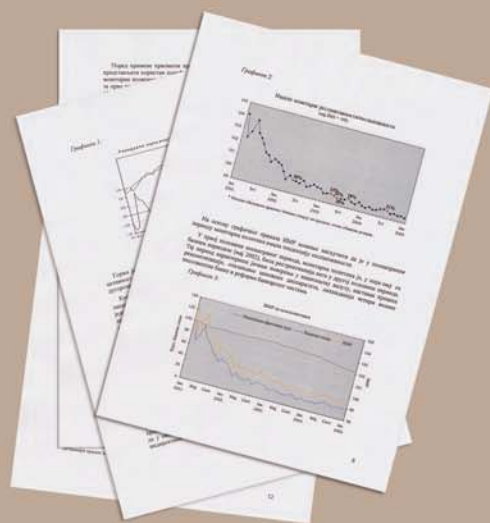


Анализа кредитне активности у Србији: Тренд или кредитни бум?



Аутор: *мр Мирјана Палић*

Децембар 2007

Анализа кредитне активности у Србији: Тренд или кредитни бум?

Аутор: мр Мирјана Палић*

* За ставове изнете у овом раду одговоран је аутор и они нужно не представљају званичан став Народне банке Србије

АПСТРАКТ

У овом раду представљене су карактеристике кредитног раста транзиционим привредама и уз посебан осврт на ситуацију у Србији, са циљем да се одговори на питање да ли је кредитни раст у Србији пребрз и потенцијално ризичан за одржање макроекономске стабилности.

Резултати анализе упућују да и поред високог раста кредита приватном сектору, не може се говорити о постојању кредитног бума у Србији. Раст се пре може објаснити процесом конвергенције и ниским иницијалним нивоом на почетку транзиционог периода. То имплицитно значи да је простор за даљи кредитни раст отворен.

Кључне речи: кредитни раст, кредитни бум, тренд конвергенције

САДРЖАЈ

1. Увод.....	3
2. Улога кредита у обезбеђивању економског раста: Кредитна експанзија и макроекономска политика.....	4
3. Кредитни раст - тренд, циклус или кредитни бум.....	11
4. Карактеристике кредитне експанзије у транзиционим земљама.....	12
5. Карактеристике кредитне активности у Србији.....	14
6. Закључак.....	19
7. Литература.....	19

1. УВОД

Кредити банака приватном сектору у већини транзиционих земаља у најскоријем периоду бележе динамичан раст, тако да упркос томе што је учешће кредита у БДП-у још увек на ниском нивоу у поређењу са тржишним привредама, ово учешће значајно расте. Изузетак су Чешка и Словачка, које бележе умереније стопе раста, будући да је код њих процес реформи банкарског сектора трајао дуже, тако да су банке у већем делу транзиционог периода отписивале лоше зајмове из својих биланса, који су логична последица нетржишних услова пословања из претходног периода. При томе, најбржи раст остварују кредити одобрени сектору становништва, а у тој групи нарочито потрошачки и хипотекарни кредити. Недостатак ограничења у погледу контроле ликвидности сектора становништва у већини случајева довео је до експанзије личне потрошње, што је за последицу имало већи притисак на текући рачун платног биланса. Високе стопе кредитног раста у транзиционим привредама у поређењу са истим у развијеним тржишним привредама све више отварају питање одрживости макроекономске стабилности у транзиционим привредама. Због тога, без сумње, кредитна експанзија постаје све више предмет интересовања и анализа монетарних стручњака и носилаца монетарне политике, будући да остваривање изразито високих годишњих стопа раста кредита приватном сектору у поменутој групи земаља покреће питање њихове одрживости у средњем и дугом року.

Са једне стране, динамичан кредитни раст у транзиционим земљама у најскоријем периоду резултат је ниске полазне основице, тако да се актуелна кредитна експанзија у извесној мери може објаснити *catching up* процесом. С друге стране, резултати бројних и теоријских и емпиријских анализа су показали да прекомерни кредитни раст (кредитни бум) може имати озбиљне макроекономске последице, посебно уколико је праћен већом екстерном неравнотежом, која је, у мањој или већој мери, готово карактеристична за све транзиционе привреде. Због тога је неопходно утврдити који део кредитног раста се може приписати деловању тренда конвергенције, а који део тог раста се може окарактерисати као прекомеран и ризичан за очување макроекономске стабилности.

Кредитни раст на почетку транзиционог периода у земљама Централне и Источне Европе настао је као резултат макроекономске стабилизације, свеобухватних банкарских реформи и приватизације финансијског сектора, као и увођења тржишних институција. Будући да је иницијални ниво финансијског посредовања био низак, већи кредитни раст био је неопходан за бржи прелазак са централно-планског на тржишни начин привређивања. Иако кредитни раст у транзиционим земљама није био хомоген, будући да је реалан годишњи раст кредита код неких привреда износио и преко 20%, док је код других био испод 5 и 10%, готово код свих земаља током последњих петнаест година транзиционог периода, забележен је раст учешћа кредита у БДП-у. Међутим, ниво учешћа кредита у БДП-у код транзиционих земаља је још увек далеко нижи него у случају развијених тржишних привреда, што отвара простор за даљи кредитни раст.

Процес трансформације банкарског система у земљама у транзицији прошао је кроз три фазе: 1. фазе која је карактеристична по томе што је велики удео кредита одобрених од стране банака био намењен државним и друштвеним предузећима, који је касније отписан или чију обавезу враћања је преузела држава, 2. фазе коју карактерише продаја и приватизација банака, пре свега страним инвеститорима и 3. фазе у којима банке започињу стандардне операције продаје и куповине хартија од вредности и одобравање кредита приватном сектору. Брзина процеса трансформације и реформи банкарског сектора се разликује од земље до земље, али мање-више све транзиционе економије су прошле кроз ове фазе.

Према студији коју су израдили Cottareli, Dell Arniccia и Vladkova-Holler (2003) све транзиционе привреде, према брзини кредитног раста и начину финансирања кредитне активности могуће је поделити на три основне групе. Према овој подели можемо разликовати: 1. “ране птице” (енгл. early birds); 2. “оне који се касно буде” (енгл. late risers) и 3. “успаване лепотице” (енгл. sleeping beauties). У прву групу према овим ауторима спадају: Бугарска, Хрватска, Естонија, Мађарска, Латвија, Пољска и Словенија. Ову групу земаља карактерише раст учешћа кредита у БДП-у који већ више од пет година у односу на период када је вршена анализа превазилази 1,5 процентних поена. Истовремено поменуто групу земаља карактерише смањење учешћа кредита одобрених држави, а основни начин финансирања представљају домаћи извори, депозити привреде и становништва, али све значајније постаје и учешће иностраних извора и то пре свега у Естонији, Латвији и Словенији.

Другу групу земаља којој припадају Босна и Херцеговина, Литванија, Србија и Црна Гора карактерише раст учешћа кредита у БДП-а у најскоријем периоду, до пет година и који је пре свега карактеристика већег раста домаћих извора финансирања, депозита привреде и становништва код банака.

Трећу групу банака којој припадају Албанија, Чешка, Македонија, Румунија и Словачка карактерише стабилнији кредитни раст након већих отписа кредита, који су заоставштину претходног, централно-планског начина привређивања. Учешће кредита у БДП-у у овим земљама је стабилно, иако кредити привреди у најскоријем периоду бележе већи раст.

