

**Goran Nikolić\***

## **UTICAJ DEPRESIJACIJE DEVIZNOG KURSA I BERZANSKIH TENDENCIJA NA KONKURENTNOST**

**Sažetak:** *Analiza, koja će, pre svega, biti fokusirana na zemlje u tranziciji, će posebno biti usmerena na 2008–2009. godinu, s projekcijama za 2010. Analiziraće se podaci o kretanjima vodećih globalnih i regionalnih berzanskih indeksa, cena najvažnijih sirovina kao i tendencije deviznih kurseva i njihov uticaj na konkurentnost. Konkurentna pozicija Srbije nije zadovoljavajuća, ali bi se ona, uz aktivniju regulatornu reformu, mogla znatno popraviti.*

**Ključne reči:** *Srbija, konkurentnost, devizni kursevi, ekonomska kriza, oporavak, berze*

## **THE INFLUENCE OF EXCHANGE RATE DEPRECIATION AND STOCK MARKET TRENDS ON COMPETITIVENESS**

**Abstract:** *The analysis, which will primarily be focused on countries in transition, will be particularly focused on the 2008–09 year, with projections for 2010. We will study the tendency of leading global and regional stock index, the price of most raw materials and the tendency of exchange rates and their impact on competitiveness. Competitive position of Serbia is not satisfactory, but the competitiveness, with regulatory reform, could significantly improve.*

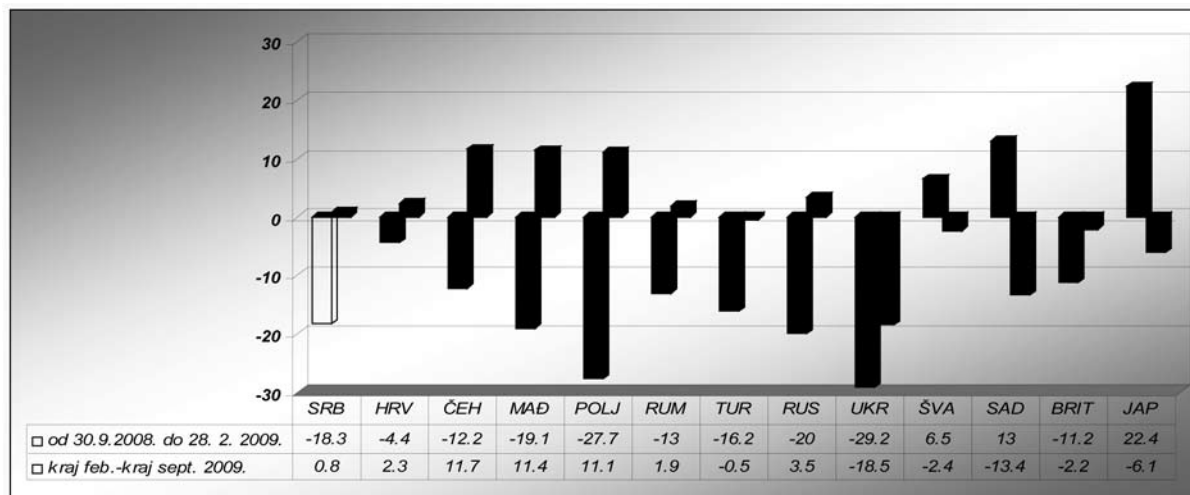
**Key words:** *Serbia, competitiveness, the exchange rate, economic crisis, recovery, stock exchanges*

### **Tendencije deviznih kurseva i uticaj na konkurentnost privrede**

Depresijacija dinara od oktobra 2008. do kraja februara 2009. za skoro petinu svoje vrednosti prema evru, zaustavljena je i do početka oktobra 2009. dinar se stabilizovao i blago ojačao. Kretanje kursa dinara posebno su pratili investitori iz inostranstva, tako da je depresijacija valute, koja je nastupila, imala veliki uticaj na pad indeksa Beogradske berze. Nakon snažne aprecijacije kursa dinara u odnosu na evro, koji je trajala sve do 6. avgusta 2008, nastupio je period depresijacije domaće monete. Posle toga, najniža vrednost zabeležena je 26. januara 2009 (95,9). Usled ovih okolnosti, kursni rizik postajao je sve veći kako je domaća valuta gubila vrednost, pa su samim tim i prinosi koje su inostrani investitori ostvarili, pošto bi ih preračunali u evre, bili znatno niži. Povećanje kursnog rizika povećalo je i ukupan rizik investiranja, tako da je za portfolio investitore u pomenutom periodu berzansko tržište u Beogradu postalo manje interesantno. Kako su inostrani investitori generisali više od polovine tražnje na Beogradskoj berzi, smanjeni priliv inostranog kapitala, uz njegov povećan odliv, doprineo je smanjenju likvidnosti Berze i padu vrednosti njenih indeksa.

