

НАРОДНА БАНКА СРБИЈЕ
КАБИНЕТ ГУВЕРНЕРА

Вицегувернер Народне банке Србије Бојан Марковић обавестио председника Скупштине Републике Србије да подноси оставку на место вицегувернера

Београд, 6. август - Вицегувернер Народне банке Србије Бојан Марковић обавестио је председника Скупштине Републике Србије Небојшу Стефановића да подноси неопозиву оставку на место вицегувернера са следећим образложењем:

„На основу одредаба Закона о изменама и допунама Закона о Народној банци Србије, а у вези са чланом 27. Закона о Народној банци Србије, подносим неопозиву оставку на функцију вицегувернера Народне банке Србије.

Чврсто верујем да је у друштву у којем је корупција висока много битније задржати висок ниво стручности, професионализма и транспарентности него бити флексибилан у смислу прихватања појединих наоко добронамерних захтева из формалних и неформалних утицајних извора. Компромиси у смислу чињења неким привредним или државним субјектима онога што не би учинили свима потпуно би обесмислили ефикасност монетарне политике и довели до конкретних дугорочних трошкова за српску државу и народ. Надам се да ови принципи неће престати да важе у Народној банци Србије.

По мом мишљењу, поготово начином доношења, али и променама Закона о Народној банци Србије из августа 2012. године, пошло се корак уназад у односу на достигнуте стандарде транспарентности и независности у модерној светској економији. Начин доношења Закона доводи до дугорочне неизвесности у погледу доследности монетарне политике. Тиме се дугорочно угрожава кредибилитет монетарне политике у Србији, чак и ако је у будућности буду спроводили најкомпетентнији људи, јер ће увек постојати сумња да ли ће за недељу дана бити вођена потпуно другачија политика. Овим чином желим да заштитим интегритет своје економске струке.

Моја стручност и знање реално не би могли на најбољи начин да допринесу монетарној политици у нетранспарентном окружењу склоном политичким притисцима. Очекујем да ће будуће Владе Србије сагледати лекцију из ове епизоде и претходних удара на независност НБС и неће дозволити да се слична искушења стално понављају. Јер то кошта државу и народ.

Уколико се у будућности прихвате транспарентни и независни механизми деловања монетарне политике, као и механизми професионализма и стручности, увек ћу бити спреман да поново служим својој земљи.

Поштовани народни посланици,

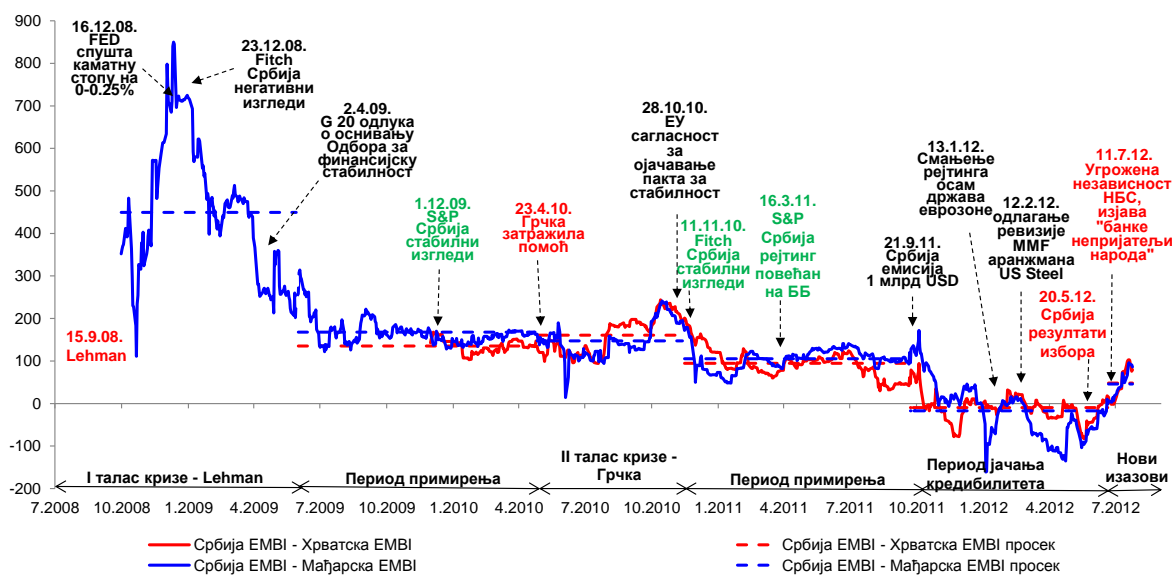
Сваки поштени избори су победа за демократију и свака победа на поштеним изборима је признање и шанса за оне који изборе добију. Нема бољег доказа о демократском