Статистика показује да интензивнија кредитна активност у транзиционим привредама кореспондира променама релевантних структурних и макроекономских варијабли. Међутим, за утврђивање њихове повезаности, као и ефеката кредитне експанзије на макроекономску и финансијску стабилност неопходна је детаљнија анализа.

Због тога ћемо у наредном делу представити карактеристике кредитног раста у другим транзиционим привредама и направити поређење са ситуацијом у Србији. Такође, покушаћемо да дамо одговор на питање да ли је кредитни раст у Србији пребрз и потенцијално ризичан за одржање макроекономске стабилности.

2. УЛОГА КРЕДИТА У ОБЕЗБЕЂИВАЊУ ЕКОНОМСКОГ РАСТА: КРЕДИТНА ЕКСПАНЗИЈА И МАКРОЕКОНОМСКА ПОЛИТИКА

Веће финансијско посредовање је пожељно са становишта обезбеђивања већег степена конвергенције привреда у транзицији, пре свега имајући у виду низак иницијални ниво дохотка и кредита. Са друге стране, већи кредитни раст повезан је са макроекономским и финансијским кризама. Имајући у виду претходно наведено, јасно је да се монетарне власти суочавају са дилемом колики је то оптимални ниво кредитног раста који ће истовремено минимизирати ризик појаве финансијске кризе, а да при томе обезбеди већи економски раст и већи степен конвергенције.

Већи кредитни раст за последицу може имати реалну апresiasiју домаће валуте, а ограничавање кредитне активности, које је логичан одговор монетарних власти на кредитну експанзију, привреду може довести у стање рецесије.

Са друге стране, иако кредитна активност позитивно делује на реална економска кретања и поспешује привредни раст, кредитни бум повезан са растом инвестиционе тражње и личне потрошње може имати значајне инфлаторне консеквенце.

Све више постаје очигледно да промене у понашању банака које се уочавају у транзиционим привредама последњих година имају експанзиван ефекат и да их носиоци економске политике не могу занемаривати. У понашању банака уочавају се две основне групе промена. Са једне стране, без обзира на рестриктивнију монетарну политику и ниже стопе раста примарног новца и новчане масе, кредити банака бележе висок раст. Са друге стране, прилив иностраног капитала све више се остварује преко банака, будући да се оне задужују у иностранству. Ефекти ових промена у понашању банака на агрегатну тражњу, каматне стопе, кредите и депозите, концептуално се могу размотрити кроз модел (проширен за новчане токове банкарског сектора) у коме део приватне (личне) потрошње се финансира путем кредита. У овом моделу, иако не дође до раста примарног новца, већа склоност банака ка одобравању кредита имаће експанзивнији ефекат на агрегатну тражњу и довешће до раста нивоа одобрених кредита, пре свега због тога што поједити трошкове узимања зајмова од банака. Међутим, уколико већа склоност банака ка кредитној експанзији није праћена растом примарног новца (иницијалног нивоа слободних банкарских резерви) степен експанзивности тог ефекта зависи од еластичности тражње за примарним новцем у односу на каматне стопе. Уколико је еластичност мања, већа склоност банака ка кредитној експанзији имаће мањи ефекат на агрегатну тражњу.

Са макроекономског становишта, кредитни раст поред позитивних има и значајне негативне импликације, тако да је неопходно утврдити који део кредитног раста постаје ризичан и као такав може довести до појаве банкарских и финансијских криза, што за последицу има макроекономску нестабилност.

Како под утицајем макроекономских фактора, пре свега очекиваног бржег привредног раста, тако и под утицајем деловања микроекономских фактора у наредним годинама се такође може очекивати даљи висок кредитни раст. Приватизација банкарског система као и државних предузећа у многим из поменуте групе земаља још увек није завршена, па се тако у наредном периоду очекује даљи раст кредита банака одобрен приватном сектору. Такође, многе банке у циљу повећања своје профитабилности приступају новим тржиштима, при чему имају могућности да се у матичним земаљама задужују по знатно нижим каматним стопама, а да на бази каматног диференцијала остварују веће профите. Развој међународних рачуноводствених стандарда омогућава развој техника чији је циљ контрола финансијског ризика, што омогућава смањење трошкова узимања кредита и последично већи кредитни раст.

Резултати истраживања која је на пример спровели Cottarelli и др. наводе на следеће закључке:

1) не може се донети експлицитан закључак о јачини везе иницијалног степена финансијског посредовања и кредитне експанзије, тј. већи кредитни раст се не може са сигурношћу у потпуности објаснити *nothing up* процесом. Наиме, и поред тога што је кредитна основица на почетку транзиције била ниска, динамичан кредитни раст се остварује у дужем временском периоду, тако да се веће стопе кредитног раста не могу објаснити надомешћивањем претходно ниског нивоа и тежњом да се достигне ниво који је карактеристичан за тржишне привреде;

2) већа кредитна активност не може се довести у везу са интензивнијим коришћењем иностраних извора финансирања (иностраног кредита), будући да код земаља код којих је регистрован већи кредитни раст није истовремено дошло до смањења нето девизне aktive банака;

3) у појединим земљама високе стопе кредитног раста последица су растућег степена монетизације економије, тј. растућег учешћа депозита у БДП-у. При томе, може се сматрати да већи депозитни потенцијал утиче на већи кредитни раст;

4) смањење учешћа кредита држави, будући да је у већини транзиционих земаља значајно редукован буџетски дефицит и да су напустиле праксу монетизације фискалног дефицита, омогућава интензивирање кредитне активности приватном сектору;

5) структурне реформе предствљају један од важних фактора који доприноси интензивнијем расту кредитне активности. Овој тврдњи у прилог иде чињеница да је ЕБРД индекс у просеку већи за земље код којих кредити остварују виши раст у дужем периоду. Међутим, ефекат укупне транзиције на кредитни раст није јасан у потпуности, будући да постоје земље код којих је процес транзиционих реформи отишао много даље него код других, а да је при томе кредитна активност умеренија;

6) власничка структура банака се такође наводи као битан фактор кредитног раста. Резултати анализе су показали да што је веће учешће приватног власништва у банкама, већа је вредност кредита одобрених приватном сектору. Ипак, остаје питање да ли је приватизација сама по себи генерише већи кредитни раст или је већи кредитни раст настао као последица доласка иностраних банака на домаће тржиште и њиховог задуживања у иностранству под повољнијим условима.

Већи кредитни раст претходио је појави већине банкарских и финансијских криза, при чему су Аргентина (1980), Чиле (1982), Шведска, Норвешка и Финска (1992), Мексико (1994), Тајланд, Индонезија и Кореја (1997) само најочитији примери.

Према емпиријској студији Demirguc-Kunt и Detragiache (1997), раст иницијалне вредности кредита за 10% повећаће вероватноћу појаве финансијске кризе за 5,5%. Kaminsky и Reinhart (1999) су такође показали да већа стопа раста кредита је повезана са финансијском кризом, а Gourinchas, Valdes и Landerretche су показали да се након периода остваривања већих стопа раста кредита повећава вероватноћа појаве финансијске кризе. Убрзо након тога су се појавили и поједини теоријски модели који указују на везу већег кредитног раста и појаве финансијских криза. Према овим моделима, већи раст кредита доводи до погоршавања структуре портфолија банака, а до "пуцања балона" долази или због утицаја егзогених шокова или због појаве већег броја лоших пројеката који су карактеристични за период кредитног бума. Након тога, у већини случајева дужници нису у могућности да отплате своје дугове, а будући да је већина тих кредита колатерализована, банке постају власници ових колатерала и продају их на тржишту по нижим ценама, што доводи до свеопштег пада цена финансијске активе. Кредитна криза и слом кредитне активности пак доводи до смањења инвестиција, што има негативне последице на реалну економску активност.

