

Др Властимир М. Вуковић¹, виши научни сарадник,
Институт економских наука, Београд

Др Ивана С. Домазет², виши научни сарадник,
Институт економских наука, Београд

КРЕДИТНО ТРЖИШТЕ СРБИЈЕ: ПОСУСТАЈАЊЕ ИЛИ КОЛАПС*

САЖЕТАК: У овом раду анализиране су контракције кредитног тржишта Србије, које погађају како банкарски, тако и реални сектор. Опадање кредитних послова домаћих банака посебно је апострофирано у прошлогодишњем извештају ММФ-а (IMF, 2013), али су у међувремену домаћи кредитни токови додатно усахли. Због тога се намеће питање да ли се ради о привременом посустајању или колапсу овог тржишта? Извршена анализа пружила је одговор: кредитно тржиште Србије није пред колапсом, али дугорочно посустаје. Финанијска криза и рецесија онемогућавају оживљавање овог тржишта, док се повремени периоди анемичног опоравка домаће економије одвијају без веће кредитне подршке банака (бескредитни опоравак). Структура овог рада прилагођена је постављеном циљу: прво је истражен однос кредита и економског опоравка (1), затим је извршено одређење кредитног тржишта Србије (2) и анализирана

1 vlastimir.vukovic@ien.bg.ac.rs

2 ivana.domazet@ien.bg.ac.rs

* Овај рад је део истраживачких пројеката под шифрама 47009 (*Европске интеграције и друштвено економске промене привреде ЕУ*) и 179015 (*Изазови и перспективе структурних промена у Србији: Стратешки правци економског развоја и усклађивање са захтевима ЕУ*), финансираних од стране Министарства за науку и технолошки развој републике Србије.

његова динамика (3), као основ за процену тренда и прогнозу кретања на овом тржишту (4). Кључни истраживачки налази и препоруке за монетарну политику дати су у закључку (5).

Кључне речи: кредитно тржиште, финансијска криза, банке, рецесија, бескредитни опоравак, монетарна политика.

УВОД

Прошлогодишње алармантно упозорење ММФ-а на пад кредитног тржишта Србије и његове последице (IMF, 2013, стр. 107-119) представљало је непосредан подстицај за ову анализу. У међувремену су домаћи кредитни токови додатно усахли, па је овај проблем постао још израженији. Уколико се има у виду широко прихваћен став да је спор или негативан раст кредита главни узрок успореног економског опоравка широм света (IMF, 2013а, стр. 63-104), очигледно је да се ради о глобалном проблему. Показало се да мноштво најразличитијих мера за оживљавање кредитног тржишта до сада остало без резултата како у економски развијеним, тако и осталим земљама. Ипак, ван сумње је да би пад овог тржишта био дубљи без енормних државних интервенција.

Отуда свака анализа кредитног тржишта изискује шири макроекономски приступ, што је учињено и у презентованом раду. Први део овог рада посвећен је односу кредита и економског опоравка (1), ради утврђивања макроекономског значаја кредитног тржишта. У наставку је извршено одређење кредитног тржишта Србије (2), пошто су његове границе постале флуидне у савременим условима. Динамика домаће кредитног тржишта (3) представља средишни део ове анализе у трагању за одговором на питање: посустајање или колапс? На основу извршеног истраживања дата је процена тренда и прогноза (4) кретања на овом тржишту. Закључак садржи најважније истраживачке налазе и препоруке креаторима монетарне политике.

КРЕДИТИ И ЕКОНОМСКИ ОПОРАВАК

Значај кредита за економски развој сваке земље произилази из самог односа штедње и инвестиција на националном и глобалном нивоу. Кредити су најважнији канал повезивања штедње и инвестиција, јер и даље представљају најзначајнији и најприступачнији извор екстерног финанси-

рања приватног сектора (предузећа и домаћинстава) у свим земљама, па и оним најразвијенијим. Зато се и ревитализација светског кредитног тржишта истиче као предуслов трајнијег опоравка од Велике рецесије (IMF, 2013a). Међу кредитима доминирају банкарски кредити, јер су банке универзални финансијски посредници између штедиша и инвеститора. Остали некредитни извори екстерног финансирања приватног сектора имају неупоредиво мањи значај у свим економијама, изузимајући САД. Оваква структура извора финансирања уобичајено се приписује тзв. банкоцентричности финансијских система, односно неразвијености тржишта харија од вредности (ХоВ). Суштински узрок је супериорност кредита у односу на друге изворе екстерног финансирања. Отуда је разумљиво што се у још увек актуелној рецесији посебна пажња поклања стимулсању понуде и тражње кредита банака.

Кредитна криза која је избила током пролећа 2008. у САД брзо се претворила у глобалну кредитну кризу, упркос експанзивној монетарној политици и ангажовању влада на превенцији банкарских колапса (Almunia et al, 2009, стр. 26). Извориште проблема је касна реакција монетарних регулатора, која је иницирана тек након ерупције кредитног ризика, а не у време кредитне експанзије.

Раст кредитног тржишта очигледно подстиче агрегатну тражњу у фази просперитета, али никакви кредитни стимулси не могу спречити њен пад. Последња криза је потврдила утицај кредитног тржишта на макроекономске флукуације, посебно на аутпут, као и преливање њених ефеката из развијених на мање развијене економије (Helbling et al, 2010, стр. 16). Исто тако су бројна истраживања утврдила значајан утицај шокова у понуди кредита на флукуације пословних циклуса у економски развијеним земљама (на пример, Gambetti&Musso, 2012). Међутим, ови шокови нису примаран узрок кризе, већ њихова последица. Шокови понуде кредита повратно утичу на трајање контракционе фазе пословног циклуса, а према емпиријским истраживањима утолико су израженији уколико је земља економски развијенија и финансијски продубљенија (Gambetti&Musso, 2012, стр. 17).

