

## Imperativ za mere podrške – obilata likvidnost uz disciplinu plaćanja

Autor: dr Kori Udovički, prva objava 29.3.2020, revizija 1.4.2020.

*Pandemija nas je zadesila taman kad je disciplina plaćanja u Srbiji počela značajnije da jača. Pošto su u 2016. godini pojačane mere finansijske discipline za privatni sektor, a u sklopu fiskalne konsolidacije smanjena neplaćanja države, lanac nelikvidnosti konačno je bitno smanjen. Naravno, pandemiju niko nije očekivao i koštaće nas, bez izuzetka. U slučaju da sad popusti disciplina plaćanja, koštaće nas mnogo više. Oni koji nikako ne mogu da dođu do likvidnosti prosto neće moći da plate. Zadatak države je da takvih bude što manje, a u tome mora da pođe od sebe.*

**Ako želi da ublaži pad ekonomske aktivnosti tokom pandemije i njen brzi oporavak kad se pandemija završi — ključni zadatak države je da mere intervencije pr prati merama za očuvanje discipline plaćanja.** Polazim od pretpostavke da je čitaocu jasno koliko je ova disciplina važna za privredni rast. Ukratko: neplaćanje stvara lančanu nelikvidnost, koja se potom svima obija o glavu. Prvi dužnik povlači za sobom svoje partnere, dobavljače i zaposlene, koji pak povlače one, sad već mnoge, u trećem nizu. Na taj način se „efektom grudve“ nelikvidnost ubrzano širi sistemom i dodatno pogađa sve — čak i one kojima pandemija ne bi narušila poslovanje. Najgore je što se širi i nepoverenje koje obeshrabruje nove poslovne poduhvate, i koje se prenosi i u period posle krize. Jednostavno, dugoročno se guši svaka privredna aktivnost.

**Disciplina plaćanja je zapravo jedan od stubova stuba finansijske discipline.** Finansijsku disciplinu shvatamo kao geslo „koliko para—toliko i muzike“. To uglavnom tumačimo kao da treba pažljivo planirati budžet — što čini prvi stub. Međutim, disciplina realnog planiranja nema smisla ukoliko nije praćena disciplinom plaćanja. Kad je muzika odsvirana, onda ona *mora* da se plati. Čak i onda kad za plaćanje moramo da se (neplanirano) zadužimo. Ni najbolji planovi ne mogu da predvide sve. Ali da bi promptno plaćanje uvek bilo moguće, potrebna je likvidnosti. Dostupnost likvidnosti možemo da smatramo trećim stubom finansijske discipline. Ova tri stuba međusobno se uslovljavaju. Samo ako znamo da ćemo *sigurno* morati da platimo, vodićemo *stvarno* računa da realno planiramo. Samo ako realno planiramo bićemo kreditno sposobni kad se neočekivani obrti ipak dogode. I, konačno, samo ako imamo pristup likvidnosti, moći ćemo tu kreditnu sposobnost da realizujemo, tj. zadužimo se i platimo.

**Finansijska disciplina stvar je političke volje i dogradnje sistema finansijskog upravljanja.** U daljoj prošlosti nerealno smo planirali, a olako kreditirali. Na kraju, plaćali smo inflacijom. U 90-im je bilo i hiperinflacije i neplaćanja. Od 2000-ih počeli smo nešto realnije da planiramo, ali ne dovoljno. Stoga, nastavili smo da svoje „uterivanje u guber“ radimo kroz neplaćanje, tzv. docnje. Trošak koji se ne plati ove godine opterećuje budžet za sledeću. Umesto finansijskog tržišta, razliku finansiraju privreda i građani. Ključ u ovom trenutku je da razumemo štetnost neplaćanja i uhvatimo se u koštac sa tim problemom. Potrebno je i da se Vlada odvaži da likvidnost za plaćanje svih razlika između rashoda i prihoda, čak i onih neočekivanih, potraži na tržištu. Održanje finansijske discipline uprkos fleksibilnijem zaduživanju na tržištu, zahteva i da Srbija odlučnije i iskrenije upotrebljava instrumente finansijskog upravljanja: pre svega budžetsko planiranje i revidiranje, koji su izgrađeni tokom prethodne dve decenije.