напретку српског друштва од чињенице да народна воља може променiti Владу на изборима. Права је штета кад год се не увиђа и демократско достигнуће и економска корист која долази са поштовањем стручних ставова и савета законски независних институција.

Конкретне користи од независности централне банке добро су документоване у светској стручној литератури. Централне банке које су под директним утицајем Владе често су склоне експанзивнијим кредитним политикама, или чак и директном финансирању државног буџета или нетранспарентном преусмеравању финансија од једних ка другим привредним субјектима у зависности од тренутних политичких ветрова. Овакве политике, иако су понекад краткорочно отклањале део проблема у незапослености или финансирању дефицита државног буџета, по правилу су завршавале високом инфлацијом и потребом за много значајнијим кредитним затезањем у будућности.

Угрожавање независности централне банке може скупо да кошта и у кратком периоду. Док је каматна стопа задуживања Србије на међународном тржишту била у последњих годину дана и до 1% нижа од упоредивих земаља, попут Мађарске и Хрватске, у последње три недеље она је знатно порасла и сада је око 1% виша (видети графикон 1). Ова 2% повећања скупо коштају и државу, и привреднике, и становништво и банке.

Графикон 1. Разлика у премији ризика Србије у односу на Мађарску и Хрватску (у базним поенима)



Поштовани народни посланици,

У последње три године од како сам у НБС, српска монетарна политика је деловала у врло неповољним околностима, и с обзиром на околности постигла значајне резултате у погледу већег кредибилитета, ефикасности и конкретних резултата.

Кређибилитет монетарне политике

Србија је једна од ретких земаља у свету чији је кредитни рејтинг у последње три године порастао на ниво виши од преткризног. То је резултирало у томе да је каматна стопа по којој је Србија могла да се задужи на светском тржишту, такозвана премија ризика, по први пут била испод упоредивих и развијенијих земаља, попут Мађарске и Хрватске (графикон 1). Релевантна монетарна политика често је наглашавана као један од битних разлога за ово.

„Остварен је напредак у погледу ефикасности монетарне политике. НБС је успешно обављала своју функцију и побољшала свој кредибилитет од периода кризе 2008–2009.” (Агенција за кредитни рејтинг *Fitch*, новембар 2011).

“НБС је предузела адекватне мере ради снижавања стопе инфлације и очувања макроекономске стабилности.” (ММФ, фебруар 2012).

Да је кредибилитет монетарне политике у Србији у последње три године побољшан, показују и конкретни подаци и економетријске анализе које су продуковале стручне службе НБС. Стручне анализе о формирању инфлационих очекивања показују да, иако је НБС још увек далеко од потпуно кредибилне централне банке, кредибилитет је у последње три године у односу на претходни трогодишњи период порастао са 12% на 32%.

