

Говор вицегувернера Бојана Марковића на Првој конференцији о управљању кредитним ризиком, одржаној 30. новембра 2011.

(текст објављен у Економист магазину 8. децембра 2011)

Зашто постоји толика разлика у перцепцији страних аналитичара и инвеститора и домаће јавности у погледу макроекономских перспектива Србије¹

Даме и господо,

Недавни потреси на светским финансијским тржиштима довели су до раста премије ризика у многим земљама. У Србији је раст премије ризика био блажи него што је то био случај у околним земљама, али опрезност никад није на одмет и треба бити спреман да се брзо реагује како би се неповољни утицаји текућих поремећаја свели на најмању могућу меру.

Побољшање или одржање кредитног рејтинга Србије у овим бурним временима је веома битно зато што обезбеђује приступ одрживим изворима финансирања по нижој цени не само за државу већ и за све остале тржишне учеснике у земљи – привреду, становништво, банке.

Најбољи начин да држава и централна банка допринесу побољшању кредитног рејтинга јесте да воде политику која обезбеђује дугорочну макроекономску стабилност. Таква политика подразумева одржив ниво јавног дуга, средњорочну стабилност цена, као и стабилан и отпоран финансијски систем. Било какав покушај „стимулисања“ привреде на начин који није одржив могао би да угрози остварење наведених циљева, што би се одразило на раст премије ризика и, у крајњем исходу, нанело штету истој оној привреди којој је требало да пружи помоћ.

Међународни инвеститори и агенције за процену кредитног рејтинга препознали су побољшање макроекономских перспектива Србијеу последњих неколико година. У исто време, међутим, домаћа штампа је, и више него обично преплављена апокалиптичним коментарима о стању српске економије током кризе, и њеним макроекономским перспективама:

„На унутрашњем плану суочени смо са неконзистентношћу и некохерентношћу домаће политике коју дневно читавају инвеститори“ (Ђорђе Ђукић, Бизнис и финансије, јун 2011),

„Куцање на врата ММФ-а јесте доказ потпуног пораза домаће економске политике“ (Жарко Ристић, Правда, септембар 2011),

„Домаћа економија је тренутно у позицији Титаника – шаље СОС за спас“ (Саша Ђоговић, Национални грађански, септембар 2009),

„Привреди прети пропаст“ (Бранислав Грујић, Новости, август 2011).

У исто време, кредитни рејтинг Србије је побољшан, чиме је она постала једна од ретких земаља у региону чији је кредитни рејтинг бољи сада него што је био пре кризе. У новембру 2010, „Фич“ је негативне изгледе кредитног рејтинга Србије кориговао на стабилне. У марту 2011, „Стандард и Пурс“ је кредитни рејтинг Србије повећао са ВВ-на ВВ, док је у новембру 2011. „Фич“ задржао кредитни рејтинг Србије на истом нивоу

¹ Захваљујем господину Мирку Ђукићу за дате коментаре и сугестије.

упркос томе што је рејтинг многих земаља у региону смањен. Финансијски аналитичари широм света поправили су своје мишљење онашим средњорочним макроекономским изгледима и девизном курсу, а страни инвеститори су почели да све више улажу у Србију у виду страних директних или портфолио инвестиција:

„Остварен је напредак у погледу ефикасности монетарне политике. НБС је успешно обављала своју функцију и побољшала свој кредибилитет од периода кризе 2008–2009.” („Фич“, новембар 2011).

„Верујемо да ће успешно окончање текућег аранжмана с ММФ-ом и намера Владе да приведе крају разговоре у погледу закључивања новог аранжмана из предострожности средином године додатно побољшати расположење инвеститора према Србији.” („Барклиз капитал“, април 2011).

„Србија се издвојила од осталих земаља у развоју стварањем услова погодних за стране инвестиције, што ће подстаћи раст.” („Номура глобал рисерч“, децембар 2010).

„Најмање рањиве земље су Република Чешка, Пољска и Србија, а изван централне и источне Европе, Турска и Русија. Заједничко свима су профитабилан банкарски сектор, низак степен зависности од финансирања матичних банака и веће домаће учешће у власничкој структури банкарског сектора.” („Стандард банк“, август 2011).

Шта је изазвало толике разлике у мишљењу страних инвеститора и домаће јавности?