---

\* dr Goran Nikolić, Institut za evropske studije, Beograd; [ww.ies.org.rs](http://ww.ies.org.rs)



**Grafikon 1.** Nominalna depresijacija ili apresijacija valuta izabranih zemalja prema evru od početka svetske ekonomske krize

Izvor: <http://www.ecb.int/stats/exchange/eurofxref/html>,

napomena: Bugarska i BIH imaju valutne odbore (1,955 leva, tj. konvertibilnih maraka za evro)

Pad dinara nije izuzetak i većina moneta starog kontinenta izvan evrozone, su bile suočene sa slabljenjem prema evru (naravno, izuzetak su zemlje sa fiksnim režimima kursa ili valutnim odborima, koje su imale znatno smanjivanje deviznih rezervi zbog intenziviranja intervencija na deviznom tržištu). Valute istočne i centralne Evrope su dostigle minimum prema evru tokom februara<sup>1</sup>, da bi potom nastupila stabilizacija ili jačanje vrednosti datih valuta prema moneti evrozone. U Grafikonu 1. prikazane su tendencije kurseva vodećih svetskih i valuta zemalja u tranziciji (ZUT), koji, takođe, počinju blago jačanje ili se stabilizuju, uglavnom od početka marta 2009.

ZUT su beležile značajan ekonomski rast (uglavnom od druge polovine devedesetih), koji je bio praćen znatnim rastom spoljnog duga (mahom od strane matica filijala banaka koje su ušle u ovaj region), i realnom aprecijacijom njihovih valuta. ZUT su imale tri faze u kretanju kurseva i tokova kapitala od polovine 2008. godine (Tasić, 2009: 8). Prvu fazu predstavljao je snažan priliv ino-kapitala u trećem kvartalu prošle godine uz aprecijaciju svih valuta. Drugu fazu, koja je trajala u poslednjem tromesečju prošle godine i u prva dva meseca ove godine, karakterisao je nagli odliv kratkoročnog kapitala uz snažnu deprecijaciju valuta i ulazak većine zemalja u aranžman sa MMF-om. Treću fazu predstavlja stabilizacija ili blaga aprecijacija kurseva u situaciji kada MMF garantuje stabilnost finansijskog sistema, odnosno dovoljnu količinu deviznih rezervi. Finansijske i valutne krize su, po svemu sudeći, izbegnute.

Kursevi ZUT depresirali su usled povećanog rizika, posebno imajući u vidu veliku izloženost „stranih” banaka u ovom regionu. Cene akcija su dramatično pale. Ove zemlje su se suočile sa rastom premije rizika i kolapsom cena akcija i nekretnina (investicije u građevinarstvo su dramatično opale, posebno kod zemalja sa *housing booms*). Postavilo se i pitanje održivosti kurseva, što je dodatno podiglo rizik premiju i uslovalo snažan rast CDS-credit default swapa i EMBI indeksa krajem 2008. i početkom 2009, da bi od tada počeo snažan pad pokazatelja rizika datih zemalja.

Pitanje je u kojoj meri depresijacija valute povećava zaposlenost, nivo investicija preduzeća, a time produktivnost i konkurentnost. Pridržavajući se bazične ekonomske teorije realna depresijacija domaće monete preko rasta uvoznih i pada izvoznih cena podstiče izvoz i destimuliše uvoz, čime se smanjuje deficit platnog bilansa i daje podstrek domaćoj proizvodnji. Čini se da u slučaju Srbije glavni efekat depresijacije ide drugim kanalom,

<sup>1</sup> Mada ima izuzetaka: lej 20. januara, turska lira i mađarska forinta na početku marta itd.

i to preko pada agregatnog nivoa zarada i penzija, izraženog u evrima, koji je visoko pozitivno korelisan sa nivoom uvoza. Upravo se snažan pad uvoza od četvrtog tromesečja 2008, uz sadejstvo nedostatka ino-kredita za finansiranje uvoznih poslova, može objasniti ovim faktorom. Ostaje, naravno, pitanje kakvu politiku kursa treba voditi ubuduće, imajući u vidu da je već u 2009. dinar opet realno apresirao, istina blago.<sup>2</sup>

U svakom slučaju, NBS je intervencijama održavala vrednost dinara, smanjujući uvozne cene i tako koristeći kurs kao antiinflacioni instrument. I dalje visok deficit tekućih transakcija (verovatno oko 8% u 2009.) podržava ovu tezu. Upitno je, naravno, i da li depresiranje kursa pomaže rastu zaposlenosti, rastu konkurentnosti itd. Činjenica je da Kina svoj fenomenalni rast bazira upravo na izvozu koji je podstaknut i potcenjenom domaćom valutom. Uprkos pritisku Vašingtona i ogromnom deviznom prilivu, Kina, faktički, drži fiksiran kurs juana i još uvek odoleva zahtevima da svoju valutu znatnije apresira. Posleratna monetarna istorija Japana protiče u permanentnoj borbi protiv jačanja jena. Snažni jen bi ugrozio japanski izvoz, a domaće tržište nije dovoljno veliko da apsorbuje proizvedene viškove robe. Ako bi se smanjila proizvodnja zbog otežanog izvoza, troškovi po jedinici proizvoda bi porasli, pa bi konkurentnost Japana drastično pala. I najproduktivnije svetske privrede koriste kurs kako bi stimulisale izvoz i destimulisale uvoz.