Ефикасност монетарне политике

Ефикасност монетарне политике значајно је унапређена. Пре три године једини инструмент реално на располагању монетарној политици у Србији била је каматна стопа, којом се утицало на само 25% динаризованог тржишта у Србији, а начин на који се спроводила монетарна политика – реверзне репо операције – није омогућавао директну контролу над количином динарске ликвидности на тржишту. Реверзне репо операције су у том тренутку биле неопходне за повлачење структурног вишка ликвидности, али су проузроковале и високе трошкове које је НБС плаћала банкама спроводећи их. Било је јасно да су реверзне репо операције, иако тада без валидне алтернативе, мање ефикасне, али и скупље за НБС и пореске обвезнике од директних репо операција које су уобичајене у већини земаља инфлаторног таргетирања попут, између осталих, Велике Британије, еврозоне, САД, Канаде, Новог Зеланда. Такође је било јасно да је требало изградити могућност да монетарна политика активно утиче и на тада 75% евроизованог тржишта у Србији.

У циљу подизања ефикасности монетарне политике, у последње три године (1) изградити смо могућност преласка на директне репо операције, (2) обједињавањем девизних обавезних резерви добили нови инструмент којим монетарна политика може активно да

утиче на евроизовани део тржишта, и (3) даље смо унапредили комуникацију са домаћом и светском јавношћу.

Директне репо операције

За прелазак на директне репо операције била су нам потребна два предуслова: (1) исушивање вишка ликвидности креираног у периоду покушаја брањења фиксног девизног курса до 2006. године и (2) стварање адекватног система колатерала који у свету по правилу представљају државне обвезнице у локалној валути.

У сарадњи са Владом Србије, у последње три године активно смо утицали да се по први пут у новијој историји Србије развије тржиште државних динарских обвезница и такозвана крива приноса. Предности овог тржишта су бројне, јер оно ствара основ за отклањање изложености државног буџета девизном ризику, за јефтине и чешће динарске зајмове привреди и становништву, за већу динаризацију и за већи прилив страног капитала. Али оно је било и предуслов за прелазак на директне репо операције када се укаже прилика за исушивање вишка ликвидности. Та прилика се указала почетком ове године када су велики депрецијацијски притисци захтевали појачане интервенције НБС на спот девизном тржишту, што је исушило вишак динарске ликвидности.

НБС је од 18. јула 2012. године по први пут у својој историји прешла са реверзних на директне репо операције као главни инструмент монетарне политике. Шта ово значи? Прво, осим цене ликвидности, НБС ће моћи ефикасније да контролише количину динарске ликвидности на тржишту, што ће имати стабилизујући ефекат на новчано и девизно тржиште у Србији. Друго, процентуално умањење колатерала, такозвани *hair-cut*, омогућиће да ефикасније утичемо не само на краткорочне, већ и на дугорочне каматне стопе на финансијском тржишту Србије. Треће, политика прихватљивог колатерала омогућиће активно усмеравање развоја тржишта ка сегментима који јачају финансијску стабилност, попут тржишта чисто динарских муниципалних обвезница.

Било би добро да се у будућности избегне поновно креирање претераног вишка динарске ликвидности на тржишту и тако задрже директне репо операције као главни инструмент монетарне политике. Међутим, ако се тренд јаког креирања ликвидности обнови, било кроз јаче креирање ликвидности од стране државе или од стране НБС, Народна банка не би требало да се устеже враћању на реверзне репо операције и поред недостатака које овај вид репо операција носи.

Враћање контроле над девизним обавезним резервама

Други битан корак – обједињавање девизних обавезних резерви током 2010. – био је нужан, али и један од најтежих изазова за НБС, која се због овога својевремено нашла на јаком удару политичких и других лобистичких притисака. Систем који је постојао до 2010. године заснивао се на изузетно високим девизним обавезним резервама од 40 до 45%, али уз велики број изузетака који се нису односили на врсту депозита на који се обавезне резерве обрачунавају, већ, крајње неубичајено у свету, на врсту пласмана за који се банкарска средства користе. Ово је узроковало два фундаментална проблема: (1) преко централне банке је вршено активно преливање финансија од једних ка другим

привредним субјектима на нетранспарентан начин и (2) преко политике управљања изузецима, банке су активно избегавале и умањивале обавезну резерву, што је довело до губитка контроле НБС над ефективним износом девизних обавезних резерви у Србији.

