of such institutions, markets and instruments (BIS, 2009). In addition, the indicators of systemic risk based on data on these institutions were also generated. For example, SRISK index shows the expected capital deficiency in systemically important companies in the event of a significant drop in the market, which is why this indicator is the function primarily concerning the size of the company and then their degree of leverage and the marginal expected shortfall – MES (Brownless & Engle, 2011, p. 52). However it cannot be accepted that the systemic risk is the resultant of risk in systemically important financial institutions, which are interconnected and globally networked. This approach implies the inevitable oligopolistic structure of financial markets, which is the origin of the request for the protection of "too big to fail." That is why the most popular report on systemic risk made twelve years ago pointed to the regularity that this risk is higher in more concentrated financial systems since the collapse of one company or one market can threaten the entire system (Group of Ten, 2001, p. 126). If you ignore the above principle, the policy of protection of competition in financial markets will

be superseded by the policy of protection of systemically important financial institutions!? The essential problem lies in the "systemically important companies" and their management (Beck, Jakubik & Piloju, 2013, p. 21).

Recent systematization of NPL factors in CESEE countries distinguishes the factors at the level of banks (or microeconomic factors) and macroeconomic factors. In the first group are classified: bad management, lack of credible loan applicants, credit expansion, a tendency to moral hazard and similar factors. The second group includes economic cycles, as the most important, followed by exchange rates, interest rates and inflation (Klein, 2013, p. 5). Empirical analysis of this author has shown a strong causal link between the NPL and trends in real GDP (p. 12).

The authors of this paper have set the focus of their research of systemic risk to macroeconomic infection that is caused by NPLs for two main reasons. The first is the potential that they have in the spread of systemic risk in the real sector (procyclic activity), and the second is the dominance of loans as external source of financing. Sufficient evidence is the structure of external sources of financing of the real sector in economically developed countries in the period 1970-2000. The share of loans in these sources ranged from 56% in the U.S. to 86% in Germany and Japan. In these countries prevail bank loans, with the exception of the United States with greater involvement of non-bank loans. The rest consists of debt securities and shares - with only 14% in Germany and Japan and 44% in the U.S. (Mishkin, 2007, p. 182).

The data contained clearly confirm that the NPLs are the primary source of systemic risk. Additional arguments are provided by the dominance of banks among financial institutions, measured by the proportion in the total assets and other relevant indicators. The influence of banks and banking groups is even greater due to their partial or total ownership of a majority of non-banking financial institutions. Financial systems in the world are mainly bank-based, with the exception of the U.S., as the banks are the dominant financial intermediaries.

In order to measure the propagation of systemic risk within the financial system, this paper uses a new synthetic indicator - infection of the financial sector with non-performing loans (NPL proportional share in the assets of the financial sector with - NPL / AFS), while for the assessment of systemic risk potential spillover to the real sector, the authors have also used a new synthetic indicator - macroeconomic contagion with non-performing loans (NPL expressed as a percentage of GDP - NPL / GDP). The first indicator is calculated for Serbia only, since the data available for other countries were not reliably comparable. Another indicator is derived from the two analytical indicators of the World Bank - *Domestic credit provided by banking sector in GDP percent* and *Bank NPLs to total gross loans in percent*. This last indicator is known as the NPL ratio ($NPL / Loans$) and was used together with NPL as a percentage of GDP for the comparative analysis of the domestic

economy, not only with transition CESEE countries, but also with the elected members of the EU, including the economically most developed countries. For the analysis of systemic risk and the NPLs in Serbia, the authors, in addition to the newly introduced and the World Bank indicators, have also used the key data published by the National Bank of Serbia (NBS). Special heed was paid to examining the sectorial structure of the NPLs, as it provides valuable information on the nature and potentials of systemic risk. Finally the article gives a graphical representation of focused indicators per years, which provides visual insight in the correlation and causal relationship of systemic risk and the NPLs. In doing so, particular attention was given to a review of the comparative analysis based on secondary data, which were obtained by quantitative studies of the World Bank and the National Bank of Serbia. This methodological approach represents an exploratory research on systemic risk issues of different countries, and above all, of Serbia, in the conditions of global economic crisis.

3. Results and discussion

3. 1. Non-performing loans and systemic risk in the banking sector of Serbia

Unfortunately, data on the NPLs in Serbia are systematically monitored since 2008 (NBS, 2013), making the analysis unavailable for longer time series, which would cover the period before the Great Recession. Among the Financial Stability indicators of the Republic of Serbia (RS), NPL indicators are given in the reports on the banking sector as indicators of the quality of assets and funding sources. Crucial are the NPL ratio and NPL coverage with allocated reserves, which are displayed in the table below.

A significant increase in the participation of NPLs in total loans is evident from year to year. Stagnation and a fall in the share of NPLs at the end of 2012 was the result of the liquidation of New Agrobank and exclusion of its NPLs from the calculation (NBS, 2013, p. 13). At the end of the first quarter of this year, the same ratio has reached record breaking 19.9%. Hence, it is understandable why has the National Bank of Serbia ranked high proportion of non-performing loans in its Annual report on the state of the financial system in 2012, among other key risks. This situation reflects negatively on the tendency of banks to take risks, endangers the profitability of the banking sector and threatens to grow into a systemic risk (NBS, 2013, p. 4). Consequently, all the measures of the NBS are aimed at banks and their protection, and none is intended to loan users.

Table 1 – The key NPL indicators RS (%)

Ratio / Year	2008	2009	2010	2011	2012	I 2013
--------------	------	------	------	------	------	--------

NPL ratio	11.3	15.7	16.9	19.0	18.6	19.9
NPL coverage	153.6	142.5	133.6	121.4	120.7	117.3

Source: NBS (2013c), p. 5.

NPL coverage with allocated reserves (Table 1) shows that these loans are greater problem for the real sector than for banks. Presented evaluation is confirmed by the extremely high capitalization of domestic banks, measured by capital adequacy, which is for the last few years maintained at a level of about 20% (NBS, 2013, p. 53).

Table 2 – Sectorial structure of NPLs in RS (%)

Sector / Year	2009	2010	2011	2012
Industry	75.9	72.3	65.1	56.4
Retail	16.0	14.5	12.3	13.4
Other	6.8	6.3	6.3	7.3
Other clients (in liquidation)	0.3	6.9	16.3	22.9
Total	100.0	100.0	100.0	100.0

Source: NBS (2013a), p. 41.

The threat of rising NPLs is to certain extent mitigated by the decline of credit activity, primarily due to the reduction of corporate loans. Else, the collapse of the credit operations of banks is prevented only through the subsidized loans (NBS, 2013b, p. 26). Sectorial contribution to total NPLs requires examination of their structures shown in Table 2.

Distribution of NPLs by sector indicates their concentration within the economy. If we bear in mind that most of other clients are legal entities in bankruptcy, usually from the industry, we get a dominant share of approximately 80%. The rest relates to retail and others (foreign entities sector, financial sector, etc.). NPLs ratio by sectors is listed below.

Table 3 – NPL ratio by sector (%)

Sector / Year	2009	2010	2011	2012
Companies	20.9	21.8	24.6	21.2
Retail	8.1	7.9	7.9	8.5
Foreign entities sector	13.5	8.0	8.1	8.6
Financial sector	21.8	12.2	7.6	12.9
Other clients (in liquidation)	16.4	79.9	89.0	93.6
NPL ratio in total	15.7	16.9	19.0	18.6

Source: NBS (2013a), p. 44.

As expected, loans to corporate entities have proven to be the most risky, with the share of the NP from one-fifth to a quarter. With the inclusion of other clients, mainly from the industry, common of the NP ratio is dizzily increasing.

In contrast, the retail sector was almost three times safer loan beneficiary. Foreign persons have also visibly reduced the of the NP ratio, while the financial sector had large fluctuations, but well below the average, excluding

the crisis year 2009. Due to the impact of the NPL industry on the systemic risk, it was appropriate to consider their structure as well.

Within the industry, 90.6% of NPL refers to four areas - mining and processing industry (30.1%), construction (22.3%), trade (23.9%) and real estate business (14.3%). One can observe the concentration NPL related to the real estate, in excess of 36% of the loans in the industry. All other areas are represented by 9.4% of all NPL (NBS, 2013, p. 42). The fact that the construction and real estate business represent the most risky debtors is confirmed by their record NPL indicators - 45.1% in construction and 37.4% within the real estate industry. Therefore, we can estimate that these areas are the most important sources of systemic risk in Serbia. NPL ratio also had the significantly lower in the mining and manufacturing (18.5%), trade (17.5%), and other areas of the economy (NBS, 2013, p. 44). Absolute and relative magnification of NPL during the crisis have not only increased the danger of systemic risk in the financial system, but also had the effect on macroeconomic contagion spreading to the real sector. Naturally, the feedback effect had the same contagion spilled over to financial institutions in Serbia, especially in banks, again. However, more accurate scale of NPL contagion of financial and real sector can only be determined by using synthetic indicators (Section 4).

3.2. Comparative Analysis: Serbia and other countries

Comparing the NPL ratio of Serbia and of other countries could be evaluated a real threat of systemic risk in the domestic financial system. That is why the World Bank data for transition countries in the wider region, selected members of the EU and the U.S., as the economically most developed country, are listed below.

Table 4 – Non-performing loans in relation to total bank loans (%)

Country / Year	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Bosnia and Herzeg.	4.0	3.0	3.1	5.9	11.4	11.9	12.6
Bulgaria	2.2	2.1	2.5	6.4	11.9	14.9	16.9
Macedonia	11.2	7.5	6.7	8.9	9.0	9.5	9.7
Romania	1.8	2.6	2.8	7.9	11.9	14.3	16.8
Serbia	-	8.4	11.3	15.7	16.9	19.0	18.6
Croatia	5.2	4.8	4.9	7.7	11.1	12.3	13.2
Hungary	2.6	2.3	3.0	6.7	9.8	13.4	15.8
Poland	7.4	5.2	4.4	7.9	8.8	8.2	8.4
Slovenia	2.5	1.8	4.2	5.8	8.2	11.8	13.2
Czech Republic	3.6	2.4	2.8	4.6	5.4	5.2	5.1
Turkey	3.9	3.3	3.4	5.0	3.5	2.6	2.5
Austria	2.7	2.2	1.9	2.3	2.8	2.7	2.7
Greece	5.4	4.5	5.0	7.7	10.4	14.4	17.2
Ireland	0.7	0.8	2.6	9.0	8.6	16.1	18.7
Portugal	1.3	2.8	3.6	4.8	5.2	7.5	9.0
Finland	0.2	0.3	0.4	0.6	0.6	0.5	0.5
U.S.	0.8	1.4	3.0	5.4	4.9	4.1	3.9

Source: /World Bank/Data/Financial Sector/.

At first glance it is clear that Serbia had the highest ratio in relation to the chosen countries since 2007, when the domestic NPL ratio was first published. Characteristically, the domestic NPL ratio exceeds the same for Greece and Ireland for years. In addition, Serbia has the highest NPL among the CESEE countries in transition, with the exception of Montenegro, which is not given in the table view due to incomplete data. According to these data, the Serbian banking sector is most exposed to systemic risk caused by the NPLs. However, the NPL ratio is not sufficient to assess the threat of systemic risk for three main reasons: 1) it ignores the financial indepth or development of lending operations as measured by percentage of GDP, 2) it does not include the share of the banking sector in the financial system, and 3) it expresses the potential systemic crisis spilling over to the real sector only partially.

Why the domestic financial system did not succumb to systemic crisis? At the peak of the crisis in late 2008, the Serbian banking sector had a much better liquidity ratio of any EU member state. Capital adequacy was also extremely high (Vuković, 2011, p. 291-292). High liquidity and capitalization were not

significantly deteriorated during the crisis, which has so far been enough to avoid systemic risk. The introduction of a new synthetic indicator - macroeconomic contagion with non-performing loans (NPLs expressed as a percentage of GDP – NPL / GDP) in the analysis, provides substantially different picture of the potential of systemic risk (Table 5).

Table 5. Non-performing loans expressed as percentage of GDP

Country / Year	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Bosnia and Herzeg.	2.2	1.9	2.1	3.1	7.4	7.8	8.4
Bulgaria	0.9	1.2	1.6	4.5	8.4	10.6	12.0
Macedonia	2.6	2.5	2.8	3.9	4.3	4.3	4.7
Romania	0.4	0.9	1.3	1.5	6.4	8.8	9.1
Serbia	-	2.7	4.6	7.4	10.1	10.9	11.6
Croatia	3.6	3.4	3.7	6.0	10.2	11.9	12.7
Hungary	1.8	1.7	2.4	5.5	8.0	10.3	10.8
Poland	3.1	2.6	2.6	4.9	5.6	5.4	5.4
Slovenia	1.8	1.5	3.7	5.4	8.0	11.0	12.3
Czech Republic	1.7	1.2	1.6	2.8	3.4	3.5	3.5
Turkey	1.8	1.6	1.8	3.2	2.4	1.8	1.8
Austria	3.5	2.8	2.5	3.2	3.9	3.7	3.6
Greece	5.9	5.1	5.8	8.9	15.5	22.1	23.3
Ireland	1.3	1.6	5.4	20.0	20.0	35.7	37.8
Portugal	2.0	4.6	6.4	9.4	10.9	15.3	17.9
Finland	0.2	0.3	0.4	0.6	0.6	0.5	0.5
U.S.	1.9	3.4	6.7	12.6	11.0	9.3	8.9

Source: Author calculation based on the World Bank Data.

Macroeconomic contagion is much more widespread in Ireland, Greece and Portugal than it is in Serbia, which explains the depth and persistence of recession in these countries. This indicator reached its maximum of a whopping 12.6% of the world's largest GDP in the U.S. in 2009. The gradual decline over the last three years, explains why the economic recovery was slow and why the unemployment rate was high not only in the States but in the entire world. On the other hand, it is clear that the economies of Finland, Turkey, the Czech Republic and Austria have not been visibly affected by the global financial crisis and the great recession.

The level of macroeconomic contagion in transition countries at the end of 2012 varies from the lowest in Macedonia (4.7%) and Poland (5.1%), up to 12% in Bulgaria and 12.7% in Croatia. Serbia and Hungary also have high double-digit indicators of contagion, including Slovenia (12.6%). However, compared to the NPL ratio, macroeconomic contagion in Serbia is much

lower, as the financial indepth of the domestic economy (loans as a percentage of GDP) are among the lowest in Europe.

Comparison of sector NPLs of transition countries shows that the share of the retail sector in Serbia is significantly below average and the share of the industry is above-average of this group (EBC, „Vienna“ Initiative, 2012, p. 13), which is the indicator of greater exposure to systemic risk. However, recent analyses confirm that the financial crisis has had a significant and permanent impact on all European transition economies, by lowering their output by 12-17% on the long-term (Furcery & Zdzienicka, 2011, p. 1). Under the conditions of such a recession, the disruption of credit flows and decrease in their quality, or in other words the growth of NPLs, are inevitable (Bordo, 2010, p. 17).

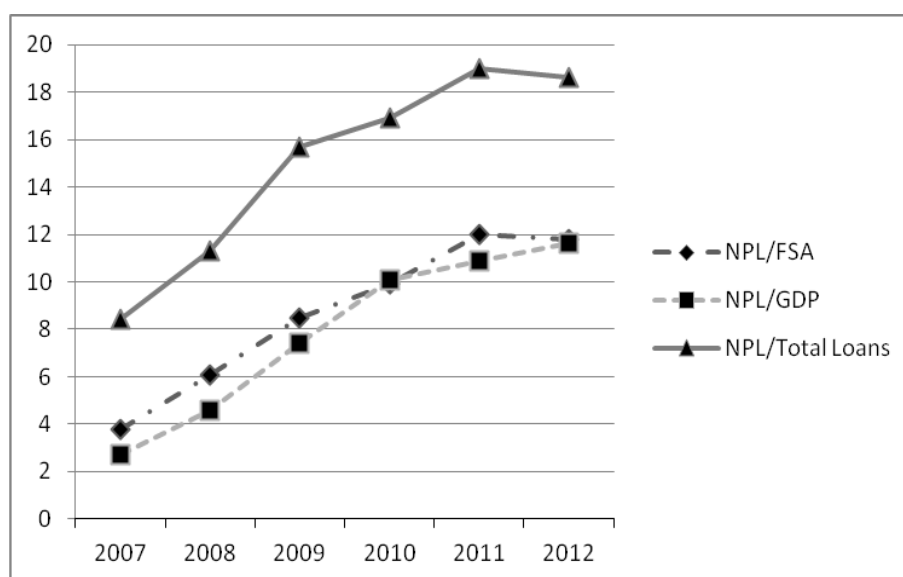
What is particularly worrying is the fact that in the group of CESEE countries, Serbia had the deepest recession (-1.7%) in 2012, although other countries in the region touched another recessionary bottom, indicating that this is a lasting recession with (for now) double bottom we are talking about (Schreiner, 2013, p. 18). In addition, Serbia is the most euro influenced country in this group (Scheiber, 2009, p. 12), which stimulates the growth of NPLs and strengthens the potential of systemic risk.

The presented indicators do not announce systemic banking crisis in the country, because such a crisis involves two conditions: 1) expressed problems in the banking sector (bankruptcy, insolvency) and 2) emergency measures as a response (liquidity assistance, restructuring, nationalization, government guarantees, purchase of assets) which also have to be obtained (Laeven, 2012, p. 4).

To assess the possibility of outbreak of such banking and financial crisis another new synthetic indicator can be used - contagion of the financial sector with non-performing loans (NPLs percentage share in the assets of the financial sector - NPL / AFS). In the period 2007-2011, this indicator grew rapidly from 3.8% (2007), 6.1% (2008), 8.5% (2009), 9.9% (2010) to 12.0% (2011), but has slightly decreased in the last year - 11.8%. It is necessary to bear in mind that the banking assets accounted for over 90% of the assets of the financial sector in these years, which means that the contagion was spreading on assets of the banking sector with roughly the same rate.

Graphical representation of these two new indicators (NPL / AFS and NPL / GDP) and the NPL ratio ($NPL / Loans$) as the most widely used indicator provides visual insight into the correlation and the causal relationship of systemic risk and NPL in Serbia during the period of analysis (2007-2012).

Graph 1 – NPL / AFS, NPL / BDP and NPL / Loans in Serbia



Source: Author calculation based on the World Bank and NBS data.

The table shows that the indicator NPL / GDP measures the level of most accurately macroeconomic infection explaining last year's recession. The indicator NPL / AFS indicates the increase in contagion in the financial sector, which was slightly higher than in the real sector due to the feedback effect. NPL ratio rises more rapidly until the end of the recession in 2009, which was followed by a slowdown that could have fooled the supervisory bodies and lead to the alleviation of prudential measures. The key issue of prudential measures against systemic risk is their exclusive orientation to the banks and the financial sector, while the real sector remains neglected. Therefore, the extension of these measures to the real sector must be considered as the primary innovation

4. Conclusions

This study has proven that non-performing loans are the most important source of systemic risk in the domestic financial system and spread of macroeconomic contagion in Serbia. Using a standard NPL ratio showed the extreme exposure to systemic risk, much higher than in the most affected European countries, such as Greece and Ireland. The difference was too high in comparison with other transition countries in Europe as well. On the other hand, the slow rise in the NPL ratio in 2010 and a slight decrease in 2012 did not correspond with the deterioration of macroeconomic performance of Serbian economy, especially with the decline in output and rising unemployment. This was the reason why this paper defined two new synthetic indicators. To measure the propagation of systemic risk within the financial system we used the indicator – *contagion with of the financial sector non-performing loans* (NPL percentual share in the assets of the financial sector - NPL / AFS), while to assess the potential of systemic risk spillovers to the real sector we used the indicator – *macroeconomic contagion with non-performing loans* (NPL expressed as a percentage of GDP – NPL / GDP). The empirical analysis confirmed that the indicator NPL / GDP measures the level of macroeconomic contagion most accurately, and explains last year's recession.

The growth of the contagion in the financial sector, which happened to be slightly higher than in the real sector due to the feedback effect, expresses the NPL / AFS indicator. The least accurate is the NPL ratio, whose course could fool supervisory bodies and creators of prudential measures. Finally, it can be concluded that the prudential measures in Serbia, as well as in most other countries, are mainly aimed at the banks and the financial sector. This unilateral approach ignores the feedback effect of systemic risk and reversible course of contagion from the real to the financial sector.

5. References

1. Bank of England (2013). Systemic Risk Survey – Survey Results 2013 H1. Bank of England.
2. Beck, R., Jakubik, P. & Piloiu, A. (2013). Non-performing loans: what matters in addition to the economic cycle? *Working papers 1515/2013*. Frankfurt: European Central Bank.
3. BIS (2009). Guidance to Assess the Systemic Importance of Financial Institutions, Markets and Instruments: Initial Considerations. Basel: Bank for International Settlements.
4. Bordo, M. & Haubrich, J. (2010). Credit crises, money and contractions: An historical view. *Journal of Monetary Economics*, 57, 1-18.
5. Browne, F., Llewellyn, D. & Molyneux, P. (Eds.). (2011). *Regulation and Banking after Crisis*. SIERF Study 2011/2. Vienna: SIERF.
6. Brownless, C. & Engle, R. (2011). Volatility, Correlation and Tails for Systemic Risk Measurement. Working Paper. New York University.
7. Buncic, D. & Melecky, (2012). Macroprudential Stress Testing of Credit Risk: A practical Approach for Policy Makers. *Policy research working paper, WPS 5936*. The World Bank.
8. Cao, J. & Illing, G. (2011). Endogenous Exposure to Systemic Liquidity Risk. *International Journal of Central Banking*, June 2011, 7(2), 173-216.
9. Caruana, J. (2010). Systemic risk: how to deal with it? *Other publications*. Basel: Bank for International Settlements.
10. Dijkman, M. (2010). A Framework for Assessing Systemic Risk. *Policy research working paper, WPS 5282*. The World Bank.
11. EBC „Vienna“ Initiative (2012). Working Group on NPLs in Central, Eastern and Southeastern Europe. European Banking Coordination „Vienna“ Initiative.
12. ESRB (2011). *Annual Report 2011*. European Systemic Risk Board.
13. European Parliament (2009). *Defining and Measuring Systemic Risk*. Note, 23 November.
14. Furceri, D. & Zdzienicka, A. (2011). The real effect of economic crises in the European transition economies. *Economics of Transition*, 19(1), 1-25.
15. Group of Ten (2001). *Report on Consolidation in the Financial Sector*. BIS, IMF & OECD.
16. IMF (2010). Systemic Risk and the Redesign of Financial Regulation. In *Global Financial Stability Report*, April 2010, Chapter 2 (pp. 1-27). International Monetary Fund.

17. Klein, (2013). Non-Performing Loans in CESEE: Determinants and Impact on Macroeconomic Performance. *IMF Working Paper*, 72. International Monetary Fund.
18. Laeven, L. & Valencia, F. (2012). Systemic banking crises Database: An Update. *IMF Working Paper*, 12/163. International Monetary Fund.
19. Mishkin, F. (2007). *Money, Banking and Financial Markets*. Eighth edition. Boston: Pearson Addison Wesley.
20. NBS (2013b). *Izveštaj o inflaciji - Maj 2013*. Narodna banka Srbije.
21. NBS (2012). *Godišnji izveštaj o stanju finansijskog sistema 2011*. Narodna banka Srbije.
22. NBS (2013). *Godišnji izveštaj o stanju finansijskog sistema 2012*. Narodna banka Srbije.
23. NBS (2013a). *Bankarski sektor u Srbiji – Izveštaj za IV tromesečje 2012*. April 2013. Narodna banka Srbije.
24. NBS (2013c). *Tromesečni pregled kretanja indikatora finansijske stabilnosti Republike Srbije – Za I tromesečje 2013. godine*. Maj 2013. Narodna banka Srbije.
25. Nkusu, M. (2011). Nonperforming Loans and Macrofinancial Vulnerabilities in Advanced Economies. *IMF Working Paper*, 11/161. International Monetary Fund.
26. Scheiber, T. & Stix, H. (2009). Euroization in Central, Eastern and Southeastern Europe - New Evidence On Its Extent and Some Evidence On Its Causes. *OeNB Working papers*, 159. Oesterreichische Nationalbank.
27. Schreiner, J. (Ed.). (2013). Development in Selected CESEE Countries: Economic Downturn Continues in an Adverse International Environment. *Focus on European Economic Integration*, Q2/13, 8-19. Oesterreichische Nationalbank.
28. Vuković, V. (2011). Banking sector: comparative analysis Serbia vs EU Member states. In J. Andrade, P. Teixeira & M. Radović-Marković (Eds.), *Serbia and the European Union: economic lessons from the new Member states*, Chapter 18 (pp. 282-296). Coimbra (Portugal) : University of Coimbra – Faculty of Economics.
29. World Bank. (2013). World Bank/Data/Financial Sector. Retrived from <http://data.worldbank.org/>

SUMMARY: Non-performing loans (NPL) are the immediate cause of the rapid spread of systemic risk in the banking and overall financial sector in Serbia. Analysis conducted by using a standard NPL ratio showed extreme exposure to systemic risk, much higher than in transitional and developed European countries. Therefore, this paper defines two new synthetic indicators. The first is *the contagion of the financial sector with performing*

loans (the NPL percentual share in the assets of the financial sector –NPL / AFS) that are used to measure the propagation of systemic risk within the financial system. The second is *the macroeconomic contagion with non-performing loans* (the NPL expressed as a percentage of GDP – NPL / GDP) used for the assessment of systemic risk potential of spillover to the real sector. Empirical analysis confirmed that the new indicators measure the potential of systemic risk and its impact on macroeconomic performance more accurately.

REZIME: Problematični krediti (NPL) su neposredan uzrok brzog širenja sistemskog rizika u bankarstvu i celokupnom finansijskom sektoru Srbije. Analiza pomoću standardnog NPL racia pokazivala je ekstremnu izloženost sistemskom riziku, mnogo veću nego u tranzicionim i razvijenim evropskim zemljama. Zato su u ovom radu definisana dva nova sintetička pokazatelja. Prvi je *zaraženost finansijskog sektora problematičnim kreditima* (procentualni udeo NPL u aktivi finansijskog sektora ili NPL/AFS), za merenje propagacije sistemskog rizika unutar finansijskog sistema. Drugi je *makroekonomska zaraženost problematičnim kreditima* (NPL iskazani u procentima BDP ili NPL/BDP), za procenu potencijala preliivanja sistemskog rizika na realni sektor. Empirijska naliza je potvrdila da novi pokazatelji preciznije mere potencijal sistemskog rizika i njegov uticaj na makroekonomske performanse.

DEMAND AND SUPPLY OF INVESTMENT BANKING SERVICES IN SERBIA*

Abstract

The aim of this paper is to study demand and supply of investment banking services in Serbia. The motif stems from the importance of these services for the growth of real and financial investment and promotion of economic development. In addition, in the times of the global financial crisis, investment banking services may provide the impulse to faster recovery in transition economies such as ours. Analyzed services in Serbia are provided by authorized and custody banks, which represent the organizational unit of domestic banks. Services related to securities are also provided by other investment firms, such as broker-dealer companies. Institutional framework for performing these tasks is consisted of relevant laws and institutions (Securities and Exchange Commission, Central Registry and the National Bank). Current regulatory environment for these activities was introduced last year, when the implementation of new Capital Market Law (2011) started. Demand for investment banking services has been declining since 2009, when the global financial crisis spilled over into the local economy. However, the primary cause for the decline in demand is the reduced market material due to the exhaustion of privatization shares and termination of issuing corporate debt securities. Along with the decline in demand, number of investment firms decreased - providers of these services, although the number of individual brokers, portfolio managers and investment advisers has been rising from year to year. Summary of the analyzed results is given in the conclusion part, with the general assessment that the demand for these services is not low due to their inadequate offer, but because of the lack of equity and debt securities that would attract foreign and domestic investors.

Key words: investment banking services, authorized banks, custody banks, securities, investors, funds, stock exchange, broker-dealer companies.

* *Economic sciences on the crossroad*, Institute of Economic Sciences Belgrade, 2013, pp.321-332.

1. Introduction

Systematization of investment banking services is primarily determined by the definition of the investment banking concept. Some of concise definitions emphasize *that both investment banks trade securities help corporations issue securities by guaranteeing a price for the securities and then selling them* (Mishkin, 2012). According to the second, broader definition, *investment banking includes securities for universal banks and specialized investment banks. Broader meaning of investment banking in market conditions means the asset management, variety of funds and comprehensive financial management* (Vukovic, 2006).

Specialized investment banks are most common in the United States, while providing investment banking services within universal banks is characteristic for Europe. Of course, the European regulations and practices are also applied in Serbia. The similarity is understandable if one takes into account not only the geographical origin, but the fact that most of the domestic banking sectors are subsidiaries of European banking groups.

Definition and scope of investment banking have changed over time. Therefore we can distinguish “traditional investment banking” and “new businesses”. *The central investment banking function is the generation and the retailing of price-relevant information. Traditionally, ‘investment banking’ refers to advisory functions that rest upon the provision and interpretation of this type information¹ ...Traditional investment banking generates fees from a corporate client base. Asset management and securities services use the information networks of traditional investment banking to generate fees from an investor client base. These are relatively new businesses, which reflect the increasing importance of institutional investors and the aging population* (Morrison & Wilhelm, 2008). Differences in the systematization of investment banking services were not essential, but are caused by the point of view and objectives of specific analyses.

¹ *This type of advice is provided to firms and government organizations that wish to raise funds in the securities markets; to corporations that aim to purchase another firm’s securities in order to control it; and to corporations that need to renegotiate with security holders, and to restructure their liability structure, generally in order to avoid bankruptcy.* Morrison & Wilhelm, 2008.