У наредном делу рада покушаћемо да сагледамо са теоријског становишта, приказивањем упрошћених модела, везу кредита са потрошњом, економском активношћу и платнобилансним кретањима, као три кључна сегмента макроекономске анализе.

2.1 Кредитна и економска активност

У економској литератури се све више поставља питање да ли раст кредитне активности представља сигнал да тражња за кредитима расте брже од понуде и да ли то може представљати сигнал прегрејаности економије. Одговор на ово питање, међутим, није лако дати са потпуном прецизношћу, тим пре што за разлику од модела тражње за новцем, тражња за кредитима је у

знатно мањој мери предмет теоријских дискусија, тако да за разлику од бројних радова у којима је потврђена веза између тражње за новцем и БДП-а, та веза када су у питању тражња за кредитима и економска активност није сасвим јасна. Према теорији, углавном веза између поменутих економских категорија није јасна, док је еластичност тражње за кредитима неодређена, будући да фирме већину пословних одлука везаних за ниво производње не доносе превасходно имајући у виду структуру биланса стања, тј. не постоји стриктна претпоставка да је доходна еластичност кредита једнака јединици, што значи да брзина оптицаја кредита није константна.

Раст учешћа кредита у БДП-у сам по себи не значи да је економска активност прегрејана. Чак и у поједностављеном макро моделу у коме се целокупан раст кредита односи на финансирање додатне тражње, бржи раст кредита од потенцијалног раста економске активности не значи да и тражња расте брже од потенцијалне.

Размотрићемо упрошћен пример у коме је агрегатна тражња одређена двама компонентама: инвестицијама које су у потпуности финансиране путем банкарских кредита и потрошњом која представља константно учешће у доходу, тј:

$$Y = I + cY = \Delta L + cY \quad (1)$$

где Y представља доходак и тражњу, I инвестиције, L ниво банкарских кредита.

Како је стопа раста потрошње једнака стопи раста дохода, раст тражње превазилази потенцијални аутпут једино у случају када стопа раста инвестиција (g) превазилази раст потенцијалног производа (λ). У овом моделу, раст учешћа кредита у БДП-у значи да расте брже од потенцијалног једино у случају када је:

$$\frac{L_{-1}}{Y_{-1}} > \frac{1+g}{\lambda} \quad (2)$$

Према томе, раст учешћа кредита у БДП-у може представљати сигнал економског прегревања једино уколико је иницијални ниво кредита довољно висок у поређењу са стопом раста потенцијалног производа, што у земљама у транзицији углавном није случај.

2.2 Веза кредита одобрених становништву и личне потрошње

Од свих врста кредита одобрених приватном сектору, кредити становништву бележе највеће стопе раста, тим пре што до пре неколико година кредити становништву готово да нису уопште одобрени. Кредити становништву убрзано расту упоредо са растом економске активности, падом инфлације и каматних стопа. Већи раст кредита становништву у најскоријем периоду повезан је са растом тражње за потрошачким и инвестиционим добрима, која је последица и већег раста дохода.

Веза потрошње и понуде кредита становништву може се представити упрошћеним моделом Ојлерове једначине. Према овом моделу, понашање потрошача одређено је интертемполарним условима оптимизације:

$$E_t \Delta c_{t+1} = \beta + \sigma(E_t r_t - \delta) \quad (3)$$

где σ представља интертемпоралну еластичност супституције и β условну варијансу од $\Delta c_{t+1} - \sigma r_t$, за које се предпоставља да је константно, δ представља субјективну стопу временске преференције и r_t је реална каматна стопа, док је E_t очекивање.

Претходни израз посматран са једним периодом доцње добија облик:

$$E_{t-1}\Delta c_t = \beta' + \sigma E_{t-1}r_{t-1} \quad (4)$$

где је $\beta' = \beta - \sigma\delta$.

Према претходном изразу, значи да потрошачи своје планове у погледу потрошње доносе не водећи рачуна о ограничењу у погледу ликвидности, тако да је промена у потрошњи одређена искључиво реалном каматном стопом. Уколико је реална каматна стопа константна, потрошња ће следити процес случајан ход (енгл. random walk)

Међутим, потрошачи или бар већина њих приликом доношења одлука о потрошњи воде рачуна не само о буџетском ограничењу већ и о ограничењу у погледу ликвидности. У том случају, промене реалне потрошње зависе од промена реалног дохотка. Ограничење у погледу ликвидности мења потрошњу уколико потрошачи имају могућност приступа кредитима. Функција потрошње у том случају добија облик:

$$\Delta c_t = \beta'' + (1 - \lambda_1 - \lambda_2)\sigma E_{t-1}r_{t-1} + (\lambda_1 + \lambda_2)\Delta y_t + \lambda_2\Delta HC_t \quad (5)$$

где λ_1 представља учешће становништва које се суочава са ограничењем у погледу ликвидности али има могућност узимања кредита, док λ_2 представља учешће потрошача који се суочавају са ограничењем у погледу ликвидности, али немају приступ кредитима. ΔHC_t представља промену понуде кредита одобрених становништву, а β'' је једнако $(1 - \lambda_1 - \lambda_2)\beta'$.

Кредитни услови разликују се у зависности од фазе циклуса у којој се налази економска активност, тј:

$$\Delta HC_t = a - bi_{t-1} + c(i_t * \Delta y)_{t-1}. \quad (6)$$

Доцња у претходној једначини уз каматну стопу означава период који је потребан да се ефекат промене каматне стопе пренесе на кредите. Уколико промене у нивоу одобрених кредита рефлектују промену понуде кредита за дати ниво тражње за кредитима коефицијент уз активну каматну стопу биће негативан, који ће делимично бити неутрализован у условима веће економске активности. Коефицијент се може интерпретирати као коефицијент правца функције понуде кредита, тако да се промене понуде кредита могу посматрати у функцији каматне стопе на кредите, а претходна једначина под претпоставком константне реалне каматне стопе добија облик:

$$\Delta c_t = \beta''' + (\lambda_1 + \lambda_2)\Delta y_t + \lambda_2(a - bi_{t-1} + c(i_t * \Delta y)_{t-1}). \quad (7)$$

Коефицијент уз промену реалног дохотка у претходној једначини може се интерпретирати као учешће становништва које се суочава са ограничењем у погледу ликвидности. За дату оцену у једначини (6), већи коефицијент уз каматне стопе у једначини потрошње значиће и веће учешће становништва које се суочава са ограничењем у погледу ликвидности које има приступ кредитима.

На основу управо изнетог можемо закључити да су ефекти понуде веома значајни са становишта објашњавања динамике кредитног раста.