**Kontrola trošenja kroz ograničenje plaćanja u trenutku kad država treba da podstakne privrednu aktivnost povećanjem deficita isto je kao pritiskanje gasa uz istovremeno povlačenje ručne kočnice.** Upravo ta neobična kombinacija postupaka objašnjava zašto veliki fiskalni deficit u periodu od 2010.

do 2013, godine nije više doprineo privrednom rastu. Po istoj logici, kombinacija samo u suprotnom smeru objašnjava kako nedavnu oštru fiskalnu konsolidaciju u periodu od 2015. do 2017. godine nije pratila oštrija kontrakcija privredne aktivnosti: zatezanje fiskalnog kaiša praćeno je smanjenjem zaostalih obaveza u javnom sektoru, što je dovelo do bitnog olakšanja likvidnosti. Nema opravdanja da se tako nešto ovog puta ponovi. Treba nam istinski fiskalni podsticaj: fiskalni deficit, tj. sveukupna javna potrošnja, plaćena zvećecom likvidnošću.

**Cena fiskalnog paketa, kao i njegova raspodela, biće manje važni od toga da je on praćen jasnom namerom i merama uspostavljanja čvrste finansijske discipline.** Ovo nikako ne treba shvatiti kao poziv za napuštanje razumnog planiranja budžeta. Država mora da odmeri značajan, ali i ostvariv paket podrške privredi i građanima. U ovim veoma neizvesnim vremenima i ako mora da pogreši, bolje je da bude preširoke, nego stisnute ruke. Svedoci smo da je ova kriza „majka“ nezamislivih, neočekivanih obrta. Odgovorno planiranje, kao prvi stub discipline, biće razmatrano i po potrebi revidirano ako planovi budu najrealniji mogući. Država, privredni subjekti, i građani mogu svakako da očekuju da će ove godine proizvesti, pa prema tome i imati da potroše, dosta manje.

**Ako se plaća likvidnošću, neodmerenost biva kažnjena inflacijom, što potom mora biti brzo ispravljeno. Međutim, u svojim ranim fazama povećanja inflacija bi u velikoj meri omogućila spas proizvodnje.** Određeno povećanje inflacije treba da se očekuje i dozvoli (ovo je kriza kontrakcije ponude). Korektivna intervencija će biti potrebna ako pređe preko 5-7% - kontrolom trošenja, a ne ulaskom u docnje. Labavljenje opšte finansijske discipline, uz prekomernu potrošnju značilo bi ponavljanje najveće greške iz prošlosti. Ukoliko bi bilo praćeno prekomernom likvidnošću dovelo bi do visoke inflacije i svega što je prati. Ukoliko bi, što je verovatnije, bilo praćeno nedovoljnom likvidnošću i neplaćanjem obaveza, po četvrti put u tri decade, upali bismo u „mulj“ neispunjivih obaveza, opšte nelikvidnosti i nesolventnosti, i opšteg nepoverenja. To bi, jasno je, ponovo potištilo privrednu aktivnost na duži rok.

### **Fokus na disciplinu plaćanja**

**Da bi podržala disciplinu plaćanja u celom sistemu, država mora da pokaže posvećenost, pruži primer i isplati sve svoje još uvek značajne neispunjene obaveze. I dalje ih ima dosta.** Upravo je država donedavno bila ključna karika u nedisciplini plaćanja u Srbiji. S jedne strane, ona je to bila bukvalno – kao daleko najveći kupac na tržištu (nabavka roba i usluga od strane javnog sektora iznosi oko 20% BDP-a), njena su neplaćanja bila, a možda su i još uvek, prva i najveća karika u lancima nelikvidnosti. S druge strane, ona je ta koja svojim primerom i postupcima uspostavlja kulturu (ne)plaćanja. Ona to postiže ulaženjem u (ne)realne obaveze, a zatim njihovim (ne)plaćanjem, kao i sistemskim sprovođenjem discipline u privatnom sektoru. To se odnosi kako na obaveze koje država preuzima na sebe, tako i na one kojima obaveže druge. Kada bi, na primer, država sad obavezala privrednike da ne otpuštaju zaposlene, a znamo svi da mnogi neće moći da ih plaćaju, i ako pri tome ne obezbedi nikakav način da se te obaveze ipak plaćaju, onda svi već unapred znamo da će doći do neplaćanja. Širi se kultura neplaćanja.