Among the most common is the distinction between “investment banking” “asset management” and “trading”.²

According to a recent European (German) study *investment banking activities represent financial intermediation (financial advisory, primary market, secondary market), proprietary trading, research, strategy* (Schroder et al, 2012).

Finally, we can state the last year’s definition of High-Level Expert Group on reforming the structure of the EU banking sector, according to which *investment banking activities include sales and trading, market-making, underwriting, risk management, etc.* (Liikanen et al, 2012).

Domestic institutional framework with regulatory environment determines financial instruments, investment firm (intermediaries and investors), the rules of their business, the functioning of markets, regulatory and supervisory institutions, and other relevant elements. Since the exhaustive classification of investment banking services in Serbia is given in the Law on Capital Market, the next section is devoted to the institutional framework.

Demand for investment banking services was analyzed using two different groups of data: the first consists of the data on total turnover by type of securities and of securities turnover on BSE (Belgrade Stock Exchange) and OTC and the other one is consisted of the participation of foreign investors (in percent). We analyzed the period 2007-2012, because it is useful to compare trends before and during the crisis. The primary data source of data was the Securities and Exchange Commission, Republic of Serbia.

Demand for these services can be measured by means of investment banking propensity indicator. Some of these indicators were used in this analysis.

² With respect to products and services, the activities of full-service investment banks can be broadly categorized into three: (1) investment banking, which is primarily mergers and acquisitions advisory services, and securities underwriting (“investment banking”); (2) asset management and other securities services (“asset management”); and (3) trading and principal investments, including broker/dealer activities and proprietary trading (“trading”). Rhee, 2010.

However, most of them are not included in the local statistics or they represent the activities that are not yet present in the domestic practice.³

Supply of the investment banking services were researched by using the number of authorized and custody banks, broker-dealer companies and brokers, members of BSE, portfolio managers and investment advisers, investment funds and management companies, voluntary pension funds and management companies, and members of the Central Registry (CSD and clearing House).

In the final section the main findings of this analysis were presented, the assessment of perspective investment banking services in Serbia and their potential impact on economic development.

Consequently, after this Introduction (1) below, follow the Institutional Framework (2) Demand for investment banking services (3), Supply investment banking services (4), and Conclusion (5).

2. Institutional framework

Narrow institutional framework investment of banking services in Serbia is based on the laws that regulate these types of services, operations of authorized and custody banks and other investment firms, security market functioning, and the activities of regulatory and supervisory institutions. In this group, the most important laws are Law on the Capital Market⁴ and Rulebook on custody bank activities.

³ *Investment banking propensity indicator - 1. Corporate Finance: I) Number of Enterprises. II) Number of M&A Operations as Buyer. III) Number of M&A Operations as Seller. 2. Capital Markets: IV) Stock Volatility. V) Bond to Stock Ratio. VI) Number of buy back operations. 3. Private Equity: VII) Percentage of capital held by Financial Intermediaries.* Giovannini et al, 2010.

⁴ *The problem was a regulative of the capital market and money market, defined by the previous Law on the Market of Securities and other Financial Instruments (2006). The Securities Commission pointed out to the (pre) regulation of "the game rules" on the capital market and (sub) regulation of other segments (e.g. the closing of OTC), then a small number of securities, as well as the lack of complete transparency, especially about the liquidity (SEC, 2011). Along the need to correct the flaws, it was necessary to harmonize the domestic legislation in this area with the EU regulatory framework. That is the reason why there was a completely new law (Vuković and Minović, 2012).*

Broader institutional framework includes the laws, which regulate the operations of banks (credit institutions), companies, institutional investors (investment funds, voluntary pension funds and their management companies), foreign exchange operations, payment transaction, etc.

The most accurate definition of investment banking services is provided in the new Law on Capital Market. *Investment services and activities relating to any of the financial instruments means: (1) Reception and transmission of orders in relation to purchase and sale of financial instruments; (2) Executions of orders on behalf of clients; (3) Dealing on own account; (4) Portfolio management; (5) Investment advice; (6) Underwriting of financial instruments and/or placing of financial instruments on a firm commitment basis; (7) Services pertaining to placing of financial instruments without a firm commitment basis; (8) Operation of Multilateral Trading Facilities (Article 2).*

In addition to basic investment services, ancillary services associated with investment banking are defined by this law. *Ancillary services means: (1) Safekeeping and administration of financial instruments for the account of clients, including custodianship and related services such as cash / collateral management; (2) Granting credits or loans to an investor to allow him to carry out a transaction in one or more financial instruments, where the firm granting the credit or loans is involved in the transaction; (3) Advice to companies on capital structure, industrial strategy and related matters and advice and services relating to mergers and the purchase of companies and similar issues; (4) Foreign exchange services where these are connected to the provision of investment services; (5) Investment research and financial analysis or other forms of general recommendation relating to transaction in financial instruments; (6) Services related to underwriting; (7) Other investment services and activities (Article 2).*

The above mentioned normative systematization of investment services and activities, as well as ancillary services is in accordance with the relevant regulations in the advanced economies, especially Europe. The same applies to investment firms (authorized and custody banks, broker-dealer companies), as well as the activities and powers of the regulatory and supervisory institutions

(SEC, Central Registry).⁵ The broader institutional framework is also appropriate to the EU legislation.

3. Demand for investment banking services

Demand for investment banking services in Serbia can be analyzed on the basis of available data on the total turnover by type of securities, turnover of securities on BSE (Belgrade Stock Exchange) and OTC, and participation of foreign investors (in percent). In addition to these data, the number of transactions is monitored too, but the indicator is not relevant to this global analysis. Other information on the investment banking services and activities are not statistically recorded.

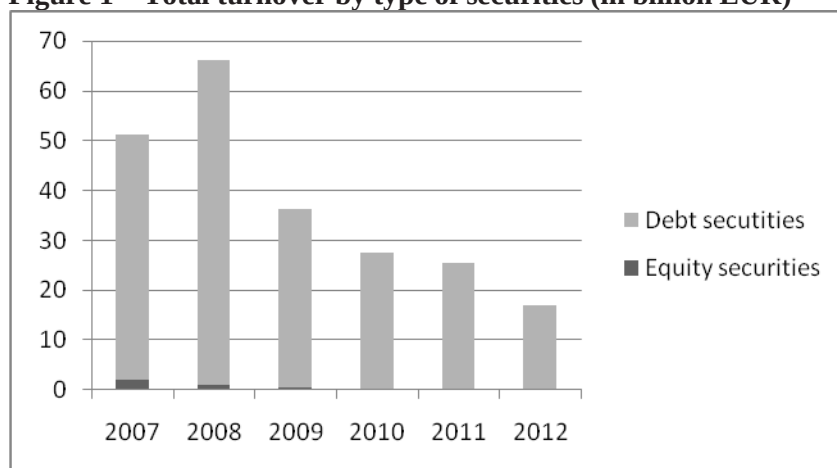
Data from different sources are presented in the annual reports of the Securities and Exchange Commission, Republic of Serbia, which are therefore the primary source of data. We used the data exclusively denominated in EUR, not in RSD, to eliminate the impact of domestic inflation on nominal amounts. The analysis covers the period from 2007 to 2012, which allows a comparison of the scope and structure of turnover before and during the crisis.

Total turnover of all types of securities reached a maximum 66.1 billion EUR in 2008 and then continuously declined (Figure 1). In 2012, total turnover dropped to 16.9 billion EUR, which is 3.9 times smaller even than the record-breaking 2008.⁶

⁵ Domestic specificity is represented by the unusually wide authorities of National Bank of Serbia (NBS), the regulator and supervisor of almost whole financial sector, excluding investment funds, broker-dealer companies and stock exchange.

⁶ It is necessary to bear in mind that the global financial crisis spilled over in Serbia in 2009, as in many other European transition countries.

Figure 1 – Total turnover by type of securities (in billion EUR)

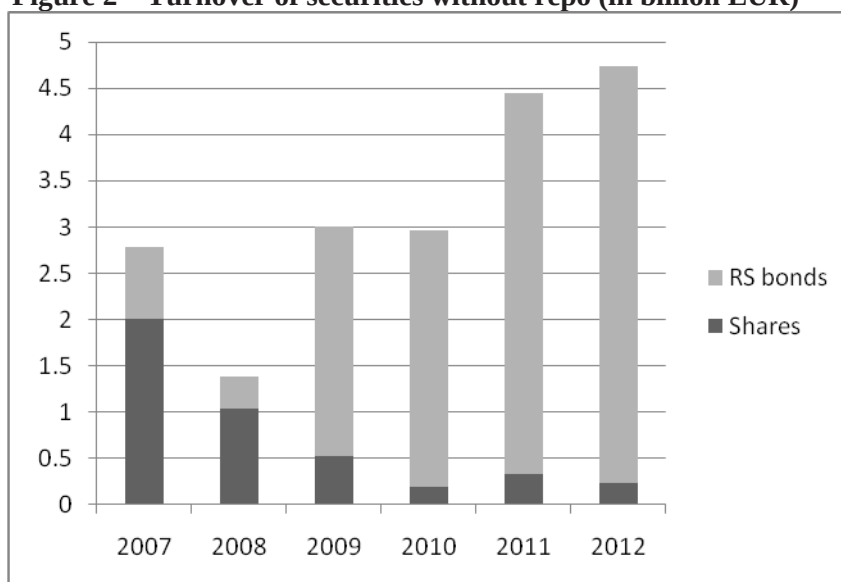


Source: SEC

At first glance, it can be noticed that debt securities dominated in the total turnover. The share of these securities increased from 96.1 % in 2007 to as much as 99.3 % in 2010. Over the last two years this share has been stabilized at 98.7 % and 98.6 % respectively. Therefore, it can be indirectly inferred about the structure of performed investment banking services. However, by the number of transactions the situation is quite opposite - 86.6 % average of all transactions related to equity securities, although they accounted for only 1.7 % average annual total turnover.

A partial answer is provided by the structure of debt securities, where repo securities of NBS had a predominant share. These securities accounted for approximately 88% of total annual turnover of all types of securities. At the same time, repo securities are negligible part in the total number of transactions - 0.7 % a year on average. Bearing in mind that they are two-week (2W) repo transactions, which by definition do not belong to the capital market, the most appropriate is to exclude them from further analysis. Turnover of securities without repo is shown in the following Figure 2.

Figure 2 – Turnover of securities without repo (in billion EUR)



Source: SEC

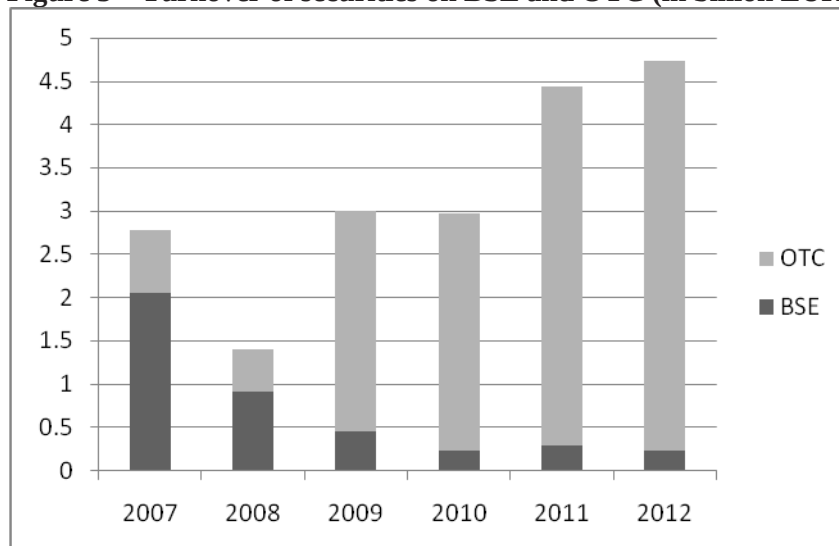
The movement of the turnover of securities (RS shares and bonds) was completely different from the repo securities dynamics - minimum was recorded in 2008 (1.4 billion EUR), and a maximum in 2012 (4.7 billion EUR). However, the average annual turnover was a modest 3.2 billion EUR, which is little compared to GDP. It is clear that the increase in turnover was fueled by the government borrowing, because the RS bonds were the only debt securities. On the other hand, the market share has declined since 2007, when it was 2 billion EUR. The lowest level was recorded in 2010 – negligible 0.2 billion EUR. Last year and year before last, the turnover increased to some extent, but it has not recovered.⁷

Declining of already low turnover, as well as the failure to issue corporate debt securities, implies the reduction in demand for the investment banking services.

⁷ Domestic market of equity securities is still based on privatization shares. The owners of these shares are the insiders, who received them either free or with a large discount. Buyers of these shares are not interested in dividends, but exclusively for taking over these companies, which leads to accelerated market emptying.

Furthermore, data on the turnover of securities on BSE and OTC can be also seen (Figure 3).

Figure 3 – Turnover of securities on BSE and OTC (in billion EUR)



Source: SEC.

Most of the turnover shares and RS bonds (series A) in 2007 was made on BSE (73.7 %). With the decline of turnover shares in the following years, the share of turnover on the BSE, dropped to the minor 4.6 % (0.22 billion EUR) in 2012.

Table 1 – Participation of foreign investors (in %)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012
FIT	40.4	42.1	32.4	33.2	39.7	37.2
FIS	42.8	45.4	38.7	38.8	43.7	42.8
FIB	17.8	14.9	10.0	10.9	5.7	10.6

Source: SEC.

Decline in the turnover on BSE would have been even higher without the participation of foreign investors (Table 1). Their participation in the total value of the turnover (FIT) amounted to 37.5 % per year on average, while the trading

shares (FIS) reached 42 % on average. Participation in the bonds trading (FIB) was only 11.7 % on average and related solely to the RS bonds series A. It is undisputed that this was not the indifference of foreign investors, but the lack of quality equity and debt securities.

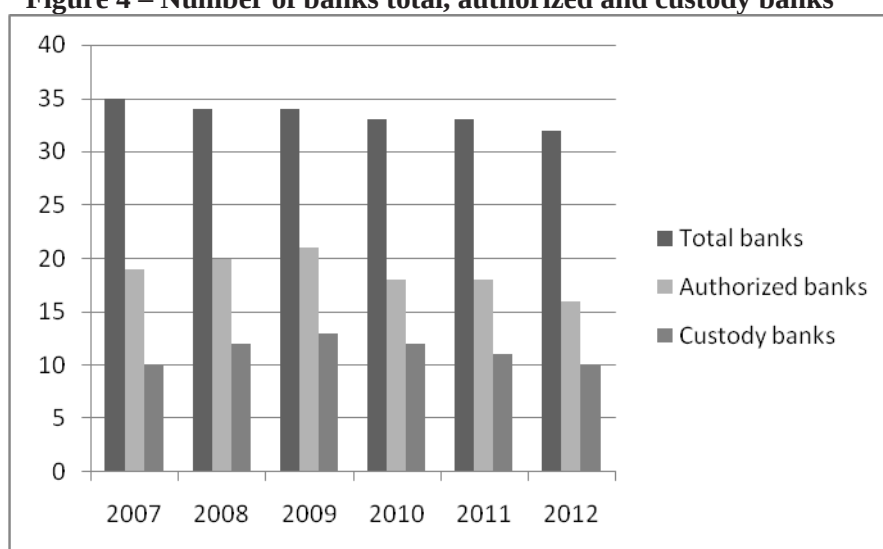
Inertia in issuing securities is shown by the data on approved financial instruments with public offering - four in 2011 and one in 2012, the total value of less than 5 million EUR (SEC, 2012). Issuers of these securities were banks and one insurance company, which apparently had an obligation to increase capital.

At the end of this analysis, it can be concluded that the demand for the investment banking services began to decline before the global financial crisis spilled over into Serbia (2009).

4. Supply of investment banking services

The research of supply investment banking services is primarily focused on the movement of the number of authorized and custody banks and their relation to the total number of banks. In addition, we analyzed the number of broker-dealer companies and brokers, members of BSE, portfolio managers and investment advisers, investment funds and management companies, voluntary pension funds and management companies, and members of the Central Registry (CSD and Clearing House).

Figure 4 – Number of banks total, authorized and custody banks



Sources: SEC&NBS.

Figure 4 shows, that the number of authorized (21) and custody (13) banks reached their maximum in 2009. Over the next three years the number of these banks, and specialized units, has been declining faster than the total number of banks. Consequently, the relative share of authorized banks was reduced from 62% to 50 %, while the share of custody banks declined from 38% to 31%.⁸ Reducing the number of banks that provide investment banking services had no effect on the demand of these services, because the supply in banks which offer these services still exceeds the needs of customers on the demand side.

Number of broker-dealer companies was reduced much faster than the number of authorized and custody banks (Table 2).

⁸ Profitability of the investment banking motivated the growth of the number of banks which, provide the investment services worldwide, long before the outbreak of Global financial crisis. *Profits in investment banking out distance those of all other financial services providers, including commercial banks* (Litan, 1988).

Table 2 – Broker-dealer companies and brokers

	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Broker-dealer co.	74	72	61	51	42	35
Brokers	983	1,066	1,091	1,096	1,114	1,126

Source: SEC.

The maximum number of broker-dealer companies was registered in 2007 - even 74, and finally in 2012 was less than half – 35. Simultaneously, the number of brokers increased from 983 to 1,126. It is obvious that the existing number of broker-dealer companies can satisfy higher demand for their services from the current.

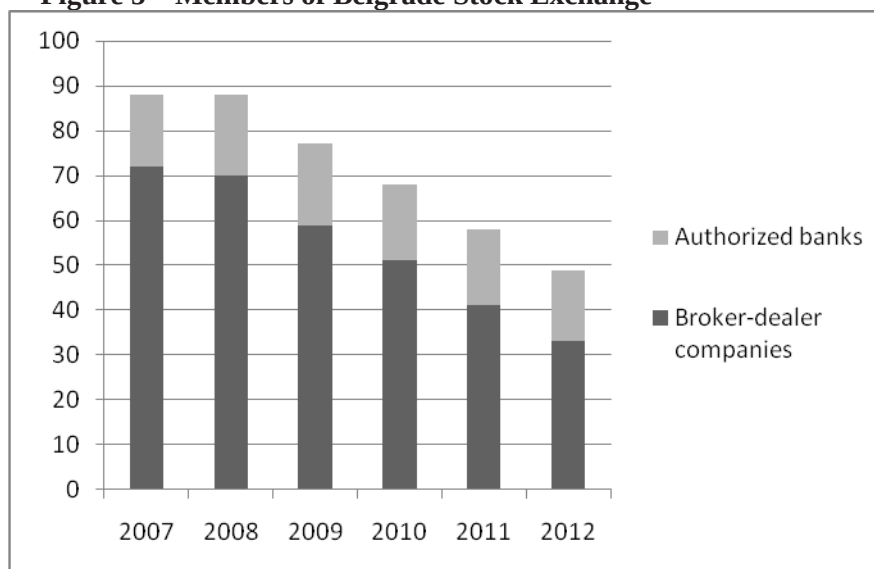
Table 3 – Portfolio managers and investment advisers

	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Portfolio managers	40	86	113	126	127	127
Investment advisers	11	20	34	37	41	42

Source: SEC.

During the period the number of portfolio managers multiplied (three times) and investment advisers (four times). The number of licensed portfolio managers and investment advisers is evident enough to meet the rapidly growing demand of these services.

Reducing of the Members of Belgrade Stock Exchange since 2008 (from 88 to 49) also reflects the global financial crisis in Serbia (Figure 5).

Figure 5 – Members of Belgrade Stock Exchange

Source: SEC.

The most stable part of the membership of BSE have been authorized banks, whose number decreased slightly - from 18 (2008) to 16 (2012). A major factor in reducing the members of BSE had the broker-dealer companies, whose share fell from 72 (2007) to 33 (2012). However, the reduction of members is not the cause of the decline of securities turnover on BSE, but its consequence. The potential supply of remaining registered intermediaries on BSE may meet several times higher turnover volume and number of transactions.

For this analysis, the number of institutional investors is indicative - investment funds and voluntary pension funds, as well as their management companies. Delayed normative regulation of these funds and the short history of their business inevitably influenced their number before and during the crisis in Serbia.

Number of investment funds has been doubled during the analyzed period - from 10 (2007) to 20 (2012), which was mainly due to the open-end funds (Table 4). At the same time, unusually low proportion of closed-end funds (the only one left in 2012) and private funds (three still active) can be seen. This gap can be explained by the lack of high-quality securities, especially new issues. The inevitable impact of the global financial crisis and in this case was of secondary importance.

Table 4 – Investment funds and management companies

	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Management co.	10	15	11	9	8	6
Investment funds	10	16	17	21	20	20
- open-end funds	10	14	14	16	15	16
- closed-end funds	0	2	2	2	3	1
- private funds	0	0	1	3	2	3

Source: SEC.

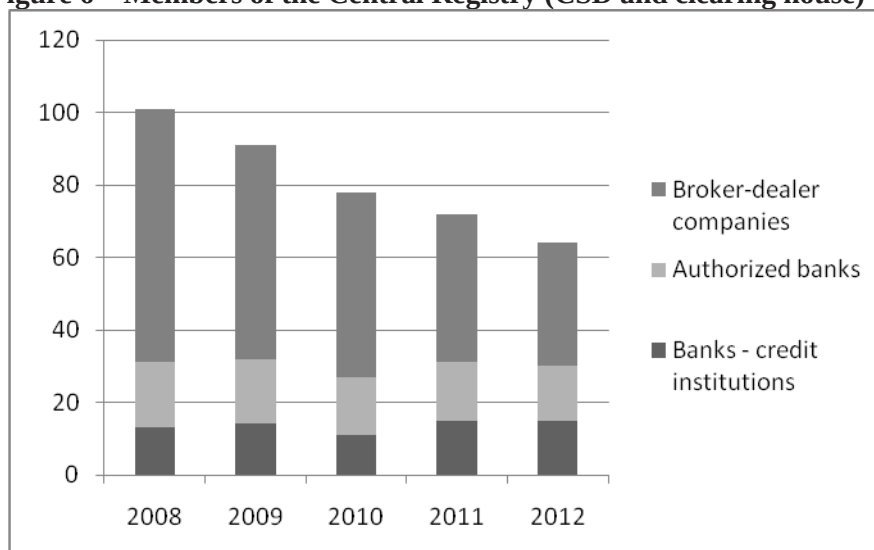
A visible decrease in the number of management companies did not affect the organization, establishment and management of investment funds. The same applies to the management companies dealing with voluntary pension funds (Table 5). It is interesting that despite the crisis, one voluntary pension fund was established in 2011, so that at the end of last year there were 11 such funds.

Table 5 – Voluntary pension funds and management companies

	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Management companies	7	9	9	6	6	5
Voluntary pension funds	7	10	10	10	11	11

Source: SEC.

Members of the Central Registry (CSD and Clearing House) declined much more slowly than members of BSE - from 101 (2008) to 64 (2012) members (Figure 6). Membership fall was slower, mainly due to a relatively stable membership of authorized banks (15 at the end of 2012) and banks - credit institutions (also 15 at the end of 2012). The largest decrease in the number of members registered in the CR was registered in broker-dealer companies. From 2008 to 2012 the number of members from this group was for a half less (70 to 34), in proportion to the reduction in the number of these companies in the market. However, this did not have a negative impact on the effective functioning of the Central Registry.

Figure 6 – Members of the Central Registry (CSD and clearing house)

Source: SEC.

Analyzed changes in the number of authorized and custody banks, broker-dealer companies and brokers, portfolio managers and investment advisers, members of BSE, investment funds and voluntary pension funds and their management companies, and members of the Central Registry indicate a decrease in the number of investment firms. However, this did not decrease the supply of investment banking services, since the capacities of active firms, as well as the number of brokers, portfolio managers and investment advisers can satisfy the increasing demand for multiple domestic and foreign investors for these services in Serbia.

5. Conclusion

Adoption of the new Law on Capital Market (2011), in force since 2012, rounded to the institutional conditions for the effective performance of investment banking services in Serbia. These services are performed in the specialized units of local banks, which have the status of authorized and / or custody banks. Locating these services within universal banks, according to the European experience, provides benefits for all clients (Schildbach, 2012), including corporate lending as their

integral part (Steenis et al, 2011). In particular, demand from SMEs for an investment banking product is emphasized (Proskurovska 2012). It also highlights the importance of technological progress, which has revolutionized the investment banking since the 1970s (Morrison & Wilhelm, 2007).

It is obvious that domestic banks with specialized organizational units can provide appropriate services not only for SMEs but also large international companies and institutional investors. It is also undisputed that the qualified employees in the authorized domestic and custody banks use modern technology like their main banking groups in the EU.

Demand for investment banking services is generally based on the performance of banks specialized in their provision.⁹ This also means issuing quality securities in the primary market and their sales in the secondary market. These assumptions are not met in Serbia, because the only securities in Serbia are privatization shares¹⁰ and government bonds.

Using turnover by type of securities as an indicator, the analysis has shown that the demand for investment banking services began to decline before the global financial crisis spilled over into Serbia (2009). Relatively high participation of foreign investors only smoothed the decline in demand for these services.

Supply of the investment banking services measured by the number of authorized and custody banks, broker-dealer companies and brokers, members of BSE, portfolio managers and investment advisers, and members of the Central Registry, has been continually declining since 2008. However, these trends have not reduced supply of the investment banking services. The capacity of active firms as well as the number of brokers, portfolio managers and investment advisers can satisfy increasing demand for domestic and foreign investors for its services in Serbia.

⁹ *The demand for investment banking advising and distribution services based on an informational asymmetry between an issuer of new securities and an investment banker. The investment banker is better informed about the capital market than is the issuer of the securities (Baron, 1982).*

¹⁰ *Privatizations have dramatically increased the number of shareholders; large numbers of shareholder are not a stable ownership structure (Megginson et al, 2000).*

Finally, the conclusion is that domestic investment banking services cannot provide a significant contribution to the revival of the capital market and economic recovery where *the bank credit is the most important financing channel for Serbia's private sector* (IMF, 2013). Therefore, *Foreign Investor's Guides* (NBS, 2012) are not of a significant help. Foreign and domestic investors can be attracted only by issuing high-quality securities with competitive yield rates.

References

- Baron, D. (1982). A Model of the Demand for Investment Banking Advising and Distribution Services for New Issues. *The Journal of Finance*, 4/1982: 955-976.
- Giovannini, R., Capizzi, V., Chiesi, M. (2010). Investment Banking Services: Ownership Structures, Financial Advisory and Corporate Governance Models. *International Journal of Business Administration*, 1/2010: 49-63.
- IMF (2013). Republic of Serbia: Article IV Consultation – Selected Issues paper. *IMF Country Report*, 13/207, July 2013. International Monetary Fund.
- Liikanen, E. et al (2012). *Final Report*. High-level Expert Group on reforming the structure of the EU banking sector.
- Litan, R. (1988). Reuniting Investment and Commercial Banking. *Cato Journal*, 3/1988: 803-821.
- Mishkin, F. (2012). *Macroeconomics: Policy and Practice*. Global Edition. Essex (England): Pearson Education & Addison-Wesley.
- Morrison, A., Wilhelm, W. (2007). Investment Banking: Past, Present, and Future. *Journal of Applied Corporate Finance*, 1/2007: 8-20.
- Morrison, A., Wilhelm, W. (2008). *Investment Banking: Institutions, Politics, and Law*. Oxford University Press, New York.
- NBS (2012). *Foreign Investor's Guide: How to invest in the Serbian financial market*. National Bank of Serbia.
- NBS (2013). *Banking Supervision – Fourth Quarter Report 2012*. National Bank of Serbia.
- Proskurovska, V. (2012). *European Banking sector: Facts and Figures 2012*. European Banking Federation, Brussels.
- Rhee, R. (2010). The Decline of Investment Banking: Preliminary Thoughts on the Evolution of the Industry 1996-2008. *Journal of Business & Technology Law*, 1/2010: 75-98.
- Schildbach, J. (2012). Universal banks: Optimal for clients and financial stability. *DB Research - Current Issues*, November 20, 2012: 1-22.
- Schroder, M. Et al (2012). *The Role of Investment Banking for the German Economy*. Dokumentation Nr. 12-01. ZEW, Mannheim.

- SEC (2007). *Izveštaj o radu Komisije za hartije od vrednosti Republike Srbije i kretanjima na tržištu hartija od vrednosti u Republici Srbiji u 2006. godini*. Securities Commission Republic of Serbia.
- SEC (2008). *Izveštaj o radu Komisije za hartije od vrednosti Republike Srbije i kretanjima na tržištu hartija od vrednosti u Republici Srbiji u 2007. godini*. Securities Commission Republic of Serbia.
- SEC (2009). *Izveštaj o radu Komisije za hartije od vrednosti Republike Srbije i kretanjima na organizovanom tržištu kapitala u Republici Srbiji u periodu: januar – decembar 2008. godine*. Republic of Serbia - Securities Commission.
- SEC (2010). *Izveštaj o radu Komisije za hartije od vrednosti Republike Srbije i kretanjima na organizovanom tržištu kapitala u Republici Srbiji u periodu: januar – decembar 2009. godine*. Republic of Serbia - Securities Commission.
- SEC (2011). *Izveštaj o radu Komisije za hartije od vrednosti Republike Srbije i kretanjima na organizovanom tržištu hartija od vrednosti u Republici u periodu: januar – decembar 2010. godine*. Republic of Serbia - Securities Commission.
- SEC (2012). *Izveštaj o radu Komisije za hartije od vrednosti Republike Srbije i kretanjima na tržištu kapitala u Republici Srbiji u periodu: januar – decembar 2011. godine*. Republic of Serbia - Securities Commission.
- SEC (2013). *Izveštaj o radu Komisije za hartije od vrednosti Republike Srbije i kretanjima na tržištu kapitala u Republici Srbiji u periodu: januar – decembar 2012. godine*. Republic of Serbia - Securities Commission.
- Steenis, H., Moynihan, E. et al (2011). Wholesale & Investment Banking Outlook. *Morgan Stanley Blue Paper*. Morgan Stanley & Oliver Wyman, 23 March 2011: 1-31.
- Vuković, V. (2006). Investiciono bankarstvo u Srbiji – regulative, rezultati i perspektiva. *Računovodstvo*, 1-2/2006: 130-136.
- Vuković, V., Minović, J. (2012). Needs and possibilities for enhancement of Serbian financial markets. Chapter 7 in: *Managing structural changes: trends and requirements*. Faculty of economics of the University of Coimbra, Portugal, 2012: 129-147.
- Official the Belgrade stock exchange (BSE), www.belex.rs.
- Official the National Bank of Serbia (NBS), www.nbs.rs.
- Official the Securities Commission (SEC) Republic of Serbia, www.sec.gov.rs.