Одговорност за преливање финансија од једних ка другим тржишним учесницима не би требало да буде у надлежности централне банке, већ у надлежности изабраних представника народа, то јест Владе. Извршна власт има потпуно право да у складу са својом стратегијом прелива финансије од једних ка другим предузећима и то би требало да ради преко буџета, транспарентно, а не преко константних нетранспарентних покушаја притисака на централну банку да уводи неуобичајене механизме изузећа у обавезним резервама.

Укидањем изузетака од обавезних резерви, које је постепено имплементирано до половине 2011. године, НБС је повратила контролу над ефективним девизним обавезним резервама, и добила ефикасан инструмент утицаја на евроизовани сегмент кредитног тржишта, али и на девизно тржиште у Србији. Ефикасност утицаја овог инструмента на девизно тржиште доказује пример из јуна 2012. када је променом динарског дела девизних обавезних резерви у условима великих депрецијацијских притисака, тржиште стабилизовано без трошења нето девизних резерви НБС на спот девизном тржишту.

Ефикаснија комуникација

Ефикасности монетарне политике допринело је и то што је комуникација са домаћом и светском јавношћу доведена до нивоа светских стандарда. Датуми састанака Извршног одбора на којима се доноси одлука о каматним стопама, као и датуми објављивања Извештаја о инфлацији су годину дана унапред објављени и НБС их се строго придржава, што стабилизационо делује на тржиште. Уведена је пракса директних преноса прес конференције Извештаја о инфлацији на интернету. НБС је започела са објављивањем редовних Извештаја о динаризацији и Анализа дуга Републике Србије. Све ово повећава ефикасност утицаја монетарне политике на тржишна кретања.

Стручни капацитет унутар НБС

У последње три године, ниво стручног капацитета унутар НБС је значајно подигнут, а отворен је и низ канала директнијег доприноса наших експерата монетарној политици у Србији. Ово је подигло квалитет доношења одлука о монетарној политици, али и резултирало значајнијим публикувањем стручних радова наших експерата, светски јаком серијом семинара унутар НБС, као и привлачењем наших најквалитетнијих младих стручњака из земље и иностранства на Конференцију младих економиста коју организује НБС.

Раст светске репутације и бољи стручни капацитети у области монетарне економије довели су и до тога да Банка за међународна поравнања у марту 2012. организује свој годишњи састанак о монетарној политици у Београду, а Амерички Национални Биро за Економска Истраживања (*NBER*) је одлучио да са НБС у 2013. организује свој најквалитетнији светски семинар у области макроекономије (*ISOM*) ван територије Сједињених Америчких Држава.

Резултати

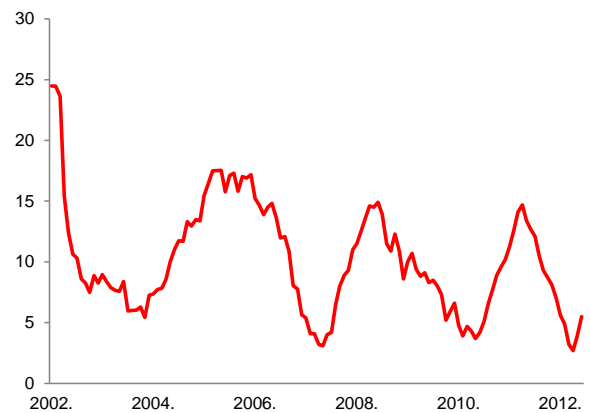
Шта је резултат кредибилније и ефикасније монетарне политике и подизања стручности унутар НБС?