Неки од кључних разлога побољшања макроекономских изгледа Србије које истичу међународни аналитичари су следећи:

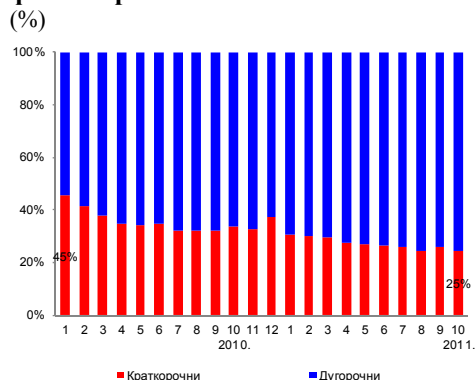
Прво, током прошле године је дошло до промене структуре нашег спољног дуга, у правцу побољшања рочности спољних извора финансирања банака. Учешће дугорочног дуга у укупном спољном дугу банака је порасло са 56% у јануару 2010. на 75% у октобру 2011. Такође, у структури спољног дуга предузећа смањено се удео прекограничног задуживања, а порасло задуживање код домаћих банака, што је произвело неколико значајних последица: (1) домаћи дуг је предмет строгог пруденцијалног надзора Народне банке Србије (2) реални раст домаћих кредита од око 15% у 2010. и 9,0% на годишњем нивоу у октобру 2011. указује на потенцијал зараст српског банкарског сектора и (3), док је прекогранични дуг искључиво у иностраној валути, домаћи је делимично, и то све већим делом, у динарима, што смањује изложеност девизном ризику у земљи.

Друго, динарско финансијско тржиште се постепено развија, а стратегија динаризације коју спроводи Народна банка Србије већ доноси видљиве резултате. Крива приноса је продужена са 12 месеци на почетку 2010. на 36 месеци до марта 2011. Дуже рочности отвориле су тржиште обвезница за стране инвеститоре, будући да, према закону, они имају право да тргују само дугорочним државним хартијама од вредности. Тржиште девизног хединга се такође све више развија, а тржиште банкарских кредита све више динаризује. У октобру 2011. динарски кредити чинили су 30% укупних кредита привреди и становништву, док је у јануару 2010. то било свега 24%. То значи да је око 40% нових кредита у протеклој години закључено у динарима.

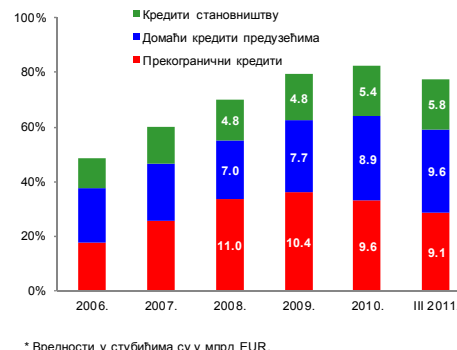
Треће, фискални дефицит у протекле три године износио је око 4,5% БДП-а, што је ниже од дефицита многих других европских земаља. У октобру 2010. је усвојен Закон о фискалној одговорности, којим су уведена фискална правила и установљен Фискални савет. Плате и пензије у јавном сектору остале су замрзнуте у номиналном износу у

току 2009. и 2010, у настојању да се јавна потрошња ограничи. Јавни дуг тренутно износи око 45% БДП-а, што је испод нивоа дуга већине земаља еврозоне.

Рочна структура спољних извора финансирања банака (%)

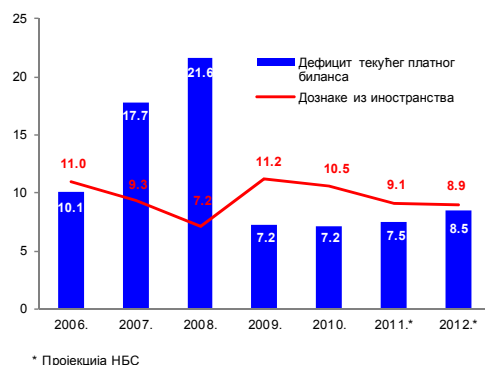


Дуг приватног сектора у БДП-у (учешће у БДП-у, у%)



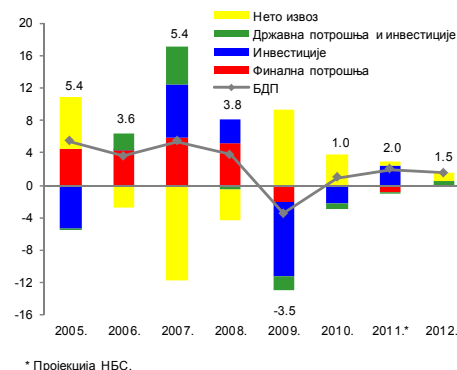
* Вредности у стубићима су у млрд EUR.