STRUKTURA INVESTICIJA U SRBIJI: INDUSTRIJA vs. FINANSIJE*

Sažetak

Osnovni motiv ovog istraživanja sektorske strukture investicija je utvrđivanje i objašnjenje relativnog odnosa ulaganja u realni i finansijski sektor privrede, kao neposrednog uzroka smanjivanja udela industrije u agregatnoj proizvodnji. Cilj je određen širim kontekstom analize procesa deindustrijalizacije u Srbiji, odnosno istoimenim projektnim zadatkom. Promene ekonomske strukture investicija i posledični fenomen deindustrijalizacije komparativno su analizirani, pri čemu su korišćena iskustava evropskih tranzicionih ekonomija, ali i ekonomski razvijenih zemalja, pre svega članica EU. Prvo je razmotren značaj sektorske strukture investicija za ekonomski razvoj. Zatim je objašnjeno metodološko razlikovanje investicija u realni i finansijski sektor od realnih i finansijskih investicija. U nastavku su analizirane mikroekonomske i makroekonomske determinante sektorske strukture investicija, kao i njihov uticaj na očekivanja investitora i odlučivanje o investicijama. Nakon toga su utvrđene promene strukture investicija, izazvane razlikama u dinamici investicija po sektorima. Zbog heterogenosti realnog sektora fokusirana je industrija, kao idealan reprezent, s jedne, i finansijski sektor, s druge strane. Ispitivanju efekata dosadašnjih strukturnih promena posvećen je poseban deo rada. Na kraju su sistematizovani najvažniji nalazi sprovedenog istraživanja i date preporuke praktičnih aktivnosti i mera ekonomske politike. Otuda je proistekao i sadržaj rada: Uvod (1), Metodološki okvir (2), Determinante sektorske strukture investicija (3) – Mikroekonomske determinante (3.1), Makroekonomske determinante (3.2), Očekivanja investitora i odlučivanje o investicijama (4), Promene strukture investicija (5), Efekti strukturnih promena (6) i Zaključak (7).

Ključne reči: investicije, industrija, realni sektor, finansijski sektor, strane direktne investicije, grinfild investicije, deindustrijalizacija.

* *Deindustrijalizacija u Srbiji*, Institut ekonomskih nauka – Beograd, 2014, str. 421-450.

INVESTMENT STRUCTURE IN SERBIA: INDUSTRY vs. FINANCE

Summary

The basic motive of the sectoral structure of investments research is the identification and explanation of the relative investment ratio of the real and the financial economy (?) sector, as well as the immediate cause of reducing the industry share in aggregate production. The goal is defined by the larger context of the analysis process of de-industrialization in Serbia, i.e. the project assignment with the same name. Changes in the economic structure of investment and consequential phenomenon of de-industrialization are comparatively analyzed, where experiences of European transition countries were used as well as of the economically developed countries, primarily the EU member states. The importance of the sectoral structure of investments for economic development is reviewed first and in addition the methodological investment distinction in the real and financial sector of the of the real and financial investments, are explained. Below are the analyzed microeconomic and macroeconomic determinants of investments sectoral (?sectorial-V.V?) structure, as well as their impact on the investors' expectations and investment decision-making. Thereafter, the changes in the investment structure are identified, which are caused by the differences in the pace of investment, by sectors. Due to the heterogeneity of the real sector, the industry is focused as an ideal representative on one hand, and the financial sector, in the other. The special part of this paper is dedicated to examining the effects of past structural changes. In the end, the most important conducted research findings are systematized and recommendations of practical activities and measures of economic policy are given. Hence the content of this paper as a result: Introduction (1), Methodological Framework (2), Determinants of Sectoral Structure of Investments (3) – Microeconomic Determinants (3.1), Macroeconomic Determinants (3.2), Investors Expectations and Investment Decision-Making (4), Changes in Investments Structure (5), The Effects of Structural Changes (6), and Conclusion (7).

Keywords: *investments, industry, real sector, financial sector, foreign direct investments, greenfield investments, deindustrialization.*

*Iskustvo nam ne pruža nikakve nesumnjive dokaze da se ona **investiciona politika** koja je **društveno korisna** slaže s investicionom politikom koja donosi **najveći profit**.*

Kejnz, *Opšta teorija zaposlenosti, kamate i novca* (2013: 155).

1. Uvod

Proces deindustrijalizacije ima dva neposredna uzroka. Prvi je opadanje neto investicija u industrijska preduzeća, postojeća ili nova - **smanjeno investiranje**. Drugi je smanjivanje obima proizvodnje, zastarevanje opreme i gašenje starih industrijskih preduzeća - kraće, **deinvestiranje**, odnosno izostanak neto investicija i pad bruto investicija ispod nivoa amortizacije. Ovaj rad je posvećen istraživanju smanjivanja investicija u industriju, kao uzroka deindustrijalizacije.¹ Razlike u dinamici sektorskih investicija imaju za posledice promene njihovih proporcija, odnosno ekonomske strukture investicija. Zato je analiza sektorske strukture zasnovana na istraživanju dinamike investicija ukupne privrede i posmatranih sektora. Posebno je ispitan relativni odnos investicija u industriju, kao reprezentu realnog sektora, i investicija u finansijski sektor, kao njihovog antipoda. Za potrebe ove analize, determinante sektorske strukture investicija razvrstane su u dve grupe: mikroekonomske i makroekonomske. U nastavku je razmotren uticaj očekivanja investitora i odlučivanje o investicijama na promene strukture investicija. Efekti dosadašnjih strukturnih promena ispitani su poređenjem direktnih i indirektnih sektorskih učinaka. Preporuke praktičnih aktivnosti i mera ekonomske politike čine finalni deo rada. Skiciranom istraživačkom postupku prilagođen je sadržaj ovog teksta: Uvod (1), Metodološki okvir (2), Determinante sektorske strukture investicija (3) – Mikroekonomske determinante (3.1), Makroekonomske determinante (3.2), Očekivanja investitora i odlučivanje o investicijama (4), Promene strukture investicija (5), Efekti strukturnih promena (6) i Zaključak (7).

¹ **Industrija** u ovom radu označava sektor industrijske proizvodnje (*manufacturing sector* - *manufacturing*) ili samo sektor industrije (*industry sector*), za razliku od popularnog strukturalističkog pojma industrije, kao skupa preduzeća iste ili slične delatnosti i njihovih tržišta (otuda, naprimer, industrija osiguranja, industrija usluga, hotelska industrija, lizing industrija, bankarska industrija, itd.). Prema aktuelnoj domaćoj klasifikaciji delatnosti, usklađenoj sa međunarodnim definicijama, pojam industrija je sadržan samo u nazivu za prerađivačku industriju. Industrija se takođe može razvrstati na proizvodnju trajnih dobara (*durable goods*) i potrošnih dobara (*nondurable goods*).

2. Metodološki okvir

Deindustrijalizacija pre svega označava proces relativnog zaostajanja industrijskih kapaciteta (fiksni fondovi) u odnosu na proizvodne mogućnosti celokupne privrede. Stagnacija i apsolutno smanjivanje raspoloživih sektorskih kapaciteta predstavlja teži oblik deindustrijalizacije.

Osnovni indikator ovog procesa je opadanje relativnog udela industrijske proizvodnje u bruto domaćem proizvodu (BDP), kao zakonomerna posledica sporijeg rasta industrije od ukupne privrede. Teorijski je moguće da relativno učešće industrije u agregatnoj proizvodnji ostane isto ili čak poraste uprkos padu njenog proizvodnog učinka, pod pretpostavkom da je proizvodnja neindustrijskih sektora opadala još brže. Međutim, produžena globalna recesija nije pružila takve primere. S druge strane, u uslovima ekonomske kontrakcije neminovno raste jaz između instaliranih kapaciteta i obima proizvodnje u većini sektora, a pre svega u građevinarstvu i industriji. U okviru industrije na recesiju su najosetljiviji proizvođači trajnih dobara, kao što su automobili, nameštaj, kućni aparati, građevinski materijala, pa čak i kompjuteri i elektronski proizvodi (Barker, 2011:31). Zbog toga se proizvodi ovih delatnosti često nazivaju recesionim.

Neposredni uzroci procesa deindustrijalizacije su smanjeno investiranje i dezinvestiranje. Smanjeno investiranje vremenski prethodi dezinvestiranju, odnosno pokreće proces deindustrijalizacije, što je jedan od motiva ovog istraživanja. Ipak, prethodno je potrebno dati nekoliko osnovnih napomena o dezinvestiranju.

Dezinvestiranje predstavlja pad bruto investicija ispod nivoa amortizacije, neophodnog za zamenu istrošenih kapitalnih dobara. Naličje dezinvestiranja je izostanak neto investicija. Školski primer dezinvestiranja na nivou ukupne privrede zabeležen je u našoj zemlji hiperinflatorne 1993. godine, kada su bruto investicije bile zanemarljive u odnosu na amortizaciju. Na mikroekonomskom nivou dezinvestiranje najčešće odlikuje preduzeća sa zastarelom tehnologijom, nekonjunktturnim asortimanom i/ili nekonkrentnom ponudom.

Smanjeno investiranje označava trajnije opadanje neto investicija i predstavlja najvažniji neposredni uzrok deindustrijalizacije. Po pravilu se ove investicije smanjuju u preduzećima koja se suočavaju sa opadajućom tražnjom za svojim proizvodima. Na agregatnom nivou, snažno opadanje neto investicija odlikuje periode recesije i depresije, odnosno kontrakcione faze privrednih ciklusa. Smanjivanje ukupnih ulaganja u nova kapitalna dobra je odgovor celokupne

privrede na pad agregatne tražnje. Posledično, proces deindustrijalizacije se ubrzava u takvim kriznim periodima.

Otuda je razumljivo što kreatori ekonomske politike u većini zemalja, počev od ekonomski najrazvijenijih, poslednjih nekoliko godina apostrofiraju problem deindustrijalizacije i smišljaju najraznovrsnije mere ekonomske politike.² Istina je da ovaj proces, prema statističkim podacima, nije započeo 2007. ili 2008., već najmanje dve decenije ranije. Dugotrajno opadanje relativnog udela industrijske proizvodnje u BDP-u jasno pokazuje potiskivanje industrije (EC, 2011: 38).

Za analizu deindustrijalizacije ključni značaj ima **ekonomska struktura investicija**, koja odražava relativni raspored investicija po sektorima. Zbog toga promene ekonomske strukture zauzimaju centralno mesto u ovom istraživanju. Pri tome je neophodno imati u vidu da ekonomska struktura investicija takođe presudno utiče na ekonomski razvoj, odnosno proizvodne mogućnosti i budući agregatni autput svake zemlje.

Razumevanje uticaja sektorske strukture investicija na deindustrijalizaciju posebno je važno zbog činjenice da najveći deo ukupnih investicija u većini zemalja čine stambeni objekti, često i do 70%. Mada investicije u stanogradnju podstiču brojne delatnosti u sastavu industrije i podižu nivo životnog standarda stanovništva, one nemaju direktan uticaj na proizvodne kapacitete i ekonomski razvoj u budućnosti.

Razlikovanje investicija u realni i finansijski sektor privrede od realnih i finansijskih investicija takođe je izuzetno bitno za analizu deindustrijalizacije. Naime, razvoj industrije omogućavaju realne investicije, odnosno akumulacija realnog kapitala.³ Finansijske investicije, kao ulaganja u finansijske instrumente, nemaju neposredan uticaj na industrijske kapacitete.⁴ Očigledno je da nisu sve finansijske investicije usmerene u finansijski sektor, kao što ni sve realne investicije nisu namenjene realnom sektoru.⁵ Proizilazi da je za analizu deindustrijalizacije važan odnos investicija u realni i finansijski sektor.

² Tipičan primer je *An Integrated Industrial Policy for the Globalisation Era* (EC, 2010), koja počinje patetičnom uvodnom rečenicom: *Evropi je potrebna industrija i industriji je potrebna Evropa*.

³ *Investicije postoje samo kada se proizvodi realni capital* (Samjuelson & Nordhaus, 2009: 459).

⁴ Industrijska preduzeća mogu biti emitenti brojnih finansijskih instrumenata, ali čak i u slučaju primarne prodaje akcija ne mora slediti uvećanje realne aktive. Suvišno je isticati da se sekundarni promet hartija od vrednosti odvija nezavisno od njihovih emitenata.

⁵ Iz istog razloga je i tehnička struktura investicija irelevantna za ovu analizu, jer odnos ulaganja u opremu, zgrade i infrastrukturu na makro nivou ne odražava sektorske udele.

Mnogobrojna istraživanja međusobne povezanosti realnog i finansijskog sektora, vršena pre izbijanja aktuelne krize, prvenstveno su potvrđivala pozitivan uticaj razvijenosti finansijskih tržišta na razvoj nefinansijskih delatnosti (Khan & Senhadji, 2000). Pri tome je evidentan problem većine ovih analiza (ne)razdvajanje korelacionih i kauzalnih veza. Nasuprot ranijim istraživanjima, najnovije empirijske studije ukazuju na asimetričnost veze između rasta finansijskog sektora i rasta realnog sektora. Iznenadne finansijske kontrakcije praćene su velikim padom proizvodnje u realnom sektoru. Međutim, finansijska ekspanzija nije imala takve pozitivne efekte na realni sektor (Aizenman i ostali, 2013: 26).

U ovom komparativnom istraživanju industrija reprezentuje heterogeni realni sektor, nasuprot relativno homogenom (bankocentričnom) finansijskom sektoru. Pri tome su posmatrane investicije u osnovne fondove (fiksni kapital), koje određuju proizvodne mogućnosti industrije. Investicije u varijabilne fondove nisu uključena u analizu zbog specifičnosti njihovog trošenja, mada je obrtni kapital znatno podložniji dezinvestiranju.⁶

Strane direktne investicije (SDI) i njihov uticaj na deindustrijalizaciju su posebno razmotreni, mada njihov sastav neravnomerno utiče na sektorsku (ekonomsku) strukturu investicija. Grinfield investicije, po definiciji, direktno utiču na promene sektorske strukture, dok SDI u postojeća preduzeća (akvizicije) mogu indirektno doprinositi takvim promenama.

Determinante sektorske strukture investicija u ovoj analizi su razvrstane na dve grupe: mikroekonomske i makroekonomske. Na taj način su diferencirani kanali i mehanizmi njihovog delovanja na strukturne promene i deindustrijalizaciju. Zatim je razmotren uticaj očekivanja investitora i odlučivanje o investicijama na promene strukture investicija.

3. Determinante sektorske strukture investicija

Podela determinanti sektorske strukture investicija na mikroekonomske i makroekonomske nije uobičajena u relevantnoj literaturi. Međutim, upravo takva sistematizacija olakšava objašnjenje samog procesa deindustrijalizacije, kao i kejnzijansko razlikovanje društveno korisnih i najprofitabilnijih investicija (Kejnz, 2013: 155).

⁶ *Smanjenje obrtnog kapitala koje nužno prati opadanje proizvodnje u fazi kretanja naniže i koje može biti veliko, predstavlja sledeći elemenat dezinvestiranja; a kada recesija jednom započne, ovo ima jak kumulativni uticaj na kretanje naniže* (Kejnz, 2013: 310).

3.1. Mikroekonomske determinante

Mikroekonomske determinante sektorske strukture investicija suštinski su faktori investicione konkurentnosti (privlačnosti) različitih privrednih sektora. Pre svega, to su profitabilnost, sigurnost, osetljivost i rok povraćaja. Među značajne faktore, odnosno determinante mogu se svrstati i likvidnost, leveridž, mobilnost kapitala, institucionalna podrška i sektorska regulativa. Svojim neposrednim uticajem na očekivanja investitora i njihove odluke ovi faktori determinišu sektorsku strukturu investicija, odnosno deindustrijalizaciju.

Većina faktora se može kvantifikovati, ali nisu raspoloživi statistički podaci o svim sektorskim prosecima. Zbog toga tabelarni pregled u nastavku sadrži njihove opisne ocene, umesto numeričkih vrednosti. Naravno, analiza faktora se temelji na dostupnim statističkim podacima. Pod industrijom, koja reprezentuje realni sektor, podrazumeva se prerađivačka industrija (RZS, 2013: 2), dok finansije predstavlja bankarstvo, jer je ono na kraju 2012. raspolagalo sa 92,6% aktive finansijskog sektora (NBS, 2013a: 53).

Tabela 1 – Faktori investicione konkurentnosti sektora

Pokazatelj	Industrija	Finansije
Profitabilnost	Osrednja	Visoka
Vreme realizacije	Duže	Kraće
Likvidnost	Niska	Visoka
Sigurnost	Neizvesna	Izuzetno visoka
Osetljivost	Nadprosečna	Niska
Leveridž	Nizak	Izuzetno visok
Rok povraćaja	Dug	Srednji
Mobilnost kapitala	Niska	Visoka
Institucionalna podrška	Sporadična	Uobičajena
Regulativa	Opšta	Posebna

Ocena da je **profitabilnost** industrije osrednja više odgovara prilikama u ekonomski razvijenim zemljama, nego domaćim pokazateljima. Naime, sektorska stopa prinosa na kapital (RoE) u 2012. je iznosila skromnih 1,5%, mada je i takav rezultat bio daleko iznad proseka ukupne privrede (0,6%). Međutim, prethodne 2011. industrija je sa -0,2% imala negativnu profitabilnost (APR, 2013: 19). S druge strane, bankarstvo je za protekle dve godine ostvarilo RoE od 6% u 2011. i 4,7% u 2012. (NBS, 2013: 31).

Profitabilnost banaka u Srbija bila je još veća tokom prethodnih godina finansijske krize i recesije, sa apsolutnim minimumom od 4,6% u najtežoj 2009. Pre krize ove

stope su bile dvostruko više, ali su zaostajale za profitabilnošću bankarskih sektora EU. Razlog nije slabija zarađivačka moć, jer je prema stopi prinosa na aktivu (RoA) ovdašnje bankarstvo bilo u evropskom vrhu, zajedno sa Bugarskom i Rumunijom. Raskorak između RoE i RoA rezultata ovog domaćeg sektora uzrokovala je restriktivna monetarna politika NBS, koja je bankama nametala izuzetno visoku adekvatnost kapitala.

Za objašnjenje privlačnosti investicija u bankarstvo ipak su najilustrativnije RoE stope EU banaka pre izbijanja krize. Na primer, tokom 2006. ekstremno visoku profitabilnost imale su banke u Belgiji (23,3%), Austriji (22,5%), Švedskoj (20,4%), Španiji (20,3%) i Francuskoj (20,2%), dok su nemačke banke sa 10,2% bile na začelju. Među tranzicionim zemljama – članicama EU najuspešnije su bile banke u Litvaniji (26,4%), Estoniji (24,4%) i Bugarskoj (24,1%), dok je najniža RoE stopa od 15% zabeležena u Sloveniji (ECB, 2007: 73-74).

Čak i u 2008. godini, najtežoj za evropsko bankarstvo, gubici na nivou sektora zabeleženi su u svega pet zemalja – članica EU (Danska, V. Britanija, Holandija, Nemačka i Belgija). Zbog veličine bankarskih sektora Nemačke i V. Britanije profitabilnost EU bankarstva je bila negativna (-3%), ali ne i alarmantna (ECB, 2009:45-47). Nakon hitnih intervencionističkih mera to se više nije ponovilo, tako da je profitabilnost EU banaka i dalje, uprkos produženoj recesiji, znatno iznad proseka (ECB, 2013: 20-25). Suvišno je naglašavati da su u isto vreme profitne stope evropske industrije i celokupnog realnog sektora bile višestruko niže.

Analizirani pokazatelji profitabilnosti dokazuju da je domaća industrija inferiorna u poređenju sa finansijskim sektorom, odnosno bankarstvom. Isti međusektorski jaz postoji i u svim evropskim ekonomijama. Zato se osnovano može pretpostaviti da samo zakon opadajućih prinosa sprečava preusmeravanje još većeg dela ukupnih investicija u bankarstvo i finansijski sektor u celini.

Vreme realizacije investicija je statistički fragmentisano, jer nije obuhvaćeno redovnim evidentiranjem. Uprkos tome, na osnovu iskustva se može dati pouzdana ocena da realizacija grinfild investicija u industriji traje najmanje dva puta duže nego u finansijama. Zato i ovaj faktor doprinosi deindustrijalizaciji.

Likvidnost industrije je po definiciji i prema podacima znatno niža nego u finansijama. Opšti racio likvidnosti⁷ domaće industrije je ispod 1 (0,93 u 2011. i 0,95 u 2012.), što znači da su obrtna sredstva manja od kratkoročnih obaveza (APR,

⁷ Obrtna sredstva prema kratkoročnim obavezama.

2013: 13). Istovremeno, regulatorni pokazatelj likvidnosti banaka⁸ iznosio je 2,2 u 2011. i 2,1 u 2012 (NBS, 2013: 31). Svaki komentar je suvišan.

Sigurnost investicija u industriji je krajnje neizvesna i u vreme prosperiteta, a sasvim ugrožena u periodima recesije. Investicije u finansijama su neuporedivo sigurnije čak i u kriznim vremenima, pošto se značajan deo prihoda ostvaruje pružanjem nerizičnih usluga za kojima postoji stalna tražnja (najbolji primer je platni promet), dok su rizični poslovi, kao što su krediti, uglavnom pokriveni kolateralima.

Osetljivost investicija pre svega se ocenjuje poređenjem udela fiksne i varijabilne aktive, odnosno fiksnih i varijabilnih troškova njihove upotrebe, na osnovu kojih se izračunava prag rentabiliteta. Većini finansijskih institucija je posebnom regulativom limitiran maksimalan udeo fiksne aktive, obično do 10%. Po prirodi delatnosti, industrija ima neuporedivo veći udeo fiksne imovine, a samim tim znatno viši prag rentabiliteta od finansija. Zbog toga su investicije u industriji znatno osetljivije na pad iskorišćenosti kapaciteta, izazvan oscilacijama obima prodaje, odnosno opadanjem tražnje za njihovim proizvodima.

Leveridž je bitan zato što pokazuje investitorima koliko tuđih sredstava mogu angažovati po jedinici investiranog sopstvenog kapitala. Izuzetna prednost je i ovde na strani finansija, posebno banaka. Naime, njihov prosečan leveridž je iznad 10, što znači da upravljaju sa desetostruko većim kapitalom nego što su sami investirali. U našoj zemlji je odnos aktive banaka i njihovog akcijskog kapitala iznad 6, tačnije 6,5 u 2011. i 6,6 u 2012. (NBS, 2013: 36-37), pre svega zbog restriktivne monetarne politike. U isto vreme je ratio sopstvenog kapitala industrije iznosio 39,7% (2011) i 37,5% (2012), što znači da njihov leveridž nije pramašivao 2,7 (APR, 2013: 13).

Rok povraćaj svake investicije je rezultanta njene profitabilnosti. Napred izneti podaci o profitabilnosti domaće industrije ukazuju da je rok povraćaja investicija u ovom sektoru 3-5 puta duži nego u ovdašnjem bankarstvu.

Mobilnost kapitala je određena prirodom investiranog kapitala. Otuda je razumljivo zašto je kapital investiran u finansijama neuporedivo mobilniji, kao i zašto se pojam „bekstvo kapitala“ mnogo češće odnosi na finansije, nego na industriju. Odliv kapitala, koji predstavlja specifičan oblik dezinvestiranja, može biti i prikriven. Poznati su primeri domaćih banaka stranog porekla koje su celokupan akcijski kapital po osnivanju vratile matičnim kompanijama u vidu pozajmica po minimalnim kamatnim stopama. Indikativno je da takva praksa nikada nije obelodanjena.

⁸ Odnos likvidne imovine prema kratkoročnim obavezama.

Institucionalna podrška finansijskim institucijama raste od kraja Velike depresije, da bi tokom još uvek aktuelne Velike recesije dostigla neverovatne razmere (Bank for International Settlements). Pored sistema osiguranja depozita, kreditne podrške centralnih banaka i državnih garancija, na početku krize je vršena i dokapitalizacija posustalih banaka i osiguravajućih društava iz javnih fondova. Na taj način je vršeno podruštvljavanje privatnih dugova i spasavanje loših finansijskih institucija novcem poreskih obveznika, zbog čega je finansijska kriza prerasla u krizu javnog duga. Nasuprot finansijskom sektoru, industrija nije imala značajniju institucionalnu podršku (kakva je, na primer, zabeležena u SAD), što nije moglo delovati ohrabrujuće na potencijalne investitore.

Regulativa industrije je uglavnom opšta, dok je najveći deo regulative finansijskog sektora poseban. Razlike su razumljivije ako se ima u vidu da je NBS regulator finansijskog sektora, izuzimajući tržište kapitala, investicione fondove i berzanske posrednike, čije poslovanje reguliše i nadgleda Komisija za hartije od vrednosti. Rigorozna i sveobuhvatna regulativa, a posebno prudencione mere, jedini su otežavajući faktori u poređenju sa investicijama u industriji.

Sumarna ocena uporedno datih mikroekonomskih determinanti sektorske strukture investicija izrazito je nepovoljna po industriju. Jednostavno, racionalan investitor ne može biti u nedoumici ukoliko se odlučuje između industrije i finansija, jer sve dostupne informacije govore u prilog finansijskom sektoru. Deindustrijalizacija je neizbežna posledica takve (de)motivisanosti investitora.

3.2. Makroekonomske determinante

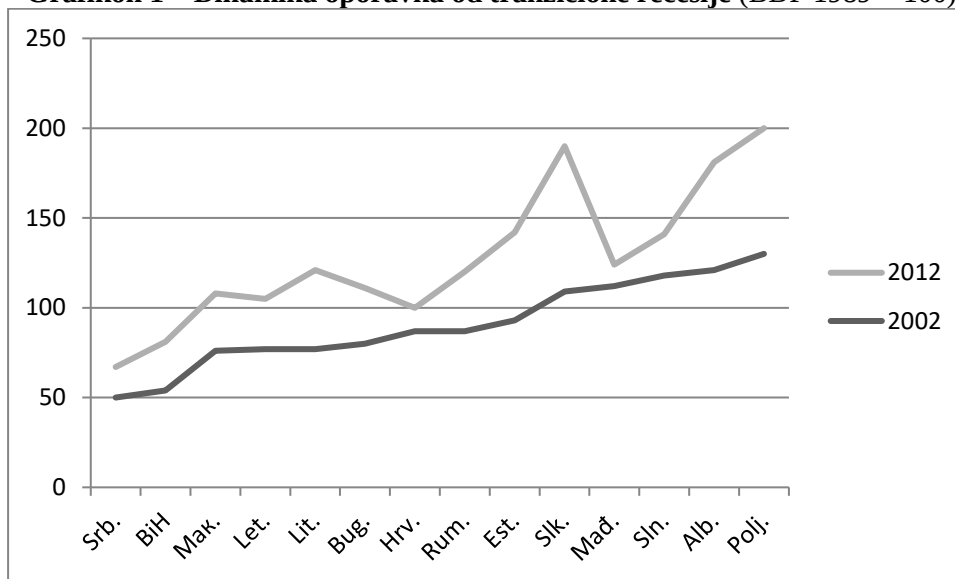
Među najvažnije makroekonomske determinante sektorske strukture investicija mogu se svrstati BDP i agregatna tražnja, privredni ciklusi, makroekonomski ambijent, SDI i konkurentnost investicionog okruženja. Uticaj nacionalne štednje donekle je opao sa liberalizacijom tokova kapitala, ali nije zanemarljiv.

Makroekonomske determinante po pravilu imaju slabiji uticaj na sektorsku strukturu investicija nego mikroekonomske, jer deluju generalno na investitore u svim sektorima. Izuzetak su privredni ciklusi, naročito njihova kontrakciona faza - recesija, koja različitim intenzitetom pogađa proizvođače tzv. recesionih dobara i ostale otpornije delatnosti.

Najvažnija makroekonomska determinanta je BDP, koji predstavlja izvor i ishod investicija. BDP Srbije je izrazito oscilirao tokom proteklih 25 godina, počev od 1989, kao nulte godine pred početak procesa tranzicije bivših socijalističkih ekonomija centralne, istočne i jugo-istočne Evrope. Međutim, najveći problem

domaće ekonomije je previše spor oporavak od startne tranzicione recesije, koja je pogodila sve evropske zemlje u tranziciji. Razmere navedenog zaostajanja u Srbiji i zemljama šireg okruženja ilustruje grafikon u nastavku.

Grafikon 1 – Dinamika oporavka od tranzicione recesije (BDP 1989 = 100)



Izvor: EBRD (2012).