Тражња за кредитима је изведена из агрегатне тражње, мада то често занемарују управо креатори економске политике. Отуда је економска активност најважнија дугорочна макроекономска детерминанта нивоа кредита (Eller et al, 2011, стр. 56), што упућује на закључак о секундарној улози кредита у процесу опоравка од рецесије. Довољан доказ је монетарна политика већине земаља у свету, која никада није била експанзивнија. Ипак, минималне или нулте референтне каматне стопе централних бана-

ка и њихове максималне „квантитативне олакшице“ од 2008. до данас нису оживеле кредитно тржиште, нити поспешиле коначан излазак из контракционе фазе пословног циклуса. Постоје и сасвим опречна мишљења, према којима је кредитна криза само нужан процес који доприноси бржем успостављању нове тржишне равнотеже (Felsenheimer & Gisdakis, 2008, стр. 265). Продужена рецесија и финансијска криза практично су оповргле такве поставке.

Посебан проблем системских кредитних криза су неминовна банкротства банака, која су све бројнија и у домаћем банкарском сектору. Банкротства банака знатно смањују не само инвестиције, већ и економску активност фирми – клијената (Minamihashi, 2011, стр. 159). На основу оваквих искустава најразвијенијих земаља као што је Јапан може се закључити да је ситуација у мање развијеним економијама знатно тежа. У условима рецесије фирме – клијенти не могу наћи нове финансијске изворе, па је отуда произашло мишљење да би коришћење владиних кредита као супстута за клијенте пропалих банака могао бити ефикасан начин за превенцију рецесије (Minamihashi, 2011, стр. 160). Државне интервенције на кредитном тржишту у пракси се широко користе како за супституцију кредита пропалих банака, тако још више за лакши приступ и повољније кредитирање свих зајмотражилаца из приватног сектора у циљу подстицања агрегатне производње и запошљавања.

Постоје и многа истраживања која указују на тзв. бескредитни опоравак (*creditless recovery*), када излазак из кризе није био праћен растућим кредитирањем. Скорашња анализа емпиријских података о 39 финансијских криза којима је претходио кредитни бум показала је да реалан раст банкарских кредита није у корелацији са растом БДП-а током прве две године опоравка (Takats & Upper, 2013, стр. 18). Истраживањима у којима је бескредитни опоравак дефинисан као трогодишњи период утврђено је да готово 80% опоравака након кредитног бума окончаног банкарском кризом било бескредитно, јер су реалне стопе раста банкарских кредита биле нулте или негативне (Abiad et al, 2011, стр. 9). Према истом истраживању, иначе једном од најобухватнијих до сада, око 1/5 свих опоравака је бескредитно и одликују их ниже стопе раста (Abiad et al, 2011, стр. 7-10).

У јеку Велике рецесије процењено је да ће међу ЕУ чланицама из централне и источне Европе бити више случајева бескредитног опоравка, при чему је наглашено да нови кредити нису обавезан услов опоравка аутпута (Bijsterbosch & Dallhaus, 2011, стр. 24-25). Наведене процене опоравка ових економија могу се појаснити чињеницом да је бескредитни опоравак знатно чешћи у земљама са нижим дохотком, односно финансијски мање

развијеним (Darvas, 2013, стр. 10). Иначе, искуства европских земаља које прошле или су још увек у процесу транзиције посебно је важно за домаћу економију.

Раст домаћег кредитног тржишта у фази рецесије 2009-2010. доказује да појачано кредитирање не значи аутоматски и економски опоравак, што негира не само њихову каузалну, већ и корелациону везу у време кризе. Супротна тврдња о јакој корелацији између кредита приватном сектору и БДП-а Србије у последњем извештају ММФ-а поткрепљена је двостраним графиконом у коме су негативне стопе раста агрегатне производње приказане у истој равни са двоцифреним стопама раста анализираних кредита? Пажљивијим посматрањем истог графикана може се уочити да је БДП опадао чак и у периодима када су реалне стопе раста кредита приватном сектору премашивале 10%, као у интервалу 2009Q1 - 2010Q1 (IMF, 2013, стр. 108). С друге стране, одређен економски опоравак у 2013. остварен је напореда са контракцијом кредитног тржишта! При томе је очигледно да су домети бескредитног опоравка ограничени и да улазак у фазу експанзије (изнад преткризног нивоа БДП-а) подразумева оживљавање кредитног тржишта.

На крају се може закључити да је макроекономски значај кредита неспоран у свим земљама, а за нефинансијске корпорације и доминантан (Darvas, 2013, стр. 2). Економски опоравак је могућ и без кредита, али се трајнија експанзија не може остварити без раста кредитног тржишта.

ОДРЕЂЕЊЕ КРЕДИТНОГ ТРЖИШТА СРБИЈЕ

Либерализација међународних финансијских токова и глобализација финансијских тржишта релативизовале су границе националних кредитних тржишта. Флуидност ових граница није само просторна, већ и структурна. Савремена кредитна тржишта одликује учешће тржишних актера из других земаља, како на страни понуде, тако и на страни тражње. Тако домаће банке (са лиценцом НБС) кредитирају компаније у иностранству или држе депозите у иностраним банкама. Исто то чине и банке из иностранства, кредитирајући овдашње компаније и банке (прекогранични кредити) и депонујући своја средства у банкама под надзором НБС. У таквим околностима немогуће је прецизно и једнозначно дефинисати кредитно тржиште Србије.