Емпиријску анализу везе динамике потрошње и кредита одобрих становништву, са циљем утврђивања улоге кредита у смањењу зависности сектора становништва од ограничења у погледу ликвидности су испитивали Coricelli и др. Наиме, поменути аутори су оценили да учешће становништва које има ограничење у погледу ликвидности, а истовремено и приступ кредитима износи мање од 15%, што упућује на закључак да кредитни раст не утиче битније на потрошњу. Аутори су при томе пошли од тога да уколико не постоји ограничење у погледу ликвидности, варијабилитет потрошње је много мањи у поређењу са дохотком. Уколико пак постоји ограничење ликвидности и уколико становништво има ограничен приступ кредитима, потрошња показује много већи варијабилитет и динамика потрошње ће пратити динамику промене кредита. На бази узорка од 42 опсервације на кварталном нивоу за 10 земаља поменути аутори су испитивали везу кредита и потрошње путем анализе тренд и цикличне компоненте поменутих макроекономских променљивих. Анализа тренд компоненте је показала да је веза потрошње и кредита позитивна са изузетком Пољске, док анализа цикличне компоненте указује да је стандардна девијација цикличне компоненте потрошње много већа код анализираних група земаља него што је то случај са развијеним тржишним привредама, што упућује на постојање одређених ограничења у погледу ликвидности. Применом економетријске анализе, тачније панел модела оцењених применом GMM метода, поменути аутори су утврдили да око 53% становништва има проблем са ликвидношћу, али да само 13% од њих има приступ кредитима. При томе у анализи је коришћен теоријски модел описан претходним једначинама. Како је кредитни раст у посматраном периоду знатно премашио раст потрошње у посматраној групи земаља, закључује се да кредитни раст не утиче битније на потрошњу.

2.3 Кредитна активност и платнобилансни дефицит

Постоји неколико различитих начина да се анализира утицај кредитног раста на текући рачун платног биланса. Један од начина представља примену модела финансијског програмирања [описано у Deunwald и Joshi (2004)], према коме раст кредита немонетарним секторима, за дати ниво промене новчане масе, фискалног резултата и промене нето иностране активе доводи до погоршања текућег рачуна платног биланса. Према другом методу [Bussiere и др. (2004)], разматра се веза између текућег рачуна платног биланса и сета експанаторних променљивих (као што су нето доходак БДП умањен за инвестициону и јавну потрошњу, фискални резултат, релативни доходак, учешће инвестиционе и јавне потрошње у БДП-у). Описани модел се може представити на следећи начин:

Описани модел се може представити на следећи начин:

$$CA_{it} = \alpha + \beta CA_{it-1} + \phi X_{it} + \varepsilon_{it}, \quad (8)$$

где је CA_{it} учешће текућег рачуна платног биланса у БДП-у, а X_{it} сет експанаторних променљивих.

Duenwald и др. (2005) су модификовали модел од кога су пошли Bussiere и др. (2004), при чему је уместо дефицита текућег рачуна платног биланса коришћен спољнотрговински дефицит и учешће инвестиција, нето дохотка и релативног дохотка је замењено учешћем кредита у БДП-у и променом БДП-а. Будући да поменуте променљиве у представљају факторе ефеката на CA_{it} , ови фактори су објашњени са становишта финансирања било кроз текући доходак (БДП) или кроз позајмљивање. Модел има следећу форму:

$$TB_{it} = \alpha + \beta TB_{it-1} + \phi X_{it-1} + \gamma \Delta Y_t + \varepsilon_{it} \quad (9)$$

где TB_{it} представља трговински дефицит, X_{it} промену кредита у БДП-у, промену фискалног резултата, а ΔY_t промену БДП-а. Овај модел је коришћен за оцену ефеката кредитног раста на екстерну равнотежу само на примеру Румуније и Бугарске. Резултати анализе коју су спровели *Duenwald* и др. су показали да су коефицијенти уз промену кредита и фискалне позиције са доцњом од једног периода негативни и да значајно утичу на трговински биланс у обе поменуте земље.

Coricelli и др., једначину од које су пошли *Duenwald* и др. су модификовали на следећи начин:

$$TB_{it} = \alpha + \beta TB_{it-k} + \phi HC_{it-k} + \gamma NFCC_{it-k} + \delta Y_{it-k} + \varepsilon_{it} \quad (10)$$

где TB_{it} представља трговински дефицит, HC_{it-k} промену кредита одобрених становништву, $NFCC_{it-k}$ промену кредита одобрених приватним предузећима и промену цена нафте.

За поједине земље поред постојећих фактора, укључен је додатни фактор, Z_{it-k} , учешће страних директних инвестиција у БДП-у,

$$TB_{it} = \alpha + \beta TB_{it-k} + \phi HC_{it-k} + \gamma NFCC_{it-k} + \delta Y_{it-k} + \rho Z_{it-k} + \varepsilon_{it}. \quad (11)$$

Резултати ове анализе су показали да је трговински биланс негативно корелисан са променама кредита одобрених становништву. На пример, према резултатима анализе, промена учешћа кредита становништву у БДП-у за један процентни поен, у Румунији доводи до промене трговинског дефицита у БДП-у за 0,86 процентних поена, Турској 0,66, Бугарској 0,53 и у Латвији 0,38, док се у Хрватској, Естонији и Мађарској није показао статистички значајним.

2.4 Реакција носилаца економске политике на кредитну експанзију

Кредитна експанзија праћена прегревањем економске активности намеће потребу реакције носилаца економске политике како би се зауставио или успорио кредитни раст, што је могуће постићи мерама монетарне, као и фискалне политике. У неким ситуацијама, мере монетарне и фискалне политике не дају адекватне резултате, већ је неопходно применити и мере административног ограничења, као и пруденцијалне мере.

Уобичајена реакција монетарне политике на бржи кредитни раст је повећање каматне стопе. Веће каматне стопе доводе до тога да централна банка путем операција на отвореном тржишту повлачи слободна ликвидна средства банака, што за последицу има мањи кредитни раст. У земљама у којима постоји слободан проток капитала ефикасност предузетих мера монетарне политике зависи од еластичности капиталних токова на промену домаћих каматних стопа. Уколико су капитални приливи еластични, пораст каматних стопа централне банке пре ће довести до повећања каматних стопа банака и то ће за последицу имати већи прилив капитала. Прилив иностраног капитала обезбеђује банкама додатни извор средстава и кроз кумулирање краткорочних средстава већи кредитни раст. У сваком случају, већа еластичност капиталних токова на промене домаћих каматних стопа не представља препреку за монетарну политику уколико се дозволи апресијација домаће валуте. Апресијација, са друге стране имаће негативне импликације на платнобилансна кретања, тако да мали број централних банака у таквим

ситуацијама прихвата апресијацију домаће валуте, будући да желе постићи стабилност на девизном тржишту.

Ограничена ефикасност монетарне политике у ситуацији када су капитални приливи еластични на промену домаћих каматних стопа и недозвољавање да домаћа валута апресира може бити надомештена мерама фискалне политике. Негативни ефекти кредитне експанзије на економску активност могу бити елиминисани рестриктивнијом фискалном политиком, која ће за последицу имати смањење буџетског дефицита, што је посебно важно за земље које се припремају за приступ Европској монетарној унији. Ипак, примена фискалних мера за неутрализовање кредитног раста се препоручује у земљама у којима није постигнута фискална дисциплина и где још има простора за даље фискално прилагођавање.

Административне мере обично представљају допунску меру предузетим мерама монетарне и фискалне политике или начин да се надомести њихова неефикасност када је у питању неутрализација негативних ефеката кредитне експанзије на макроекономску стабилност. Тако, и поред тренда либерализације капиталних токова, увођење привремене капиталне контроле може да представља алтернативну меру. Привремено, увођење административних мера капиталне контроле је дозвољено и земљама које се припремају за улазак у Европску монетарну унију. Кредитни лимити су представљали инструмент који је доста коришћен током шездесетих и седамдесетих година прошлог века. Грчка је, на пример, ову меру увела привремено 1999, као реакцију на већи прилив капитала из иностранства, а Хрватска 2003, као реакцију на већи кредитни раст, увођењем обавезе да банке заложе благајничке записе када њихов кредитни раст премаше одређени ниво. Ипак, примена ове мере може довести до нарушавања конкуренције банкарског система.