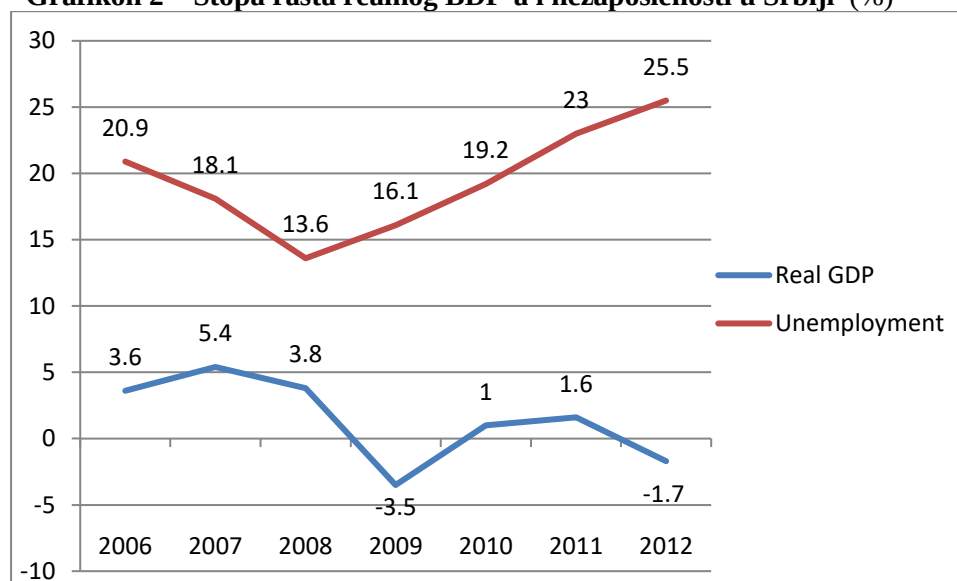
Na prvi pogled se mogu izvesti dva zaključka: prvi je da Srbija zaostaje više od bilo koje tranzicione zemlje, a drugi da još uvek (do kraja 2012.) nije dostigla 70% BDP-a iz 1989! Ostale zemlje su takođe imale neujednačen oporavak, ali je još samo BiH ispod nivoa iz 1989, dok su Makedonija i Hrvatska na samoj granici (EBRD, 2012: 94 -147).

Prespor tranzicioni oporavak domaće ekonomije izrazito nepovoljno je delovao na sve investicije, posebno u industriji. Međutim, finansijski sektor, predvođen bankarstvom, doživeo je pravi bum od 2002. godine. Izuzetna ekspanzija ovog sektora izazvao je priliv SDI, namenjenih akviziciji većine starih banaka, kao i stvaranju nekoliko novih grinfild banaka, lizing kompanija i osiguravajućih društava. Prema tome, investicioni bum u ovom sektoru bio je egzogene prirode, nezavisan od kretanja BDP-a.

Domaći investicioni potencijal preciznije pokazuje stopa rasta realnog BDP-a, koja je u narednom grafikonu prikazana za period 2006-2012, odnosno pre i tokom krize. Stope rasta agregatne proizvodnje pre krize nisu bile visoke, ali su ulivale optimizam i podsticale očekivanja investitora. Čak ni 2008. godine kriza nije

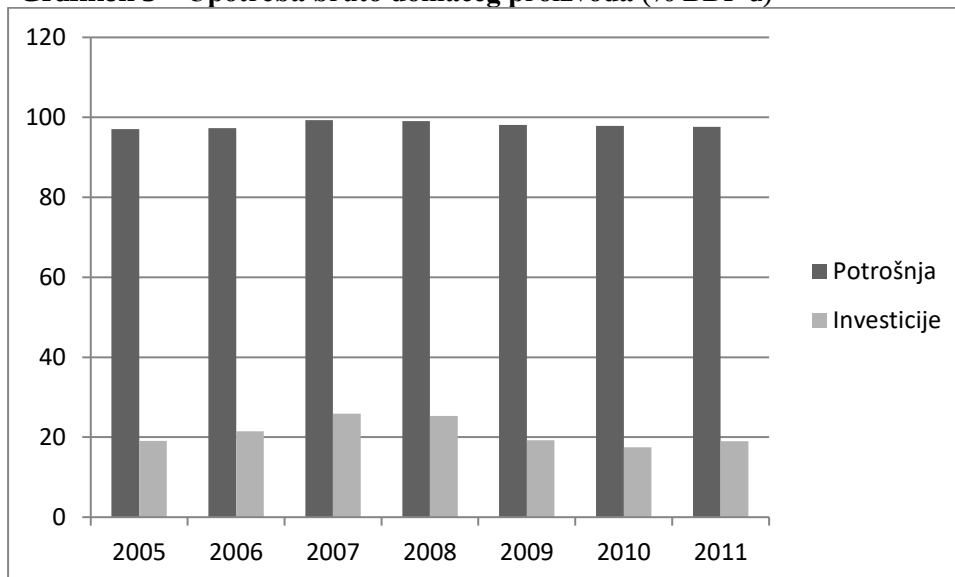
delovala tako zastrašujuće iz domaće perspektive, jer su se njeni efekti u Srbiji osetili tek 2009. Nakon prvog recesionog dna u 2009. (-3,5%), sledio je anemičan dvogodišnji oporavak, a zatim još jedno recesiono dno 2012. (-1,7%). Ishod je petogodišnja stagnacija, rastuća nezaposlenost i pesimizam investitora.

Grafikon 2 – Stopa rasta realnog BDP-a i nezaposlenosti u Srbiji (%)



Izvor: NBS (2013), prema Vuković & Minović (2013).

Relativan odnos investicija i potrošnje u procentima BDP-a, pre i tokom recesije (2005-2011), pokazuje grafikon 3.

Grafikon 3 – Upotreba bruto domaćeg proizvoda (% BDP-a)

Izvor: RZS (2013).

Iznos investicija iskazan u procentima BDP-a neprekidno raste od 2003. (17,6%), mada su sredinom protekle decenije ostvarivane respektabilne stope rasta agregatne proizvodnje. Maksimum je dostignut 2007. i 2008., kada su bruto investicije u osnovne fondove iznosile 25,9%, odnosno 25,3%. Zatim počinje opadanje, tako da je 2010. (17,5%) ovaj relativni iznos bio niži nego 2003. U istom periodu finalna potrošnja je blago oscilirala između 97,1% u 2005. i 99,3% u 2007. godini (RZS). Opadanje i izražena nestabilnost relativnog iznosa investicija nakon 2008. jasno potvrđuje njihovu osjetljivost na privredne cikluse. Ipak, ukoliko se ima u vidu činjenica da je najveći deo investicija pokriven negativnim (deficitarnim) neto izvozom, može se oceniti da osjetljivost investicija na udare recesije nije prekomerna. To je i objašnjenje zašto, uprkos krizi, nije došlo do bekstva kapitala iz zemlje.

Tabela 2 – Doprinos realnom rastu BDP-a po oblicima potrošnje (p.p.)

Varijabla / Godina	2011	2012	2013p	2014p
BDP (stopa rasta)	1,6	-1,7	2,0	2,0
Domaća potrošnja (apsorpcija)	4,6	-2,0	0,8	1,3
Potrošnja	-0,7	-1,2	-0,9	0,3
Privatna	-0,9	-1,5	-0,7	0,0
Javna	0,2	0,4	-0,3	0,3
Investicije	5,4	-0,8	1,7	1,0
Bruto fiksne investicije	1,8	-0,8	1,6	0,9
Privatne	2,0	-0,9	1,1	0,8
Javne	-0,2	0,2	0,5	0,2
Promene zaliha	3,6	-0,1	0,1	0,1
Neto izvoz	-3,1	0,3	1,2	0,7

Izvor: IMF (2013).

Iste makroekonomske agregate prikazuje i tabela 2, ali prema njihovom doprinosu realnom rastu BDP-a, izraženom procentnim poenima (IMF, 2013: 39). Uočava se da je doprinos bruto fiksnih investicija privatnog sektora bio pozitivan u 2011. (2 p.p.) i negativan u 2012. godini (-0,9 p.p.). Najveći uticaj su imale investicije u zalihe tokom 2011. (3,6 p.p.), ali se privreda brzo prilagodila padu agregatne tražnje u 2012., kada je usledio drugi drugi recesioni udar. Osnovni uzrok pada agregatne tražnje je neprekidno opadanje domaće privatne potrošnje, što je obeshrabrujuće delovalo na potencijalne investitore.

Poželjan *makroekonomski ambijent* označava jedna reč – **stabilnost**, počevši od stabilnosti trgovinskog, fiskalnog, monetarnog i celokupnog ekonomskog sistema, do finansijske stabilnosti, koja uključuje stabilan nivo cena, deviznih kurseva i kamatnih stopa. Podrazumeva se i stabilan ekonomski rast, mereno realnim BDP-om (IMF, 2013: 8-14). Pretpostavka je, takođe, da su sistemi izgrađeni i efikasni, inflacija niska, kamatne stope prihvatljive i devizni kursevi uravnoteženi.

Postojeći ekonomski sistem u Srbiji još uvek nije zaokružen, shodno međunarodnim i EU standardima. Ipak, manji problem je institucionalizacija savremenog ekonomskog sistema, a mnogo veći nestabilnost uslova poslovanja – promene poreskih stopa (PDV, porez na dobit, porez na imovinu i sl.),⁹ rast parafiskalnih obaveza, oscilacije opšteg nivoa cena, volatilnost deviznog kursa, previsoke kamatne stope i **neizvesnost**, odnosno nepredvidljivost njihovog kretanja

⁹ Suvišno je naglašavati kakav negativan uticaj na investitore ima povećanje najrazličitijih fiskalnih obaveza, a to je ono što se ističe u prvi plan svih stranih izveštaja o uslovima ulaganja u Srbiji (ilustrativan primer je *Investment Climate Statement – Serbia*. U.S. Department of State, 2013).

u budućnosti. Okolnosti su utoliko teže što se izrazita nestabilnost ispoljavala u maloj, otvorenoj i evroizovanoj ekonomiji u procesu nedogledne tranzicije. Sa sličnim problemima su se suočavale i druge zemlje u okruženju, ali su one uspevale da održe visok nivo finansijske stabilnosti (Vuković, 2011).

Ovakav ambijent je izrazito nepoželjan za investitore koji nisu špekulanti, a to su upravo oni koji su zainteresovani i za investicije u industriji. Otuda se može zaključiti da je nestabilan makroekonomski ambijent odbijao investitore koji imaju averziju prema riziku i tako dodatno doprinosio deindustrializaciji.

Poseban problem su visoke realne kamatne stope domaćih banaka na kredite privatnom sektoru, koje negativno utiču kako na agregatnu ponudu, tako i na agregatnu tražnju. Ekstremno visoke kamatne marže po pravilu se objašnjavaju velikim rizicima, posebno deviznim i kreditnim, što je argument za visoke riziko premije. Ipak, nezavisno od obrazloženja ovdašnjih banaka, preveliko kamatno opterećenje pre krize je usporavalo rast, a sada izuzetno otežava oporavak svih sektora, pa i industrije. S druge strane, neophodno je imati u vidu da niže realne kamatne stope predstavljaju samo neophodan uslov razvoja, ali nisu njegov pokretač.

Referentne i tržišne kamatne stope u svetu nikad nisu bile niže nego u poslednjih pet godina krize, ali to nije podstaklo brži oporavak. Naprotiv, podaci pokazuju da je u mnogim zemljama i sektorima izlazak iz krize započet bez rasta kredita, zbog čega su sve brojnija istraživanja tzv. „beskreditnog oporavka“. ¹⁰ Pri tome se naglašava da su takvi slučajevi evidentirani i prethodnih decenija, kako u tranzicionim ekonomijama i zemljama u razvoju, tako i u ekonomski razvijenim zemljama. ¹¹ Razvijene ekonomije se ređe oporavljaju bez rasta kredita, ali je i pad investicija u njima znatno blaži. Na fluidnost veze između kredita i investicija ukazuje i ispitivanje uzorka velikih nemačkih industrijskih firmi pre krize, prema kome je uticaj ograničenja eksternog finansiranja na njihove investicije bio relativno skroman (Bayraktar i ostali, 2005: 30).

Kreditni kolaterali predstavljaju dodatnu barijeru preduzetništvu i kreiranju novih firmi ne samo u Srbiji, već i u ekonomski najrazvijenijim zemljama. Ovaj problem

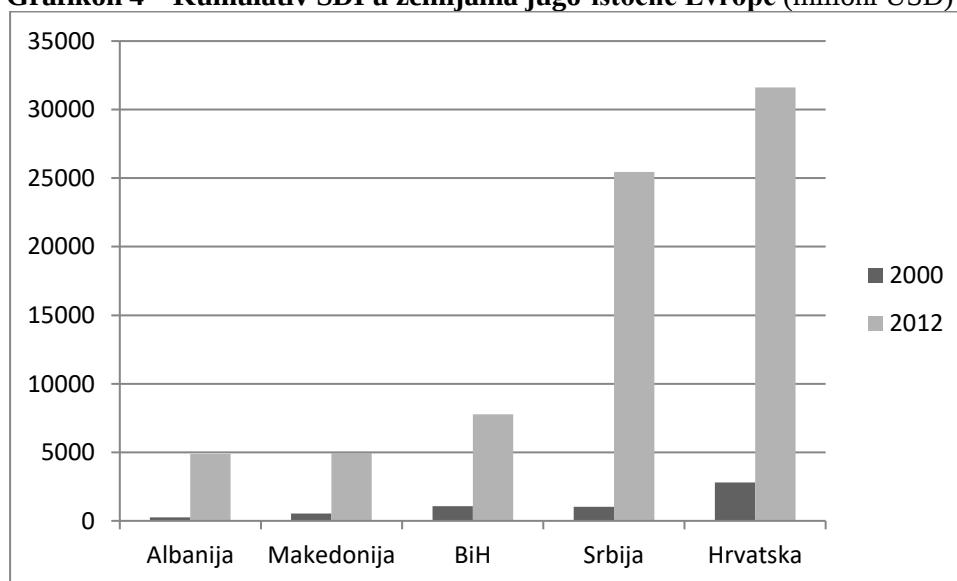
¹⁰ *Beskreditni oporavak* se može definisati kao dvogodišnji ili trogodišnji period negativnih stopa rasta kredita nakon recesione faze privrednog ciklusa (Bijsterbosch & Dallhaus, 2011: 11).

¹¹ Da *beskreditni oporavci* nisu retkost potvrđuju mnoga empirijska istraživanja, dok su eksperti MMF-a čak precizirali da je petina oporavaka zemalja u razvoju ostvarena u periodima kontrakcije kredita, dok su u ekonomski razvijenim zemljama takvi slučajevi dvostruko ređi i čine 10% (Abiad & ostali, 2011: 7).

je eksalirao u uslovima recesije, koju odlikuje pad cena imovine koju banke prihvataju kao kolateral, naročito nekretnina (Schmalz i ostali, 2013: 23).

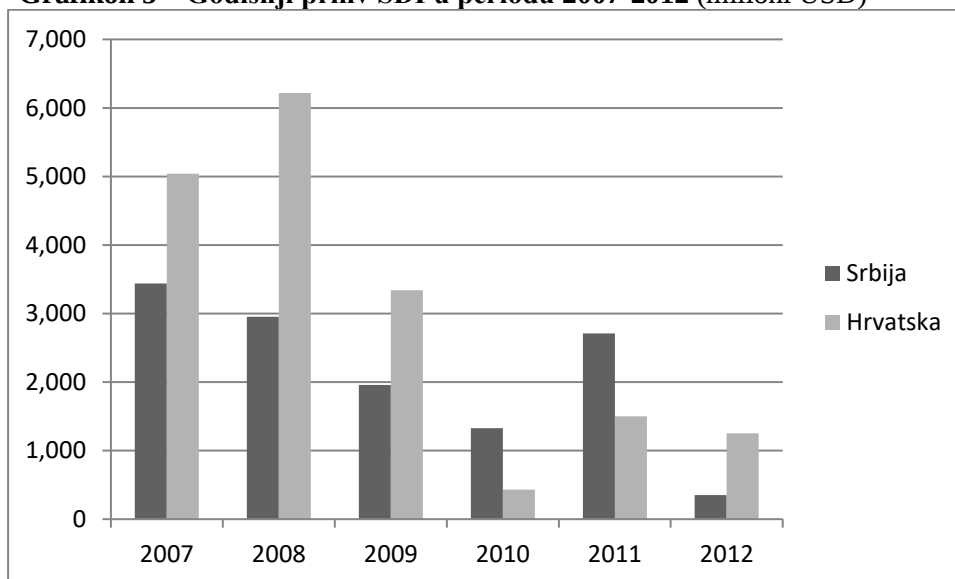
U svim tranzicionim zemljama *SDI* su označene kao *primus motor* ekonomskog oporavka i razvoja. Ocena realnog obima priliva *SDI* u ove zemlje iziskuje poređenje sa užim i širim okruženjem. Jedno takvo poređenje kumulativa ovih investicija dato je u grafikonu 4, sa presekom u 2000. i 2012. godini. Za proteklih 12 godina regionalni kumulativ uvećan je za 14,6 puta (UNCTAD, 2013: 217).

Grafikon 4 – Kumulativ *SDI* u zemljama jugo-istočne Evrope (milioni USD)



Izvor: UNCTAD (2013).

Daleko najveći priliv *SDI* zabeležen je u Hrvatskoj (31,6 milijardi USD) i Srbiji (25,5 milijardi USD), mada izrazito neujednačenom dinamikom (grafikon 5).

Grafikon 5 – Godišnji priliv SDI u periodu 2007-2012 (milioni USD)

Izvor: UNCTAD (2013).

Prethodni grafikon jasno pokazuje relativno uravnoteženiji neto priliv SDI u Srbiju tokom krize, a zatim njihov kolaps 2012. godine (2010. u Hrvatskoj). Kolaps nije izazvan padom priliva SDI, jer je on bio znatno veći nego 2009. i 2010. godine, već rekordnim odlivom investicija od 1,69 milijardi evra (NBS). Takav odliv bi predstavlja bekstvo kapitala, da nije kompenzovan prilivom.

Nedostatak podataka o odnosu grinfild investicija i SDI u akvizicije onemogućava precizniju procenu njihovog uticaja na ekonomsku strukturu investicija. Zbog toga je izuzetno značajna sektorska struktura priliva SDI, prikazana u nastavku.

Tabela 3 – Priliv SDI po sektorima u periodu 2007-2012 (%)

Sektor/Godina	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Industrija	12,9	16,0	29,4	29,7	19,7	56,1
Trgovina	7,1	11,3	12,3	17,0	39,5	13,4
Saobraćaj	17,8	6,9	6,6	6,6	1,5	0,8
Finansije	29,0	35,4	8,6	25,0	18,2	7,2
Nekretnine	23,3	24,2	13,3	15,5	6,5	3,6
Ukupno	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Izvor: NBS.

Industrija je imala najveći priliv SDI sa 25,5% udela od 2007. do 2012. Međutim, ako se isključi ekstremno visok priliv 2012. godine (1,1 milijarda evra), prosečno

učesće je znatno niže – 21,5%. Istovremeno, priliv SDI u sektor finansija činio je 21,5% ukupnog priliva, trgovina je apsorbirala 16,4%, nekretnine 15,2% i saobraćaj 7,4%. Udeo ovih pet najvećih sektora u ukupnom prilivu SDI tokom analiziranog perioda premašivao je 85%. Poređenja radi, prosečan priliv SDI u sektor poljoprivrede iznosio je 0,8%, a u rudarstvu 4,3%!

Sektorske oscilacije godišnjih priliva SDI zakonomerne su u malim ekonomijama kao što je naša, gde svaka velika akvizicija u naftnoj industriji, trgovini ili telekomunikacijama izaziva enormna odstupanja od trenda. Grinfield investicija sličnog obima uglavnom nije bilo, mada se iskustveno može proceniti da je njihov najveći deo realizovan u trgovini i industriji. S obzirom da podaci o odlivu investicija po sektorima nisu raspoloživi, nemoguće je utvrditi neto priliv, odnosno odliv.¹² Ipak, analizirani podaci očigledno upućuju na zaključak da su SDI usporile proces deindustrijalizacije, ali ga nisu mogle zaustaviti. Pri tome je indikativno da priliv SDI u industriji kulminira tokom krize, počev od 2009.

Realtivan odnos SDI i portfolio investicija, odnosno njihovih priliva i odliva prema platnobilansnoj evidenciji, odražava naredna tabela.

Tabela 4 – Tokovi investicija prema platnom bilansu Srbije (% BDP-a)

Pozicija / Godina	2009	2010	2011	2012	2013p	2014p
Kapitalni/Finansijski račun	11,3	2,0	14,1	6,5	11,0	6,3
SDI – neto	4,7	3,1	5,8	0,8	3,1	3,2
Portfolio investicije – neto	-0,2	0,1	5,1	5,6	4,9	0,6
Ostale investicije – neto	6,7	-1,3	3,2	0,2	3,0	2,6
<i>Javni sektor</i>	2,3	2,6	2,2	0,8	1,4	-0,2
<i>Domaće banke</i>	5,3	-0,5	0,8	-2,4	0,1	1,2
<i>Privatni sektor</i>	-1,3	-3,4	0,2	1,7	1,5	1,5

Izvor: IMF (2013).

Primetna je korelacija BDP-a i SDI, za razliku od portfolio investicija, koje sasvim autonomno osciliraju. Poređenje salda (neto) priliva i odliva ipak ukazuje na neke veze između SDI i portfolio investicija. Posebno se uočava produžena ekspanzija neto portfolio ulaganja u 2012., godini kolapsa SDI? Deo objašnjenja pružaju sastavni delovi portfolio investicija – akcije (do 10% akcijskog kapitala društva) i dužničke HoV (obveznice, blagajnički zapisi i t.sl.). Najsnažniji magnet za strane portfolio investitore su dvonedeljne repo hartije NBS, izuzetno sigurne i sa visokim realnim prinosom. Ostale investicije u neto iznosu izrazito su nestabilne, što je razumljivo ako se ima u vidu da ih u skladu sa platnobilansnom metodologijom

¹² Imajući u vidu mobilnost kapitala, veliki deo odliva investicija nesumnjivo se odnosi na finansijski sektor.

čine dati i primljeni zajmovi, robni krediti, depoziti i dr. Prikazani podaci ukazuju da u SDI, a posebno u portfolio investicijama, značajan udeo ima špekulativni kapital.

Konkurentno *investiciono okruženje* ili *investiciona klima* često se ističe kao najvažnija determinanta odlučivanja o investicijama.¹³ Objektivnosti radi, nužno je naglasiti da primaran uticaj na investiranje imaju tržišna tražnja (za proizvodima i uslugama u čiju se proizvodnju ulaže) i agregatna tražnja (faza privrednog ciklusa), na kojima se zasnivaju očekivanja investitora. Naravno, nesporno je da investiciona klima ima izuzetan značaj za odluke investitora, kako stranih, tako i domaćih.

Investiciona klima po pravilu podrazumeva makroekonomske performanse i stabilnost (napred već razmotreni), pravni sistem, institucionalni okvir, regulativu i neposredno poslovno okruženje. Prema poslovnom okruženju, Srbija nije sjajno rangirana – za 2014. zauzima 93. mesto od 189 zemalja, što je za šest mesta niži rang od prošlogodišnjeg (87).¹⁴

Nešto povoljnije je rangirana domaća investiciona klima na osnovu ocena samih stranih investitora. Tako su nemački investitori u poslednjem izveštaju našoj zemlji dodelili rejting 3,83 na skali od 1 (veoma atraktivna klima) do 6 (sasvim neatraktivna). Dobijeni rejting svrstaio je Srbiju na 11. mesto od 20 zemalja centralne, istočne u jugoistočne Evrope (počevši od Češke sa 2,95 do Albanije sa 4,8), neposredno iza Rumunije i ispred Bugarske i Mađarske (AHK, 2012: 12).¹⁵ Do 2010 godine ovaj rang je bio znatno slabiji (13-14), što upućuje na zaključak da domaća investiciona klima do izbijanja krize bila manje privlačna stranim investitorima. Na povoljnije mišljenje stranih investitora u periodu recesije, nego u vreme prosperiteta, nesumnjivo su uticali brojni finansijski, poreski i ostali podsticaji, inaugurisani nakon izbijanja finansijske krize (SIEPA, 2013). *Nacionalna štednja* je ključna makroekonomska determinanta dinamike i strukture investicija, kao osnovni izvor njihovog finansiranja, mada je sa liberalizacijom tokova kapitala, odnosno prilivom strane štednje, njen značaj donekle smanjen.

¹³ Svetska banka ima poseban organizacioni deo koji se bavi isključivo investicionom klimom u zemljama – članicama (*Investment Climate Department*).

¹⁴ Prema metodologiji Svetske banke poslovno okruženje obuhvata početak poslovanja, pribavljanje građevinskih dozvola, registre imovine, poštovanje ugovora, dostupnost kredita, tretman nesolventnosti, poreze, spoljnu trgovinu, snabdevanje električnom energijom, zaštitu investitora i zapošljavanje radnika. Svaka od ovih komponenti sadrži više relevantnih elemenata, koji se zasebno vrednuju (IBRD & WB, 2013: 8).

¹⁵ Indikativna je sektorska struktura intervjuisanih nemačkih investitora – od ukupno 43, njih 26 je iz industrije, 23 iz trgovine i 7 iz građevinarstva (AHK, 2012: 14). U kontekstu ovih pozitivnih ocena iznenađuje marginalna prisustnost nemačkih banaka u Srbiji.

Godišnje stope bruto nacionalne štednje¹⁶ u Srbiji pre krize su bile ispod 10% BDP-a, a od 2008. (13%) počinje njihov neprekidni rast, koji je kulminirao 2011. godine (18%).

Prikazane stope bile su niske u odnosu na potrebe za investicijama, ali ne i u poređenju sa drugim zemljama – dovoljno je navesti da je 2011. naša zemlja bila ispred SAD i 8 članica EU, dok su 3 imale istu stopu. Uglavnom se radi o starim članicama, uključujući i neke od najrazvijenijih (Francuska, V. Britanija). Naravno, naličje ovog pokazatelja je dostignuti nivo BDP-a, ukupno i *per capita*. U poređenju sa zemljama u okruženju Srbija je bolja samo od BiH, Crne Gore i Albanije, dok ostale tranzicione ekonomije imaju stope znatno iznad EU proseka (World Bank Data).

Prema iznetim podacima, nema korelacije između stope nacionalne štednje i stepena ekonomske razvijenosti. Deo objašnjenja krije aktuelna recesija, mada je poznato da, na primer, SAD tradicionalno imaju nisku stopu nacionalne štednje. Naime, u recesiji se uvećava štednja iz predostrožnosti,¹⁷ što dovodi do prividnog paradoksa da štednja i apsolutno raste sa padom nacionalnog dohotka. Porast stope štednje tokom recesije umanjuje agregatnu tražnju i tako usporava željeni oporavak, mada ima i drugačijih mišljenja.¹⁸ Višegodišnje opadanje lične i ukupne potrošnje stanovništva, kao i trgovine na malo u Srbiji (NBS, 2013b: 27), dokazuje ekonomsku iracionalnost zahteva za još višom stopom štednje.

Štednja privatnog sektora (domaćinstva i korporacije), mereno njihovim depozitima u domaćim bankama, bila je sasvim dovoljna za pokriće bankarskih kredita (NBS). Korporacije su pored domaćih koristila i obilne prekogranične kredite, što je pored SDI bio najvažniji kanal za priliv strane štednje.

Nivo domaće štednje može ilustrovati štednja sektora stanovništva, koja je krajem novembra 2013. dostigla 8,4 milijarde evra (NBS). Diminantan deo ove štednje je u deviznom obliku (oko 97%), ali je veći problem njihova pretežna (kratko)ročnost. Znajan deo prirasta štednje potiče od stranih doznaka, koje su i tokom krize premašivale 3 milijarde USD prosečno godišnje, po čemu je Srbija bila daleko ispred svih susednim zemalja, osim Rumunije (World Bank Data).

Prezentirana analiza pokazuje da domaća štednja nije bitno ograničavala investicije, kako zbog svog obima, tako i zbog priliva strane štednje. Za izlazak iz

¹⁶ Nacionalni dohodak umanjen za ukupnu potrošnju i uvećan za neto transfere (World Bank Data).

¹⁷ Kejnz, 2013: 112.

¹⁸ CLDS & USAID (2012). *Rast privatne domaće štednje u cilju ubrzanja privrednog rasta Srbije*. Centar za liberalno-demokratske studije & USAID Serbia.

krize i buduće investicije značajnija je stopa rasta BDP-a, nego stopa štednje, ali je poželjno da granična sklonost štednji ostane relativno stabilna.

Na kraju, evidentno je da od krizne 2009. godine većina makroekonomskih determinanti negativno deluje na dinamiku i sektorske strukture investicija. Izuzetak su investiciona klima i stopa štednje, koje su imale pozitivan učinak. Najveći uticaj na sektorsku strukturu investicija imala je kontrakcija agregatne tražnje, koja je proizvodnju tzv. recesionih dobara učinila profitno inferiornom. S obzirom da industrija ima veći broj takvih delatnosti, jasno je da su investicije u ovom sektoru, kao i u građevinarstvu, bile najizloženije udarima recesije.

4. Očekivanja investitora i odlučivanje o investicijama

Generalno, gotovo kao aksiom je prihvaćeno da odluke o investicijama zavise od očekivanja, tj. predviđanja (Kejnz) investitora. Takođe je nesporno da očekivanja utiču kako na dinamiku investicija, tako i na njihovu sektorsku strukturu. Ova očekivanja se formiraju na osnovu **ocene** prethodnih iskustava, raspoloživih tržišnih i makroekonomskih informacija i **procene** buduće isplativosti i rizika nameravane investicije.