**Održavanje stabilnog dotoka novca u privredni sistem zahtevaće da država razliku između plana i raspoloživih sredstava „pegla“ kroz zaduživanje na finansijskom tržištu (u ovim okolnostima kroz „štampanje novca“ NBS), a nikako, kao do sad, kroz neplaćanje (ulazak u docnje).** Samo tako će ona da gasi požar nelikvidnosti umesto da ga neplaćanjem razgoreva. S jedne strane, potrebno je da se deficit održava u željenim razmerama kroz uspostavljanje budžetske discipline, tj. kroz realno budžetsko planiranje (i njegovo revidiranje onda kad se dogode veći neočekivani obrti). S druge strane, plaćanja, odnosno ubrizgavanje likvidnosti u sistem moraju da teku glatko. Muzika mora stalno da svira, a država da je promptno plaća.

**Za realno planiranje budžeta neophodno je sistemsko, a ne samo političko, disciplinovanje javnog sektora.** Političari na čelu države, kao i svaki njihov nameštenik i državni činovnik, treba da poveruju da će budžeti realno da se planiraju, a troškovi promptno da se plaćaju. To zahteva uvođenje istinske, stručne i profesionalne, *ex ante* kontrole javnih budžeta koja će proveravati realnost planiranja. Političari bi u prvi mah pomislili da su na gubitku, jer bi trošenje izmaklo proizvoljnom političkom uticaju. Ipak, ubrzo bi otkrili da i dalje mogu da usmeravaju budžetsku politiku, a da su zauzvrat pokupili velike poene za uspešno upravljanje krizom.

**Što se privatnog sektora tiče, on se uteruje u finansijsku disciplinu disciplinom plaćanja. Dok ne dođe do promene kulture, finansijska disciplina mora da bude nametnuta ali, i ostavariva.** S jedne strane, perspektiva prinudnih naplata ili stečaja, ako je verodostojna, nateraće svakog da realno planira troškove i da plaća. S druge strane, u situacijama baš kao ova sadašnja, privatnom sektoru mora da bude dostupno dovoljno likvidnosti da bi bio u stanju da plaća i onda kad se planovi izjalove.

### Dostupnost likvidnosti

Obezbeđivanje likvidnosti, trećeg stuba finansijske discipline, ostaje zadatak NBS, U ovim okolnostima jako je važno da joj Vlada pomogne adekvatnim merama. Prve mere obezbeđivanja likvidnosti privrede Srbije koje je povukla NBS brzo su i adekvatno preduzete.

NBS je za prvo, najkraće vreme već olakšala pritisak dugova na privredu i građane. Kao prva mera, uveden je moratorijum na plaćanje dugova (mada je on trebalo da bude ograničeniji, o tome u narednom tekstu). To je proizvelo pritisak na likvidnost banaka koji je NBS olakšala povoljnim monetarnim i deviznim operacijama. **Slede mere koje treba da doprinesu aktiviranju podrške finansijskog sektora privredi, naročito najpogođenijima.** Nadalje, u ovoj kriznoj situaciji postoji dvojak problem. Najpre, bankama će biti potrebni jači podsticaji, kao i garancije, da bi se usudile da izdaju nove kredite većini svojih klijenata. Treba očekivati da sutrašnji paket podstakne kratkoročno kreditiranje, uz malu, nultu ili čak negativnu kamatu. Negativna kamata predstavlja subvenciju banci i/ili čak privrednom subjektu. U tom slučaju nije u pitanju samo obezbeđivanje likvidnosti već i finansijska pomoć dužniku. Paket će verovatno da uključuje i značajne garancije države za zajmove koje banke budu izdavale u ovim kriznim uslovima, naročito najjače pogođenim sektorima.