Домаће кредитно тржиште може се одредити у најширем, ширем и ужем смислу. Кредитно тржиште Србије у најширем смислу³ обухвата све кредите домаћих банака, одобрене резидентима и нерезидентима, као и кредите страних банака овдашњим резидентима. Шире кредитно тржиште искључује прекограничне кредите домаћим банкама, пошто су они извор за њихове пласмане (како би се избегло двоструко евидентирање) и кредите домаћих банака иностраним зајмопримцима (нерезидентима). Уже кредитно тржиште искључује прекограничне кредите овдашњим компанијама, односно обухвата само кредите домаћих банака (лиценцираних у Србији) зајмопримцима резидентима.

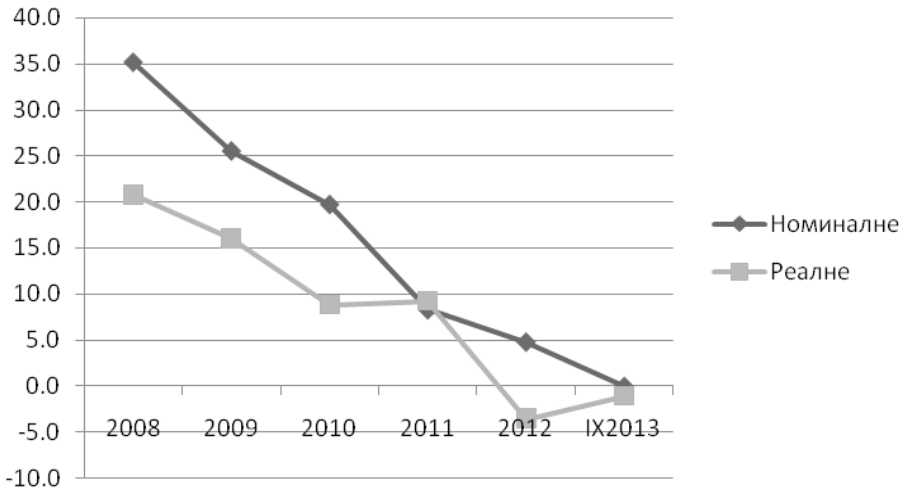
У фокусу овог истраживања је уже кредитно тржиште, јер оно има највећи утицај на економски раст (1), у целости је уређено домаћом регулативом (2), подвргава се мерама монетарне и пруденционе политике домаће централне банке - НБС (3) и под надзором је НБС (4). Статистички подаци у редовним периодичним извештајима НБС такође се односе на уже кредитно тржиште, док се прекогранични кредити приказују издвојено (НБС, 2014).

ДИНАМИКА ДОМАЋЕГ КРЕДИТНОГ ТРЖИШТА

Динамику кредитног тржишта показују номиналне и реалне стопе раста. У случају домаћег кредитног тржишта под номиналним растом се уобичајено подразумева кретање динарски изражене суме кредита (НБС, 2014, стр. 12). Реалне стопе раста најчешће се израчунавају кориговањем динарских износа за стопу инфлације (IMF, 2013, стр. 108).

3 Најшире дефиниције кредитног тржишта могу укључивати и емитоване ХоВ, посебно дуговне. Међутим, ови некредитни извори финансирања, као што је истакнуто, немају велики значај за приватни сектор, изузев САД. Иначе, у нашој земљи већ годинама нису забележене емисије компанијских дуговних хартија.

Графикон 1. – Годишње стопе раста кредитног тржишта (%)



Извор: НБС, Банкарски сектор - квартални извештаји.

Овакав аналитички приступ је недовољно прецизан из најмање два разлога. Прво, највећи део домаћих кредита номинално је исказан у девизама или је девизно индексиран. Друго, девизни израз је једино реалан за доларизована, односно евроизована кредитна тржишта. Илустрације ради, девизно индексирани и девизни кредити чинили су приближно $\frac{3}{4}$ домаћег кредитног тржишта на крају 2013, уз непрекидан дугогодишњи тренд раста тржишног удела ових кредита (НБС, 2014б, стр. 1). Због тога су у овој анализи реалне стопе раста изведене на основу девизно исказаних кредитних агрегата, док номиналне стопе показују кретање истих агрегата у динарском изразу (Графикон 1).⁴

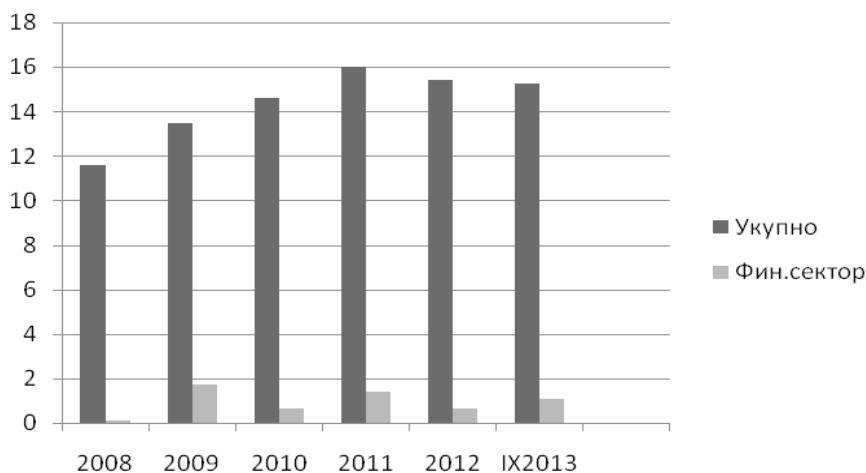
На први поглед се уочава снажно успоравање раста кредитног тржишта од 2008, како у номиналном, тако и у реалном изразу. Неуобичајено је што су годишње стопе раста у периоду 2008-2010. биле двоцифрене, упркос финансијској кризи и рецесији? Део објашњења крије секторска структура корисника кредита, која је анализирана у другом делу овог поглавља.