Osnovna dilema investitora je vezana za pouzdanost njihovih procena. Investitori se prilikom odlučivanja oslanjaju na *postojeće poznavanje činjenica koje utiču na prinose od investicija* (Kejnz, 2013: 151). Preciznije, *predviđanja očekivanih prinosa zasnivaju se delimično na postojećim činjenicama za koje s manje ili više izvesnosti možemo pretpostaviti da su poznate, a delimično na budućim zbivanjima, o kojima se, s manjom ili većom sigurnošću, mogu samo praviti pretpostavke* (Kejnz, 2013: 146). Proizilazi da je neizvesnost neizbežan pratilac odlučivanja o investicijama, posebno volatilnost tražnje.¹⁹

Značaj buduće tražnje ističe većina autora. Prema jednoj od najpoznatijih novijih sistematizacija odluke o investicijama zavise od: 1) tražnje za proizvodima i uslugama u čiju se proizvodnju investira, 2) kamatnih stopa i poreza koji utiču na trošak investicija, i 3) očekivanja preduzeća vezana za stanje ekonomije (Samjuelson & Nordhaus, 2009: 469).

Svođenje očekivanja na stanje ekonomije i poistovećivanje preduzeća i investitora ipak je preuzak okvir za objašnjenje odluka o investicijama. Investitori formiraju

¹⁹ Empirijsko istraživanje većeg uzorka industrijskih firmi iz Belgije, vršeno u vreme ekonomskog poleta, pokazalo je da neizvesna tražnja depresira planirane i tekuće investicije, dok neizvesnost u pogledu cena nema signifikantan uticaj. Otuda je izveden zaključak da smanjenje neizvesnosti podstiče investicije, pre svega planirane (Fuss & Vermeulen, 2004: 21).

očekivanja o svim relevantnim determinantama, a pre svega o tržišnoj tražnji i profitabilnosti, koja sublimiraju u svojim odlukama. Posebno pitanje je da li ulogu investitora ima preduzeće, njegov menadžment ili preduzetnik. Šumpeter je osporavao Maršalovo svođenje preduzetničke funkcije na „menadžment“, što je bilo u suprotnosti sa njegovim poimanjem preduzetnika.²⁰ Kejnzove komponente tradicionalnog preduzetništva – *optimizam* i *stvaralačko nadahnuće* pojedinačnog investitora (Kejnz, 2013: 149), suštinski odgovaraju Šumpeterovom shvatanju *inovativnog preduzetnika* (Šumpeter, 2013: 88).

Postavlja se pitanje da li u savremenom korporativnom svetu mogu postojati inovativni preduzetnici. Odgovor je potvrđan, a može se potkrepiti podacima iz najkorporativnije ekonomije. Analiza *FT Global 500*²¹ pokazuje da su vodeće američke kompanije znatno mlađe od evropskih, dok je od 1976. godine osnovano 20 puta više ovih kompanija u SAD nego u EU (Bickenbach i ostali, 2009: 151). Drugi dokaz je podatak da je industrija apsorbovala 34% SDI u SAD, da su preko 90% svih SDI činile akvizicije postojećih U.S. firmi i da je 80% investitora iz Evrope, a 95% iz ekonomski razvijenih zemalja (Jackson, 2013: 4,7).

Za razumevanje procesa investicionog odlučivanja presudno je razlikovanje *preduzetništva*, kao aktivnosti koja podrazumeva predviđanje očekivanog prinosa kapitala tokom čitavog njihovog veka trajanja, od *spekulacije*, kao aktivnosti koja se sastoji u predviđanju psihologije tržišta (Kejnz, 2013: 156-157). Preduzetništvo odlikuje investitore u realnom sektoru, posebno u industriji, dok su špekulacije imanentne akterima na finansijskim tržištima. Izuzetak su akvizicije firmi u procesu privatizacije, koje pretežno imaju za cilj jeftino sticanje imovine ili preuzimanje tržišta.

Formirajući očekivanja na osnovu napred iznetih tržišnih i makroekonomskih determinanti, domaći i strani investitori su bili suzdržani (u odnosu na broj zainteresovanih), a oni koji su odlučili da investiraju uglavnom su se opredeljivali za neindustrijske sektore. Investicije u procesu privatizacije firmi najčešće su se završavale isisavanjem kapitala (tunelovanje) i bankrotom. Grinfild investicije bile su najmanje interesantne zbog opadajuće tržišne tražnje i privlačnosti brze i visoke zarade u tranzicionim akvizicijama.

Na optimistička očekivanja investitora u Srbiji su do krize najviše uticali profitabilnost i kraći rokovi povraćaja uloženog kapitala, a tokom recesije državni

²⁰ *Svako je preduzetnik samo onda kada zaista „realizuje nove kombinacije“, i taj karakter gubi čim izgradi svoj posao, i kada se skrasi i počne da vodi svoj posao poput drugih ljudi* (Šumpeter, 2013: str. 89).

²¹ Godišnji pregled 500 najvećih svetskih kompanija, koji prezentuje *Financial Times*.

podsticaji, finansijski i fiskalni. Otuda paradoksalan rast SDI u domaćoj industriji upravo u vreme krize, počev od najteže 2009.²²

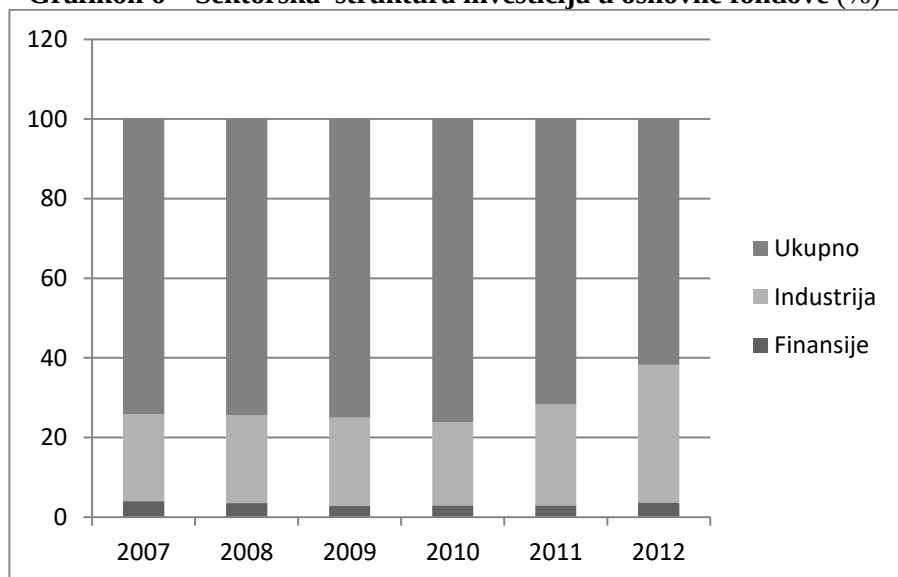
Strukturne promene i višedecinijsko opadanje tražnje industrijskih proizvoda, liberalizacija tokova roba i kapitala, informatička revolucija i seljenje industrijskih kapaciteta u zemlje sa niskim troškovima rada i velikim tržišnim potencijalima, umanjivali su optimizam investitora i obeshrabrivali njihove odluke o ulaganju u industriju. Smanjivanje investicija u industriju nije pogodilo samo Srbiju i ostale tranzicione zemlje, već i ekonomski najrazvijenije zemlje.

Razmere deindustrijalizacije ilustruje podatak da je od 1997. do 2009. udeo industrije u BDP-u EU-27 pao sa 20% na 15% (CE, 2011: 35). Ovaj trend deindustrijalizacije je ubrzan u vreme krize, kada je pad proizvodnje motornih vozila iznosio 45%, osnovnih metala 40%, mašina i opreme 31% i električne opreme 28% (CE, 2011: 22). Najnovije analize i na njima zasnovane prognoze ukazuju da je oporavak evropske industrije slab i neizvesan (EC, 2013b: 1), što je razumljivo u vreme produžene krize. Dugoročne perspektive evropske industrije takođe nisu svetle, jer se kreatori ekonomske politike bave određivanjem prioriteta delatnosti (koje bi investitori morali da prepoznaju), podsticajima i pristupom finansiranju i tržištima kapitala (EC, 2012), a ne onim najvažnijim – tražnjom. Uprkos inventivnim ekonomskim merama, investitori i dalje svoja očekivanja zasnivaju pre svega na kretanju tržišne i agregatne tražnje, domaće i strane, umesto na povoljnim kreditima i podsticajima za zapošljavanje.

5. Promene sektorske strukture investicija

Analizirane mikroekonomske i makroekonomske determinante (3) i očekivanja investitora (4) imali su za posledicu rast udela industrije u fiksnim investicijama, izuzimajući pad u 2010. godini. Subperiod 2007-2009. odlikuje ujednačen rast ukupnih i industrijskih investicija u osnovne fondove, pa je njihov sektorski udeo u ovom periodu relativno stabilan: 21,9% - 22,1% i 22,2% respektivno. Najniži udeo industrija je imala 2010. (20,8%), nakon čega ponovo sledi povećanje na 25,4% u 2011. i rekordnih 34,6% u 2012. godini. Istovremeno, fiksna ulaganja u finansijski sektor stagniraju i opadaju, zbog čega je njihov udeo pao sa 4% u 2007. na 2,8% u kriznoj 2009. godini. Naredne dve godine udeo ovog sektora je iznosio 3%, da bi 2012. dostigao 3,7% (Grafikon 6). Ovi podaci korespondiraju sa dinamikom ukupnih fiksnih investicija, iskazanih u BDP procentima (Grafikon 3).

²² Ekstreman rast ovih ulaganja u domaćoj industriji tokom 2012. uzrokovala je jedna investicija – FIAT automobili Srbija (oko milijardu evra).

Grafikon 6 – Sektorska struktura investicija u osnovne fondove (%)

Izvor: RZS (2013).

Prikazana sektorska struktura investicija u osnovne fondove, koje čine veći deo realnih investicija, relativno je povoljna. Prosečno učešće industrijskih investicija dostiglo je visokih 24,5%, a čak i ako se isključi rekordna 2012. godina, ovo učešće je iznosilo respektabilnih 22,5%. Drugoplasirani sektor - trgovina u istom periodu je apsorbovala prosečno 13,1% ukupnih fiksnih investicija, dok su svi ostali sektori imali pojedinačno učešće manje od 10%. Prosečan udeo finansijskog sektora iznosio je 3,3% (RZS).

Druga karakteristika sektorske strukture investicija u analiziranom periodu²³ je opadanje udela svih većih sektora, osim industrije. Poređenje subperioda 2007-2009. i 2010-2012. pokazuje da su najveći pad pretrpeli sektori nekretnina (sa 12% na 1,1%), saobraćaja (sa 11,8% na 5,9%), trgovine (sa 14,7% na 11,4%) i građevinarstva (sa 10,3% na 8,2%). Promene sektorske strukture fiksnih investicija u korist industrije pogodovala su revitalizaciji ovog sektora.

Tehnička struktura fiksnih investicija u periodu 2007-2012. bila je relativno stabilna po godinama. Najveći prosečan udeo imale su investicije u opremu – 48,7%, zatim građevinski radovi - 43,7% i ostalo - 7,6%. Očekivano, najbolja tehnička struktura ovih investicija ostvarena je u industriji: oprema 60,6%,

²³ Statistika investicija je potpuno prilagođena međunarodnim standardima i metodologiji 2006. godine (RZS).

građevinski radovi 34,4% i ostalo 5% (RZS). Izdvojeni podaci o ulaganjima domaće privrede u istraživanja i razvoj nisu raspoloživi, mada je njihov značajan deo sadržan u fiksnim investicijama.²⁴

Iznenadjuća je struktura izvora finansiranja ukupnih fiksnih investicija od 2007. do 2012. – prosečno 70% čine sopstvena sredstva?! U periodu 2009-2012. industrija je još veći deo fiksnih investicija finansirala iz sopstvenih izvora – 74,5% (RZS). Ukoliko se ima u vidu da su ukupne fiksne investicije finansirane sa 74,3% čak i u 2007., godini kreditnog buma i enormnog priliva prekograničnih kredita, nameće se pitanje efikasnosti finansijske intermedijacije u Srbiji?

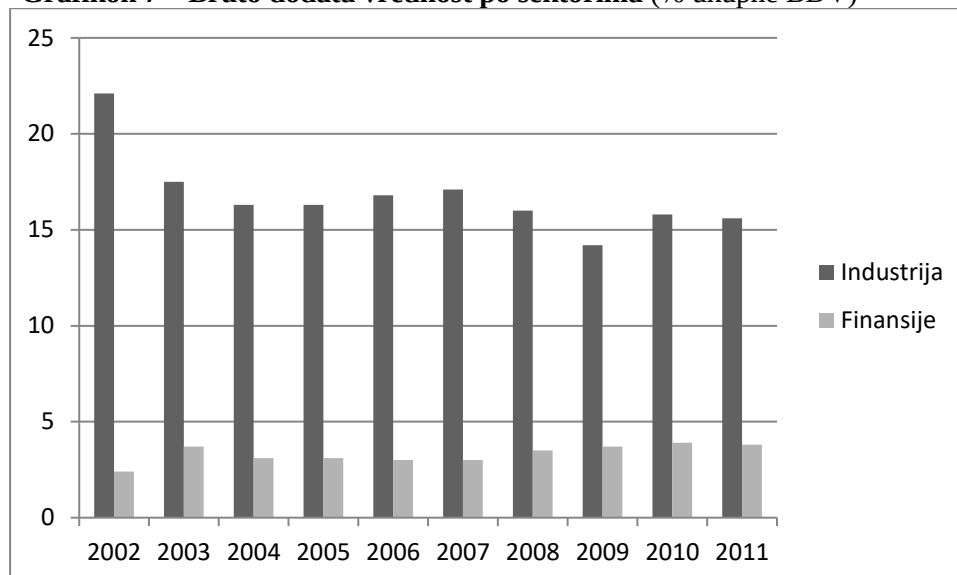
Informativni su i podaci Svetske banke o bruto fiksnim investicijama, privrednim i neprivrednim, iskazani u BDP procentima, koji se mogu komparativno analizirati (World Bank Data). U periodu 2005-2011., Srbija je sa prosečnim bruto fiksnim investicijama od 25,7% BDP-a bila ispred svih ekonomski razvijenih zemalja, ali sa neuporedivo manjom agregatnom proizvodnjom *per capita*. Istovremeno, veći udeo imale su Bugarska (28,1%), Slovenija (27%), Češka (26,9%), Rumunija (26,6%) i Hrvatska (26,1%). Fokusiranje subperioda 2009-2011, kada je udeo ovih investicija u našoj zemlji smanjen na 24,3% BDP-a, potvrđuje da ukupna investiciona aktivnost u svim zemljama neminovno opada u vreme krize.

Očigledno se može zaključiti da je sektorska struktura fiksnih investicija u Srbiji vidno poboljšana u analiziranom periodu zahvaljujući rastu udela industrije. Ove strukturne promene neposredno su uticale na zaustavljanje deindustrializacije. Međutim, rastući značaj fiksnih ulaganja u industriju nije bio dovoljan da pokrene brži razvoj ovog sektora, jer je obim ukupnih investicija još uvek bio relativno mali da bi se nadoknadilo tranziciono zaostajanje agregatne proizvodnje.

6. Efekti strukturnih promena

Prikazane promene sektorske distribucije fiksnih investicija u korist industrije uticale su na makroekonomske učinke ovog sektora, a pre svega na doprinos rastu BDP-a i zaposlenosti. Zato je u nastavku analizirano učešće industrije u stvaranju bruto dodate vrednosti (BDV) i broju zaposlenih u privrednim društvima. Naporedo su dati i podaci za finansijski sektor (grafikon 7).

²⁴ U svetskim razmerama dominira SAD, posebno razvoj i istraživanja u industriji. Međutim, američki eksperti upozoravaju da jedan broj zemalja ekspanzivno povećava investicije u industrijska istraživanja i razvoj. Od 2000. do 2008. ova ulaganja u industriji Kine povećana su za 4,5 puta, dok su u J. Koreji, Meksiku i na Tajvanu više nego udvostručena. Ističe se i činjenica da u Nemačkoj, Japanu i J. Koreji industrija realizuje do 90% korporativno finansiranih istraživanja i razvoja (Levinson, 3013: 16).

Grafikon 7 – Bruto dodata vrednost po sektorima (% ukupne BDV)

Izvor: RZS (2013).

Industrija tradicionalno ima najveći sektorski udeo u stvaranju BDV, odnosno BDP. Međutim, sa ubrzanjem procesa privatizacije industrijskih preduzeća u prvoj polovini prošle decenije vidno opada njihov sektorski doprinos agregatnoj proizvodnji. Određen oporavak je ostvaren 2006. i 2007., ali je već 2008., uprkos stopi rasta BDP-a od 3,8%, udeo industrije u BDV pao na najniži nivo do tada – svega 16%. Rekordno nisko učešće 14,2% zabeleženo je krizne 2009., nakon čega je usledio blagi dvogodišnji oporavak, ali nivo od 16% još uvek nije dostignut.

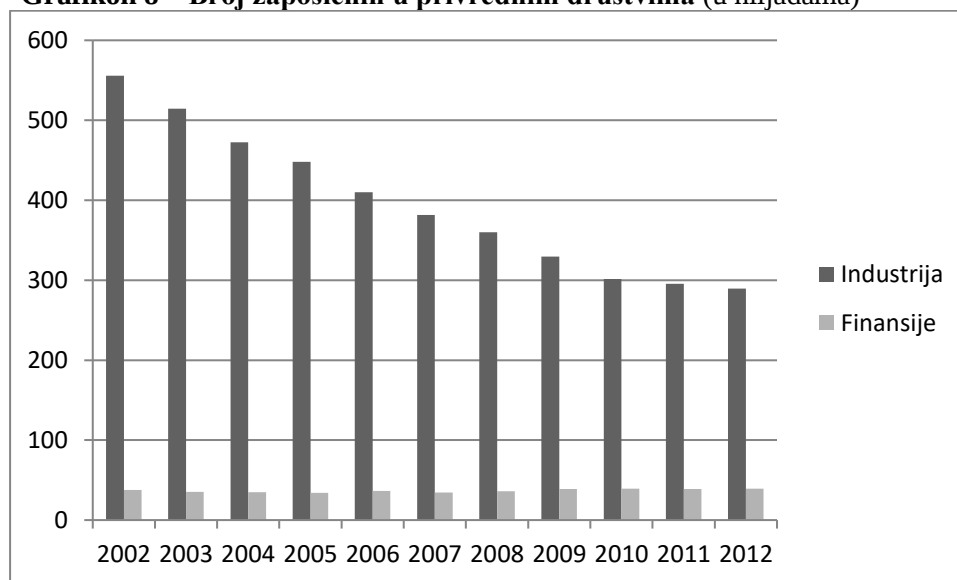
Na prvi pogled se čini paradoksalnim da rast udela industrije u ukupnih fiksnim investicijama nije rezultirao rastućim sektorskim doprinosom agregatnoj proizvodnji. Objašnjenje pruža osetljivost industrijske proizvodnje na recesiju, koja u Srbiji, kao i u drugim tranzicionim zemljama, počinje 2009. Finansijski sektor je u istim uslovima pokazao izuzetnu otpornost, povećavši svoj udeo sa 3% u 2007. na 3,7% u najtežoj 2009., a naredne 2010. na rekordnih 3,9%.

Udeo industrije drugih zemalja u BDV, iskazan BDP procentima, oscilirao je 2010. od 30% u Kini, 27% u J. Koreji i 19% u Japanu i Nemačkoj, do 12% u SAD i 10% u V. Britaniji (Levinson, 2013: 4). Korelacija između relativnog udela industrije i brzine ekonomskog oporavka je uočljiva, ali i kontroverzna.

Dominaciju industrijske proizvodnje u Kini može objasniti njen indeks nacionalne industrijske konkurentnosti ²⁵ – maksimalnih 10, na skali od 1 do 10. Visoke indekse imaju i Nemačka (8), Indija (7,7), J. Koreja (7,6) i Tajvan (7,6). Međutim, visok indeks konkurentnosti SAD industrije od 7,8 protivreči relativno niskom sektorskom udelu u agregatnoj proizvodnji, bez obzira što se radi o najvećoj ekonomiji sveta. Slično neslaganje se uočava kod Irske (3,2) i Grčke (1), gde su makroekonomski faktori očigledno prevagnuli nad sektorskim performansama (Compete & Deloitte, 2012: 2).

Kretanje broja zaposlenih u industriji i finansijama, prikazano u narednom grafikonu, drugi je makroekonomski učinak u ovoj analizi.

Grafikon 8 – Broj zaposlenih u privrednim društvima (u hiljadama)



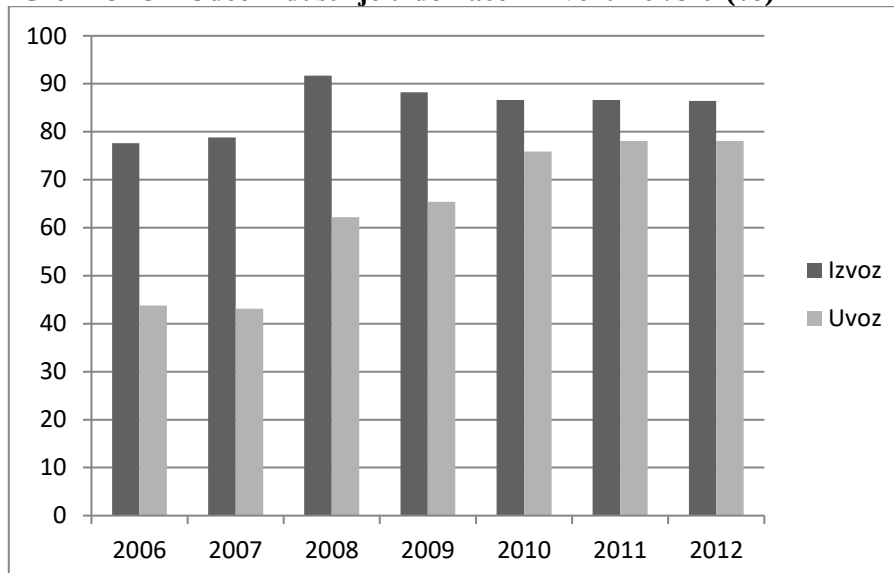
Izvor: RZS (2013).

²⁵ Indeks industrijske konkurentnosti ocenjuje se na osnovu relevantnih parametara, među kojima su ekonomski, trgovinski, finansijski i poreski sistem, inovativni ljudski resursi (istraživači, inženjeri), pravni i regulatorni sistem, troškovi i dostupnost radne snage i materijala, energetska politika i troškovi energije, fizička infrastruktura, atraktivnost lokalnog tržišta, prodajna mreža i slično (Compete & Deloitte, 2012: 6).

Broj zaposlenih u industriji je neprekidno opadao – sa 556 hiljada 2002. na 289 hiljada u 2012 (Grafikon 8). Prepolovljen broj zaposlenih imao je za posledicu rast sektorske produktivnosti, ali ona nije bila dovoljna da kompenzuje smanjivanje industrijske proizvodnje. Relativan udeo industrije u ukupnom broju zaposlenih (pravna lica) istovremeno je pao sa 33,2% u 2002. na 21,6% u 2012., dok je udeo finansijskog sektora povećan sa 2,2% na 2,9% (RZS).

Udeo industrije u spolnotrgovinskoj razmeni, odnosno domaćem izvozu i uvozu (Grafikon 9), takođe predstavlja izuzetno važan makroekonomski učinak.

Grafikon 9 – Udeo industrije u domaćem izvozu i uvozu (%)



Izvor: RZS (2013).

Udeo industrije u izvozu Srbije pre krize je bio ispod 80%, da bi 2008. naglo dostigao rekordnih 91,7%. Tokom krize (2009-2012) prosečan sektorski doprinos izvozu bio je 87%, što je za 10 procentnih poena iznad pretkriznog učinka. Ovi podaci svedoče o presudnom značaju industrije za domaće izvozne rezultate, mada nisu u korelaciji sa njenim udelom u stvaranju BDV (Grafikon 7).

Rast udela u uvozu bio je izrazito brz – sa 43,8% i 43,1% u prve dve godine na 78,1% tokom poslednje dve godine. Deo objašnjenja pruža robna struktura uvoza industrije, koja pokazuje značajno učešće investicionih dobara, namenjenih uvećanju kapaciteta industrijske proizvodnje. Brži rast industrijskog uvoza od izvoza uzrokovao je vidno pogoršanje sektorske pokrivenosti uvoza izvozom - sa preko 86% pre krize na svega 2/3 tokom krize (RZS).

Analizirani makroekonomski učinci nisu bili proporcionalni fiksnim ulaganjima u industriju i njenom udelu u sektorskoj strukturi ovih investicija. Osnovano se može pretpostaviti da će akumulacija kapitala u industriji uticati na buduću agregatnu tražnju i predugo očekivani ekonomski prosperitet.²⁶

7. Zaključak

Neposredni uzroci deindustrijalizacije u Srbiji su dezinvestiranje tokom prve polovine 90-ih godina i smanjeno investiranje do polovine prošle decenije. Najvažniji suštinski uzroci su dominacija politike nad ekonomijom u prvom periodu i način privatizacije u drugom. Opadanje industrijskih investicija pogodilo je i ostale tranzicione, ali i ekonomski najrazvijenije zemlje. Globalni uzroci su višedecenijsko opadanje tražnje industrijskih proizvoda i njene strukturne promene, liberalizacija tokova roba i kapitala, informatička revolucija i seljenje industrijskih kapaciteta u zemlje sa niskim troškovima rada i velikim tržišnim potencijalima.

Mikroekonomske determinante sektorske strukture investicija, a pre svega niža profitabilnost i (ne)sigurnost, umanjivali su optimizam investitora i obeshrabrivali njihove odluke o ulaganju u industriju. Isti uticaj imale su i makroekonomske determinante, naročito od krizne 2009. Izuzetak su stopa štednje i investiciona klima, posebno finansijski i fiskalni podsticaji, koji su privukli investitore u sektor industrije i izazvali paradoksalan rast SDI i fiksnih investicija upravo u vreme krize. Rezultat je rast udela industrije u sektorskoj strukturi domaćih fiksnih investicija i zaustavljanje deindustrijalizacije, ali ne i brži sektorski rast.

Osnovni makroekonomski učinci – doprinos BDP-u, odnosno stvaranju BDV, zaposlenosti i spoljnotrgovinskoj razmeni nisu bili srazmerni fiksnim ulaganjima u industriju i njenom udelu u sektorskoj strukturi ovih investicija. Ipak, osnovano se može pretpostaviti da će akumulacija kapitala u industriji, izvršena poslednjih godina, uticati na buduću agregatnu tražnju i predugo očekivani ekonomski prosperitet.

Dugoročne perspektive domaće, kao i evropske industrije ipak nisu svetle, jer su kreatori ekonomske politike zaokupljeni određivanjem prioritetnih delatnosti (koje bi investitori morali da prepoznaju), podsticajima (Vlada RS, 2012: 5) i pristupom finansiranju i tržištima kapitala (EC, 2012), a ne onim najvažnijim – tražnjom.

²⁶ Investicije u makroekonomiji igraju dve uloge: prvo, utiču na agregatnu tražnju i poslovne cikluse, i drugo, dovode do akumulacije kapitala (Samjuelson & Nordhaus, 2009: 458).

Uprkos inventivnim ekonomskim merama, investitori i dalje svoja očekivanja zasnivaju pre svega na kretanja tržišne i agregatne tražnje, domaće i strane, umesto na povoljnim kreditima i podsticajima za zapošljavanje. Naravno, to ne znači da bi trebalo odustati od stvaranja stimulativnije investicione klime, uključujući prihvatljive kamatne stope na kredite i direktne podsticaje, naročito u maloj i otvorenoj tranzicionoj ekonomiji, kao što je naša. Jasno je da u nedostatku većih ulaganja u istraživanja i razvoj, domaća ekonomska politika ima veoma sužen izbor u nastojanjima da revitalizuje industriju. Međutim, iluzija je da povoljnija investiciona klima može ubrzati razvoj industrije bez rasta tražnje.

Literatura

- Abiad, A., Dell’Ariccia, G., Li, B. (2011). Creditless recoveries. *IMF Working Paper*, No 11/58, International Monetary Fund.
- AHK (2012). *CEE Investment Climate Survey 2012*. Deutsche Auslandshandelskammern.
- Aizenman, J., Pinto, B., Sushko, V. (2013). Financial sector ups and downs and the real sector in the open economy: Up by the stairs, down by the parachute. *BIS Working Paper* No 411, Bank for International Settlements.
- APR (2013). *Saopštenje o poslovanju privrede u Republici Srbiji u 2012. godini – uporedni podaci iz finansijskih izveštaja za 2011. i 2012.godinu*. Agencija za privredne registre.
- Barker, M. (2011). Manufacturing employment hard hit during the 2007-09 recession. *Monthly Labor Review*, April 2011, str. 28-33.
- Bayraktar, N., Sakellaris, P., Vermeulen, P. (2005). Real Versus Financial Frictions to Capital Investment. *ECB Working Paper*, No. 566. European Central Bank.
- Bickenbach, F., Bode, E., Dohse, D., Hanley, A., Schweircket, E. (2009). Will the Financial Sector Shrink and Entrepreneurship Boom (str. 144-159), u: Clodt, H., Lehment, H. (eds.) *The Crisis and Beyond*. Kiel Institute for the World Economy, November 2009.
- Bijsterbosch, M., Dallhaus, T. (2011). Determinants of credit-less recoveries. *ECB Working Paper* No 1358, European Central Bank.
- Compete & Deloitte (2012). *2013 Global Manufacturing Competitiveness Index*. Council on Competitiveness & Deloitte LLP (Deloitte U.S.).
- EBRD (2012). *Transition Report 2012: Integration Across Borders*. European Bank for Reconstruction and Development.
- EC (2010). *An Integrated Industrial Policy for the Globalisation Era*. European Commission. COM (2010) 614.
- EC (2011). *EU industrial structure 2011: Trends and Performance*. European Commission – DG Enterprise and Industry.