U svakom slučaju, moguć je mnogo veći izvoz od trenutnog i razlog ovakvog stanja je niska konkurentnost, posebno u odnosu na EU. Konkurentnost države zavisila je od kapaciteta njene industrije da se inovira i usavršava. Kompanije imaju koristi od jakih domaćih rivala, agresivnih domaćih snabdevača i zahtevnih lokalnih potrošača.

Ono što je poželjno je reindustrializacija, nalik onoj u novim članicama EU i, s time povezan, snažan rast izvoza i stranih direktnih investicija (SDI). SDI su u Srbiji do sada uglavnom bile usmerene u akvizicije preduzeća i banaka preko kojih se osvajalo domaće tržište (i u nekretnine) a manje su generisale produkciju i izvoz. Ino-investitori se ponašaju racionalno – ne investirajući u proizvodne kapacitete čime bi duplirali one koje imaju u susednim zemljama.

Srbija je po uslovima poslovanja u svetu na objavljenoj listi Svetske banke (septembar 2009) poboljšala plasman za dva mesta i nalazi se na 88. mestu, među 183. zemlje. Kako se navodi u Izveštaju Svetske banke o poslovanju za 2010 (Doing Business), Srbija je od prošle godine pojednostavila registraciju preduzeća, koja se sada obavlja na jednom šalteru i poboljšala pristup informacijama o kreditnoj sposobnosti, omogućivši onima koji uzimaju kredite da proveravaju informacije u Kreditnom birou.<sup>3</sup> Nije teško doći do 10 lakih koraka koje bi Srbiju dovele na 42. mesto (pod pretpostavkom da ni jedna druga zemlja ništa ne reformiše), ako koristimo metodologiju Svetske banke za proračun uslova poslovanja. Naime, trebalo bi: smanjiti broj procedura potrebnih za početak poslovanja sa 11 na 8; smanjiti potreban broj radnih dana za početak poslovanja sa 23 na 20; smanjiti broj potrebnih procedura za dobijanje licenci za poslovanje sa 20 na 15; smanjiti potrebno vreme za dobijanje licenci sa 279 na 150 radnih dana; smanjiti troškove za dobijanje licenci sa 2178% na 1000% dohotka per capita; smanjiti potrebno vreme za registraciju vlasništva sa 111 na 45 dana; smanjiti broj plaćanja poreza sa 66 na 45 godišnje; smanjiti vreme potrebno za prijavu i plaćanje poreza sa 279 na 150 radnih sati; smanjiti vreme potrebno za primenu ugovora (enforcing contracts) sa 635 na 250; povećati stopu oporavka kapitala nakon zatvaranja poslovanja sa 25% na 40%. S druge strane, na godišnjoj uporednoj listi državnih ekonomija za 2009/10 godinu, koju je Svetski ekonomski forum objavio u septembru, Srbija se nalazi na 93. mestu sa 11 prednosti i 109 nedostataka i indeksom konkurentnosti 3.77, što je pad od osam mesta u odnosu na prošlu godinu.

<sup>2</sup> Dinar je nominalno oslabio prema evru tokom prvih devet meseci 2009. godine za 4,7% (realni kurs je apresirao za 1%). U istom razdoblju nominalni efektivni kurs je depresirao za 3,6% a realni efektivni kurs je apresirao 2,2%.  
<http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/eurostat/home/>; <http://www.nbs.rs>

<sup>3</sup> Srbija ima najbolje pokazatelje u oblasti dobijanja kredita, gde je na 4. mestu, a najlošije u oblasti izdavanja građevinskih dozvola, jer je po tom kriterijumu na 174. mestu na listi od 183 zemlje. Kako se navodi, u Srbiji je za dobijanje građevinske dozvole potrebno ispuniti 20 procedura, a taj proces traje 279 dana. Srbija je po osnivanju preduzeća na 73. mestu, po zapošljavanju radnika na 94, po upisu imovine na 105. mestu, zaštiti investitora na 73. mestu, plaćanju poreza na 137, prekograničnoj trgovini na 69, sudskom nametanju provođenja ugovora na 97, a po zatvaranju preduzeća na 102. mestu.