**Ovaj klasični paket mera pojačane finansijske likvidnosti neće biti dovoljan za Srbiju, jer njen finansijski sektor ne seže dovoljno daleko, niti duboko.** Tzv. „plitkost finansijskog tržišta“ očitava se u odnosu između ukupnih domaćih kredita privredi i BDP-a. Dok je u zemljama sa razvijenim finansijskim tržištima uobičajeno da on iznosi 90-160% BDP-a, u Srbiji je on oko 50%. U drugim tranzicionim zemljama uglavnom je iznad 70-75%. To s jedne strane znači da se naša privreda u velikoj meri oslanja na sopstvena sredstva i da ne bi bila jednako brzo pogođena presušivanjem bankarskih kredita kao ove zemlje. Međutim, iz istih razloga, sposobnost naše privrede da se oporavi posle krize zavisice od toga da se ova sredstva ne iscrpe. Posebno pitanje je što većinu privrednih subjekata čine poljoprivrednici i MSP. MSP stvaraju oko 27% a poljoprivrednici oko 6 % BDP-a. Čak oko polovine MSP ne zadužuje se kod banaka, a veći deo onih koji se zadužuju radi to retko. U ovim uslovima banke ih neće dovoljno poznavati da bi ušle u rizik. Da problem bude veći, banke od malih privrednika traže garancije ličnom imovinom. Koliko će njih biti spremno da rizikuje imovinu? I koliko je, u ovim uslovima, fer da im se to traži? Srbija nema razgranatu mrežu posebnih institucija posvećenih podršci i finansiranju MSP kakve imaju druge zemlje. Na primer, nemački paketi mera predviđaju da se kroz te mreže direktno upumpavaju značajni iznosi pomoć za likvidnost (750 milijardi evra), kako za MSP, tako i za velika preduzeća.

**Država treba da priskoči u pomoć NBS.** Dobro bi bilo kad bi zapravo ubrzala isplatu svih svojih obaveza koje se još uvek vuku po sudovima ili čekaju na red u Trezoru. O prvim potezima Vlade manje znamo, ali se nadam da za sad bar nastavlja da troši i redovno plaća svoje obaveze, kako bi njena „moćna“ tražnja i likvidnost usporile sunovrat privrede – sve dok ciljane mere u najavljenom paketu ne budu stavljene u pogon. Takođe u vrlo kratkom roku, očekujem da država pomogne likvidnost sistema kroz segmentirano odlaganje dela poreskih obaveza – po različitim stopama za različito pogođene sektore pa i za različite veličine preduzeća. Malecka kamata podstakla bi one kojima likvidnost ipak nije potrebna da poreze ipak plaćaju. Likvidnost će država upumpavati i kroz sredstva pomoći koje odredi. Ona je već podelila subvencije penzionerima, a trebalo bi da razmotri da kao komplement podeli i subvencije po zaposlenom za MSP, naročito za preduzetnike u najpogođenijim granama. Tako bi se dosegao značajan broj domaćinstava.

**Mnoge države u svetu (i Slovenija među njima) najavile su otkup korporativnih obveznica koje će verovatno da ciljaju na ugrožene sektore.** U Srbiji nema korporativnih obveznica, ali bi se sad moglo razmotriti da se kroz pomoć privredi podstakne njihova kreacija i razvoj tržišta. Na primer, vredni promisliti o ekonomskoj opravdanosti, a potom i o operativnoj izvodljivosti sekjuritizacije potraživanja od određenih segmenata korporativnog sektora, naročito MSP. Na primer, administrativna sekjuritizacija 30% potraživanja privrede od MSP-ova sa određenim karakteristikama (veličina, sektor, prethodna uspešnost poslovanja). Te bi se hartije mogle zapakovati u pakete koje bi banke otkupljivale uz olakšane kreditne uslove i garancije od strane države. Posle krize, banke bi mogle da raspakuju pakete, naplaćuju potraživanja, i trguju tim hartijama. Najverovatnije, nastale bi organizacije koje bi se posvetile proceni vrednosti, kupovini i naplati takvih hartija. Za razliku od mnogih drugih scenarija, rizik od takvog ubrizgavanja likvidnosti bio bi podeljen između banaka i države, a njegova cena mogla bi se izračunati unapred.

Srpska privreda neće izaći jača iz ove krize, kao što se to neće desiti ni sa privredom ostatka sveta. Ipak uz političku volju i poslovičnu sposobnost srpskog društva da na brzinu i uz improvizaciju za malo vremena učini mnogo u teškim uslovima, Srbija može iz ove krize da izađe sa značajno ojačanim sistemom makroekonomskog upravljanja. To bi joj omogućilo da bar u oporavljanju od krize bude među bržim, umesto među najsporijim zemljama.