Стопе реалног тржишног раста добиле су негативан предзнак тек у 2012, док су номиналне стопе први пут пале на нулти ниво крајем септембра прошле године. Насупрот домаћим кредитима, прекогранични кредити од септембра 2009. године непрекидно опадају (IMF, 2013, стр. 108). На-

4 Код евроизованих кредитних тржишта, као што је домаће, разлика између номиналног и реалног раста зависи од промена девизног курса и степена евроизације.

редни графикон (2) показује апсолутан раст домаћег кредитног тржишта, који је кулминирао на крају 2011, а затим опадање, као и пресудан утицај нефинансијског сектора. С друге стране, финансијски сектор је имао апсолутно и релативно највећи тржишни удео управо у кризној 2009, када је експлозиван раст кредита овог сектора (преко 14 пута у односу на претходну годину) пресудно утицао на раст целокупног тржишта.

Графикон 2. - Раст кредитног тржишта (милијарде евра)



Извор: НБС, Банкарски сектор - квартални извештаји.

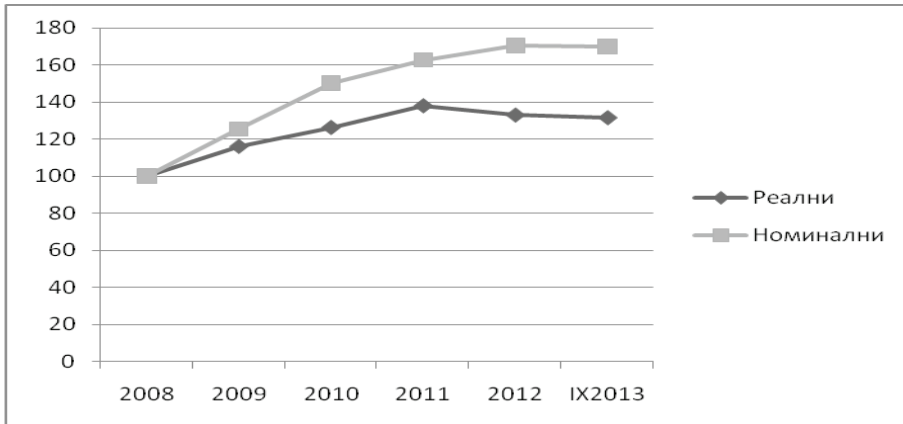
У посматраном периоду домаће кредитно тржиште увећано је са 11,6 милијарди евра 2008. на рекордних 16 милијарди евра 2011. године, да би крајем септембра прошле године пало на 15,2 милијарде евра (Графикон 2). Према фебруарском Извештају о инфлацији домаћи кредити су у четвртом кварталу 2014. године пали за додатних 2,3%, пре свега због смањења кредита привреди (НБС, 2014а, стр. 25).

Уколико се 2008. посматра као базна година, може се закључити да је анализирано тржиште за само три кризне године (2009-2011) реално увећано за готово 40%! Због такве експанзије негативне стопе раста у наредном периоду нису имале виднији утицај на величину тржишта, које је на крају 2012. за трећину било веће него четири године раније (Графикон 3).

Номинални раст је био знатно бржи, као резултат промена девизног курса динара. Због тога је ово тржиште на истеку трећег квартала 2013. номинално било веће чак за 70% него крајем 2008. С обзиром да је номинална стагнација тржишта евидентирана тек у 2013, док су негативне стопе реал-

ног раста током последње две године биле релативно ниске (-3,6%, односно -1,1%), очигледно је да није у питању тржишни колапс.

Графикон 3. – Раст кредитног тржишта (2008 = 100)



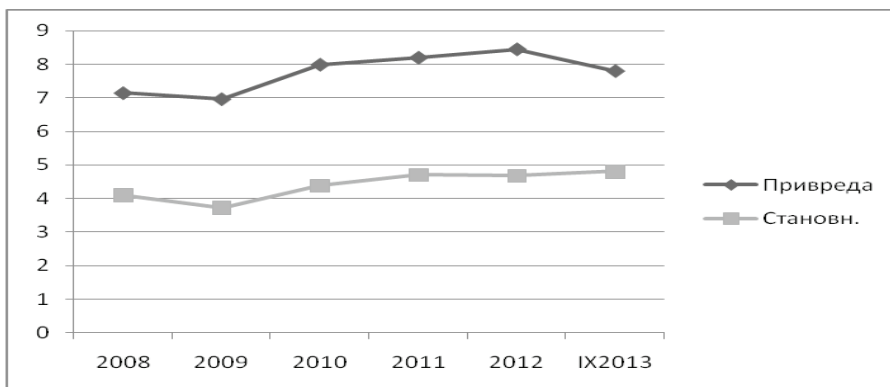
Извор: НБС, Банкарски сектор - квартални извештаји.

Наведене негативне стопе у две узастопне године указују на тренд опадања кредитног тржишта који се неизбежно преноси у текућу 2014.

Према ММФ-у, индикативно је да се раст кредита крајем 2012. и почетком 2013. успорава упркос покушају оживљавања путем субвенционисаних кредита, чији су највећи део чинили кредити за рефинансирање старих кредита, а не за ново финансирање (IMF, 2013, стр. 107). Наведени исход није изненађење уколико се има у виду раније домаће истраживање, којим је утврђено да субвенционисани кредити имају маргиналан значај за економски опоравак земље (Вуковић, 2010, стр. 357). Отуда је јасно зашто домаће кредитне субвенције представљају редак експеримент у домену економске политике, како је констатовао Подпиера (Podpiera, 2011, стр. 3), мада овај аутор у истом раду тврди да су анализирани субвенције биле подстицајније за агрегатну тражњу од директних јавних расхода (Podpiera, 2011, стр. 18). Ипак, остаје недоумица зашто овако ефикасно решење нису преузели креатори економске политике у другим земљама?