Централна банка може да реагује на кредитну експанзију и пруденцијалним мерама супервизије банака. У том смислу централна банка може повећати рачуно адекватности капитала или стопу обавезне резерве. За разлику од административних мера којима се ограничава кредитни раст и које за последицу могу имати пад профитабилности, пруденцијалне мере омогућавају јачање банкарског сектора.

3. КРЕДИТНИ РАСТ - ТРЕНД, ЦИКЛУС ИЛИ КРЕДИТНИ БУМ

Пораст кредитне активности може да резултира порастом агрегатне тражње односно потрошачким или инвестиционим бумом, што преко зависности од претходне платнобилансне позиције и маргиналне склоности увозу може да изазове значајне платнобилансне проблеме и појаву валутне кризе. Ипак, интензивнија кредитна активност не представља увек сигнал потенцијалне кризе. Наиме, висока кредитна активност може бити последица финансијског продубљивања и као таква не нарушава макроекономску и финансијску стабилност. Због тога, један од кључних задатака монетарних власти је идентификовање карактера кредитног процеса, односно да процени да ли је кредитни раст резултат финансијског продубљивања тј. catching up процеса или је у питању кредитни бум. Са друге стране, рапидни раст кредита може да представља и резултат деловања цикличних фактора, па је у питању циклични процес, будући да ниво инвестиција и средстава неопходних за обезбеђење обртног капитала зависи од фазе економског циклуса. Утицај цикличних флукуација на кредитни раст, може бити веома значајан, тим пре што ниво кредита узетих за обезбеђење обртног капитала представља највеће учешће укупних кредита. Уколико је кредитни раст последица потребе обезбеђења средстава за финансирање инвестиција и обртног капитала, овај раст није ризичан.

Бум везан за цене активе настаје када цене капитала и активе прелазе фундаментални ниво вредности дефинисан као збир дисконтованих будућих прихода по основу издавања и продаје. Слично се дефинише и кредитни бум, као перманентан раст кредита изнад равнотежног нивоа. Кредитни бум заправо представља кредитну експанзију која је неодржива и обично имплицира појаву финансијске кризе. При томе, у неким земљама кредитни бум је подстакнут деловањем финансијског акцелератора и несавршености финансијских тржишта, односно постојања асиметричних информација и институционалних проблема. У зависности од тога у којој мери постоје позитивна очекивања тржишних субјеката, рашће потенцијал за коришћење кредита. Међутим, уколико се позитивна очекивања покажу као нереална, кредитни раст постаје неорджив.

Савремена литература указује и на друге факторе који могу да утичу на промену тражње за кредитима и на ниво отплате кредита. Тако на пример, уколико дође до пораста домаће тражње при високим капиталним приливима, може доћи до пораста релативних цена неразмјенивих у односу на разменива добра. Раст цена неразмјенивих добара повећаће профитабилност предузећа која производе ова добра и повећаће се потенцијал за коришћење кредита ради већих инвестиција и производње у наредном периоду. Уколико пак дође до капиталних одлива, то ће утицати на смањење реалних цена, што намеће потребу смањења кредитне изложености предузећа и за последицу може имати погоршање кредитног портфолија банака.

Макроекономске импликације кредитног бума се огледају у више сегмената. Тако, кредитни бум праћен економском експанзијом, може довести до значајне контракције економске активности у наредном периоду и пада домаће тражње, која може да резултира дубокој рецесији. Негативне импликације кредитног бума су и раст цена неразмјенивих добара који доводи до раста домаће инфлације и за последицу има реалну апресијацију. Кредитни бум такође доводи до наглог раста цена акција. Међутим, какав ће бити крајњи ефекат кредитног бума на инфлацију није јасно оценити, будући да се ефекат растуће агрегатне тражње на инфлацију, настао као последица кредитног бума може неутралисати деловањем дезинфлаторних ефеката реалне апресијације.

Са теоријског становишта, кредитни раст се може представити у виду три компоненте: тренда - одређеног нивоом економског развоја као и процесом прилагођавања (конвергенције) нивоу који је карактеристичан за развијене тржишне привреде, циклуса – тј. приврмених одступања од дугорочног равнотежног нивоа под утицајем различитих цикличних фактора и бума – прекомерног и потенцијално ризичног кредитног раста изнад равнотежног нивоа. Бројне емпиријске студије су показале да је у готово 70% случајева, кредитни бум повезан са прекомерним растом потрошње и инвестиционе тражње, док је знатно ређе повезан са привредним бумом. Резултати истраживања која је спровео ММФ (2004) показују да је код 75-80% економија кредитни раст био повезан са појавом банкарске и валутне кризе.

4. КАРАКТЕРИСТИКЕ КРЕДИТНЕ ЕКСПАНЗИЈЕ У ТРАНЗИЦИОНИМ ЗЕМЉАМА

Кредитни раст у привредама у транзицији се објашњава истовременим деловањем фактора са становишта понуде и тражње, при чему се као најбитнији фактори наводе: 1. реструктурирање банкарског сектора коме су допринели јачање конкуренције и приватизација банака; 2. приватизоване банке у транзиционим привредама су кренуле у кредитну експанзију како би повећале тржишно учешће и профитабилност; 3. коришћењем иностраних извора средстава, углавном средстава матичних банака, пре свега имајући у виду ниже каматне стопе у иностранству, банке су добиле додатне изворе средстава за финансирање кредитне експанзије; 4. са протоком транзиционог периода остварена су повољнија макроекономска кретања у поменути

земљама што је утицало на смањење ризичности улагања у ове земље чиме је додатно подстакнут већи прилив иностраног капитала; 5. повећана тражња за кредитима становништва и привреде је утицала и на раст понуде кредита, нарочито потрошачких и хипотекарних; 6. смањено је финансирање буџетског дефицита државе, будући да се остварује знатно мањи дефицит у поменутиим земљама, а у појединим земљама је остварен и позитиван фискални резултат.

Кључне карактеристике кредитног раста у земљама у транзицији су: 1) кредити приватном сектору у просеку расту брже у поређењу са тржишним привредама; 2) најдинамичнији раст остварују кредити становништву; 3) задуживање у иностранству постаје све значајнији извор финансирања кредитне активности; 4) учешће кредита индексираних у инострану валути се значајно повећава. Међутим, и међу посматраним земљама када је у питању динамика и фактори кредитног раста постоје разлике.

Тренутно на пример у Хрватској раст кредита банака приватном сектору прелази стопу од 25% у реалном изразу, чак и након бројних предузетих мера централне банке које имају за циљ директно ограничавање кредитног раста. Слична ситуација влада и у Бугарској и Румунији. Док је у Бугарској већи кредитни раст остварен у окружењу ниске и стабилне инфлације, кредитни раст у Мађарској, Румунији и Словенији остварен је уз релативно више стопе инфлације, тако да је реални раст кредита знатно нижи. У Пољској као последица деловања цикличних фактора који су за последицу имали успоравање економске активности, стопе раста кредита од 2002. бележе пад, тако да посматрано за последњих пет година просечна годишња стопа раста кредита износи 5%.