Podizanje konkurentnosti na viši nivo, po svim pojedinačnim pokazateljima (makroekonomska konkurentnost, investicioni ambijent, stepen razvijenosti javnih institucija, stepen tehnološke razvijenosti i dr.), jeste preduslov kako povećanja kvaliteta i obima našeg izvoza, tako i stvaranja povoljnijeg ambijenta za privlačenje stranih investicija. Dostizanje određenog nivoa međunarodne konkurentnosti jeste i jedan od preduslova za prijem u EU jer je Lisabonskom strategijom definisano da za prijem u EU države moraju da zadovolje i uslov postojanja „delotvorne tržišne privrede i konkurentnih preduzeća sposobnih da izdrže pritisak zajedničkog tržišta”. Prema tome, povećanje konkurentnosti će imati presudnu ulogu u dugoročnom privrednom razvoju naše privrede ali i njenom integrisanju u evropsku i svetsku privredu. U situaciji kada je smanjen priliv kapitala u Srbiju, trebalo bi izraditi nacionalnu strategiju za rešavanje problema konkurentnosti privrede, zbog stranih i domaćih investitora, kao i zbog visoke stope nezaposlenosti u zemlji. Ekonomska kriza nije doprinela lošoj poziciji i rezultati pokazuju da je Makedonija napredovala u konkurentnosti privrede, a da su Srbija, BIH i Hrvatska nazadovale.

#### Tendencije berzanskih cena kao indikator privredne aktivnosti

Berze se tradicionalno posmatraju kao indikator i, u izvesnom smislu, služe za predviđanje (predikciju) kretanja realne ekonomije. Mnogi ekonomisti i trgovci na berzi veruju da veliki pad cena akcija reflektuje buduću recesiju, dok povećanje cena upućuje na buduću ekonomski rast.<sup>4</sup> Teorijski razlog zašto cene akcija mogu biti prediktor ekonomske aktivnosti uključuje tradicionalni model valuacije cena akcija kao i efekat bogatstva (eng. *wealth effect*). Tradicionalni *valuation model* cena akcija sugerise da cene akcija reflektuju očekivanja o budućnosti ekonomije, i da stoga predviđaju kretanja u privredi. *Wealth effect* polazi od toga da cene akcija praktično „vode” ekonomsku aktivnost, time što utiču na ono što se dešava u privredi.

U radu Christoffersen-a (2005:11) pokazuje se da postoje značajne empirijske potvrde kod razvijenih zemalja da cene akcija sadrže podatke o budućem kretanju privrede. Da bi se eventualno isto potvrdilo za ZUT koristi se panel sa mesečnim podacima za Češku, Mađarsku, Poljsku, Rusiju, Slovačku i Sloveniju za period 1994–1999. Studija ukazuje da istorijske vrednosti kamatnih stopa, deviznih kurseva i berzanskih cena signaliziraju buduće kretanje ekonomske aktivnosti. Ovi rezultati, prirodno, imaju značajne implikacije za kreatore ekonomske politike.

U studiji Trecartin-a (2003:13) pokušava se da se proceni uticaj nacionalnih berzi na ekonomski rast i razvoj 26 istočnoevropskih i ex-sovjetskih zemalja. Rast berzi bi trebalo da pozitivno utiče na GDP *per capita* date zemlje. Detektovana je pozitivna korelacija između ekonomske aktivnosti i varijabli za volume trgovine na berzi kao i tržišne kapitalizacije berze. Zemlje sa višim GDP *per capita* su imale berze pre 1940. (Slovenija, Poljska, Češka, Mađarska, Estonija, Rusija i Bugarska; postojala je i Beogradska berza tada, mada ona nije razmatrana u ovoj studiji). Ove zemlje su imale i viši nivo izvoza i uvoza kao i priliv stranog kapitala. Interesantno je da broj kompanija koje se kotiraju na berzi nije na pravi način uticao na tržišnu kapitalizaciju ili obim trgovine na berzama.

U studiji Dimson-a (2005:4) se pokazuje da je, istorijski, kupovanje na tržištima akcija sa visokim rastom GDP (zemlje u razvoju, ZUT, kao i Srbija) dalo manji prinos od tržišta sa niskim rastom GDP. Dakle, postoji korelacija između prinosa na akcije i rasta GDP-a. Koristeći kvartalne sezonski prilagođene podatke S&P500 indeksa (SAD) u periodu 1950–2008 (234 kvartala), utvrđena je korelacija između kvartalnih promena S&P500 indeksa i nominalne kvartalne promene GDP za različite lagove, posebno posle dva tromesečja. Naime, pokazuje se da rast prinosa na akcije vodi rastu GDP dva kvartala kasnije, mada se niskom signifikantnošću. U svakom slučaju, rezultati sugerisu da su prinosi na akcije relativno slab indikator kvartalne promene GDP u narednih jedan do tri kvartala. Obrnuto, kvartalne promene GDP ne govore ništa o budućim promena prinosa na hartije od vrednosti.