Најзначајнији сектори на страни тражње кредита традиционално су привреда и становништво, који заједно репрезентују приватни сектор. Наредни графикон (4) указује на висок степен корелације кредитног задужевања ова два сектора и открива да су оба сектора смањила обим кредита у рецесионој 2009, мада је исте године укупно тржиште реално увећано за 16%?

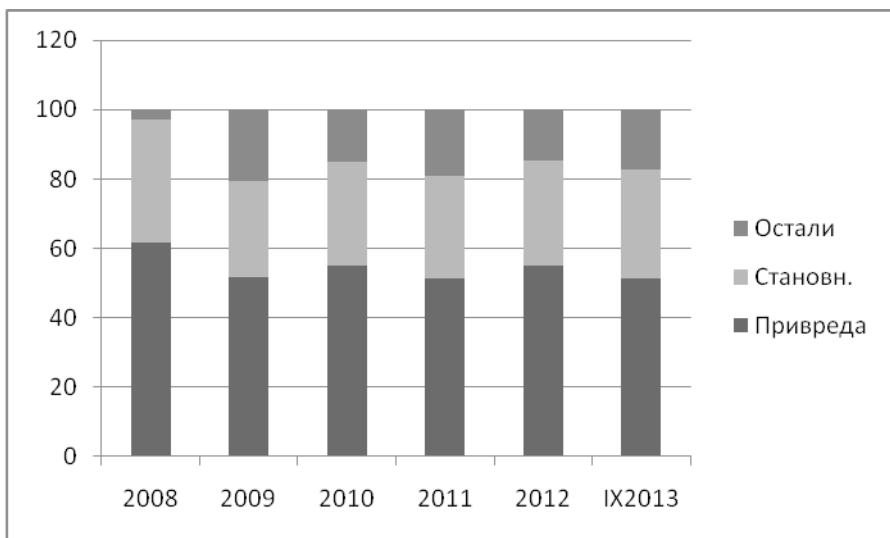
Графикон 4. – Кредити привреди и становништву (милијарде евра)



Извор: НБС, Банкарски сектор - квартални извештаји.

Објашњење овог контроверзног раста у најтежој 2009. години, као и током целог анализаног периода пружа секторска структура кредитног тржишта, приказана графиконом 5.

Графикон 5. – Секторска структура кредитног тржишта (%)



Извор: НБС, Банкарски сектор - квартални извештаји.

Претходне 2008. године привреда и становништво су били доминантни корисници кредита са 97% учешћа (61,5% + 35,5%), док су други сектори имали занемарљиве уделе – јавни сектор 1,7%, финансијски 1% и остали

сектори 0,3%. У 2009. се ова структура битно мења, јер кредити привреде и становништву реално падају, а задуживање других сектора расте. Последишно, удео водећа два сектора пада на 79,4%, за разлику од других сектора, чије учешће расте. Финансијски сектор је исте године забележио максималан тржишни удео од 12,8%.

Произилази да су у рецесионој 2009. ниво кредита смањили само привреда и становништво, док су сви други, укључујући и јавни сектор, знатно повећали своју задуженост према банкама. Утврђивање секторских доприноса парадоксалном расту домаћих кредита у јеку рецесије представља кључ за разјашњење овог феномена. Наиме, у кредите финансијском сектору сврставају се и пласмани банака у двонедељне репо хартије НБС, мада ове ХоВ представљају инструмент монетарне стерилизације, а не кредитирања? Потискивање кредита приватном сектору настављено је и наредних година. Квартални извештај НБС, објављен почетком ове године, указује да се *наставља тренд супституције кредита привредним друштвима повећањем депозита код НБС - репо ХоВ и депозити вишкова ликвидности* (НБС, 2014, стр. 12), који је снажно покренут управо 2009.

Презентована анализа показује да је раст кредитног тржишта Србије у субпериоду 2009-2011. био знатно спорији него што то откривају статистички подаци. Пораст су пре свега узроковали пласмани банака у репо хартије НБС, који имају потпуно супротне макроекономске и монетарне ефекте од банкарских кредита. Растуће задуживање јавног сектора такође је значајно утицало на раст тржишта. Сектори привреде и становништва су након смањења кредитних обавеза према банкама у рецесионој 2009. постепено повећавале ниво кредита (једноцифрене годишње стопе раста), мада је економски опоравак земље био незнатан?

Оживљавање кредита приватном сектору било је осцилаторно. Привреда је имала кварталне падове кредита од априла до октобра 2011, што је очигледно био сигнал предстојеће рецесије (2012). Током друге године рецесије привреда је поново повећала коришћење кредита, покушавајући да одоли новом таласу кризе, да би тек у последњем кварталу 2012. године смањила обим кредита у односу на трећи квартал. Након тога је уследило значајно смањивање привредних кредита у 2013, према првим подацима за 10,7% (НБС, 2014а, стр. 26), што је изазвало пад испод нивоа достигнутог 2010.

Смањено коришћење кредита сектора становништва забележена је током рецесионе 2012. Наредне 2013. кредити овог сектора порасли су за 4%, мада је у четвртном кварталу евидентиран пад (за 0,4%). Узрок овог по-

сустајања су стамбени кредити, како због оштријих услова банака, тако и због окончања програма субвенционисаног кредитирања. Такође је карактеристично међу новим кредитима највише има готовинских кредита у динарима (НБС, 2014а, стр. 27).

Вишегодишње тенденцијско успоравање раста и смањивање кредитног тржишта (Графикон 1), а посебно његова два најважнија сегмента на страни тражње - кредита привреди и становништву (Графикон 4), упућује на закључак да ово тржиште дугорочно посустаје, али није пред колапсом.