У релативним мерилима, тренутно учешће кредита у БДП-у посматране групе земаља је још увек умерено и не прелази 36% БДП-а, али значајно расте. Истовремено учешће кредита становништву у БДП-у је повећано са 7% од 2000. на 16% средином 2006. године. При томе, учешће кредита становништву у укупним кредитима пословних банака у просеку у поменутиим земљама износи око 45%. За разлику од кредита сектору становништва, учешће кредита сектору привреде је готово непромењено и износи око 20%. Тренд знатно бржег раста кредита становништву резултат је пре свега деловања цикличних и структурних фактора, процеса дезинфлације који је омогућио снижавање номиналних каматних стопа и јачања улоге и преговарачке моћи сектора становништва.

Просечне стопе раста реалних кредита (2003-2006)

Земља	Кредити становништву		Кредити привреди		Укупно	
	1998-2002.	2003-2006.	1998-2002.	2003-2006.	1998-2002.	2003-2006.
Пољска	16,7	15,9	5,0	-2,5	9,0	5,8
Мађарска	32,6	27,0	8,5	9,7	12,3	15,6
Чешка	6,2	28,7	-15,1	5,4	-12,2	12,5
Словачка	15,3	35,0	-15,8	3,3	-12,8	11,0
Словенија	10,3	17,6	13,2	18,1	12,2	17,9
Бугарска	24,7	58,9	16,7	24,7	18,2	34,5
Румунија	...	78,1	...	19,6	-5,0	33,5
Хрватска	18,5	16,9	0,9	7,6	7,4	12,4
Укупно	...	29,8	...	15,3	6,9	21,0

Извор: Faure (2007)

Реални кредити и учешће у БДП-у 2006

Земља	Кредити становништву		Кредити привреди		Укупно	
	У млрд евра	% БДП	У млрд евра	% БДП	У млрд евра	% БДП
Пољска	39,8	15,5	32,6	12,7	72,4	28,2
Мађарска	15,5	17,6	22,2	25,2	37,6	42,9
Чешка	16,4	15,4	24,9	23,3	41,3	38,7
Словачка	5,4	13,4	9,8	24,1	15,2	37,6
Словенија	4,6	16,1	11,1	38,7	15,6	54,7
Бугарска	4,0	17,6	5,9	25,9	9,9	43,5
Румунија	8,4	9,7	11,7	13,5	20,2	23,2
Хрватска	11,9	36,8	9,7	29,7	21,6	66,5
Укупно	24,4	17,2	27,3	19,2	51,7	36,3

Извор: Faure (2007)

Управо оне земље које бележе веће учешће кредита у БДП-у из поменуте групе, такође бележе и веће учешће кредита у страном валути, тако да је јасно да девизни ризик представља веома важан аспект када је у питању кредитна активност у транзиционим привредама. Са изузетком Чешке, све транзиционе привреде карактерише високо учешће кредита деноминираних у страном валути, углавном у еврима. Посматрано од 2002. године на овамо кредити становништву деноминирани у страном валути бележе најбржи раст у Мађарској, Словенији, Румунији и Хрватској. У Словенији је ово учешће готово утростручено у последње две-три године, а у Словачкој удвостручено. Природно, удео кредита у страном валути посебно расте у оним земљама које су ближе увођењу евра.

5. КАРАКТЕРИСТИКЕ КРЕДИТНЕ АКТИВНОСТИ У СРБИЈИ

Описана дешавања нису заобишла ни Србију. Билансе банака у предтранзиционом периоду карактерисали су лоши и ненаплативи зајмови одобрени јавним и друштвеним предузећима, а на почетку транзиционог периода кредитно тржиште у Србији је било изузетно неактивно. Основне разлоге тога треба тражити у: 1. ниском нивоу штедње у банкарском сектору и ниском кредитном потенцијалу по том основу; 2. спором реструктурирању јавног сектора; 3. недостатку квалитетних инвестиционих пројеката и квалитетних кредитних корисника; 4. припреми и почетку спровођења банкарских реформи који су захтевали прилагођавање кредитне политике банака и процедура везаних за обезбеђивање кредита новом начину рада; 5. наслеђеним лошим кредитним портфолијима банака; 6. високим активним каматним стопама, и др.

У току 2001. и 2002. године Народна банка Србије је спровела радикалну реформу банкарског сектора, затварајући 23 неликвидне и несолвентне банке, тако да је избрисано готово 70% укупне активе банкарског сектора. Реструктурирање банкарског сектора довело је и до смањења удела банака у којима је држава већински власник и повећања броја банака са страним власништвом. Долазак страних банака повећао је конкуренцију на тржишту али и ефикасност банкарског сектора. Учешће банака са већинским страним власништвом тренутно износи око 70%, и отприлике је на нивоу Румуније и Босне и Херцеговине.

Током последње три-четири године кредити приватном сектору у Србији бележе веома динамичан раст, нарочито кредити одобрени становништву и то потрошачки и стамбени.

Међугодишња стопа раста кредита становништву у последње две године износи преко 50%. Овако висок раст кредита становништву, делимично се може оправдати ниском полазном основицом, будући да се пре 2003. године кредити становништву готово нису ни одобравали. У структури кредита одобренних становништву доминирају дугорочни кредити са преко 80%, од чега највеће учешће имају кредити за стамбену изградњу. Банке су се у последње три године оријентисале ка становништву (тзв. retail) будући да се ови кредити уредно сервисирају и да је ризик ненаплативости готово сведен на минимум. Такође, становништво нема могућност директног задуживања у иностранству, тако да постоји висока тражња при каматним стопама које су високе и које у реалним изразима прелазе 10%, што је знатно изнад каматних стопа на кредите привреди. Када су у питању предузећа, банке се у највећој мери оријентишу на мала и средња предузећа, јер су она углавном ефикаснија због чињенице да су у приватном власништву. Међугодишња стопа раста кредита привреди тренутно износи око 28%. Поред тога, у току 2006. године предузећа почињу све више директно да се задужују у иностранству.

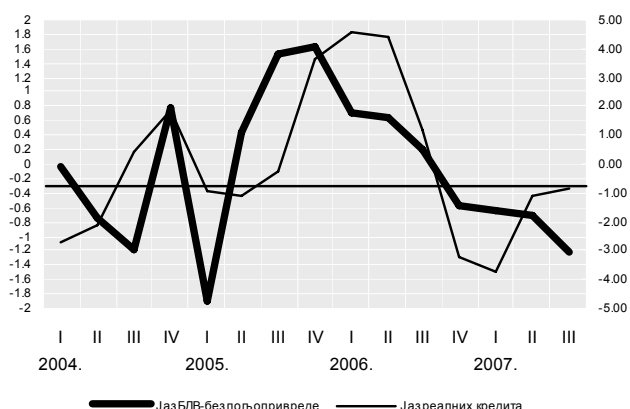
Основни извор кредитне активности у Србији представља растући депозитни потенцијал нарочито становништва, али значајна средства се обезбеђују и путем задуживања банака у иностранству као и докапитализацијом банака. Држава у последњих неколико година захваљујући значајнијим приходима од приватизације, приходима по основу пореза на додату вредност и дисциплинованој фискалној политици не користи значајније кредите банака.