Дефицит текућег платног биланса и дознаке из иностранства (учешће у БДП-у, у %)



* Пројекција НБС

Доприноси расту БДП-а (мг.стопе, п.п.)



* Пројекција НБС.

Коначно, и можда најважније, дефицит текућег биланса, највећи макроекономски проблем током периода пре кризе, постепено се коригује од почетка 2009. У 2008. години дефицит текућих плаћања достигао је читавих 21,6% БДП-а, што је указивало на неодрживо велику неравнотежу. Након тога, овај показатељ се драстично поправио, на 7,2% у 2009. и 2010, и процењује се да у 2011. износи око 7,5% .

Да би се дефицит текућих плаћања у тој мери смањило, било је неопходно да се повећају нето извоз и инвестиције и да се смањи реална потрошња. И заиста, допринос нето извоза привредном расту је износио 9,3 процентна поена у 2009. и 3,7 процентних поена у 2010. У првој половини 2011. инвестиције у основна средства су дале највећи допринос расту БДП-а, од 1,2 процентна поена. Истовремено, реална потрошња наставила је да пада, и то, према проценама Народне банке Србије, за 3,4% у 2009, 0,2% у 2010. и 2,7% у првој половини 2011.

Иако неопходно за постизање одрживог привредног раста Србије, такво прилагођавање реалне потрошње је за домаће потрошаче било изузетно болно, нарочито од лета 2010. године, када су цене хране нагло скочиле због лоше пољопривредне сезоне у целом свету.

Управо у томе и лежи главни разлог разлике у перцепцији страних инвеститора и перцепцији српске јавности. Наиме, док је пажња страних инвеститора била усредсређена на побољшање макроекономске одрживости српске привреде по основу смањења потрошње, дотле су српски потрошачи снажно осећали терет нужног

прилагођавања након периода неодрживо снажног раста потрошње у годинама пре кризе.

Шта даље? Пред нама су три могућности:

Можемо зауставити процес прилагођавања и поново кренути у неконтролисану потрошњу. Такав избор је, без сумње, привлачан многима који имају у виду само краткорочну перспективу, будући да је у последњих двадесетак година политика прекомерне потрошње често била веома примамљива једном делу српског бирачког тела. Међутим, питање је да ли је то оствариво: наиме, након ове кризе, тешко је заварати међународне инвеститоре, који више нису вољни да потрошњу становништва или држава финансирају великодушно и јефтино као у периоду пре кризе.

Алтернативно, могли бисмо покушати да у предизборном периоду бирачком телу дамо кратак предах од даљег оштрог прилагођавања. Међутим, попуштање каиша у погледу потрошње на неколико месеци неће грађанима донети много користи на средњи рок, а може изазвати и брзу негативну реакцију међународних инвеститора у тренутку када су они посебно осетљиви на сваки нешtedљив корак у сфери јавне потрошње.

Последња, и по мом мишљењу најбоља, опција јесте наставак неопходног прилагођавања уз истовремено пружање више помоћи најсиромашнијим и најугроженијим грађанима. Иако ризична у политичком смислу, таква политика би била најодговорнија према будућим генерацијама у Србији.

Желео бих још једном да поновим поруку коју је Народна банка Србије у више наврата давала током последњих неколико година – боље је имати низак али одржив економски раст, него висок и неодржив.

Са своје стране, Народна банка Србије наставиће да делује у правцу стабиловања инфлације на ниском нивоу и одржавања здравог финансијског система, што представља, у то сам чврсто уверен, најбољи начин да се привреди помогне у постојећим околностима.