Поређење са кредитним тржиштима у ширем окружењу такође показује да успоравање раста и опадање домаћих кредита није драматично. Напротив, смањивање стопа раста домаћих кредита до краја 2012. било је спорије него у земљама – новим чланицама ЕУ (IMF, 2013, стр. 107), од којих је половина још увек у транзицији. Упркос споријем оживљавању кредитног тржишта, земље попут Пољске, Словачке и држава Балтика имале су више стопе раста БДП-а после 2009. него Србија, док су остале имале темпо опоравка сличан нашем. Опадањем кредитне активности домаћих банака крајем 2012. и током 2013. дошло је до приближавања динамике ових факторских тржишта у фокусираној групи земаља.

ОЦЕНА ТРЕНДА И ПРОГНОЗА

За оцену тренда и прогнозу динамике кредитног тржишта упутно је, поред анализе досадашњег кретања и структурних промена, као и поређења са земљама у ширем окружењу, испитати микроекономске и макроекономске узроке опадања тржишних активности. Посебно су индикативне промене услова кредитирања и очекивања тржишних актера на страни понуде, јер они имају неупоредиво већу тржишну моћ од зајмотражилаца.

Резултати анкете домаћих банака о кредитним активностима, које је у јануару ове године спровела НБС, говоре да је њихово опадање узроковано како факторима понуде, тако и факторима тражње. Основни фактор смањивања понуде кредита је избегавање кредитног ризика, док је тражња пала пре свега због слабог интереса предузећа за кредитирање капиталних инвестиција, насупрот кредитима за обртна средства и реструктурирање дугова. Тражњу је дестимулисало и исцрпљивање субвенционисаних кредита, од којих су многи истекли, што је све утицало на рекордан пад нових кредита (- 38,5%) у последњем кварталу 2013, поређено са истим периодом

претходне године! Утицај су имала и банкротства банака последњих година, као и *уступање доспелих потраживања банака лицима ван финансијског система* (НБС, 2014а, стр. 26).

Према анкети коју од 2012. спроводи Европска инвестициона банка (ЕИБ) у оквиру репрезентативног узорка 90 банака из 10 земаља централне, источне и југоисточне Европе (ЦЕСЕЕ), домаћа понуда кредита је рестриктивнија од просека, док је рестриктивност тражње испод просека (ЕИБ, 2013).⁵

ИМФ апострофира основни макроекономски узрок – пад тражње кредита услед успоравања економске активности, а затим наводи поштравање кредитних услова, приступ домаћих банака изворима финансирања и њихове трошкове, банкарску перцепцију ризика и друге факторе (IMF, 2013, стр. 109). Такође се истиче да су каматне стопе на домаће кредите највише у односу на земље - нове чланице ЕУ (Исто, стр. 111). Екстремно високе каматне марже у земљи сврстане су међу детерминанте кредитног раста и у анализама домаћих аутора (Маринковић & Маловић, 2012, стр. 288). Девизни курс је такође снажно утицао на кретање кредита (Исто, стр. 299).

Истраживања страних аутора потврђују да су фактори понуде више утицали на успоравање домаћег тржишта него фактори тражње. Поређења ради, фирме у источној Европи знатно чешће су одбијане у процесу апликације кредитних захтева од зајмотражилаца у западној Европи. Најнеповољнија је ситуација у Србији, јер су зајмотражиоци натпросечно обесхрабривани не само каматним стопама, већ и процедуром и колатералом (Brown et al, стр. 41). Утицај ригорозних услова банака је квантификован недавним емпиријским истраживањем у Холандији, којим је утврђено да поштравање кредитних стандарда (формирање каматних стопа, обавезни колатерал, јемства, некаматне обавезе) за један процентни поен смањује раст кредита за два процентна поена годишње (Van der Veer & Hoesberichts, 2013, стр. 15-16).

Поређења ради, последњи извештај ЕЦБ за 2013. указује на извесно ублажавање оштрих услова кредитирања током четвртог квартала у евро зони (ЕСВ, 2014, стр. 5), мада је код потрошачких кредита забележено маргинално поштравање (Исто, стр. 10). Истовремено је дошло до успоравања пада тражње предузећа за кредитима, са -12% на -10% (Исто, стр. 7), а сли-

5 ЕИБ стандардно анкетира 10 банака у Србији, које су у време последње анкете управљале са 55% секторске активе (ЕИБ, 2013, стр. 85). На анкету НБС одговорила је већина домаћих банака (НБС, 2014, стр. 26).

чан тренд је имала и тражња за стамбеним кредитима у ЕМУ (Исто, стр. 7). Приликом поређења домаћег кредитног тржишта и евро зоне неопходно је имати у виду два ограничења: прво, цене и услови кредитирања код нас су драстично неповољнији, и друго, домаћа финансијска продубљеност, мерено односом кредита и БДП-а, нижа је за преко три пута од просека евро зоне (World Bank Data). Оштри кредитни стандарди у Србији и ЦЕСЕЕ земљама нису у корелацији са уделом банака у страном власништву, али су под утицајем кредитно-депозитног рача и удела страних фондова финансирања (Feuен et al, 2014, стр. 54). Ригорозност услова кредитирања ипак не може бити пресудан фактор тржишне динамике, због чега су неостварљиви планови централних банака да нестандардним мерама и нултим, па и негативним каматним стопама (најновији пример су преконоћни депозити код ЕЦБ и резерве банака изнад обавезног нивоа) „приморају“ банке на кредитне пласмане и тако оживе тржиште.