Као што је то случај и са другим транзиционим привредама, високо је учешће кредита индексираних у страниј валути (око 70%). Високо учешће кредита са девизном клаузулом може се објаснити високим степеном евроизације у Србији и чињенице да је немачка марка, а потом евро у већем делу предтранзиционог и првој фази транзиционог периода коришћен, не само као чувар блага, већ и као мера вредности и средство плаћања. Уколико се изврши поређење са другим земљама, уочава се да је једино у Хрватској веће учешће индексираних кредита.

5.1 Веза кредита и осталих макроекономских варијабли

Будући да се Народна банка Србије припрема за примену стратегије потпуног циљања инфлације, свакако да нас највише занима веза кредитне активности и инфлације. Према економској теорији, раст кредита утиче на раст агрегатне тражње која са друге стране подстиче инфлаторне притиске и доводи до раста инфлације. Због тога ћемо везу кредита и инфлације покушати пре свега да сагледамо кроз везу кредита и производног јаза који се углавном користи као индикатор агрегатне тражње.

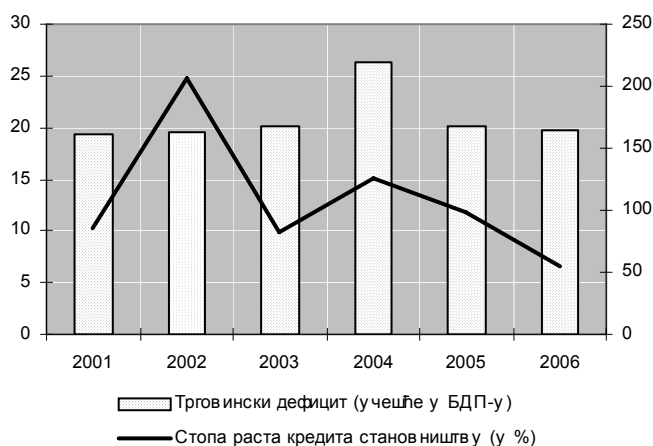
Графикон 1. Веза реалних кредита и производног јаза



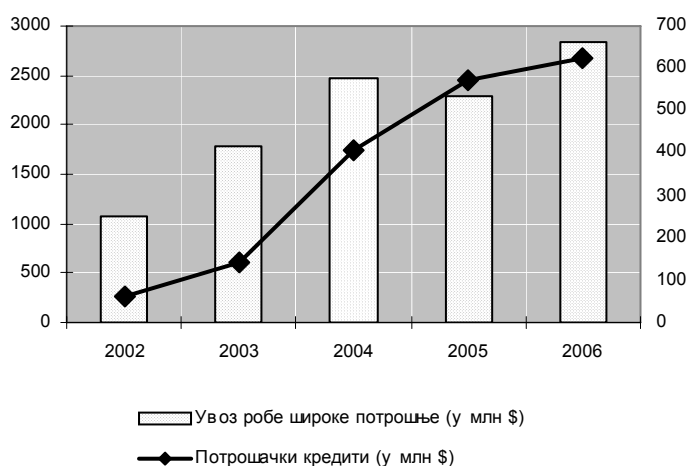
Уочава се постојање позитивне везе између јаза реалних кредита и производног јаза. Ова веза нарочито је видљива крајем 2005. и у првој половини 2006. године, када је оствариван највећи раст кредита и када су истовремено били изражени инфлаторни притисци растуће агрегатне тражње. Крајем 2006. упоредно са успоравањем кредитног раста дошло је и до успоравања економске активности тако да се она кретала испод тренда, што је поред осталих фактора допринело дезинфлационом процесу. Од почетка 2007. године дошло је до значајног убрзавања раста реалних кредита, али се и поред тога задржава њихов негативан јаз. Међутим, негативан јаз реалних кредита се полако затвара, што није случај са јазом бруто додате вредности без пољопривреде који је чак негативнији. На основу овога се може закључити да кредитна активност позитивно утиче на економску активност, али да то није једини фактор и да ефекти веће кредитне активности не производе аутоматски ефекте на раст економске активности.

Посебно је значајна веза кредита одобрених становништву и трговинског дефицита, будући да се већи кредитни раст пре свега манифестује на раст увоза и то првенствено потрошних добара. Уколико се изврши поређење стопе раста кредита и учешћа трговинског дефицита у БДП-у уочава се постојање везе. Раст учешћа трговинског дефицита у БДП-у у 2004. био је праћен и већом стопом раста кредита, а смањење овог учешћа у последње две године, праћено је успоравањем годишње стопе раста кредита. Међутим, не може се рећи да су кредити били основни и једини фактор који је утицао на спољнотрговинска кретања.

Графикон 2. Веза кредита и трговинског дефицита



Графикон 3. Веза потрошачких кредита и увоза робе широке потрошње



Наиме, будући да је раст учешћа трговинског дефицита у 2004. години, у највећој мери резултат ефеката увођења пореза на додату вредност почетком 2005. године, а да су веће стопе раста кредита резултат продубљивања финансијског посредовања и ниске полазне основице, интензитет те везе није сасвим очигледан. Такође, успоравање стопе раста кредита у 2005. и 2006. години није било праћено адекватним смањењем учешћа трговинског дефицита у БДП-у.

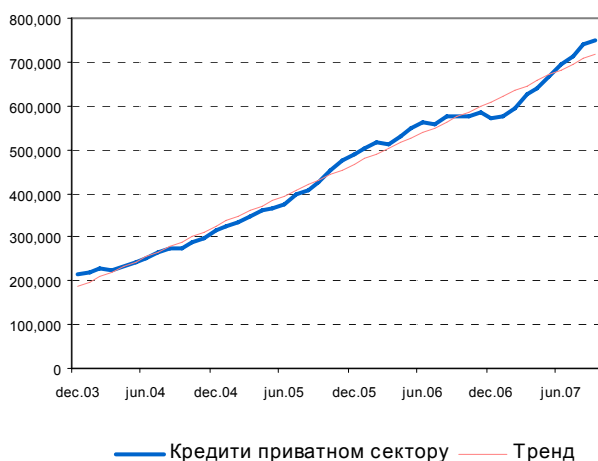
Због тога смо везу поменуте две категорије покушали да сагледамо кроз везу потрошачких кредита и увоза робе широке потрошње. На основу графичког приказа ових категорија уочава се да је раст потрошачких кредита током последњих неколико година био праћен и растом увоза робе широке потрошње, осим у 2005., када је због ефеката увођења пореза на додату вредност, део планираног увоза за 2005. годину остварен крајем 2004. године. Међутим, учешће увоза робе широке потрошње у укупном увозу је релативно стабилно тако да се не може закључити да се под утицајем кредита мења битније структура увоза и да су кредити основни генератор раста увоза. Штавише, учешће увоза робе широке потрошње у укупном увозу бележи благу тенденцију смањења.

5.2 Кредитни раст – тренд или кредитни бум

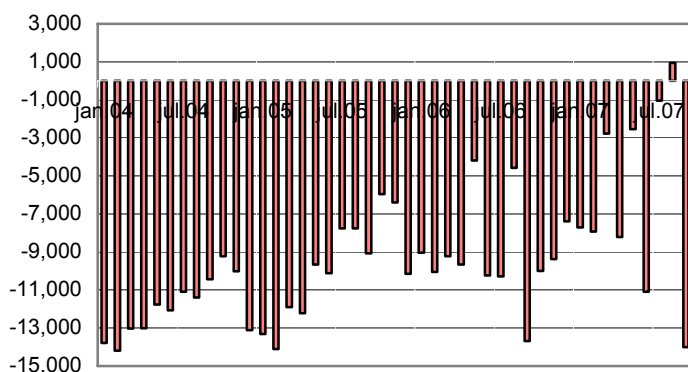
Приликом идентификовања фактора који утичу на кредитни раст и одговора на питање да ли кредити бележе већи раст као последицу процеса конвергенције или је пак реч о кредитном буму користили смо методологију коју препоручује ММФ (2004) .