<sup>4</sup> Comincioli, B., (1996) *The Stock Market As A Leading Indicator: An Application Of Granger Causality*, „Journal of Economics, Sample Issue”, Illinois Wesleyan, The University Avenue Undergraduate.

Određeni ekonomisti, kao Davakula (2009), smatraju da berzanski optimizam ide ispred „realnosti”. Sredinom 2009, veliki broj ljudi veruje da će se svetska ekonomija uskoro oporavati. Ovo verovanje je privuklo investicije na berzu i povećalo cene aktiva, praktično konstantno od marta 2009. Ovo bi bilo korisno pod uslovom da je održivo. Međutim, dosta je verovatno da će rapidan rast poverenja koji vodi brzom kupovini akcija gurnuti cene akcija na viši nivo od realnog (mnogi ulažu u akcije jer nemaju, praktično, gde). Na kraju, cene mogu pasti i uzrokovati nove gubitke investitora. Šta može sprečiti ovakav rasplet je korenito restrukturiranje realnog sektora u svetskoj ekonomiji. Investitori moraju imati na umu da povećanje produkcije može voditi prekomernom rastu zaliha što će samo kratkoročno oporaviti ekonomiju, ali ne i održati ekonomski rast. Naravno, jasno je da mnogi investitori ne mogu čekati dugo dan pouzdanog oporavka i žele da zgrabe profit što pre. Dakle, investitorima ne treba verovati da će se SAD i globalna ekonomija oporaviti tako brzo, kako to berze indiciraju (berzijanci spekuliraju imajući u vidu realne pozitivne trendove). Npr. skoro izgledna stagnacija u oporavku privatne potrošnje može stvoriti probleme privredi, koji bi naravno, povratno uticali na berze, mada ne tako oštro kao na početku krize.<sup>5</sup>

Posle blagog pada od sredine 2007, i ubrzanog kolapsa posle 15. septembra 2008, konačno 10. marta 2009. nastupa oporavak berzanskog tržišta SAD, koji se manifestovao kroz porast vrednosti vodećih berzanskih indeksa i manjom tražnjom za državnim obveznicama. Berze su rasle do 12. juna tekuće godine kada su objavljene vesti o lošem stanju ekonomije SAD, koje su ujedno još jedanput podsetile tržišne učesnike da je dug put do oporavka privrede SAD. Ponovni oporavak počinje od 10. jula, kada su brzo nadoknađeni izgubljeni indeksni poeni. Slična kretanja zabeležena su i na tržištima akcija u EU, Japanu, i širom sveta.<sup>6</sup>

Tržišta Balkana i okolnih zemalja pokazala su da su posebno podložna efektima svetske ekonomske krize. Usled otežanih tržišnih okolnosti<sup>7</sup> berze zemalja u regionu reagovala su u smeru drastičnog smanjenja cena akcija. Pesimizam, koji je dominantno bio prisutan kod investitora, pravdan je pretpostavkama o budućim značajnim smanjenjima prihoda i profita kompanija zahvaćenih krizom. Međutim, već tokom marta, i manje intenzivno polovinom jula 2009, znaci koje su slale vodeće svetske ekonomije i signali koji su dolazili sa vodećih svetskih berzi, udahnuli su optimizam kod uplašanih investitora, te su svi berzanski indeksi berzi centralne i istočne Evrope počeli da rastu.

**Tabela 1. Vrednosti i promene vrednosti izabranih berzanskih indeksa**

	<b>BELEX 15</b>	<b>BET (Rum.)</b>	<b>CROBEX</b>	<b>SOFIX</b>	<b>BUX (Mad.)</b>	<b>S&amp;P500 (SAD)</b>	<b>DOW JONES</b>	<b>FTS Eurofirst 300</b>
31. 12. 2008	565	2901	1722	359	12367	832	8776	832
minimum, mart 2009	354	1887	1263	260	9639	657	6547	657
minimum, jul 2009	535	3329	1687	346	14326	879	8147	814
kraj septembra 2009	826	4397	2201	480	20261	1057	9712	998
promene (%) 31. 12. 2008 – 30. 9. 2009.	46.2	51.5	27.8	33.7	63.8	27.0	10.6	20.0

*Izvor:* Nacionalne berze izabranih zemalja.

Izraziti trend pada vrednosti BELEX15 (vodeći indeks Beogradske berze) otpočeo je sredinom 2008. i, praktično je trajao sve do marta 2009.<sup>8</sup> Trend rasta vrednosti indeksa BELEX15 i BELEXline zaustavljen

<sup>5</sup> Fiskalni i monetarni stimulans ima daleko veći uticaj na podsticanje ekonomskog rasta nego dinamičnost berze. Pored toga, kada se dotakne dno posle recesije, oporavak neće neophodno da se reperkutuje na rast berzi.

<sup>6</sup> Berze zemalja u razvoju imale su znatno bolje tendencije od berzi „Zapada”.