Додатни изазов с којим се суочавамо је и смањење кредитног ризика до којег долази због изложености променама девизног курса и осцилацијама каматних стопа. Стога ћемо подстицати развој транспарентних и једноставних инструмената заштите од девизног ризика, као што су девизни термински послови и свопови, укључујући и каматне свопове. Истовремено, будући да је употреба појединих сложених финансијских деривата, као што су CDS-ови, CDO-ови и NDF-ови, имала негативан утицај на финансијску стабилност у свету, настојаћемо да дестимулишемо развој таквих инструмената у Србији, на постојећем нивоу финансијске писмености у земљи.

Даме и господо, желим да вас уверим да Народна банка Србије веома пажљиво прати кретања на међународној сцени, како у реалном тако и у финансијском сектору, и спремна је да предузме све мере како би се одржала макроекономска и финансијска стабилност у Србији.

Кретање кредитног рејтинга и изгледа у време кризе – Србија и суседне земље

Земља	Standard & Poor's					Fitch				
	Кредитни рејтинг (дугорочни)	Врста промене	Датум промене кредитног рејтинга (LT)	Изгледи	Датум промене изгледа	Кредитни рејтинг (дугорочни)	Врста промене	Датум промене кредитног рејтинга (LT)	Изгледи	Датум промене изгледа
Србија	BB-			негативни стабилни	31.8.2008.* 01.12.2009.	BB-			стабилни негативни стабилни	31.8.2008.* 23.12.2008. 11.11.2010.
	BB	повећан	16.03.2011.							
Хрватска	BBB			стабилни негативни	31.8.2008.* 27.10.2008.	BBB-			стабилни негативни	31.8.2008.* 21.05.2009.
	BBB-	снижен	21.12.2010.							
Словенија	AA			стабилни негативни стабилни	31.8.2008.* 23.12.2010. 20.10.2011.	AA AA-			стабилни негативни	31.8.2008.* 28.09.2011.
	AA-	снижен	20.10.2011.				снижен	28.9.2011.		
Македонија	BBB-			позитивни негативни стабилни	31.8.2008.* 01.12.2008. 21.9.2009.	BB+			позитивни стабилни негативни стабилни	31.8.2008.* 4.11.2008. 21.05.2009. 27.10.2010.
	BB	снижен	01.05.2009.							
БиХ	B+	нови рејтинг	22.12.2008.	стабилни негативни	22.12.2008. 28.07.2011.					
	B	снижен	30.11.2011.							
Црна Гора	BB+			негативни	31.08.2008.*					
	BB	снижен	31.03.2010.							
Мађарска	BBB+			негативни	31.08.2008.*	BBB+			стабилни негативни	31.08.2008.* 17.10.2008.
	BBB	снижен	17.11.2008.							
	BBB-	снижен	30.03.2009.	стабилни негативни	02.10.2009. 23.07.2010.	BBB	снижен	10.11.2008.	стабилни негативни	10.11.2008. 02.03.2009.
						BBB-	снижен	23.12.2010.	стабилни негативни	06.06.2011. 11.11.2011.
Румунија	BBB-			негативни стабилни	31.08.2008.* 09.03.2010.	BBB BB+			негативни стабилни	31.08.2008.* 02.02.2010.
	BB+	снижен	10.11.2008.			BBB-	повећан	04.07.2011.		
Бугарска	BBB+			стабилни негативни стабилни	31.08.2008.* 30.10.2008. 01.12.2009.	BBB BBB-			негативни стабилни позитивни	31.08.2008.* 10.11.2008. 30.04.2009. 24.05.2011.
	BBB	снижен	30.10.2008.				снижен	10.11.2008.		
Грчка	A			стабилни	31.08.2008.*	A			позитивни стабилни негативни	31.08.2008.* 20.10.2008. 12.05.2009.
	A-	снижен	14.01.2009.							
	BBB+	снижен	16.12.2009.	негативни	16.03.2010.	A-	снижен	22.10.2009.		
	BB+	снижен	27.04.2010.			BBB+	снижен	08.12.2009.		
	BB-	снижен	29.03.2011.			BBB-	снижен	09.04.2010.		
	B	снижен	09.05.2011.			BB+	снижен	14.01.2011.		
	CCC CC	снижен снижен	13.06.2011. 27.07.2011.			B+ CCC	снижен снижен	20.05.2011. 13.07.2011.		
Албанија	B+	нови рејтинг	19.04.2010.	стабилни	19.04.2010.					

*рејтинг на дан 31.8.2008.