Постоји и ендегена динамика кредитног тржишта, повезана са нереалним параметрима вредности, чија непредвиђена колебања могу изазвати неповерење тржишних актера (Gu & Wright, 2011, стр. 27). Са истом аргументацијом наведени аутори приписују последњу кредитну кризу имперфектном колатералу и имперфектном мониторингу (Исто). Међутим, ендегеност ових фактора није довољна за сврставање у кључне факторе кризе. Дугогодишња експанзија кредитног ризика је показала да у време финансијске кризе и рецесије не постоје перфектни колатерали и перфектни мониторинг. Слабљење биланса банака и снижавање леверица такође се наводе као узроци смањене њихове понуде кредита у кризним временима (Jimenez et al, 2011, стр. 20), мада вишкови ликвидности многих банака директно упућују на мањак кредибилних зајмотражилаца. На овом месту је упутно подсетити се да је секторска ликвидност у свим земљама одржана само захваљујући огромним трансферима од влада и централних банака, којима је спречено ланчано банкротство банака и колапс кредитног тржишта (Jimenez et al, 2011, стр. 20).

Имајући у виду све размотрене узроке опадања кредитног тржишта, неспорно је да најснажнији утицај има агрегатна тражња. Значајне су и друге макроекономске детерминанте, као што су стопа незапослености, инфлација, девизни курс, спољнотрговински биланс, јавни дуг и тд. Ниска инфлација, релативно стабилан девизни курс и опадајући спољнотрговински дефицит деловаће позитивно, али то неће компензовати све мању агрегатну тражњу, екстремну незапосленост и презадуженост јавног сектора, са свим последицама по већ посустало домаће кредитно тржиште. Међу микроекономским узроцима издвајају се оштрина кредитних усло-

ва, висина каматних стопа, као и перцепција кредитног и девизног ризика од стране банака. Слабљење пословних перформанси зајмотражилаца из приватног сектора неминовно ће снижавати њихову кредитну способност и отежавати приступ овом најважнијем екстерном каналу финансирања. Уколико се узроци разврстају на страну понуде и страну тражње, неспорно је да прва група (банке) има олигополску тржишну моћ и пресудно утиче на динамику тржишта. Пошто су банкарски у анкетама одговарали да највише зазиру од кредитног ризика, може се очекивати даље смањивање понуде. Додатни аргумент за очекивани тренд је експандирајући раст проблематичних кредита (Vuković & Domazet, 2013, стр. 71). Тражњу приватних зајмотражилаца за кредитима дестимулисаће опадајући промет њихових производа и услуга (предузећа), све ниже и неизвесније плате (грађани), оштрина услова кредитирања (процедуре, јемства, колатерали и сл.) и цена кредита, јер су домаћи банкарски зајмови изузетно скупи (IMF, 2013, стр. 111).

Мере економске политике, спроведене у претходном периоду, у виду фискалних и монетарних подстицаја, затим стимулативнија финансијска регулатива, санација банака и реструктурирање корпоративних дугова (IMF, 2013а, стр. 72) нису оживеле кредитно тржиште, мада су успориле опадање и спречиле колапс. Најбољи пример су субвенционисани кредити, који су изазвали смањење укупног кредитирања након исцрпљивања државних субвенција (Raiffeisen, 2013, стр. 48). Отуда је неспорно да ће и управо најављени нови циклус субвенционисаног кредитирања успорити опадање овог тржишта, али га не може оживети. Услов свих услова за опоравак и експанзију кредитног тржишта је бржи раст агрегатне тражње, који је нереално очекивати ове и наредне године. Монетарна политика може утицати на кретање општег нивоа цена и финансијску стабилност, али не може подстаћи раст агрегатне тражње, па ни већу тражњу за кредитима. Зато у свим земљама бреме одговорности за стимулисање агрегатне тражње, а тиме и за ревитализацију кредитног тржишта, пада на владу и њену економску политику, пре свега фискалну. У постојећим околностима може се сматрати успехом уколико негативне стопе раста кредитног тржишта у овој и наредној години остану једноцифрене.

ЗАКЉУЧАК

Динамика кредитног тржишта Србије представља изразит пример аутономности у односу на кретање агрегатне производње и других макро-економских варијабли. Парадоксалан раст домаћих кредита током кризе

подстакнут је пласманима банака у репо хартије НБС (?) и задуживањем јавног сектора. Кредити приватном сектору значајније су пали у рецесионој 2009, а наредне четири године се смењују периоди њиховог споријег раста и опадања. Пошто је овај сектор доминантан зајмотражилац, долази до тенденцијског успоравање раста и смањивања целокупног кредитног тржишта, што указује на његово дугорочно посустајање. Докази скорог тржишног колапса нису пронађени, али се крах не може искључити у случају банкротства већег броја банака и последичне банкарске панике.

Базични услов ревитализације кредитног тржишта је бржи раст агрегатне тражње. Разумљиво је да видљивих знакова преокрета негативних стопа раста кредита неће бити док се смењују периоди рецесије и анемичног опоравка. Монетарна политика не може подстаћи раст агрегатне тражње, због чега су монетарни стимуланси неделотворни у покашајима оживљавања тражње приватног сектора за кредитима. Произилази да оживљавање кредитног тржишта зависи од владине економске политике, посебно фискалне. Због тога се може сматрати успехом уколико негативне стопе раста кредитног тржишта у 2014. и 2015. остану једноцифрене, као на крају 2013.

SUMMARY

SERBIA'S CREDIT MARKET: TIREDNESS OR COLLAPSE?