<sup>7</sup> Privrede zemalja između ostalog suočene su sa niskom likvidnošću realnog sektora, smanjenim prilivom stranih direktnih investicija, smanjenom domaćom i izvoznom tražnjom, povećanim budžetskim i platnobilansnim deficitom, nedostatkom slobodnog kapitala i pooštrenim uslovima kreditiranja.

<sup>8</sup> Najveću vrednost indeks BELEXLine (kao i BELEX15), zabeležio je 1. 07. 2008 (3053 poena).

je 8. juna, nakon čega ova dva indeksa gube vrednost, da bi sredinom jula nastavili rast, koji je bio posebno dinamičan u avgustu i septembru, kada je BELEX 15 porastao čak 16%. Na drastičan pad vrednosti indeksa BELEX15 i BELEXline Beogradske berze presudan uticaj imala su tri faktora: odliv stranog kapitala iz zemlje i nemogućnost domaćih investitora da supstituišu taj odliv kapitala<sup>9</sup>, struktura indeksnih korpi (veliki udeo finansijskog sektora), i kretanje kursa dinara. Nepovoljni makroekonomski pokazatelji doprineli su nastavku trenda izraženih negativnih kretanja u privredi i na berzanskom tržištu. Na tabeli 2. su date tendencije globalnih i regionalnih ključnih berzanskih indeksa od kraja 2008, kraja septembra 2009, koje ukazuju na prethodno iznete zaključke o početku oporavka berzi.

Cene čelika, bakra i aluminijuma i hrane, roba koje su 2008. činile čak dve petine srpskog robnog izvoza, su se oporavile u prvoj polovini 2009, i realno je očekivati njihov rast i u narednom periodu. Ohrabrujući je rast MMF-ovog (dolarskog) indeksa sirovina (bez energenata) koji je u avgustu 2009, u odnosu na prosek za mart ili rekordno minimalnu vrednost u decembru 2008. viši za 18%, odnosno 19%, mada je on još uvek za skoro trećinu ispod maksimalne vrednosti u julu 2008. Krajem septembra ovaj indeks se „drži” na prosečnoj vrednosti iz avgusta. Blumbergov R-J CRB indeks cena sirovina, ukazuje da je minimalna vrednosti dostignuta početkom marta 2009, i da se od tada beleži oporavak (rast za 30% na početku oktobra), izuzevši „posrtanje” tokom juna.

Globalni obim svetske trgovine (roba i usluge), koja opada po najbržoj stopi od 1945, trebalo bi da bude smanjen za čak 12,2% (i poraste za 1% u 2010.), dok bi uvoz iz ZUR i ZUT trebalo da opadne za 9,6% (rast od 0,8% u 2010.), a izvoz za 6,5% (rast od 1,4% u 2010). Zemljama u tranziciji pripada i Srbija, koja, takođe, u prvih osam meseci 2009, a tako će po svemu sudeći ostati i u celoj godini, beleži veći pad uvoza od izvoza (–31%, odnosno –24%). Nešto blaži očekivani pad izvoza od uvoza kod ovih zemalja svakako je, u moru loših vesti, olakšavajuća okolnost za ZUR i ZUT, koje uglavnom imaju velike eksterne neravnoteže.

### **Stanje i perspektive svetske i domaće ekonomije na početku četvrtog kvartala 2009.**

Referentne projekcije ukazuju da je znatno usporen pad svetske ekonomije i da bi oporavak realnog sektora u zemljama OECD mogao uslediti krajem ove ili početkom 2010. godine, dok bi blago dinamiziranje usporenog rasta u ZUR moglo uslediti u drugoj polovini ove godine. Stabilizacija je neujednačena i očekuje se da oporavak bude spor. Julska, opet revidirana, projekcija MMF-a pokazuje da će globalni GDP pasti za 1,4% (što je najslabiji rezultat u poslednjih šest decenija), ali će se već 2010. ostvariti rast od 2,5%. Finansijski uslovi su poboljšani više nego što je očekivano zahvaljujući obilnoj državnoj intervenciji, ali će, pored ostalog, privreda još uvek trpeti posledice usled gubitaka indukovanih stropoštvanjem cenovnog mehura na berzanskim tržištima. Prioritet ostaje obnavljanje finansijskog sektora, dok makroekonomska politika (koja će pomoći i održavanju snažne tražnje u zemljama sa suficitom tekućeg računa platnog bilansa) treba da ostane podrška realnom sektoru. Predviđa se da će region centralne i istočne Evrope ostvariti pad od 5% 2009, i rast od 1% u 2010.