Инфлација, иако и даље врло колебљива, је у последње три године у просеку нижа него раније (видети табелу 1 и графикон 2). До тога је дошло и поред изузетно неповољних услова, с обзиром да је у две од ове три године (2010 и 2012) дошло до великог шока у цени хране услед лоше пољопривредне сезоне (видети графикон 3), као и да је у последње три године фискална политика била значајно експанзивна, што је довело до великог раста јавног дуга (видети графикон 4) и допринело депрецијацијском притиску.

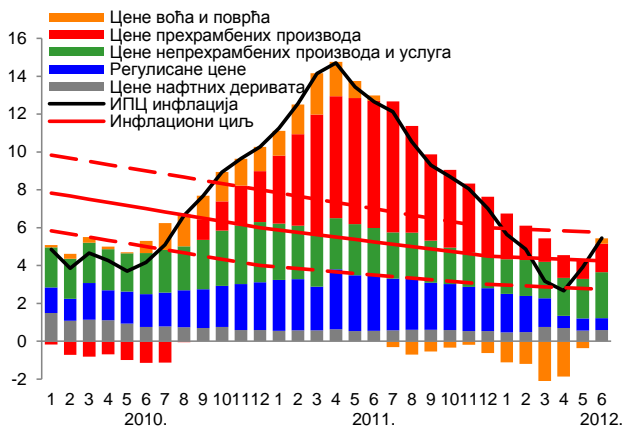
Табела 1. Инфлација у Србији

	просек године	крај године
1998.	28,6	45,6
1999.	47,9	67,8
2000.	82,3	111,3
2001.	84,9	27,0
2002.	13,6	8,3
2003.	7,1	7,3
2004.	10,8	13,4
2005.	16,8	17,2
2006.	11,9	5,7
2007.	6,0	11,0
2008.	12,5	8,6
2009.	8,2	6,6
2010.	6,1	10,2
2011.	11,2	7,0
2012.	4,3	(у првих 6 месеци)

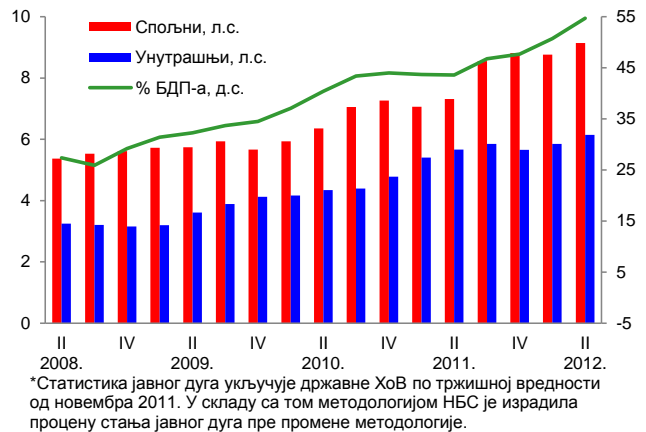
Графикон 2. Кретање инфлације у Србији (мг стопе, у %)



Графикон 3. Доприноси мг инфлацији по компонентама (мг стопе, у %)

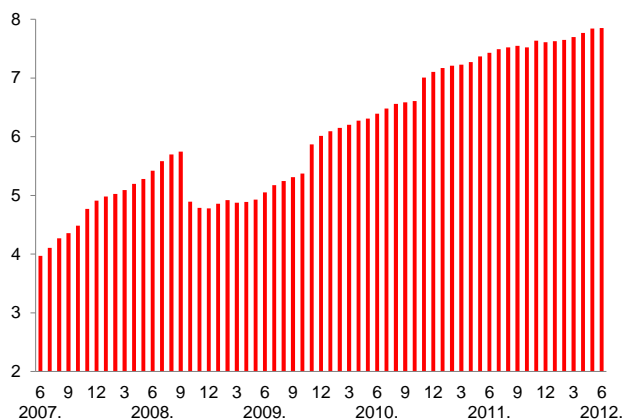


Графикон 4. Јавни дуг* (млрд евра)