Када су у питању кредити приватном сектору уочава се да се они крећу изнад тренда у последња три месеца, а да је након предузетих мера у погледу јачања степена рестриктивности монетарне политике у првој половини прошле године, у другој половини остварено успоравање кредитне активности, тако да су се кредити кретали и испод тренда. Код кредита одобрених становништву ситуација је другачија. Након прошлогодишњих мера, кредитна активност када је у питању сектор становништва кретала се око тренда током целе прошле године, док од почетка ове године кредити становништву бележе раст изнад тренда.

Графикон 4. Одступање раста кредита од тренда



Графикон 5. Кредитни бум (ММФ методологија)



Посматрање кретања нивоа кредита у односу на тренд још увек не говори ништа о потенцијалном кредитном буму. Због тога смо применили методологију коју предлаже ММФ. Резултати анализе су показали да када су у питању укупни кредити приватном сектору месечни раст кредита не превазилази критичну вредност ($1,75^*$ стандардна девијација одступања нивоа од тренда) ни у једном месецу, а када су у питању кредити становништву то се дешава у августу ове године. Будући да фаза у којој се идентификује прекомерни раст изнад тренда траје један месец, не може да буде речи о кредитном буму. Такође, прекомерни раст кредита у августу може се довести у везу са реакцијом банака на мере Народне банке Србије у погледу ограничења временског рока ненаменских готовинских кредита становништву на две године и смањење лимита на бруто пласмане становништву са 200% на 150% основног капитала банке које су донесене средином августа. Заустављање раста кредита становништву у септембру указује да је ово прекомерно одступање од тренда било привременог карактера.

Поред поменутог, постоје и други методи путем којих се идентификује кредитни бум. Тако на пример, сматра се да је кредитни раст ризичан уколико стопа раста кредита превазилази двоструку стопу раста номиналног БДП-а. У нашем случају међугодишња стопа раста кредита приватном сектору износи 30% и отприлике једнака је двострукој номиналној стопи раста БДП-а. Прекомерном кредитном експанзијом сматра се и раст кредита који за последње три године износи преко 50%. У Србији кредити приватном сектору су се у последње три године повећали за преко 170%. Учешће кредита у БДП-у за последње три године је повећано за 10 процентних поена, што такође може представљати индикатор прекомерне кредитне експанзије. Као мера прекомерне кредитне експанзије користи се и просечан реални раст кредита за последње три-четири године, при чему се као прекомеран сматра раст који превазилази 17%. У Србији просечан реалан раст за последње три-четири године износи 28%.

Неки од критеријума дакле упућују на то да је кредитни раст прекомеран. Међутим, овај раст још увек не остварује значајније негативне ефекте на макроекономска кретања, тако да не можемо закључити да је реч о кредитном буму. Већина аналитичара се слаже са тим да је већи кредитни раст последица увођења тржишних услова привређивања, структурних реформи, приватизације банкарског система и доласка страних стратешких инвеститора на тржиште које има неискоришћен кредитни потенцијал. Поредешти карактеристике кредитне активности земаља у транзицији, укључујући и Србију са кредитном активношћу земаља које је крајем 90-их задесила Азијска криза, уочавају се велике разлике, тако да се аналитичари слажу са тим да је кредитни раст у транзиционим привредама резултат процеса конвергенције и да за сада транзиционе привреде не

треба да стрепе од кредитног бума. Ипак, детаљнија анализа и праћење кредитне активности у оваквим условима је неизбежан задатак носилаца монетарне политике.

6. ЗАКЉУЧАК

Имајући у виду ниску полазну основицу на почетку транзиционог периода у готово свим земљама, као и чињеницу да низак ниво кредитне активности ограничава инвестиције, неопходно је и пожељно да кредити извесно време брже расту у односу на БДП, само питање је колико и да ли тај раст ризичан. Кредитна експанзија која је карактеристика других транзиционих привреда није заобишла ни Србију.

Када је у питању кредитна експанзија у Србији, основни разлог за забринутост економских аналитичара и носилаца монетарне политике односи се на инфлаторне притиске и негативан утицај кредитне активности на трговински биланс, док негативни ефекти на квалитет кредитног портфолија још увек нису уочени (резервисања за кредите се не повећавају значајно, а узети кредити углавном се уредно сервисирају).

Позитивна веза кредитне и економске активности видљива је, а преко утицаја на агрегатну тражњу јасно је да постоји веза и са инфлацијом. Уколико се изврши поређење стопе раста кредита и учешћа трговинског дефицита у БДП-у уочава се постојање везе. Међутим, не може се рећи да су кредити били најзначајнији фактор који је у претходном периоду утицао на спољнотрговинска кретања, економску активност и инфлацију.

И поред високог раста кредита приватном сектору, не може се говорити о постојању кредитног бума у Србији. Раст се пре може објаснити процесом конвергенције и ниским иницијалним нивоом на почетку транзиционог периода. То имплицитно значи да је простор за даљи кредитни раст отворен. Такође, чињеница је да банкарски систем у Србији још увек нема адекватну алтернативу у погледу обезбеђивања неопходних финансијских средстава (развијено финансијско тржиште, инвестициони фондови, и др).

7. ЛИТЕРАТУРА

- (1) Backé, P., Égert, B. and Zumer, T. (2005), Credit Growth in Central and Eastern Europe: Emerging from Financial Repression to New (Over)Shooting Stars?, OENB Mimeo;
- (2) Backé, P., Égert, B. and Zumer, T. (2006), Fast Credit Expansion in Central and Eastern Europe: Catching up, Sustainable Financial Deepening or bubble, OENB Mimeo;
- (3) Boissay, F., O. Calvo-Gonzales, T. Kozluk, (2005), Is Lending in Central and Eastern Europe Developing too Fast, European Central Bank
- (4) Coricelli F., A.Masten, I. Masten, (2004), Credit and Growth in Transition Countries, University of Siena
- (5) Coricelli F., F.Mucci, D. Revoltella, (2006), Household Credit in the New Europe: Lending Boom or Sustainable Growth, University of Siena
- (6) Coricelli F., I. Masten, (2004), Growth and Volatility in Transition Countries: The Role of Credit, University of Siena

- (7) Cottarelli C., G. Dell Ariccia, I. Vladkova-Hollar, (2003), Early Birds, Late Risers and Sleeping Beauties: Bank Credit Growth to the private sector in Central and Eastern Europe and the Balkans, IMF Working Paper, 03/213;
- (8) Duenwald, C., Gueorguiev, N. And Schaechter, A. (2005), Too Much of a Good Thing? Credit Booms in Transition Economies, IMF Working Paper 05/128, June 2005;
- (9) Faure, F., (2007), Is the Rapid Growth of Lending in Central and Eastern Europe a Cause for Concern?, BNP Paribas;
- (10) IMF (2004) "Are Credit Booms in Emerging Markets a Concern?" in: IMF World Economic Outlook April 2004
- (11) Kiss, G., M. Nagy, B.Vonnak, (2006), Credit Growth in Central and Eastern Europe: Trend, Cycle or Boom, Magyar Nemzeti Bank;