Oktobarske projekcije MMF-a govore o oporavku globalne privrede u 2010. (rast od 3,1%) i globalne trgovine robom i uslugama. Ipak, značajni prekomerni kapaciteti ostaće i u 2011. Projekcije Svetske banke ukazuju da će neto privatni i oficijelni kapitalni prilivi u ZUR, koji su već 2008. smanjeni,<sup>10</sup> snažno opasti u 2009.<sup>11</sup> Pristupi kreditima za finansiranje trgovine trenutno su znatno teži nego pre godinu dana. Strane direktne investicije u ZUR će pasti u 2009. za čak 30%, na oko 385 milijardi dolara. Pad pozajmica biće mnogo manji, oko 0,3% u 2009.<sup>12</sup> Korporacije u ZUR se suočavaju sa snažnim padom finansiranja, odnosno pozajmica, na šta ukazuje i njihov dug, koji je pao sa 423 u 2007. na 271 milijardu dolara u 2008, i snažan pad se nastavio u

<sup>9</sup> Učešće stranih investitora u trgovanju na Beogradskoj berzi u prvih pet meseci 2009. godine, beleži pad u odnosu na prosek iz 2008. (38%, a 2008: 47,3%).

<sup>10</sup> Na 727,3 milijarde dolara sa 1157,7 u 2007, ali su na nešto višem nivou od 2006 (668,3 milijardi dolara).

<sup>11</sup> I deficit tekućih transakcija je pao sa 406 na 378 milijardi dolara u 2008 (2006. je bio još viši, čak 438 milijardi dolara).

<sup>12</sup> World Development indicators 2009, World Bank, april 2009. Washington DC, 2009. p. 57.

prvoj polovini 2009. U aprilu 2009. međunarodne finansijske institucije su planirale za period 2009–2011. oko 88 milijardi dolara zajmova, kao odgovor na krizu.<sup>13</sup>

Evropska komisija saopštila je da je „economic sentiment” indikator evrozone porastao s avgustovskih 80.8 na 82.8 u septembru. To je najviša vrednost u poslednjih godinu dana, ali tempo oporavka zemalja evrozone pokazuje znake gubljenja zamaha. Posebno je važna Nemačka, gde ekonomski oporavak gubi tempo, jer indeks poslovnog poverenja raste manje nego što se očekivalo. EBRD ukazuje da nema nikakve sumnje da je globalna kriza najteže pogodila ex-komunističke zemlje u tranziciji, više nego bilo koji drugi region u svetu. To je razlog da EBRD zahteva povećanje svog kapitala za 50%.<sup>14</sup>

Globalni debalansi su najzad na dnevnom redu samita Grupe 20 u septembru, čime je službeno priznato da kriza nije nastala samo zbog loše finansijske regulacije i nadzora, već da ona ima dublje korene u globalnim makroekonomskim neravnotežama. Velika perzistentna neravnoteža podsticala je sve veći protok kapitala, što je uticalo na destabilizaciju globalne ekonomije. Suficit tekućeg računa (višak nacionalne štednje) se preko investicija mora uložiti u inostranstvo direktno, ili je ostajao u zemlji u vidu deviznih rezervi, koje su se zatim, opet, preusmeravale ka globalnim tržištima kapitala. Bez preterane globalne neravnoteže, potražnja za proizvodima (sada nazivanim toksični) bi bila znatno manja. Ostavljen je režim globalnog rasta koji je bio vođen, pre svega, finansiranjem potrošnje u SAD, ali još nije dostignuta pozicija veće izbalansiranosti, sada anemičnog rasta.<sup>15</sup>

Po MMF-u oporavak od ove recesije verovatno će potrajati nekoliko godina, iako lagani rast kreće u trećem ili četvrtom kvartalu 2009. u SAD, EU, Japanu i većini drugih zemalja. Američka ekonomija ostaće slaba još neko vreme. Analiza objavljena u utorak 22. septembra od strane MMF-a sugeriše da će se efekti krize osećati dugo nakon što pad GDP-a bude „tehnički” završen.

Prema Djankovu berze ZUR obično počinju rast šest meseci pre nego što industrija ili BDP dotaknu dno, dok je taj period u SAD i Britaniji duplo duži. Ako su projekcije MMF o rastu GDP-a tačne, berze zemalja u tranziciji će početi sa značajnim oporavkom sredinom ove godine, što bi se na osnovu trenutnih berzanskih dešavanja (ako računamo da je, posle blagog posrtanja globalnih i berzi ZUT u junu oporavak počeo u julu), moglo i zaključiti (mada bi kao prelomni trenutak mogli smatrati i mart 2009, te bi onda rast trebalo da počne u septembru, ali je sada jasno da je to nerealno, posebno kada se radi o industrijskoj proizvodnji). Po Djankovu bi za zemlje OECD ovi rokovi bi bili pomereni još za šest meseci (leg od jedne godine), budući da su tendencije na berzama vrlo slične. Međutim, činjenica je da se tokom ove krize finansijski i realni ekonomski agregati ponašaju vrlo slično globalno posmatrano, vremenski pomak od jedne godine, do koga je Djankov došao na osnovu istorijskih iskustava je upitan. Pre se može govoriti o znatno manjem legu za razvijene zemlje, od npr. dva ili tri kvartala (kao kod ZUR). Naravno, ostaje pitanje da li će globalne i berze ZUT posle jula opet imati značajne silazne tendencije i, naravno, da li je istorija dobar vodič. Ipak, da li rast praktično svih svetskih berzi od marta i ponovo od jula 2009, čini ove procene čak i pesimističnim (mada MMF i predviđa rast krajem 2009)? Ili pak, berzanski trgovci nisu tako pametni kada aniticipiraju tržišne prilike, kako tvrdi nobelovac Paul Krugman, u svojim redovnim kolumnama u *The New York Timesu*.