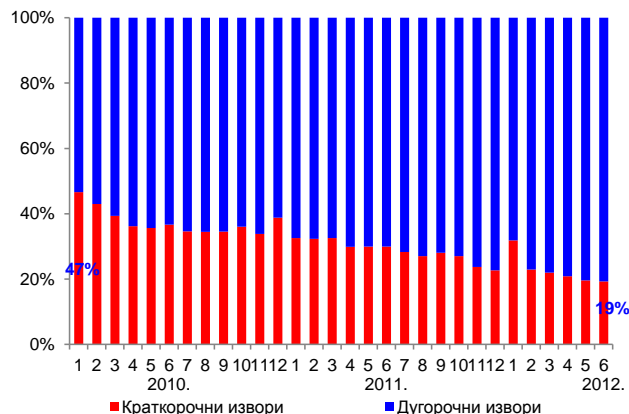


Банкарски сектор у Србији остао је стабилан, а његова стабилност је додатно појачана неким од претходно поменутих мера. На пример, обједињавање девизних обавезних резерви оставило је само два изузетка: (1) кредите међународних финансијских институција, који су обично дугорочни и са нижим каматама и (2) субординиране кредите са рочношћу од преко пет година. Као резултат, удео дугорочних у укупним банкарским екстерним изворима повећан је са 53% на почетку 2010. на садашњих 80%, што значајно смањује такозвани ризик занављања у банкарском сектору. Раст кредибилитета НБС делимично је допринео и расту поверења у банке и последично високом расту штедње становништва у банкама са 4,8 милијарди евра на почетку 2009. на рекордних 7,9 милијарди евра сада. Без поверења у добар систем заштите депозита становништва, за који је битна и независна политика НБС у домену обавезних резерви, ово не би било могуће.

Графикон 5. Девизна штедња становништва (млрд евра, крај периода)



Графикон 6. Рочна структура спољних извора финансирања банака



Кредитни рејтинг Србије је тренутно виши него пре кризе и по томе се Србија издваја као једина земља у региону и једна од ретких у свету. Иако наш рејтинг још увек није инвестиционог нивоа, раст поверења инвеститора довео је до тога да у последњих годину дана, до пре месец дана, по први пут на светском тржишту плаћамо каматне стопе ниже од Мађарске и Хрватске, земаља које имају такозвани инвестициони ниво рејтинга. Без независне и кредибилне монетарне политике, као и очуваног високог нивоа девизних резерви НБС, до овога не би могло да дође. А сваки проценат мање каматне стопе за Србију значи милионске уштеде за нашу државу, привреду, становништво и банке. Уштеде, које у последње три недеље губимо.

Бољи кредитни рејтинг и веће поверење инвеститора допринели су томе да стране директне инвестиције у 2011. достигну 1,8 милијарди евра, значајно више него у многим суседним земљама.

Нису сви резултати на први поглед добри. Девизни курс се у јавности често поимао као нестабилан у последње три године. Али, уз 7,5% буџетског дефицита у БДП-у, одсуство озбиљних структурних реформи које би побољшале пословно окружење и продуктивност и изузетно висок дефицит текућег биланса, било је тешко чувати стабилан курс динара и контрапродуктивно покушавати одбрану фиксног нивоа курса. Да смо то покушали, девизне резерве би се брзо истопиле, курс поред таквих дефицита не би одбранили, а истопљене девизне резерве би довеле до пада рејтинга и раста премије ризика. Депрецијација је погурала инфлаторне притиске, али је и позитивно утицала на раст покривености увоза извозом, која је са преткризних 45% дошла на преко 60% у 2012 и наставиће да расте. Међутим, није добро да депрецијација буде дугорочни одговор на усклађивање увоза и извоза земље. Прави одговор се мора наћи у структурним реформама и фискалној композицији. *Doing business* анкета Светске банке из године у годину ставља Србију на све лошије место у погледу пословног окружења и то се мора променити. Уколико се структурне промене ојачају и покрене валидна фискална консолидација, девизни курс би могао сам да се стабилизује и ојача, без икаквих интервенција НБС и без угрожавања даљег пада дефицита текућег рачуна Србије.