The contractions in the Serbian credit market analyzed in this paper affect banking as well as real sector. Declining of domestic banks' credit businesses was especially emphasized in the last year's IMF report (IMF, 2013), but in the meantime domestic credit flows have additionally withered. Therefore, the question arises whether it is a temporary lagging or the collapse of this market? The performed analysis has offered an answer: Serbian credit market is not collapsing, but it is showing long-term lagging. The financial crisis and the recession disable market revival, while occasional periods of domestic economy's anemic recovery go without a major credit support from the banks (creditless recovery). The structure of this paper is accommodated to the defined goal: firstly, the ratio between credit and economic recovery is investigated (1), then the definition of Serbian credit market (2) and its dynamics (3) is analysed, as a base for evaluating the trend and giving forecast about this market (4). Key research data and recommendations about the monetary policy are given in the conclusion (5).

Key words: credit market, financial crisis, banks, recession, creditless recovery, monetary policy.

ЛИТЕРАТУРА

1. Abiad, A., Dell’Ariccia, G. & Li, B. (2011). Creditless Recoveries. *IMF Working papers*, 11/58. International Monetary Fund.
2. Almunia, M., Benetrix, A., Eichengreen, B., O’Rourke, K. & Rua, G. (2009). From Great Depression to Great Credit Crisis: Similarities, Differences and Lessons. 50th EPPM in Tilburg, October 23-24.
3. Bijsterbosch, M. & Dallhaus, T. (2011). Determinants of credit-less recoveries. *ECB Working papers*, No 1358. European Central Bank.
4. Brown, M., Ongena, S., Popov, A. & Yesin, P. (2012). Who Needs Credit and Who Gets Credit in Eastern Europe. *ECB Working papers*, No 1421. European Central Bank.
5. Darvas, Z. (2013). Can Europe recover without credit? *Bruegel PC*, Issue 2013/03.
6. ECB (2014). The euro area bank lending survey – 4th quarter of 2013. European Central Bank.
7. EIB (2013). CESEE Bank Lending Survey: H2-2013. European Investment Bank.
8. Eller, M., Frommel, M. & Srzentic, N. (2011). What has Driven Private Sector Credit Developments in Central, Eastern and Southeastern Europe? U: Csajbok, A. & Gnan, E. (Eds.), *The Future of Banking in CESEE after the Financial Crisis*, Chapter 4 (41-60). SUERF Study, Vienna: SUERF.
9. Felsenheimer, J. & Gisdakis, P. (2008). *Credit Crises*. Weinheim: Wiley – VCH.
10. Feyen, E., Letelier, R., Love, I., Maimbo, S. & Rocha, R. (2014). The Impact of Funding Models and Foreign Bank Ownership on Bank Credit Growth: Is Central and eastern Europe Different? *Policy research Working Paper 6783*. The World Bank.
11. Gambetti, L. & Musso, A. (2012). Loan supply shocks and the business cycle. *ECB Working papers*, No 1469.
12. Gu, C. & Wright, R. (2011). Endogenous Credit Cycles. *NBER Working Paper 17510*. Cambridge, US: National Bureau of Economic Research.
13. Helbling, T., Huidrom, R., Kose, A. & Otrok, C. (2010). Do Credit Shocks Matter? A Global Perspective. *IMF Working papers*, 10/261. International Monetary Fund
14. IMF (2013). Republic of Serbia. *IMF Country Report No 13/207*. International Monetary Fund.
15. IMF (2013a). Assessing Policies to Revive Credit Markets. U: *Global Finan-*

- cial Stability Report: Transition Challenges to Stability – October 2013*. Chapter 2 (63-104). International Monetary Fund.
16. Jimenez, G., Ongena, S., Peydro, J. & Saurina, J. (2011). Credit Supply versus Demand: Bank and Firm Balance-Sheet Channels in Good and Crisis Times. *Analysing the role of credit in the macroeconomy*. Frankfurt: ECB Workshop, 24-25 May 2012.
 17. Marinković, S. & Malović, M. (2012). Serbian credit market after the turmoil. U: Andrade, J., Simoes, M. & M. Hanić, H. (Eds.), *Managing structural changes: trends and requirements*, Chapter 14 (pp. 278-302). Coimbra (Portugal) : University of Coimbra – Faculty of Economics.
 18. Minamihashi, N. (2011). Credit Crunch Caused by Bank Failures and Self-Selection Behavior in Lending Markets. *Journal of Money, Credit and Banking*, Volo. 43, No 1 (133-161).
 19. НБС (2014). *Банкарски сектор у Србији – Извештај за III тромесечје 2013*. Народна банка Србије.
 20. НБС (2014а). *Извештај о инфлацији- Фебруар 2014*. Народна банка Србије.
 21. НБС (2014б). *Извештај о динаризацији финансијског система Србије - Децембар 2013*. Народна банка Србије.
 22. Podpiera, J. (2011). Using Credit Subsidies to Counteract a Credit Bust: Evidence from Serbia. *IMF Working papers*, 11/285. International Monetary Fund.
 23. Raiffeisen (2013). CEE Banking Sector Report – May 2013. Vienna: Raiffeisen Research.
 24. Takats, E. & Upper, C. (2013). Credit and growth after financial crises. *BIS Working papers*, No 416.
 25. Van der Veer, K. & Hoeberichts, M. (2013). The Level Effect of Bank Lending Standards on Business Lending. DNB WP, No 396. De Nederlandsche Bank.
 26. Vuković, V. (2010). Subsidized loans for economic recovery: a ship in the shallow water of the recession. In H. Hanić, S. Ngomai, G. Vukelić, I. Domazet (Eds.), *Economic growth and development of Serbia: new model*, Chapter 24 (pp. 348-358). Belgrade banking academy and Institute of economic sciences.
 27. Vuković, V. & Domazet, I. (2013). Non-performing Loans and Systemic Risk: Comparative Analyzis of Serbia and Countries in Transition CESEE. *Industrija*, Vol. 41, No. 4, (pp. 59-73).

Овај рад је примљен **04.02.2015.** а на састанку редакције часописа
прихваћен за штампу **25.05.2015.** године.