U Srbiji, u prvih osam meseci 2009, industrija kao da je dotakla dno, mada to nije sasvim izvesno. Naime, nakon udara krize krajem 2008. i početkom ove godine, čini se da je uspostavljena nova ravnoteža koja može biti poremećena samo usled eventualne znatnije eksterne ili unutrašnje promene. Na primer, vesti o oporavku svetske privrede i oživljavanju tražnje za srpskim izvozom, ili krupnije javne kapitalne investicije u Srbiji, mogli bi trend industrije da okrenu ka snažnom usponu, dok bi zaoštavanje krize likvidnosti moglo da produbi krizu. Čini se da veće promene u rezultatima industrije mogu nastupiti u poslednjem tromesečju 2009.

<sup>13</sup> Kada su pitanju doznake, očekivanja za 2009. su pad 5% (pad od čak 10% za ZUT i centralnu Aziju) na oko 290 milijardi dolara i oporavak u 2010. na 299 milijardi dolara. Situacija će posebno biti teška za zemlje u kojima doznake čini veliki deo GDP-a, kao u Moldaviji (čak 38%), ali i Srbiji (oko 10% GDP-a).

<sup>14</sup> Financial Times, „Eurozone pace of recovery slows”, Ralph Atkins, September 29 2009.

<sup>15</sup> Financial Times, „A recognition of the deep roots of the crisis”, Wolfgang Münchau, September 28 2009.

godine. U julu 2008. zabeleženi su dobri rezultati industrijske proizvodnje, dok je od avgusta, s izuzetkom septembra, industrija krenula ubrzano da opada. Obnavljanje proizvodnje u US Steel-u će podići indekse metalske industrije i ukupne industrijske proizvodnje. Ispoljiće se i određeni efekti subvencionisanih kredita (u okviru Vladinog programa antikriznih mera). Trenutno, i pored sezonskog rasta industrijske proizvodnje, ne možemo pouzdano zaključivati o eventualnim većim promenama dinamike industrije i međugodišnjih stopa rasta. Intenzivan pad industrijske proizvodnje jeste zaustavljen, ali ipak nema garancija da će ovo biti i jedino „dno” tokom trajanja ekonomske krize. Pitanje je kolike su rezerve preduzeća da zadrže trenutni nivo aktivnosti.

Imajući u vidu nisku bazu industrije Srbije (i izvoza, uvoza, maloprodaje...) u poslednjim mesecima 2008. godine, teško je očekivati (a da ne dođe do naglog pogoršanja situacije), da oporavak neće biti zabeležen na samom početku 2010. godine, te bi to ukazivalo da će berza konačno od polovine jula biti u manje-više kontinuiranom (verovatno laganom) porastu. Trenutno, u Srbiji tržišta anticipiraju rast GDP-a u četvrtom kvartalu ove ili u prvom tromesečju sledeće godine. Berzijanci su ubeđeni da je dno definitivno dotaknuto u martu i da se više neće ponoviti.

### Literatura:

- [1] Christoffersen, P., (2005) *Do Asset Prices in Transition Countries Contain Information about Future Economic Activity?* „IMF Working Paper” No. 00/103, 2001; Last revised: 2005, Washington
- [2] Djankov, S., Facundo, M., (2009) *When Will Stocks Rebound in Eastern Europe?* BLOG January 22., <http://crisistalk.worldbank.org/2009/01/when-will-stocks-rebound-in-eastern-europe.html>.
- [3] Elroy Dimson, E., Marsh, P., Staunton, M., (2009) *GDP Growth and Stock Market Returns*, „Global Investment Returns Yearbook 2005” (January 8, 2009 Updates)
- [4] Pridiyathorn Devakula, P., (2009) June 1., <http://www.blogcatalog.com/blogs/happi-like-a-hippo/posts/tag/people/>, p. 2; 2009.
- [5] Tasić, N., Zdravković, M., (2009) *Monetarna politika i ekonomski oporavak*, Beograd, NBS, <http://www.nbs.rs>.
- [6] Trecartin, R., Jbantova, M., *Stock Exchange Maturity and GDP Per Capita*, “Journal of Business & Economics Research”, Volume 1, Number 11, New York, State University of NY – Brockport 2003.