Такође, иако је стратегија динаризације током 2010. године давала резултате и довела до раста динаризованог дела тржишта са 25% на 33%, тај раст се током 2011. и 2012. зауставио. По мом мишљењу, главни узрок заустављања била је висока разлика у између динарских и девизних каматних стопа. Међутим, у условима велике експанзивности фискалне политике, монетарна политика није имала другог избора осим да држи динарску каматну стопу високом, иначе би ценовна и финансијска стабилност били угрожени. Једини начин да се динарска каматна стопа спусти на дугорочно одржив начин, без угрожавања ценовне и финансијске стабилности, је значајно зауздавање експанзивности фискалне политике.

Поштовани народни посланици,

Ја сам доктор економских наука, стручњак за монетарну економију и макроекономију, и нису ми блиска политичка препуцавања.

Као стручњак, ја знам да не би било добро поновити неодрживо повећање куповне моћи бирача енормним јачањем реалног курса динара као што је монетарна политика НБС радила у периоду 2001-02 и на тај начин готово убила сваку домаћу производну и извозну шансу Србије у потоњих десет година и довела до неодрживо високог дефицита текућег биланса и покривености увоза извозом од испод 50%. Као стручњак, ја знам да се решење за отклањање дефицита у буџету не налази у прекомерном стимулисању раста потрошње изнад производног раста земље као што је то било у периоду 2005-08. На тај начин могуће је у кратком року повећати државне приходе од пореза на потрошњу, попут ПДВ-а, или приходе од увозних царина, јер велики део потрошње одлази на увозне производе. Али овакав начин пуњења буџета нужно води до неодрживих нивоа дефицита текућег биланса од преко 20% као што је то био случај у Србији у 2007-08 и отвара врата великој будућој кризи и много озбиљнијем стезању каиша у будућности.

Стручност захтева дефинисање и спровођење економске политике која види даље од плота – дуже од 3 месеца или годину дана – и која, зарад краткорочног добитка неће довести до много горих губитака, већих патњи и трошкова за народ Србије кроз две, три, или пет година, након што се период лагодног задуживања или трошења наслеђеног оконча.

Свуда у свету, па и код нас, за политичаре је понекад изазовно да виде преко плота који се зове очекивани датум следећих избора. И зато је у неким, иако не свим областима, корисно имати независне институције које немају овај плот постављен пред собом. Иначе ће дугорочне користи увек бити угрожене зарад краткорочних циљева. Зато је независност централне банке корисна и зато свака стручна монетарна политика не може дати свој пуни ефекат уколико не постоји јасно дефинисана независност централне банке. Зато и члан 130. Уговора о функционисању Европске уније јасно дефинише принцип независности централне банке тиме што каже:

„У остваривању задатих циљева, ... националне централне банке, нити било који члан њихових извршних тела, не треба да траже нити добијају инструкције од ... било које Владе или Владиног тела. Владе држава чланица преузимају обавезу да поштују ове принципе и не покушавају да утичу на чланове извршних тела ... националних централних банака у обављању њихових задатака.“

Поштовани народни посланици,

Још једном понављам да се, по мом мишљењу, начином доношења и променама Закона о Народној банци Србије пошло корак уназад у односу на постигнуте стандарде транспарентности и независности Народне банке Србије. У таквим условима, моја стручност и знање реално не би могли на најбољи начин да допринесу монетарној политици у Србији. Уколико се у будућности прихвате транспарентни и независни механизми деловања монетарне политике, увек ћу бити спреман да поново служим својој земљи.“