- EC (2012). *A Stronger European Industry for Growth and Economic Recovery*. Commission COM (2012) 582. European Commission.
- EC (2013). *European Industrial Policy: An Industrial Renaissance*. European Commission – DG Enterprise and Industry. Conference, June 6, Brussels.
- EC (2013a). *European Competitiveness Report 2013: Towards Knowledge Driven Reindustrialisation*. Commission Staff Working Document SWD (2013) 347. European Commission.
- EC (2013b). *Short-term Industrial Outlook: October 2013*. European Commission – DG Enterprise and Industry.
- ECB (2007). *EU Banking Sector Stability, November 2007*. European Central Bank.
- ECB (2009). *EU Banking Sector Stability, August 2009*. European Central Bank.
- ECB (2013). *Banking Structures Report, November 2013*. European Central Bank.
- Fuss, C., Vermeulen, D. (2004). Firms' investment decisions in response to demand and price uncertainty. *ECB Working Paper* No 437, European Central Bank.
- IBRD & WB (2013). *Doing Business 2014 – Serbia*. International Bank for Reconstruction and Development & World Bank.
- IMF (2013). Republic of Serbia: 2013 Article IV Consultation. *IMF Country Report*, No. 13/206, July 2013. International Monetary Fund.
- Jackson, J. (2013). *Foreign Direct Investment in the United States: An Economic Analysis*. Congressional Research Service, December 2013.
- Kejnz, Dž. M. (2013). *Opšta teorija zaposlenosti, kamate i novca*. Službeni glasnik, Beograd.
- Khan, M., Senhadji, A. (2000). Financial Development and Economic Growth: An Overview. *IMF Working Paper* 00/209.
- Levinson, M. (2013). U.S. Manufacturing in International Perspective. *Congressional Research Service*. February 2013.
- NBS (2013). *Bankarski sektor u Srbiji – Izveštaj za IV tromesečje 2012*. Narodna banka Srbije.
- NBS (2013b). *Izveštaj o inflaciji – Novembar 2013*. Narodna banka Srbije.
- NBS (2013a). *Godišnji izveštaj o stabilnosti finansijskog sistema*. Narodna banka Srbije.
- OECD (2009). *Policy Responses to the Economic Crisis: Investing in Innovation for Long-Term Growth*. Organisation for Economic Co-operation and Development.
- RZS (2010). *Izveštaj o investicijama u osnovne fondove – Metodološke osnove*. Republički zavod za statistiku.
- RZS (2012). *Investicije u osnovne fondove Republike Srbije, 2012. Saopštenje*, broj 314 (20. novembar 2013). Republički zavod za statistiku.
- Samjuelson, P., Nordhaus, V. (2009). *Ekonomija*. Mate, Beograd.

- Schmalz, M., Sraer, D., Thesmar, D. (2013). Housing collateral and entrepreneurship. *NBER Working Paper*, No. 19680, November 2013.
- SIEPA (2013). *Investment Incentives in Serbia*. Serbia Investment and Export Promotion Agency, January 2013.
- Šumpeter, J. (2013). *Teorija privrednog razvoja: istraživanje profita, kapitala, kredita, kamate i poslovnog ciklusa*. Službeni glasnik, Beograd.
- UNCTAD (2013). *World Investment Report 2013: Global Value Chains: Investment and Trade for Development*. United Nations Conference on Trade and Development.
- Vlada RS (2012). *Fiskalna strategija za 2013 godinu sa projekcijama za 2014. i 2015. godinu* (28. novembar 2012). Vlada Republike Srbije.
- Vuković, V. (2011). Monetary policy perceptions and disinflation in the transition countries Southeastern Europe, u *Finance and monetary policy after the global financial crisis*, str. 84-99. Faculty of Economics, Skopje.
- Vuković, V., Minović, J. (2013). Prolonged recession in Serbia and recovery prospects, u: *Post Crisis Recovery*, str. 317-327. BBA, Beograd.

UTRŽIVOST I KOMPOZICIJA JAVNOG DUGA: ISKUSTVA RAZVIJENIH EKONOMIJA I POUKE ZA SRBIJU*

Rezime

Cilj ovog rada je ispitivanje uticaja utrživosti državnih dugovnih hartija na kompoziciju javnog duga, troškove njegovog servisiranja i održivost. Razvijene zemlje imaju veoma različite nivoe javnog duga prema BDP. Međutim, ne postoji korelacija između stepena zaduženosti i održivosti javnog duga: mnoge zemlje sa većim dugovnim opterećenjem nisu zapale u dužničku krizu, i obrnuto. Primer zemalja tzv. periferije Evro zone, ophrvanih dužničkom krizom, nesporan je dokaz diskrepance između relativnog nivoa javnog duga i njegove održivosti. Deo objašnjenja pruža utrživost vladinih hartija, jer ona odražava ne samo mogućnost sekundarnog trgovanja, već i tražnju za emitovanim hartijama. U većini tržišnih ekonomija obaveze po ovim hartijama čine najveći deo javnog duga. Otuda je utrživost ovih hartija u korelaciji sa održivošću javnog duga. Različita iskustva razvijenih ekonomija nesumnjivo su inspirativna za uravljanje javnim dugom Srbije, zbog čega im je i posvećen ovaj rad. Postavljeni cilj rada odredio je njegovu strukturu, koju čine sledeći delovi: uvodne napomene (1), značaj utrživosti i kompozicije javnog duga (2), utrživost i kompozicija javnog duga razvijenih ekonomija (3), utrživost i kompozicija javnog duga Srbije (4), pouke za Srbiju (5) i zaključak (6).

Ključne reči: javni dug, nivo zaduženosti, kompozicija duga, utrživost, struktura holdera, ročnost, troškovi, održivost duga, razvijene ekonomije, Srbija.

* F *Finansije*, br. 1-6/2015, str. 104-115.

**MARKETABILITY AND COMPOSITION OF PUBLIC DEBT:
ADVANCED ECONOMIES EXPERIENCES
AND LESSONS FOR SERBIA**

Summary

The aim of this paper is to investigate the impact of marketability of government debt securities on the composition of public debt, the costs of its coverage and sustainability. Developed countries have very different levels of public debt to GDP. However, there is no correlation between the degree of indebtedness and the sustainability of public debt: many countries with higher debt load have not plunged into a debt crisis, and vice versa. The example of the countries of so called Euro zone periphery, subdued by the debt crisis is the undisputed evidence of the discrepancy between the relative levels of public debt and its sustainability. A part of the explanation is provided by the marketability of government securities, because it reflects not only the possibility of secondary trading, but the demand for the issued securities. In most market economies obligations under these securities make up the largest part of public debt. Hence, the marketability of these securities is in correlation to the sustainability of public debt. Different experiences of the advanced economies are undoubtedly inspiring for the management of Serbian public debt, which is why this paper is dedicated to them. The established goal of the paper determined its structure, consisting of the following parts: introductory notes (1), importance of marketability and composition of public debt (2), marketability and composition of the public debt in the advanced economies (3), marketability and composition of the public debt of Serbia (4), lessons for Serbia (5) and conclusion (6).

Key words: public debt, indebtedness level, debt composition, marketability, holders structure, maturity, debt sustainability, advanced economies, Serbia.

1. Uvodne napomene

Ubrzani rast globalnog duga obeležio je početak novog milenijuma. Samo od 2007. do 2014. širom sveta je povećan ukupan dug za 57 triliona \$, odnosno za 17% svetskog autputa – sa 268% na 286% (nasuprot 246% u 2000. godini). U isto vreme je izuzetno povećana zaduženost svih sektora – korporativnog, finansijskog i domaćinstava, ali najviše državnog. Naime, od napred spomenutih 57 triliona \$ porasta ukupnog duga, 25 triliona \$ se odnosi na sektor države, koji je tako postao prvi po apsolutnom iznosu duga (Dobbs et al, 2015).

Od izbijanja Velike recesije javni dug je eksandirao u većini zemalja sveta, pretvarajući se u kolosalnu prepreku oporavku od recesije i budućem ekonomskom rastu. Primeri zemalja koje su u periodu 2007-2014. uspele da apsolutno i relativno smanje javni dug, kao što su učinile Norveška i Švajcarska (IMF, 2015a), izuzetno su retki. U takvim okolnostima je postalo posebno značajno pitanje kompozicije javnog duga, jer ona presudno utiče na održivost aktuelnog nivoa (pre)zaduženosti. Upravo je kompozicija javnog duga razlog zašto neke zemlje, izuzetno zadužene u odnosu na njihov BDP, nisu u dužničkoj krizi, za razliku od zemalja koje su pogođene ovom krizom sa relativno manjim javnim dugom.¹ Naravno, iznad određenog kritičnog nivoa zaduženosti, kao što je Grčkih 177%, nikakvo prekomponovanje ne može doprineti održivosti duga bez istovremene redukcije njegovog apsolutnog iznosa putem otpisa.

U svim ekonomski razvijenim zemljama i mnogim zemljama u razvoju najveći deo javnog duga čine obaveze po osnovu dugovnih hartija od vrednosti, koje je emitovala država, odnosno javni sektor. Najčešće se emituju utržive hartije od vrednosti, koje su prenosive i kojima se trguje na sekundarnom tržištu, za razliku od neutrživih, odnosno netransferibilnih (CBO, 2010). S obzirom da se interes investitora po definiciji fokusira na utržive (likvidne) hartije, razumljivo je zašto se utrživost državnih hartija nalazi u korelaciji sa održivošću javnog duga. Empirijski utvrđena jaka korelaciona veza čini utrživost svojevrsnim indikatorom održivosti javnog duga. Pri tome utrživost nije samo jedan od elemenata kompozicije javnog duga, već i povratno utiče na druge elemente, posebno one najvažnije – ročnost i troškove.

Iskustva razvijenih ekonomija sa različitim kompozicijama javnog duga svakako su inspirativna za Srbiju, što je i motivisalo ovaj rad. Naravno, istraživanje prakse ekonomski razvijenih zemalja ne znači da treba zanemariti iskustava ostalih zemalja, posebno tranzicionih (jedinствен primer relativnog smanjivanja javnog duga u ovoj grupi predstavlja Rumunija). Ipak, najbrojnije dokaze održivosti javnog duga pružaju razvijene ekonomije, zbog čega njihova iskustva mogu poslužiti kao primer „dobrih praksi“. Ova grupa razvijenih ekonomija istovremeno pruža i primere „loših praksi“, sigurno još poučnijih za upravljanje javnim dugom naše zemlje.

Cilj ovog rada odredio je njegov sadržaj, koji čine sledeći delovi: uvodne napomene (1), značaj utrživosti i kompozicije javnog duga (2), utrživost i kompozicija javnog duga razvijenih ekonomija (3), utrživost i kompozicija javnog duga Srbije (4), pouke za Srbiju (5) i zaključak (6).

¹ Na primer, Japan sa 246%, Belgija sa 106% i SAD sa 105% nasuprot Španiji sa 98% u prošloj godini (IMF, 2015a).

2. Značaj utrživosti i kompozicije javnog duga

Kompozicija javnog duga je pre svega značajna za minimiziranje troškova njihovog servisiranja, što je jedan od bazičnih ciljeva upravljanja ovim dugom u najrazvijenijim ekonomijama (MFJ, 2014). Indikativno je da se kao osnovni cilj još navodi i obezbeđivanje stabilne emisije državnih hartija, dok se redukcija nivoa duga u ovim zemljama ne smatra ciljem upravljanja javnim dugom (Isto). Otuda se ne može zaključiti da vlade razvijenih zemalja nisu zainteresovane za smanjivanje svojih dugova, jer ih po oficijelnim ocenama u tome sputava usporen ekonomski rast i niska inflacija (IMF, 2015a).²

Pored smanjivanja troškova servisiranja, ističe se značaj kompozicije duga za ublažavanje fiskalne nestabilnosti i predupređivanje rizika krize javnog duga (Ali Abbas et al, 2014). Rezultanta svih navedenih efekata je održivost nivoa javnog duga u odnosu na BDP, koja u razvijenim zemljama oscilira od 30% u Norveškoj do već spomenutih 246% u Japanu (IMF, 2015a).

Globalna ekspanzija javnog duga i promene njegove kompozicije u razvijenim zemljama se mogu uočiti znatno pre poslednje recesije, u vreme tzv. velike akumulacije dugova od 1975-2005. godine. Ove promene je omogućila liberalizacija tokova kapitala, rast ugovorne štednje i inovacije oblika državnog duga (Ali Abbas et al, 2014). Najveći deo rastućeg talasa kapitala razvijene zemlje su instrumentalizovale upravo emitovanjem svojih utrživih hartija na primarnom tržištu kapitala. Bez raznovrsne i enormne ponude državnih obveznica, zapisa i sličnih hartija, ove zemlje ne bi mogle u celosti da obezbede finansiranje sve većeg raskoraka između javnih prihoda i rashoda, bez obzira na liberalizaciju tokova kapitala.

Utrživost i valutna, ročna i holderska struktura su najvažnije odlike kompozicije javnog duga u razvijenim ekonomijama (Ali Abbas et al, 2014). Dug može biti utrživ i neutrživ, denominovan u lokalnoj ili stranoj valuti, različite ročnosti u posedu domaćih i stranih holdera, koji se mogu razvrstavati po sektorima. Takođe se može izdvojiti kompozicija kamatnih stopa (fiksne i varijabilne), kao i odnos indeksiranog (stopom inflacije ili stopom rasta BDP) i neindeksiranog duga. Međutim, kompozicija javnog duga nije zbir različitih struktura, već okvir u kome se ispoljavaju svi odnosi njihove međuzavisnosti.

² Osnovi redukcije duga su: 1) ekonomski rast, 2) fiskalno prilagođavanje – restrikcija, 3) restrukturiranje duga, 4) iznenadna inflacija i 5) finansijska represija (Reinhart & Rogoff, 2013).

Izbor odgovarajuće kompozicije javnog duga, pre svega emisija dugoročnih državnih hartija u domaćoj valuti, doprineo je fiskalnoj stabilnosti u razvijenim zemljama (Ali Abbas et al, 2014). Problem je što u slučajevim prekomerne zaduženosti ne postoji „spasonosna“ kompozicija javnog duga u postojećim makroekonomskim i monetarnim uslovima.

Rastuća utrživost je pozitivno uticala na ročnu i holdersku strukturu javnog duga razvijenih ekonomija, omogućavajući duže rokove dospeća i motivišući strane investitore, koji imaju averziju prema neutrživim hartijama. Utrživost državnih hartija dodatno je podstakla i interes domaćih investitora, posebno nebankarskog sektora. Prema podacima Trezora SAD, utrživost je značajno uticala i na smanjivanje prosečnih kamatnih stopa i posledičnih troškova servisiranja ovog dela duga. Proizilazi da je utrživost državnih hartija pogodovala održivom rastu javnog duga i unapređivanju njegove kompozicije u ekonomski razvijenim zemljama.

3. Utrživost i kompozicija javnog duga razvijenih ekonomija

Izmene kompozicije javnog duga razvijenih zemalja odvijale su se, kao što je već naglašeno, naporedo sa rastom ovog duga. Od polovine 1990-ih godina rast duga razvijenih zemalja postaje primetno brži nego u tranzicionim i zemljama u razvoju, da bi od izbijanja Velike recesije postao još ubrzaniji (Reinhart-Rogoff, 2013). O kakvom se ubrzanju radi svedoče podaci za period 2007-2014, u kome je javni dug Irske, mereno procentima BDP, povećan za 4,6 puta, Slovenije za 3,7 puta, Španije za 2,8 puta i V. Britanije za 2,1 puta. Prvo mesto po zaduženosti (javni dug / BDP) među razvijenim zemljama EU zauzima Grčka sa 177%, slede Italija sa 132%, Portugalija sa 130%, Irska sa 110%, Belgija sa 106%, Španija sa 98%, Francuska sa 95% i V. Britanija sa 90%. Na začelju su Švedska i Češka sa 42%, što deluje zanemarljivo u odnosu na japanskih 246% ili američkih 105%. Ukoliko se posmatraju sve razvijene ekonomije, njihov prosečni dug povećan je u posmatranom periodu sa 72% na 105%, dok je rast zaduženosti u evro zoni bio nešto sporiji – sa 65% na 94% (IMF, 2015a).³ Ovakva ekspanzija javno duga ne bi bila održiva bez poboljšanja njegove kompozicije, pre svega ročne (rastući udeo dugoročnih hartija) i cenovne (niske i fiksne kamatne stope). Utrživost se podrazumeva, jer je likvidnost bitna koliko i prinos ili sigurnost.

³ Izneti podaci još uvek ne deluju posebno uznemirujuće, jer prosečan građanin nema jasnu percepciju veličine BDP ili stotinu milijardi evra. Ukoliko se milijarde svedu na hiljade, teret javnog duga postaje razumljiviji. Primera radi, u Grčkoj je svaki građanin opterećen sa približno 32.000 evra državnog duga, dok teret ovog duga po svakom hektaru zemlje, bez obzira u čijem je vlasništvu, iznosi oko 24.000 evra!?

Utržive državne hartije preovlađuju ne samo u poređenju sa neutrživim, već i u odnosu na sve druge instrumente javnog duga (Ali Abbas et al, 2014). Čak i u SAD, koje imaju dugu tradiciju izdavanja neprenosivih državnih hartija, utrživ dug je činio gotovo 70% ukupnog duga u martu ove godine (Trezor SAD ima najpregledniju i najažurniju statistiku utrživosti javnog duga). Posebno je interesantan odnos kamatnih stopa, koji je za utrživ dug u martu iznosio 2,00%, a za neutrživ 3,19%! Posledično, udeo kamata na utrživ dug bio je znatno niži (61%). Prosečna kamatna stopa na ukupan dug iznosila je 2,35%, što je neznatno manje nego godinu dana ranije.⁴ Izneti podaci jasno pokazuju koliko utrživost državnih hartija rasterećuje troškove servisiranja javnog duga.

U holderskoj strukturi javnog duga SAD preovlađuju strani investitori sa 47%. Među vlasnicima trezorskih hartija SAD, najveći udeo imaju holderi iz Kine (19,9%) i Japana (19,9%), koji sa Belgijom i područjem Kariba čine više od polovine stranih investitora (Fed, 2015). Strani investitori igraju značajnu ulogu u finansiranju javnog duga i drugih razvijenih ekonomija – 61% udela u Nemačkoj, 40% u Francuskoj i 30% u V. Britaniji, izuzev u Japanu, gde njihovo učešće iznosi svega 8% (MFJ, 2014). Tokom recesije je opao udeo stranih holdera u Grčkoj, Irskoj, Portugaliji i Španiji, a povećan u Nemačkoj, Francuskoj i SAD (Andritzky, 2012).

Najznačajniji domaći holderi u razvijenim ekonomija su finansijske institucije – 59% u Japanu, 53% u Francuskoj, 33% u V. Britaniji, 24% u Nemačkoj i 19% u SAD. U grupi finansijskih institucija najzastupljenije su komercijalne banke i osiguravajuća društva. Direktni udeo domaćinstava je relativno mali (ispod 10%), ali je indirektno izuzetno veliki, ukoliko se ima u vidu njihova štednja kod domaćih finansijskih posrednika (MFJ, 2014). Otuda su građani razvijenih zemalja među vodećim ulagačima u domicilne državne hartije (direktno i indirektno), dok su u Japanu sigurno dominantni investitori u ove hartije.

Prema podacima MFJ, centralne banke imaju zanemarljiv udeo u evro zoni (Francuska 4%, Nemačka 0%) i značajan u ostalim razvijenim zemljama (18% SAD, 20% Japan i 36% V. Britanija). Sve centralne banke imaju ogromne stokove državnih hartija, dobijenih kao kolateral za plasmane bankama u okviru kvantitativnih olakšica i drugih nestandardnih mera monetarne politike. Međutim, uticaj izuzetno ekspanzivne monetarne politike na javni dug je još difuzniji. Primera radi, kvantitativne olakšice koje već dugo sprovodi Fed uticale su na rast tražnje za trezorskim hartijama, produženje prosečne ročnosti i smanjivanje stope prinosa na te hartije (Greenwood, 2014).

⁴ U.S. Department of the Treasury, Bureau of the Fiscal Service (April 6, 2015).

Ročna struktura javnog duga je poboljšana u svim razvijenim zemljama. Otuda je razumljivo zašto je bazični cilj upravljanja javnim dugom minimiziranje srednjoročnih i dugoročnih troškova (MFJ, 2014). Interesantno je da je prosečna ročnost javnog duga Francuske, Grčke i Italije na kraju 2011. bila duža nego SAD, Nemačke i Japana (Contessi, 2012).

Sa uvođenjem evra je povećan udeo hartija u lokalnoj valuti na račun hartija u stranoj valuti, pre svega dolarskih. Protokom vremena, udeo državnih hartija u stranoj valuti je minimiziran u razvijenim zemljama (Ali Abbas et al, 2014). Za strane investitore najinteresantnije su državne hartije denominovane u evrima i dolarima, za hartije u jenima su najzainteresovaniji japanski investitori, dok je udeo ostalih valuta znatno manji.

Prosečne kamatne stope takođe predstavljaju bitnu odliku kompozicije javnog duga. Od početka novog milenijuma u razvijenim zemljama se uočava trend opadanja kamatnih stopa. Ovaj trend je još uočljiviji ako se porede subperiodi – 2003-2007, 2008-2009, i 2010-2011 (Contessi, 2014). Zahvaljujući tome, prosečan trošak kamata je smanjen, ali to nije moglo da amortizuje troškove brzo rastućeg duga. Sa aspekta investitora, niske stope prinosa po definiciji su destimulativne. Međutim, državne hartije ovih zemalja spadaju u tzv. sigurnu aktivu, koja se nameće kao optimalan izbor u nedostatku boljih alternativa

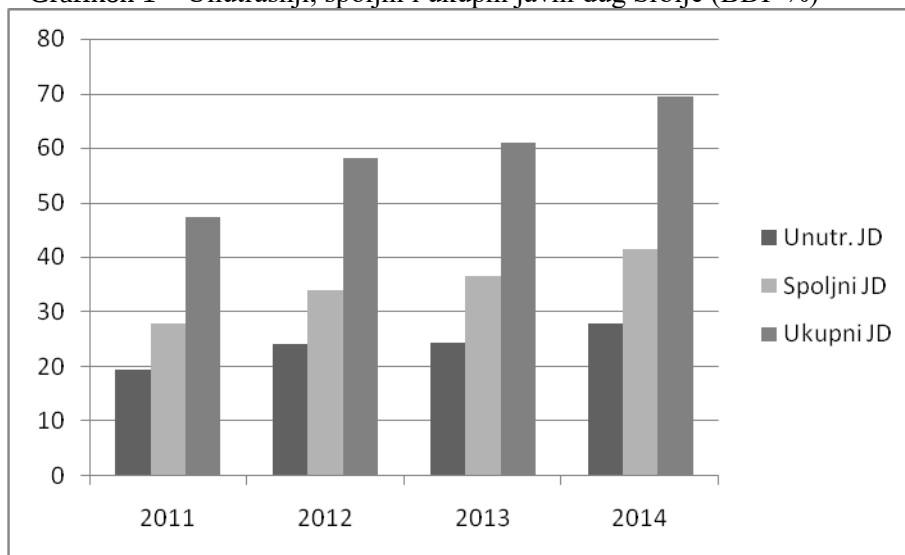
Napred skicirana kompozicija javnog duga razvijenih ekonomija pokazuje rast udela utrživih hartija, povećan interes stranih investitora, koji su često i dominantni holderi, maksimalan udeo hartija denominiranih u lokalnoj valuti, produžavanje prosečne ročnosti i smanjivanje prosečne kamatne stope.

4. Utrživost i kompozicija javnog duga Srbije

Poslednja analiza održivosti javnog duga Srbije, koju je MMF obelodanio februara ove godine u okviru svog obuhvatnog izveštaja, fokusira njegovu kompoziciju sa dva aspekta: ročnog i valutnog (IMF, 2015). Na prvi pogled se uočava povećanje udela srednjoročnog i dugoročnog duga, ali i primetan apsolutni rast kratkoročnog duga u intervalu 2012-2014, za koji se očekuje da bude minimiziran već krajem ove godine. Valutnu strukturu odlikuje dominacija deviznog duga, uz predviđanje njegovog smanjivanja tokom narednih godina u cilju održivosti. Interesantno je da se prema projekcijama očekuje i smanjivanje relativnog udela dinarskog duga narednih godina, uprkos strateškom operedeljenju za što veću supstituciju dolarskih i evro hartija dinarskim?

Promene u kompoziciji našeg javnog duga ipak se ne mogu razumeti bez osvetljavanja okolnosti u kojima su se dešavale. Tokom perioda 2009-2014, koji je analiziran (IMF, 2015), javni dug Srbije rastao je tri puta brže od proseka evropskih tranzicionih ekonomija i dva puta brže od proseka razvijenih ekonomija! Dostignutih 70% javnog duga u odnosu na BDP, krajem prošle godine, možda ne izgleda mnogo u odnosu na Austriju (87%) ili Sloveniju (83%). Ipak, to je očigledno ogroman teret za domaću fiskalnu stabilnost i dugoročnu održivost ovog duga, za koji se očekuje da će kulminirati sa 78% u 2017. godini (IMF, 2015).

Grafikon 1 – Unutrašnji, spoljni i ukupni javni dug Srbije (BDP %)



Izvor: Ministarstvo finansija RS, Uprava za javni dug

Grafikon 1 pokazuje da je ubrzanom rastu javnog duga Srbije doprinelo kako zaduživanje na stranom tržištu (spoljni dug), tako i zaduživanje na domaćem tržištu kapitala (unutrašnji dug). Porast spoljnog duga u ovom periodu bio je nešto brži (49%) od unutrašnjeg (43%), tako da je njegov udeo u ukupnom dugu neznatno povećan - sa 58,9% na 59,9%. Međutim, to nije pokazatelj valutne kompozicije našeg duga, jer su hartije denominirane u stranoj valuti prodavane i na domaćem, a ne samo na inostranom tržištu.

Prema poslednjem izveštaju Uprave za javni dug Ministarstva finansija RS na kraju februara je dinarski dug činio 21,2% ukupnog duga, jer je od svih hartija koje je država emitovala na domaćem tržištu dinarskih bilo 69%, a preostalih 31% u evrima (MF RS, 2015). U valutnoj strukturi spoljnog duga dominira USD sa 53,1%, EUR ima 37,9%, SDR 6,9%, CHF 1,3% i 0,8% ostale valute.

Prosečno vreme dospeća svih emitovanih državnih hartija iznosilo je 28 meseci na kraju februara, a dinarskih 26 meseci. Očekuje se da će udeo dugoročnih hartija biti još veći u budućnosti, jer su tek prošle godine prvi put emitovane 10-godišnje hartije denominovane u dinarima i evrima. U korelaciji sa ročnošću je prosečan procenat realizacije aukcija državnih hartija. Interesantno je da su u celosti (100%) realizovane samo hartije indeksirane stopom inflacije (MF RS, 2015).

Troškovi kamata po osnovu javnog duga dostigli su 2,9% BDP u 2014, a očekuje se da će u 2017. iznositi 3,8% agregatnog autputa. Povoljno je što udeo hartija sa fiksnom kamatnom stopom premašuje 77%. Varijabilne kamatne stope pretežno su vezane za Euribor i Libor. Poslednje kamatne stope na dinarske hartije varirale su u rasponu od 6,95% za tromesečne do 12,99% za 10-godišnje hartije (Isto).

Hartije emitovane na međunarodnom tržištu u celosti su u posedu stranih holdera (imaoca). Investitori u hartije emitovane na domaćem tržištu su domaća pravna lica (59,9%), strana pravna lica (32,2%), kastodi (5,2%), fondovi (2,6%) i domaća i strana fizička lica (0,1%). Posmatrano po delatnostima, najveći holderi ovih hartija su poslovne banke (62%), zatim dolaze investicioni fondovi (29,8%), osiguravajuća društva (7,8%), penzioni fondovi (0,3%) i fizička lica (0,1%). Prilikom razmatranja kompozicije holdera neophodno je imati u vidu da je najveći deo domaćih pravnih lica u delimičnom ili potpunom vlasništvu stranih kompanija i banaka.

Na kraju se postavlja pitanje utrživosti naših državnih hartija, jer oficijelnih podataka nema. Jedine državne hartije kojima se trguje na domaćem berzanskom i vanberzanskom tržištu jesu obveznice stare devizne štednje. Sve ostale državne hartije su predmet sekundarnog trgovanja na vanberzanskom tržištu (OTC), direktnom pogodbom među investitorima. Otuda se ove hartije ne mogu smatrati u potpunosti utrživim, odnosno likvidnim. Smanjena transparentnost direktnih pogodbi sigurno ne doprinosi strateškom opredeljenju da se promoviše emitovanje dinarskih hartija (Vlada RS, 2014 – Strategija javnog duga).

Sumarno, kompozicija javnog duga Srbije vidno je poboljšana, pre svega u pogledu ročnosti i visine kamatnih stopa. Valutna struktura je i dalje nepovoljna, bez izgleda za preokret u doglednoj budućnosti. Strani investitori su dominantni holderi, dok se štednja građana angažuje preko poslovnih banaka, koje su u Srbiji predominantni finansijski posrednici. Utrživost je nepotpuna, jer se sekundarno trgovanje vrši isključivo vanberzanski (OTC), neposrednom pogodbom prodavaca i kupaca državnih hartija. Zbog toga su izostali podsticajni učinci pune utrživosti, koja je nezamisliva bez berzanskog trgovanja.

5. Pouke za Srbiju

Iskustva razvijenih ekonomija potvrđuju značaj kompozicije javnog duga za njegovu održivost i fiskalnu stabilnost. Produžavanje ročnosti, smanjivanje kamatnih stopa, denominacija u lokalnoj valuti i potpuna utrživost predstavljaju četiri stuba na kojima počiva njihova strategija upravljanja javnim dugom. Ekspanzivna monetarna politika ojačava ove stubove obezbeđujući enormne količine novca po zanemarljivo niskim kamatnim stopama.

Naravno, domaći ekonomski potencijal i rejting naše države kao emitenta hartija bitno umanjuju mogućnosti ostvarivanja željene kompozicije javnog duga, po ugledu na razvijene ekonomije.⁵ Ukoliko se ostvare ciljevi fiskalne politike – u srednjem roku zaustavljanje rasta javnog duga i njegovo relativno smanjenje u dugom roku, mogućnosti restrukturiranja ovog duga biće neuporedivo veće nego danas, jer će se temeljiti na dokazanoj održivosti i fiskalnoj stabilnosti.

Za održivost javnog duga Srbije naročito je važan treći cilj Strategije javnog duga: *Potrebno je da se podrži razvoj tržišta državnih hartija od vrednosti koje se emituju na domaćem i međunarodnom tržištu, kako bi razvijeno tržište pomoglo u smanjenju troškova zaduživanja u srednjem i dugom roku* (Vlada RS, 2014). Kamatne stope na utržive hartije Trezora SAD neoboriv su dokaz izuzetno snažnog uticaja berzanskog sekundarnog trgovanja na smanjivanje troškova servisiranja javnog duga. U našim uslovima tražnja za obveznicama stare devizne štednje potvrđuje pozitivne efekte berzanskog trgovanja na državne hartije. Iste ove obveznice opovrgavaju konstataciju iz Fiskalne strategije da su za berzansko trgovanje dugoročnim državnim hartijama neophodne izmene Zakona o javnom dugu, kao da obveznice stare devizne štednje nisu deo javnog duga?

Pored toga, sekundarno trgovanje državnim hartijama na domaćoj berzi bi dodatno privuklo strane i domaće investitore, koji su uzdržani zbog nedostatka odgovarajuće ponude državnih hartija (Vuković, 2013). Zbog toga je i MMF u svojim najnovijim preporukama za upravljanje javnim dugom naglasio značaj razvoja i podrške efiksnijem sekundarnom tržištu (IMF, 2014). Povećano investiranje u državne hartije ne bi istiskivalo privatni sektor, jer drugih emitenata dugovnih hartija kod nas nije bilo godinama (Vuković&Minović, 2012).

⁵ Interesantno je da jedan eminentni istraživači u analizi održivosti javnog duga, rađenoj za Evropski parlament, svrstava našu zemlju u istu grupu sa Češkom, Luksemburgom i Slovačkom, dok je u grupu zemalja koje doživljavaju „tragediju rasta“ uvrstio Grčku, Hrvatsku, Italiju, Sloveniju, Portugaliju i Španiju (Mauro, 2015).

Holderska struktura je drugi veliki nedostatak kompozicije javnog duga. Nesporno je da treba privući strane investitore, ali je neverovatno da se privlačenje najsuficitarnijeg sektora – stanovništva u Fiskalno strategiji svodi na sasvim bezličnu i neobavezujuću formulu: *u cilju povećanja ulaganja domaćih fizičkih lica učiniće se dodatni naponi u domenu edukacije stanovništva Republike Srbije*. Jedini koji su pokušavali da stvarno animiraju građane za kupovinu državnih hartija su brokersko-dilerska društva. Kao odgovor na njihove pokušaje, NBS je saopštila javnosti da je ulaganje stanovništva u državne hartije zanemarljivo malo kako u odnosu na štednju u bankama, tako i u odnosu na portfelj ovih hartija – svega 0,004% dinarskih i 0,87% državnih hartija u evrima je vlasništvo naših građana. Pri tome centralna banka naglašava da su transakcioni troškovi ulaganja u državne hartije oko 1,4%, bez napomene da se radi o jednokratnim troškovima, koji manje opterećuju srednjoročne i dugoročne hartije, srazmerno njihovoj ročnosti (NBS, 2015).

Analizirana iskustva razvijenih ekonomija u kompoziciji javnog duga i domaća praksa upućuju na zaključak da su dva najveća nedostatka upravljanja javnim dugom u našoj zemlji utrživost i holderska struktura. Istovremeno, to su i dve najveće prilike za unapređivanje postojeće kompozicije, čija realizacija zavisi isključivo od domaćih fiskalnih vlasti. Suvišno je naglašavati šta bi za domaću ekonomiju značilo da se glavnina isplata za kamatu ne odliva van zemlje, već reinvestira ili troši i tako podstiče agregatna tražnja. Isto tako, berzansko trgovanje državnim hartijama nije bitno zbog berze kao takve, već zbog smanjivanja troškova javnog duga i likvidnosti samih hartija.

6. Zaključak

Kompoziciju javnog duga razvijenih ekonomija odlikuje povećanje uдела utrživih hartija, rastući interes stranih investitora, maksimalan udeo hartija u lokalnoj valuti, produžavanje prosečne ročnosti i smanjivanje prosečne kamatne stope.

Poslednjih godina je poboljšana i kompozicija javnog duga Srbije, naporedo sa njegovim brzim rastom. Najveći napredak je ostvaren u domenu ročnosti i visine kamatnih stopa. Valutna struktura je ostala nepovoljna zbog nepoverenja javnosti u dinar. Strani investitori su dominantni holderi, dok među domaćim investitorima preovlađuju banke. Utrživost je nepotpuna, jer se sekundarno trgovanje vrši isključivo vanberzanski (OTC). Otuda proizilazi da su utrživost i holderska struktura dve najveće prilike za unapređivanje kompozicije javnog duga Srbije, koje stoje na raspolaganju domaćim fiskalnim vlastima.

Literatura:

1. Ali Abbas, S.M., Blattner, L., De Broeck, M., El-Ganaini, A., Hu, M. (2011), *Sovereign Debt Composition in Advanced Economies: A Historical Perspective*, *IMF Working Paper 14/162*, International Monetary Fund.
2. Andritzky, J. (2012), *Government Bonds and Their Investors: What Are the Facts and Do They Matter?* *IMF Working Paper 12/158*, International Monetary Fund.
3. CBO (2010), *Federal Debt and Interest Costs*, Congress of the U.S., Congressional Budget Office.
4. Contessi, S. (2012), *An Application of Conventional Sovereign Debt Sustainability Analysis to the Current Debt Crises*, *Review*, May/June 2012, str. 197-220, Federal Reserve Bank of St. Louis.
5. Dobbs, R., Lund, S., Woetzel, J., Mutafchieva, N. (2015), *Debt and (not much) deleveraging*, McKinsey Global Institute.
6. Fed (2015), *Major Foreign Holders of Treasury Securities*, Januar 31, 2015, Federal reserve Board, Department of Treasury (March 16, 2015).
7. Greenwood, R., Hanson, S., Rudolph, J., Summers, L. (2014), *Government debt Management at the Zero Lower Bound*, *Hitchins Center Working Paper 5*, Brookings.
8. IMF (2014), *Revised Guidelines for Public Debt management*, IMF Policy Paper, International Monetary Fund.
9. IMF (2015), *Republic of Serbia*, IMF Country Report No. 15/50, International Monetary Fund.
10. IMF (2015a), *Fiscal Monitor – Now Is the Time: Fiscal Policies for sustainability Growth*, April 2015, International Monetary Fund.
11. Lojsch, D.H., Rodriguez-Vives, M., Slavik, M. (2011), *The size and composition of government debt in the Euro-area*, *Occasional Paper No 132*, European Central Bank.
12. Mauro, P. (2015), *Debt sustainability and economic convergence of euro-area Member States: Challenges and Solutions*, *In-Depth Analysis*, PE 542.643, European Parliament.
13. MFJ (2014), *Debt Management report 2014 – The Government Debt Management and the State of Public Debts*, Financial Bureau, Ministry of Finance, Government of Japan.
14. MF RS (2015), *Mesečni izveštaj – Analiza javnog duga i duga opšte države, februar 2015*, Republika Srbija - Ministarstvo finansija, Uprava za javni dug.
15. NBS (2015), *Mogućnosti ulaganja za stanovništvo*, *Saopštenje*, 08.04.2015, Narodna banka Srbije.

15. Reinhart, C., Rogoff, K. (2013), Financial and Sovereign Debt Crises: Some Lessons Learned and Those Forgotten, *IMF Working Paper 13/266*, International Monetary Fund.
16. Vlada RS (2014), *Fiskalna strategija za 2015. godinu sa projekcijama za 2016. i 2017. godinu*, Vlada Republike Srbije.
17. Vuković, V., Minović, J. (20102), Needs and possibilities for enhancement of Serbian financial markets (Chapter 7), u *Managing Structural changes*, Faculty of Economics of the University of Coimbra, Portugal.
18. Vuković, V. (2013), Demand an supply of investment banking services in Serbia, u *Economic sciences on the crossroad*, Institut ekonomskih nauka – Beograd.

UTICAJ KREDITNOG RIZIKA NA EKONOMSKI OPORAVAK EU: POUKE ZA SRBIJU*

Apstrakt

Rastući kreditni rizik je jedno od najizrazitijih obeležja makroekonomske kontrakcije, sa snažnim povratnim uticajem na brzinu i trajnost oporavka. Priroda kreditnog rizika jasno se pokazala tokom Velike recesije (2007-2009), koja u mnogim zemljama EU nije okončana 2009, dok u nekim još uvek istrajava. Ispitivanje uticaja kreditnog rizika na ekonomski oporavak EU posebno je značajno za Srbiju, čije je privreda najtešnje povezana sa zemljama-članicama u širem okruženju. Veze nisu samo spoljnotrgovinske i finansijske – brojne ovdašnje firme i čitavi sektori, uključujući bankarstvo, nalaze se u potpunom ili većinskom vlasništvu evropskih kompanija i banaka. Utoliko je iskustvo ovih zemalja u suočavanju sa kreditnim rizikom značajnije za domaću ekonomsku politiku. Sadržaj ovog rada je prilagođen postavljenom cilju: nakon uvoda (1), analizirani su značaj i merenje kreditnog rizika (2), zatim kreditni rizik u zemljama EU (3), međuzavisnost kreditnog rizika i ekonomskog oporavka (4) i pouke za Srbiju (5), dok su ključni nalazi i preporuke sažeti u zaključku (6).

Ključne reči: kreditni rizik, recesija, ekonomski oporavak, EU, Srbija.

JEL klasifikacija: E32, E51, G01.

1. Uvod

Propagacija kreditnog rizika tokom poslednje Velike recesije nije predstavljala iznenađenje. Neočekivana je bila njena brzina, razmere preliivanja efekata kreditnog rizika na realni sektor i reverzibilni uticaj na bankarski sektor. Upravo je kreditni rizik pokazao međuzavisnost realnog i finansijskog sektora. Kriza javnih dugova, nastala nakon kolosalne finansijske podrške posrnulom bankarskom sektoru, samo je dodatno pojačala ovaj rizik. Kolaps kreditnog tržišta, koji je izuzetno ekspanzivnom monetarnom politikom preobraćen u višegodišnje sporo oživljavanje, pogodio je sve sektore. Negativni efekti povratne sprege neposredno su uticali na dinamiku ekonomskog oporavka, posebno u

* *Strukturne promene u Srbiji: dosadašnje rezultati i perspektive*, Institut ekonomskih nauka – Beograd, str. 140-156.

zemljama EU, od kojih su mnoge bile pogođene produženom recesijom sa duplim dnom.

Uprkos sličnim antirecesionim merama ekonomske politike u ovim zemljama, ostvarni su različiti rezultati. Otuda su iskustva članica EU u suočavanju sa recesijom, pre svega zemalja u tranziciji i zemalja ophrvanih javnim dugovima, dragocena za ekonomsku politiku Srbije. Naročito su važne pouke za ublažavanje kreditnog rizika i njegovog negativnog uticaja na izlazak iz kontraktione faze poslovnog ciklusa. Pošto se od druge polovine 2014. godine u evropskoj javnosti apostrofira uspeh Irske u rešavanju ovih problema,¹ iskustvu ove zemlje posvećena je posebna pažnja i u ovom radu.

Struktura ovog rada odražava potrebu za identifikacijom uspešnih i primenljivih iskustava u suočavanju sa kreditnim rizikom tokom recesije: prethodno su analizirani značaj i merenje kreditnog rizika (2), zatim kreditni rizik u zemljama EU (3) i međuzavisnost kreditnog rizika i ekonomskog oporavka (4). Izdvojeno su sistematizovane pouke za Srbiju (5), kao i ključni nalazi i preporuke u zaključku (6).

2. Značaj i merenje kreditnog rizika

Kreditni rizik predstavlja jednu od najvećih pretnji bankarskom sektoru, pored rizika likvidnosti i tržišnog rizika. Međutim, posledice visokog kreditnog rizika su teže i dugotrajnije, što jasno pokazuje poređenje promena nivoa ovih rizika nakon izbijanja Velike recesije. Prelivanje kreditnog rizika na realni sektor i negativni efekti povratne sprege ugrožavaju ukupnu ekonomiju, pretvarajući ovaj rizik u sistemski (Vuković – Domazet, 2013).

Procikličnost kreditnog rizika proizilazi iz njegove korelacione i kauzalne veze sa poslovnim ciklusima. Rastući kreditni rizik zbog toga spada među ključne indikatore nastupajuće recesije. Postepeni rast kreditnog rizika neumitno postaje eksplozivan od trenutka tržišnog kolapsa, što je postalo očigledno 1929, na početku Velike depresije. Nemogućnost naplate značajnog dela kredita izaziva nepoverenje banaka prema svim zajmotražiocima, uključujući druge banke. Opšte nepoverenje dramatično otežava finansijsko posredovanje, ugrožavajući ne samo likvidnost, već i elementarno funkcionisanje realnog sektora. Iskustvo je pokazalo da se ovakva blokada može otklanjati samo spoljnom intervencijom nadležnih

¹ U Dublinu je 19. januara ove godine održano i posebno savetovanje pod nazivom *Ireland - Lessons from its Recovery from the Bank-Sovereign Loop*, koje su organizovali Central Bank of Ireland, Center for Economic Policy Research i International Monetary Fund.

institucija, a da je za predupređivanje ekspanzije kreditnog rizika neophodna odgovarajuća regulativa.

Najvažnija mera za predupređivanje budućih bankarskih kriza i jedno od najvećih nasleđa Nju dila - razdvajanje komercijalnog i investicionog bankarstva – bitno je smanjila opasnost od eskalacije kreditnog rizika. Ukidanjem ove „stare“ podele u procesu trijumfalne deregulacije stvoreni su ključni uslovi za ponovno izbijanje „velike“ finansijske i ekonomske krize globalnih razmera. Inovativna rešenja u ugovorima o kapitalu Bazel I i Bazel II, kojima je regulatorni kapital banaka minimiziran, dodatno su doprinela euforiji finansijskih tržišta. Erupcija kreditnog rizika usledila je od trenutka kolapsa najvećeg svetskog tržišta nekretnina i hipotekarnih hartija. Na taj način je virus krize prenet na čitav svet. Usledile su državne intervencije ekstremnih razmera, najekspanzivija monetarna politika u istoriji, rigorozniji Bazel III i nova Makroprudencijalna regulativa. Ipak, izuzetan arsenal mera i sredstava nije vidnije umanjio nivo kreditnog rizika, zabeležen na vrhuncu krize, tačnije – recesionom dnu.

Termin rizik se po svom značenju odnosi na moguće probleme u budućnosti. Zbog toga su strariji istraživači naglašavali distinkciju između evidentiranog / prošlog (*retrospective*) i potencijalnog / budućeg (*prospective*) kreditnog rizika, koji fokusira mogućnost incidentnih kreditnih problema u budućnosti (Fiedler, 1971). Proizilazi da bez analize promena kreditnog rizika u prošlosti nije moguće pouzdanije utvrditi budući rizik. Prema ovim istraživanjima, vršenim u okviru NBER (National Bureau for Economic Research), kreditni rizik je osetljiv na promene u dohocima, (ne)zaposlenosti, cenama i t.sl., jednom rečju – na oscilacije poslovnih ciklusa (Isto). S druge strane, promene kreditnog rizika i kreditnih performansi povratno utiču na ciklične fluktuacije poslovnih aktivnosti i same uslove poslovanja. Pri tome se razlikuju privatni ili interni troškovi kreditnih problema od društvenih ili eksternih troškova, gde je na prvom mestu opadanje autputa i zaposlenosti (Isto).

Velika vremenska distanca u odnosu na 1930-te godine i rašireno ubeđenje da su velike krize zauvek savladane, naveli su savremene istraživače da zanemare rezultate nekadašnjih istraživanja. Uoči same erupcije kreditnog rizika objavljen je rad u *Journal of Financial Stability*, čiji autor naglašava da njegov teorijski model i empirijska studija pokazuju da **deregulacija** poboljšava kvalitet kredita i **smanjuje kreditni rizik** zahvaljujući, pre svega, boljem skringingu zajmotražilaca i većoj međubankarskoj konkurenciji, praćenoj snižavanjem kamatne marže (Chen, 2007)? Iste godine je objavljeno i istraživanje grupe autora u okviru NBER, koji dokazuju pozitivan uticaj finansijskog inženjeringa, jer korišćenjem instrumenata kao što su **kreditni derivati**, omogućava aktivni menadžment kreditnog portfolia, kojim se **kupuje i prodaje kreditni rizik** (ili kreditna zaštita) između sektora i

zemalja (Pesaran et al, 2007). Tako se neposredno pre eksplozije loših kredita činilo da je kreditni rizik zauvek pobeđen.

Eskalacija kreditnih problema na početku krize predstavljala je iznenađenje za sve istraživače koji su u pristupu merenju kreditnog rizika posvećivali malu pažnju, najmanje eksplicitnu, poslovnim ciklusima (Lowe, 2002). Isto važi i za sva regulatorna tela, uključujući centralne banke. Pokazalo se da su standardne mere, počev od kreditnog rejtinga, nepouzdanе i zavaravajuće, pošto su mnogi kreditni derivati sa rejtingom AAA preko noći postajali bezvredni, baš kao i krediti iz kojih su izvedeni! Modeli kreditnog rizika takođe nisu ništa najavljivali, jer su njihovi ključni parametri najčešće simulirani nezavisno od makroekonomskog okruženja (Isto).

Uticaj kreditnog rizika na ekonomski oporavak, čemu je posvećen ovaj rad, iziskuje uvođenje odgovarajućih sektorskih, makroekonomskih i kombinovanih pokazatelja u istraživanje. Na prvom mestu je odnos bankarskih kredita prema BDP (Total loans-to-GDP)², odnosno finansijska produbljenost. Zbog toga je BCBS (Basel Committee on Banking Supervision) izdvojio **jaz** u ovom odnosu kao najbolju varijablu za operacionalizaciju anticiklične kapitalne zaštite (BCBS, 2010).³ Pored finansijske produbljenosti, koristi se udeo problematičnih kredita u ukupnim kreditima bankarskog sektora (*NPL-to-Total loans*), zatim pokrivenost problematičnih kredita (*NPL coverage*), odnos kapitala prema aktivu banaka (*Leverage*) i pokazatelj sektorske likvidnosti (*liquidity ratio*).

Veliki propust dosadašnje međunarodne regulative u pristupu kreditnom riziku bilo je tretiranje kredita kao jedine problematične aktive banaka, za razliku od hartija od vrednosti (HoV) i sličnih oblika aktive. Naravno, praksa je pokazivala da su krediti ipak sigurniji od većine HoV, uključujući i one kolateralizovane. Ova greška se tek sada ispravlja predloženim uvođenjem pokazatelja neto problematične aktive (*net non-performing assets – Net NPA ratio*), koja pored neto NPL (umanjenih za ispravke) obuhvata neto problematične dugovne hartije, neto problematične depozite i neto problematičnu ostalu kamatonosnu aktivu (BCBS, Decembar 2014). Sektorskih podataka o neto NPA još uvek nema, ali su za ovo istraživanje relevantni agregatni podaci o NPL, jer u EU bankarski krediti čine približno 85% ukupnog eksternog finansiranja privatnog sektora (European Parliament, 2011) i najvažniji deo aktive banaka (EBF, 2013).

² Najvažniji pokazatelji su navedeni i u engleskom originalu zbog lakše orijentacije u korišćenim datotekama Svetske banke i MMF-a.

³ *The credit-to-GDP gap* ($GAP_t = RATIO_t - TREND_t$). Ostali korisni pokazatelji su cene razne aktive, izveštaji o kreditnim uslovima, rast realnog BDP, dostupnost dugovnih hartija nefinansijskim entitetima i dr. (BCBS, 2010).

Sektorski NPL ratio pokazuje kvalitet aktive svih banaka, a njegovo pogoršanje signalizira probleme u ovom sektoru, gubitke i likvidacije. Međutim, stvarni uticaj ovog pokazatelja na bankarski i finansijski sektor u celini, kao i na i realni sektor, zavisi od razvijenosti bankarske intermedijacije. U tranzicionim zemljama EU, sa manje razvijenim bankarstvom, NPL ratio nije tako značajan indikator problema nefinansijskih firmi, za razliku od razvijenih zemalja – članica.

Jedno od redih istraživanja uticaja problematičnih kredita na razvijene ekonomije pokazalo je da *NPL imaju centralnu ulogu u kreditnim frikcijama i negativnim makroekonomskim performansama, jer pojačavaju rizik finansijske nestabilnosti* (Nkusu, 2011). Uticaj agregatnih NPL, kao izraza ispoljenog kreditnog rizika, određen je njihovim udelom u aktivni bankarskog sektora i odnosom ukupnih kredita prema BDP-u, koji se izuzetno razlikuju od zemlje do zemlje.

Sintetizom indikatora problematičnih kredita (1) i finansijske produbljenosti (2), može se izvesti jedan obuhvatni pokazatelj:

$$\text{NPL} / \text{Ukupni krediti (1)} \times \text{Ukupni krediti} / \text{BDP (2)} = \text{NPL} / \text{BDP}.$$

Prema izvornim nazivima indikatora, datim u *Financial soundness indicators* (WB&IMF), to je *NPL/GDP*, odnosno:

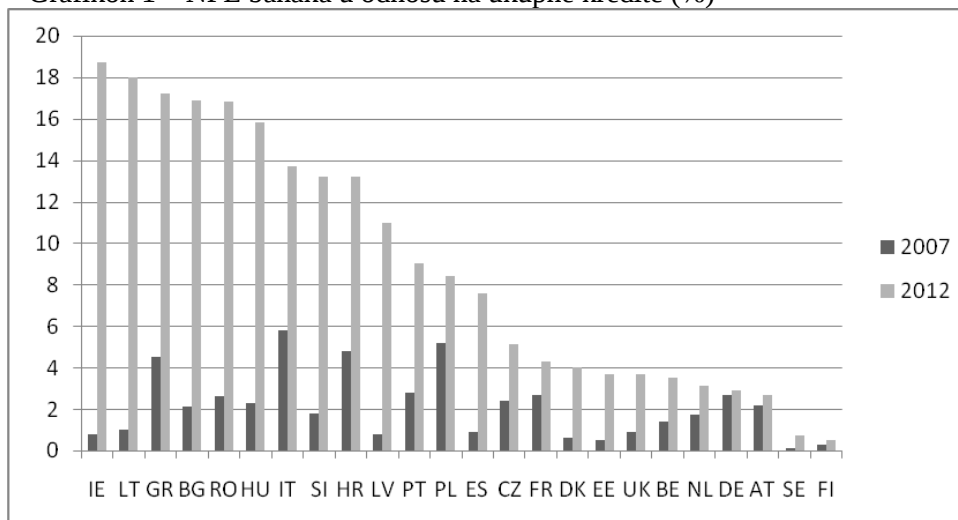
$$\text{NPL} / \text{Total loans (1)} \times \text{Total loans} / \text{GDP (2)} = \text{NPL} / \text{GDP}.$$

Izvedeni indikator pokazuje opterećenost agregatnog autputa problematičnim kreditima, odnosno njihov uticaj na ukupnu ekonomiju. Zbog toga se može tretirati i kao pokazatelj makroekonomske zaraze (Vuković – Domazet, 2013). U vreme recesije ovaj ratio je dragocen pokazatelj dubine krize, s jedne, i uticaja NPLs na ekonomski oporavak, s druge strane. Ovakve izuzetne performanse nisu samo rezultat napred prikazane sinteze dva ključna indikatora za analizu kreditnog rizika. Primarno je što NPL sažimaju uticaje svih faktora koji utiču na *finansijsku stabilnost* – promena opšteg nivoa cena, kamatnih stopa, deviznih kurseva, cena hartija od vrednosti, nekretnina i druge aktive (bez obzira da li se radi o kolateralu ili ne), a naročito na *poslovni ciklus* – kretanje agregatne i tržišne tražnje, stopa nezaposlenosti, neto izvoz i dr.

3. Kreditni rizik u zemljama EU

Ispitivanje uticaja kreditnog rizika na ekonomski oporavak zemalja EU u ovom radu polazi od tri napred izdvojena pokazatelja. Prvi je NPL ratio, pošto on presudno utiče na očekivanja i ponašanje banaka u pogledu kreditnog rizika.

Grafikon 1 – NPL banaka u odnosu na ukupne kredite (%)



Izvor: World Bank / Data / Financial sector & IMF / GFSR / FSITables / April 2014.

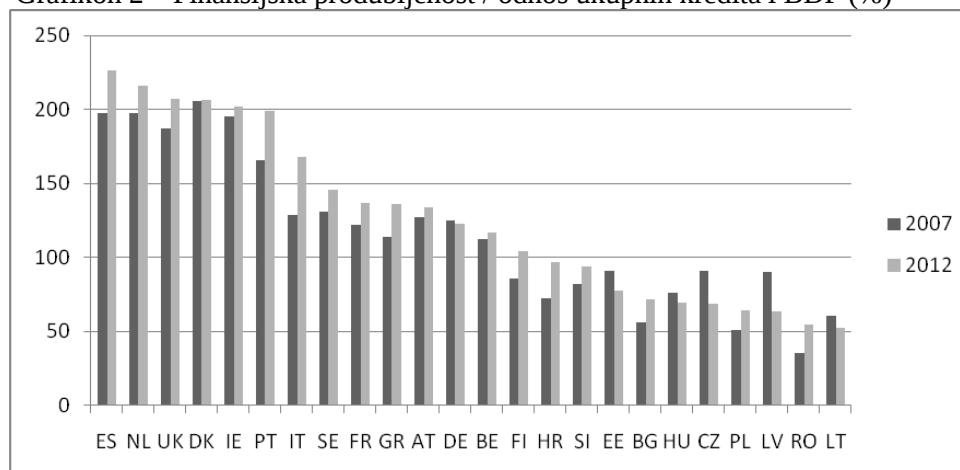
Napomena: U ovom radu analizirani su podaci za 24 članice EU (Slovačka je izostavljena zbog nepotpunih podataka, a Luksemburg, Malta i Kipar zbog preglednosti analize).

Grafikon 1 jasno ukazuje na dva obeležja: prvo, da je u svim zemljama udeo problematičnih kredita višestruko uvećan u periodu 2007-2012, i drugo, da zemlje u krizi, kao što su Italija i Portugal imaju niži NPL ratio od nekih drugih zemalja – članica, a Španija čak ispod EU proseka! Ovakva ekspanzija kreditnih problema očigledno je izazvana fluktuacijama poslovnog cilusa – ubrzanim rastom kredita u fazi prosperiteta i kolapsom u fazi recesije.⁴ Međutim, ovaj pokazatelj ne može potpunije da objasni recesiju i ekonomski oporavak u pomenutim zemljama.

Deo objašnjenja pruža finansijska produbljenost, tj. ukupni krediti u odnosu na BDP (Grafikon 2). Na prvom mestu je Španija, dok su Irska i Portugalija u vrhu sa oko 200%. Takođe se može primetiti da su članice EU podeljene na dve grupe. Prvu čine stare članice sa finansijskom produbljenošću između 104% (Finska) i 226% (Španija), a drugu zemlje CESEE u rasponu od 52% (Letonija) do 96% (Hrvatska). Pri tome neke razvijene zemlje, kao što su Nemačka, Belgija i Finska, imaju niži odnos kredita prema BDP-u od EU-24 proseka (123%).

⁴ Iste nalaze pružaju mnoga istraživanja, vršena nakon izbijanja Velike recesije. Primera radi: Nkusu (2011), Beck et al, (2013), Pool et al, (2014).

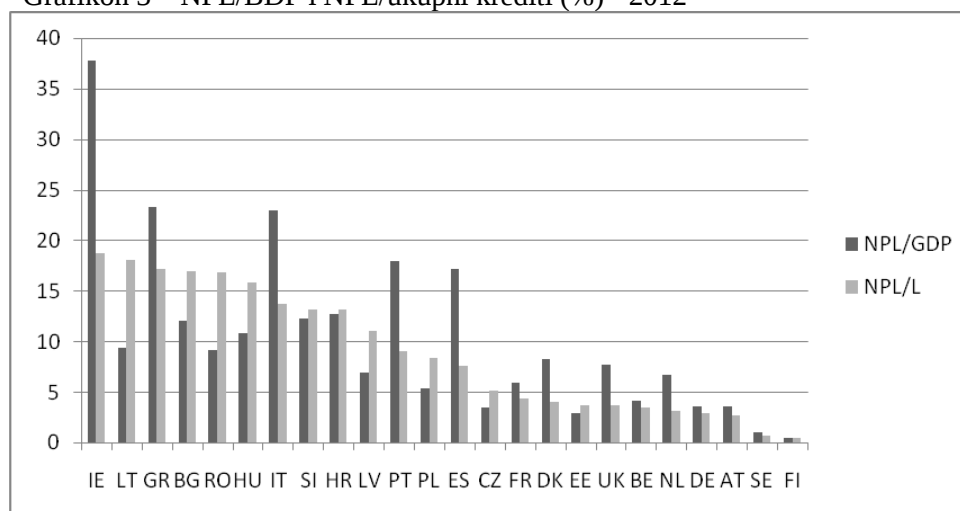
Grafikon 2 – Finansijska produbljenost / odnos ukupnih kredita i BDP (%)



Izvor: World Bank /Data / Financial sector (2014).

Razmere problema sa kojima se suočavaju zemlje koje su najteže pogođene recesijom rasvetljava obuhvatni pokazatelj NPL/BDP u narednom grafikonu.

Grafikon 3 – NPL/BDP i NPL/ukupni krediti (%) - 2012



Izvor: World Bank /Data / Financial sector (2014).

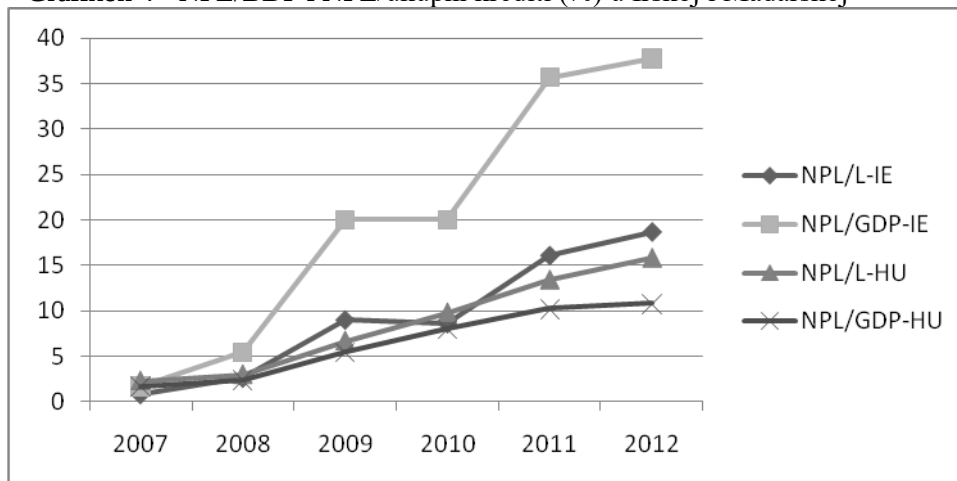
Pet zemalja sa najvećim iznosom NPL u procentima BDP-a upravo su one članice EU koje su najviše pogođene recesijom: Irska (37,8%), Grčka (23,3%), Italija (23%), Portugalija (17,9%) i Španija (17%). Narednu grupu zemalja predvode

Hrvatska (12,7%), Slovenija (12,3%) i Mađarska (10,8%), dok je za sve ostale zemlje ovaj indikator jednocifren.

Prosek za EU-24 dostigao je 10,2%, što je petostruko više nego 2007 (2,1%)! Ponderisani prosek je niži, jer zemlje sa najvećim problemima imaju znatno manji udeo u agregatnoj proizvodnji Unije, ali je i on višestruko uvećan tokom recesije.⁵ Međutim, za ovu analizu je pogodniji aritmetički prosek, pošto jasnije osvetljava probleme slabijih ekonomija.

Nepotpunost zaključivanja na osnovu NPL racia u odnosu na NPL/BDP indikator može se još bolje uočiti bilateralnim poređenjem (Grafikon 4).

Grafikon 4 - NPL/BDP i NPL/ukupni krediti (%) u Irskoj i Mađarskoj



Izvor: World Bank /Data / Financial sector (2014).

NPL pokazatelji za Irsku i Mađarsku ne razlikuju se značajnije (18,7% prema 15,8% u 2012), što upućuje na zaključak da su posledice po ukupnu ekonomiju ovih zemalja slične? Međutim, velike razlike u finansijskoj produbljenosti uzrokuju ogroman raspon negativnih makroekonomskih efekata, jer je NPL/BDP indikator za Irsku 37,8%, a za Mađarsku 10,8%, nešto iznad proseka (10,2%).

Stepen kreditnog rizika ispoljen u najugroženijim ekonomijama EU (Grčka, Irska, Portugalija, Španija i Italija - GIPEI) može se prikazati u poređenju sa prosekom EU-24 (Tabela 1).

⁵ Poređenja NPL/BDP racia za 2007. i 2012. pokazuje rast u svim razvijenim zemljama EU (u Danskoj sa 1,2% na 8,3%, Velikoj Britaniji sa 1,7% na 7,7%, Holandiji sa 2,2% na 6,7%, Francuskoj sa 3,3% na 5,9%, Belgiji sa 1,6% na 4,1%, Austriji sa 2,8% na 3,6% i Nemačkoj sa 3,4% na 3,6%, Švedskoj sa 0,1% na 1% i Finskoj sa 0,3% na 0,5%).

Tabela 1 – NPL ratio EU-24 i GIPEI (%)

Godina	EU-24	GIPEI
2007.	2,1	3,0
2008.	2,9	4,1
2009.	6,0	7,0
2010.	7,2	7,8
2011.	8,1	11,1
2012.	8,9	13,2

Izvor: World Bank/Data/Financial sector (2014).

Indikativno je da se udeo NPL u ukupnim kreditima nije bitno razlikovao do kraja 2010, odnosno do izbijanja krize javnih dugova. Neposredne veze nema, jer ukupni krediti obuhvataju zajmove privatnog sektora (kompanija i domaćinstava), ali je posredni uticaj očigledno bio snažan. Međutim, čak i raspon između 13,2% i 8,9% još uvek nije signalizirao dodatne ekonomske probleme.⁶ Makroekonomske posledice ispoljenog kreditnog rizika pokazivao je odnos NPL i BDP (Tabela 2).

Tabela 1 – NPL/BDP za EU-24 i GIPEI (%)

Godina	EU-24	GIPEI
2007.	2,1	4,1
2008.	3,2	6,4
2009.	6,9	12,2
2010.	8,2	14,6
2011.	9,6	21,1
2012.	10,2	23,8

Izvor: World Bank/Data/Financial sector (2014).

Indikator NPL/BDP za 2009. već je upućivao na produženu recesiju u ovim zemljama, dok je nakon 2011. alarmirao uzbunu. U tranzicionim zemljama - članicama sa najvećim udelom NPL situacija je bila drugačija – uprkos brzom rastu indikatora, koji je za ovu grupu (preko 16%) gotovo dvostruko nadmašio prosek EU na kraju 2012, makroekonomske posledice bile su znatno blaže. Jednostavno, zbog slabije bankarske intermedijacije uticaj NPL na BDP oscilirao je oko EU proseka, a u nekim tranzicionim zemljama bio je čak daleko niži (2,9% u Estoniji, 3,5% u Češkoj, 5,4% u Poljskoj i 6,9% u Litvaniji).

Proizilazi da je ekstremni rast problematičnih kredita tokom recesije (Grafikon 1) ugrozio bankarske sektore svih zemalja čiji su NPL indikatori premašivali inače

⁶ Prosek za EU-24 neznatno se razlikovao od EU-28 proseka - 8,8% (IMF, 2014).

visoki prosek EU (8,8% u 2012). Rast ovog pokazatelja nije zaustavljen ni 2013. (IMF, 2014), uprkos širokoj upotrebi nestandardnih monetarnih mera i implementaciji nove makroprudencijalne politike u pogledu leveridža (kapitalne adekvatnosti) i pokrića NPL. Skorašnja istraživanja ukazuju da čak i rezervacije za pokriće gubitaka zbog nenaplaćenih kredita deluju prociklično (Pool et al, 2014). Naravno, to ne znači da ih treba redukovati, već da makroprudencijalne mere mogu biti samo *deo odgovora* u suočavanju sa krizom bankarskog sektora (Borio, 2014). U svim zemljama EU takođe su poboljšani ratio likvidnosti i leveridž (kapitalna adekvatnost) banaka, ali to nije umanjilo kreditni rizik.

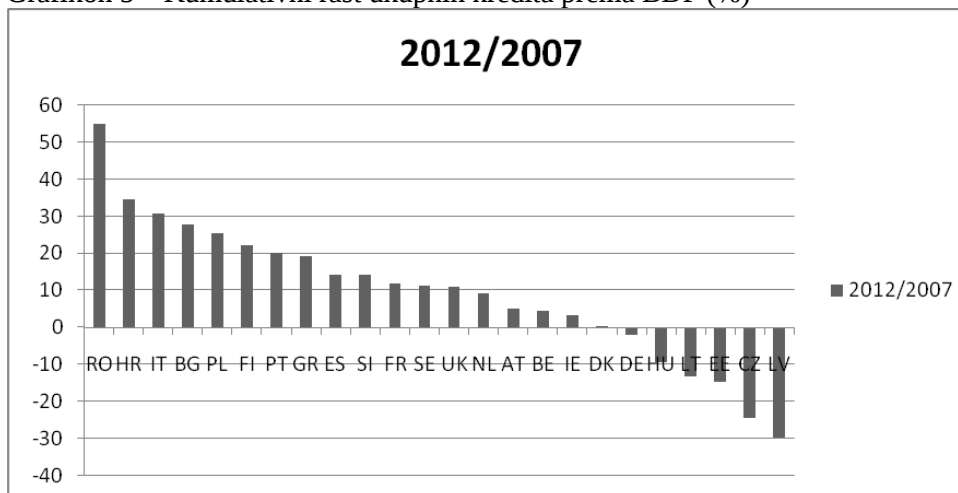
Makroekonomske posledice visokog kreditnog rizika najteže su pogodile one zemlje koje su imale kombinaciju nadprosečne finansijske produbljenosti i visokog udela NPL - Grčku, Irsku, Portugaliju, Španiju i Italiju. Na taj način se pokazalo da je saniranje posledica prekomernog rasta aktive banaka teško i dugotrajno (Schoenmaker, 2015). Za tranzicione zemlje – članice upravo je slabije posredovanje banaka (Vuković, 2011) bilo olakšavajuća okolnost u sučeljavanju sa udarima recesije.

4. Međuzavisnost kreditnog rizika i ekonomskog oporavka

Kanali uticaja kreditnog rizika na ekonomski oporavak su brojni i isprepleteni. Najvažniji su smanjivanje kreditnih aktivnosti banaka, otežan pristup izvorima finansiranja, posebno pooštavanje kreditnih standarda, visoke premije rizika koje održavaju kamatne stope na visokom nivou, znatno iznad referentnih stopa centralnih banaka, pogoršavanje likvidnosti kompanija i domaćinstava, otežano investiranje i kreditiranje kupaca. Svi efekti su negativni i sumarno se ispoljavaju kao neefikasna finansijska intermedijacija, koja neposredno otežava uslove poslovanja, smanjuje agregatnu tražnju i produbljuje kontrakciju agregatne proizvodnje.

Posledice straha od kreditnog rizika najprimetnije su u zemljama tzv. Evro periferije - usporavanje rasta i opadanje bankarskih kredita privatnom sektoru i smanjivanje njihovog učešća u aktivni banaka u korist državnih obveznica (Buttiglione et al, 2014). Upravo ove zemlje, koje su u prethodnom odeljku izdvojene pomoću NPL/BDP indikatora, još uvek nisu dostigle nivo BDP-a iz prvog kvartala 2008 (Isto). U većini ostalih zemalja krediti kompanijama i domaćinstvima su stagnirali ili minimalno rasli. Naravno, to ne znači da nije ostvaren određen ekonomski oporavak, već da on nije praćen rastućim kreditiranjem. Zbog toga se ovakvi slučajevi u trajanju od dve ili tri godine nazivaju beskreditnim oporavkom (Bijsterbosch & Dahlhaus, 2011). Doprinos kredita ekonomskom oporavku ilustruje naredni grafikon, koji pokazuje promene odnosa kredita prema BDP tokom recesije.

Grafikon 5 – Kumulativni rast ukupnih kredita prema BDP (%)



Izvor: World Bank /Data / Financial sector (2014).

Tokom recesije je odnos kredita i BDP (financijska produbljenost) vidnije povećan uglavnom u tranzicionim zemljama, dok su u ostalim zemljama zabeležene neznatne ili negativne godišnje stope rasta. Indikativno je smanjivanje financijske produbljenosti u Nemačkoj i Češkoj, dok je u zemljama Baltika bilo očekivano posle pretkriznog kreditnog buma i duboke recesije nakon toga. Primeri Nemačke i Češke protivreče autoritativnom zaključku da su *beskreditni oporavci rezultat pogoršane financijske intermedijacije* (Abiad et al, 2011). Pri tome je indikativno da se radi o ekonomijama sa niskim kreditnim rizikom.

Navedeni primeri upućuju na zaključak da smanjeno kreditiranje nije najvažniji negativni uticaj kreditnog rizika na ekonomski oporavak. Veći problem su visoke riziko premije, koje naduvavaju kamatne stope i potpiruju recesiona očekivanja. Otuda je razumljivo što je **poverenje** ključna reč u EU dokumentima i studijama o recesiji (European Parliament, 2011), ali ne i u praksi. Nedostatak beskreditnog oporavka je sporiji rast autputa nego što je uobičajeno (Abiad et al, 2011), sa tendencijom daljeg usporavanja (Bijsterbosch & Dahlhaus, 2011).

Usporen i nedogledan ekonomski oporavak nije odlika samo velikih recesija. Jedno ranije istraživanje, posvećeno ovoj temi kao svojevrsnom mitu, pokazalo je da za *recesijama obično ne slede faze brzog oporavka sa visokim stopama rasta – u većini zemalja rast je usporen tokom oporavka i traje duže od faze ekspanzije* (Cerra & Chaman Saxena, 2007).

Primer Irske je posebno poučan. Kreditna ekspanzija, zasnovana pre svega na prilivu kapitala iz EU, omogućila je naduvavanje cena nekretnina i prekomerno zaduživanje domaćinstava (preko 90% BDP). Nakon kolapsa ovog tržišta, Irska je zapala u duboku finansijsku krizu i recesiju. Problemi su rešavani državnim garancijama, rekapitalizacijom banaka, formiranjem posebne kompanije za upravljanje lošom aktivom i sličnim merama (Schoenmaker, 2015). Uprkos svim merama i tvdnjama da je ova zemlja primer konačno uspešnog oporavka, udeo problematičnih kredita opovrgava ove optimističke ocene.

Negativan uticaj kreditnog rizika na ekonomski oporavak navodi na zaključak da su sve mere za predupređivanje ovog rizika, a pre svega makroprudencijalne, istovremeno i mere koje vode izlasku iz recesije. Međutim, to su anticiklične mere koje prvenstveno imaju za zadatak da spreče novu tržišnu euforiju i nekontrolisanu ekspanziju kredita i drugih izvora eksternog finansiranja. Za ekonomski oporavak važnije su mere za podsticanje agregatne tražnje, kako domaće, tako i strane. Istovremeno, ove mere su i preduslov smanjivanja postojećeg kreditnog rizika.

5. Pouke za Srbiju

Kreditni rizik u Srbiji izraženiji je nego u bilo kojoj zemlji EU. Podatak da je tokom 2014. NPL racio oscilirao oko 23% govori o razmerama kreditnih problema domaćeg bankarskog i realnog sektora (NBS, 2015). Ipak, zahvaljujući slabijoj intermedijaciji banaka - racio Krediti/BDP iznosio je 62,4% u 2012, indikator NPL/BDP iste godine je dostigao 11,6%. Zabeleženi nivo NPL/BDP bio je nešto niži nego u Hrvatskoj, Sloveniji i Bugarskoj, ali i приметно viši od bilo koje druge tranzicione zemlje – članice EU. U poređenju sa starim članicama, Srbija ima značajno niži NPL/BDP od pet kriznih zemalja, dok su sve ostale daleko manje izložene makroekonomskim posledicama loših kredita (WB&IMF).

Sektorska struktura NPL racia je inverzna evropskoj – kod nas preduzeća imaju neuporedivo veći udeo problematičnih kredita – 27,2% krajem novembra prošle godine, nego domaćinstva – 10,3%. Problem je utoliko teži što krediti privredi čine najveći deo ukupnih kredita – 46% na kraju trećeg kvartala 2014, zbog čega je udeo ovog sektora u ukupnim NPL čak 60% (NBS, 2014).

Olakšavajuća okolnost je što su regulatorna rezervisanja više nego dovoljna za pokriće NPL - 115,9% krajem novembra 2014. Pored toga, adekvatnost kapitala domaćeg bankarskog sektora izuzetno je visoka – 19,4%, što znači da je sektorski leveridž niži nego u zemljama EU, sa ciljanih 12%. Racio likvidnosti takođe je visok (NBS, 2015). Navedene rezervacije, kapital i likvidnost predstavljaju značajnu zaštitu od bankarske krize i njenog preliivanja na realni sektor.

Pored visokog NPL racia, veliki domaći problemi su najviše kamatne stope na bankarske kredite u regionu i kontrakcija kreditnog tržišta, koja se apostrofira kao prepreka ekonomskom oporavku (IMF, 2015). Takođe nije zanemarljiva ni opasnost bankrota nekih od preostalih banaka u većinskom državnom vlasništvu, naročito ako se ima u vidu da je propast četiri takve banke u periodu 2012-2014. koštala poreske obveznike 1,75% BDP (Isto).

Nedavno je NBS predstavila konsultativnu verziju *Makroprudencijalnog okvira* (NBS, 2015a), koji je data prema međunarodnim standardima (BCBS). Ipak, to ne znači da takvih mera nije bilo do sada. Naprotiv, prema komparativnoj analizi prudencijalnih mera u periodu 2003-2008, Srbija imala dva puta više ovakvih mera nego Rumunija i Hrvatska i četiri puta više od Bugarske (Lim et al, 2011). U prethodnom odeljku već je naglašeno da se radi o anticikličnim merama za sprečavanje cenovnih balona na tržištu nekretnina i hartija od vrednosti, kao i ekspanzije bankarskih kredita i drugih oblika finansiranja koji ih naduvavaju. Međutim, problem domaće ekonomije nije rast, već pad cena aktive i kontrakcija kreditnog tržišta.

Prilikom određivanja referentnih vrednosti unutar makroprudencijalnog okvira veoma je bitno poređenje sa zemljama u okruženju – članicama EU, jer su njihove ekonomije, problemi i iskustva sličniji domaćim. Takođe je neophodno imati u vidu novi Bazel III nije univerzalno rešenje. Koncept obaveznog (regulatornog) minimuma kapitala zasniva se na aksiomu da su banke i druge finansijske institucije otpornije na finansijske krize ukoliko imaju više sopstvenog kapitala, odnosno niži leveridž. Polazna pretpostavka je nesporna, ali regulatorna tela izbegavaju da se suoče sa činjenicom da za duboke finansijske krize nema odgovarajuće zaštite (*buffer*).

Primena standardnih i nestandardnih mera ekspanzivne monetarne politike, po ugledu na ECB, nije preporučljiva za visoko evroizovanu ekonomiju, kao što je naša. Subvencionisani krediti takođe ne mogu doprineti domaćem ekonomskom oporavku, već samo budžetskom deficitu, zbog čega su neuobičajeni u EU. Ovi krediti takođe utiču na rast NPL racia zbog *zamke povoljnijih uslova kreditiranja*, karakteristične za kreditiranje regionalnog razvoja (Vuković, 2010).

Iskustvo zemalja EU potvrdilo je da su osnovni kanali uticaja kreditnog rizika na ekonomski oporavak: smanjeno kreditiranje (1), visoke realne kamatne stope (2), oštriji kreditni standardi (3), otežan pristup finansiranju (4) i investicioni pesimizam (5). Ipak, negativan uticaj kreditnog rizika na obim i cenu kredita nije nepremostiva prepreka, jer je iskustvo zemalja EU potvrdilo da novi krediti nisu neophodan uslov za oporavak (Bijsterbosch & Dahlhaus, 2011).

Najveći problem koji stvara visok kreditni rizik nije čak ni finansijska nestabilnost, jer se ona predupređuje merama makroprudencijalne politike. Problem je atmosfera neizvesnosti i nepoverenja, koja pogoduje recesionim očekivanjima. Pesimizam je najizrazitiji u kriznim zemljama EU, koje se izdvajaju po prekomernom nivou NPL u odnosu na BDP.

Tranzicione zemlje - članice manje su pogođene kreditnim rizikom, jer su njihovi bankarski sektori nerazvijeniji. Međutim, i u ovim zemljama je nepoverenje najteža posledica kreditnog rizika po ekonomski oporavak. Postojeći kreditni rizik u ovim zemljama pre se može smanjivati merama za podsticanje agregatne tražnje, nego makroprudencijalnim merama. Suvišno je dokazivati da je za Srbiju najznačajnije iskustvo ovih zemalja.

6. Zaključak

Postojeći kreditni rizik u Srbiji je ekstremno visok - prema udelu NPL u ukupnim kreditima (oko 23%) naša zemlja je u evropskom vrhu. Ukoliko se poredi odnos NPL i BDP (11-12%), veću makroekonomsku izloženost ovom riziku imaju Grčka, Irska, Portugalija, Španija i Italija od starih članica i Hrvatska, Slovenija i Bugarska od tranzicionih zemalja – članica EU. Zahvaljujući punom pokriću NPL, visokoj kapitalnoj adekvatnosti i likvidnosti domaćeg bankarskog sektora, kreditni rizik za sada ne ugrožava finansijsku stabilnost zemlje.

Osnovni kanali uticaja visokog kreditnog rizika na ekonomski oporavak su: atmosfera nepoverenja (1), recesiona očekivanja (2), smanjeno kreditiranje (3), visoke realne kamatne stope (4), oštriji kreditni standardi (5), otežan pristup finansiranju (6) i investicioni pesimizam (7). Najteže posledice ostavljaju nepoverenje i pesimistička očekivanja. Kreditni rizik ipak nema presudan uticaj, jer novi krediti nisu neophodan uslov ekonomskog oporavka (primeri tzv. beskreditnog oporavka).

Za eliminisanje postojećeg kreditnog rizika najvažnije su mere koje podstiču agregatnu tražnju, domaću i stranu (izvoz). Makroprudencijalne mere su ključne za predupređivanje rasta kreditnog rizika u budućnosti. Kalibraciju ovih mera poželjno je primeriti iskustvu članica EU u susedstvu. Pored navedenih mera, bitne su i mere mikroprudencijalne i monetarne politike. Ekspanzivna monetarna politika, po ugledu na ECB, nije preporučljiva u našoj zemlji zbog ekstremne evroizacije. Takođe nisu preporučljive nestandardne monetarne mere, kakve primenjuje ECB, kao i neuobičajene mere (npr. subvencionisani krediti).

Literatura:

1. Abiad, A., Dell’Ariccia, G., Li, B. (2011), Creditless Recoveries, *IMF Working Paper 11/58*, International Monetary Fund.
2. BCBS (2010), *Guidance for National authorities operating the countercyclical buffer*, Basel Committee on Banking Supervision.
3. BCBS (2014), *Revisions to the Standardised Approach for credit risk – Consultative Document*, Basel Committee on Banking Supervision.
4. Beck, R., Jakubik, P., Piloiu, A. (2013), Non-performing loans: what matters in addition the economic cycle?, *ECB Working Paper 1515*, European Central Bank.
5. Bijsterbosch, M., Dahlhaus, T. (2011), Determinants of credit-less recoveries, *ECB Working Paper 1358*, European Central Bank.
6. Borio, C. (2014), Macroprudential frameworks. (Too) great expectations? u Schoenmaker, D. (ed), *Macroprudentialism*, CEPR Press.
7. Buttiglione, L., Lane, P., Reichlin, L., Reinhart, V. (2014), *Deleveraging? What Deleveraging?*, Geneva reports 16, International Center for Monetary and Banking Studies – Geneva & Centre for Economic Policy Research – London.
8. Cerra, V., Chaman Saxena, S. (2007), Growth dynamics: the myth of economic recovery, *BIS Working Papers No 226*, Bank for International Settlements.
9. EBF (2013), *European Banking Sector: Facts&Figures 2013*, European Banking Federation.
10. Edgar, F. (1971), The Meaning and Importance of Credit Risk, u Edgar, F. (ed.) *Measures of Credit Risk and Experience* (Chapter 2), National Bureau for Economic Research.
11. Hashem, P., Schuermann, T., Treutler, B-J. (2007), Global Business Cycles and Credit Risk, u Carey, M., Stulz, R., (eds.), *The Risks of Financial Institutions* (Chapter 9), University of Chicago Press & National Bureau for Economic Research.
12. IMF (2014), *Global Financial Stability Report: Moving from liquidity – to Growth-Driven Markets*, Chapter 2, April 2014, International Monetary Fund.
13. IMF (2015), *Republic of Serbia*, IMF Country Report No. 15/50, International Monetary Fund.
14. Lim, C., Columba, F., Costa, A., Kongsamut, P., Otani, A., Saiyid, M., Wezel, T., Wu, X. (2011), Macroprudential Policy: What Instruments and How to Use Them? Lessons from Country Experiences, *IMF Working Paper 11/238*, International Monetary Fund.
15. Lowe, P. (2002), Credit risk measurement and procyclicality, *BIS Working Papers No 116*, Bank for International Settlements.

16. NBS (2014), *Bankarski sektor u Srbiji - Izveštaj za III tromesečje 2014. godine*, Narodna banka Srbije.
17. NBS (2015), *Izveštaj o inflaciji – februar 2015*. Narodna banka Srbije.
18. NBS (2015a), *Makroprudencijalni okvir*, Konsultativni dokument, Mart 2015, Narodna banka Srbije.
19. Nkusu, M. (2011), Nonperforming Loans and Macroeconomic Vulnerabilities in Advanced Economies, *IMF Working Paper 11/161*, International Monetary Fund.
20. Philip, Lowe (2002), Credit risk measurement and procyclicality, *BIS Working Papers*, No 116, Bank for International Settlements.
21. Schoenmaker, D. (2015), Stabilising and Healing the Irish Banking System: Policy Lessons, u *Ireland – Lessons from its Recovery from the Bank-Sovereign Loop*, CBI – CEPR – IMF Conference, 19 January 2015, Dublin.
22. Teulings, C., Zubanov, N. (2011), Is Economic Recovery a Myth? Robust Estimation of Impulse Responses, *CPB Discussion Paper 131*, CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis.
23. Vuković, V. (2010), Subsidized loans for economic recovery: A ship in the shallow water recession, u *Economic growth and development of Serbia new model*, Belgrade Banking Academy & Institute of Economic Sciences, Belgrade.
24. Vuković, V. (2011), Banking sector: comparative analysis Serbia vs EU Member states, u (Andrade, J., Teixeira, Radović, M. (eds.) *Serbia and the European union: economic lessons from the new Member states*, (Chapter 18), University of Coimbra - Faculty of Economics.
25. Vuković, V., Domazet, I. (2013), Non-performing Loans and Systemic Risk: Comparative Analysis of Serbia and Countries in Transition CESEE, *Industrija*, 41(4).

INFLUENCE OF THE CREDIT RISK ON EU ECONOMIC RECOVERY: LESSONS FOR SERBIA

Abstract

Growing credit risk is one of the most visible macroeconomic contraction, with a strong feedback on the speed and duration of the recovery. The nature of the credit risk was clearly demonstrated during the Great Recession (2007-2009), which was completed in many EU countries only in 2009, while it still persists in other countries. Investigation of the effect of credit risk to the economic recovery of the EU is particularly important for Serbia, whose economy is most closely associated with the member countries in the wider environment. Relationships are not just foreign and financial – many local companies and entire sectors, including banking, are mostly owned by European companies and banks. Insofar the experience of these countries in dealing with significant credit risk is very important for domestic economic policy. The content of this article is adapted to the set some goals: after the introduction (1), and the measuring and importance of credit risk was analyzed (2), the credit risk in EU (3), credit risk and interdependence of economic recovery (4), and lessons for Serbia (5), while the key findings and recommendations are summarized in the conclusion (6).

Key words: credit risk, recession, economic recovery, EU, Serbia.

PREDLOG MERA PRAKTIČNE POLITIKE STRUKTURNIH PROMENA U SRBIJI

Policy paper

Makroprudencijalna politika

- Implementirati predloženi Makroprudencijalni okvir.
- Uključiti neto problematičnu aktivu (*net non-performing assets*).
- Koristiti obuhvatni pokazatelj NPL prema BDP (*NPL-to-GDP*).
- Kalibrisati makroprudencijalne mere prema iskustvu susednih zemalja.
- Aktivirati trenutno disfunkcionalni sistem zaštite depozita.
- Konstituisati odgovarajuće regulatorno telo po ugledu na *Prudential Regulation Authority* u okviru Engleske banke.

Monetarna politika

- Preispitati strategiju dinarizacije.
- Izbegavati standardne mere ekspanzivne monetarne politike.
- Suzdržati se od nestandardnih monetarnih mera.

Fiskalna politika

- Razmotriti dosadašnje efekte subvencionisanih kredita.
- Izbegavati neuobičajene mere, neproverene u drugim zemljama.

Finansijska tržišta

- Započeti sekundarno trgovanje državnim HoV na Beogradskoj berzi.
- Olakšati građanima kupovinu državnih hartija, dinarskih i deviznih.

