

Adnan Rovčanin * • Selma Pehilj***

IZAZOVI SVJETSKE ENERGETSKE/FINANSIJSKE KRIZE – UZROCI I POSLJEDICE

CHALLENGES OF THE WORLD ENERGY/FINANCIAL CRISIS – CAUSES AND CONSEQUENCES

Sažetak

Rad pod nazivom „Izazovi svjetske energetske/financijske krize – uzroci i posljedice“ je nastao nakon istraživanja i evaluacije energetske/financijske krize u kojoj se trenutno nalazimo. Cilj ovog istraživanja je ukazati na uzroke i posljedice, koje će ostaviti duboki trag na globalne financijske tokove, i ekonomije država svijeta koje su pod direktnim i indirektnim utjecajem novonastale krize. Materija će biti proučavana sljedećim naučnim metodama: deskripcije i analize; indukcije, komparativna, statistička, matematička te metoda kompilacije – posljedice i rješavanje krize su recentne i aktuelne, tako da će postojeće informacije na ovu temu biti od ključnog značaja za daljnju analizu. U prvom dijelu rada osvrnuti ćemo se na uzroke svjetske financijske/energetske krize, sa posebnim osvrtom na invaziju Rusije na Ukrajinu i implikacije rata na ostatak svijeta i financijski sistem. Iduci dio rada posvetiti ćemo analizi posljedica krize na zemlje u razvoju, implikacije visoke inflacije i snagu privatnog sektora tokom pandemije Covid 19. Na kraju samog rada analizirati ćemo pad globalnog ekonomskog rasta i prikazati projekcije budućih kretanja.

Ključne riječi: energija, finansije, inflacija, politike, rast, disrupcije, rat, pandemija

* **Prof. dr. Adnan Rovčanin**, Ekonomski fakultet Univerziteta u Sarajevu; email: adnan.rovcanin@efsa.unsa.ba

** **Mr. Selma Pehilj**, Ministarstvo finansija HNK; selmapehilj@tel.net.ba

Abstract

The paper named „Challenges of the world energy/financial crisis – causes and consequences“ derived from research and evaluation of the energy/financial crisis we are currently in. The main objective of this research is to indicate the causes and consequences which will have grave impact on global financial flows and economies of the countries who are under direct or indirect impact from this emerging crisis. The matter will be studied with the following methods: description and analysis, induction, comparison, statistics, mathematics and compilation – the consequences and the solution of the crisis are recent and current, so the existing information regarding this subject will have critical significance for further analysis. In the first part of the paper, we will retrospect on the causes of the world financial/energy crisis, with a special review of the Russian invasion on Ukraine and the implications the war has on the rest of the world and the financial system. The next part of the paper will be dedicated to the analysis of the consequences the crisis has on developing economies, the implications of high inflation and the strength of the private sector during the Covid 19 pandemic. In the end, we will analyze the fall of global economic growth and demonstrate projections of future movement.

Key words: energy, finance, inflation, policies, growth, disruption, war, pandemic.

UVOD

Novonastala financijska/energetska kriza dolazi u momentu kada je globalna ekonomija bila na putu oporavka od krize uzrokovane pandemijom COVID-19, sa značajnom divergencijom ekonomskog oporavka naprednih ekonomija i onih u razvoju. Ruska invazija u Ukrajini, pored užasavajuće humanitarne krize, gdje je 4 miliona izbjeglica raspoređeno u Poljskoj, Rumuniji, Moldaviji i Mađarskoj će nadodati na postojeće ekonomske pritiske u regiji, kao i činjenica da je nedostatak inputa iz Ukrajine i Rusije već poremetio evropsku industriju i tržišta centralne Azije. Neke centralne banke su već bile pod pritiskom da postrože monetarne mjere. Nedostaci u lancima distribucije će značajno povećati te pritiske kroz rast cijena energenata, metala i hrane.

Inflacija je centralna briga u mnogim zemljama. U SAD-u i nekim evropskim zemljama dosegla je najveći nivo u zadnjih 40 godina. Inflaciona očekivanja će uzrokovati agresivniji odgovor centralnih banaka, a u zemljama u razvoju rast cijena energenata i hrane može uzrokovati socijalne nemire. Ekonomski rast i inflacija bi mogli rasti više od očekivanog ako se prošire sankcije na ruske energente i ostali izvoz. Nakon što centralne banke razvijenih zemalja podignu kamatne stope, zemlje u razvoju se mogu suočiti sa daljnjim povlačenjem kapitala i deprecijacijom valute, što će povećati inflatorne pritiske. U ovim teškim i nepredvidivim vremenima, multilateralni naponi su potrebni u kreiranju ekonomskih rezultata. Kreatori politika će se morati posvetiti dugoročnim ciljevima, kao što je prekvalifikacija radne snage, digitalna transformacija i zelena energija.

1. UZROCI SVJETSKJE ENERGETSKE/FINANSIJSKE KRIZE

Moglo bi se reći da živimo u vremenu stalne krize, gdje se u kontinuitetu krećemo od jednog izvora do drugog. U periodu od približno jedne dekade, svijet se suočio sa najvećom finansijskom krizom od 1930-ih godina, najgore svjetske pandemije od 1919. godine, te trenutno sa najozbiljnijom geopolitičkom krizom u Evropi od kraja Hladnog rata. Pored invazije Rusije na Ukrajinu i rezultirajuće humanitarne, energetske i robne krize, učestali lockdowni u Kini su također usporili aktivnosti i mogu uzrokovati nova „uska grla“ u globalnim lancima distribucije. Ekonomske posljedice rata su dalekosežne. Rusija je jedan od glavnih dobavljača nafte, plina i metala, a zajedno sa Ukrajinom, pšenice i kukuruza. Trenutno očekivani pad ponude ovih dobara je već uzrokovao nagli rast cijena. Ovime su najviše pogođene Evropa, Kavkaz i Centralna Azija, Srednji Istok, Sjeverna i subsaharska Afrika. Cijena hrane i energenata će globalno uticati na domaćinstva sa niskim prihodima, uključujući Ameriku i Aziju (*World Economic Outlook, War sets back the global recovery*, april 2022).

Projekcije globalnog oporavka, nakon krize uzrokovane pandemijom COVID-19, su se značajno pogoršale. Ekonomske posljedice rata se šire nadaleko, poput seizmičkih valova iz epicentra zemljotresa, kroz tržišta roba, trgovine i finansijskih derivata. Rat je pogoršao seriju šokova u distribuciji, koji su pogodili globalnu ekonomiju tokom pandemije, gdje dolazi do većih nedostataka i pored energetske i poljoprivrednog sektora. Zaustavljanje proizvodnje u jednoj državi se veoma brzo odražava globalno. Zemlje Evrope i centralne Azije su velikim dijelom trgovinski i energetski ovisne o Rusiji. Aktivnosti u tim ekonomijama već trpe velike gubitke. Inflacija je bila u porastu i prije rata, kao rezultat rasta cijena dobara uslijed pandemijom uzrokovanih problema u lancima distribucije.

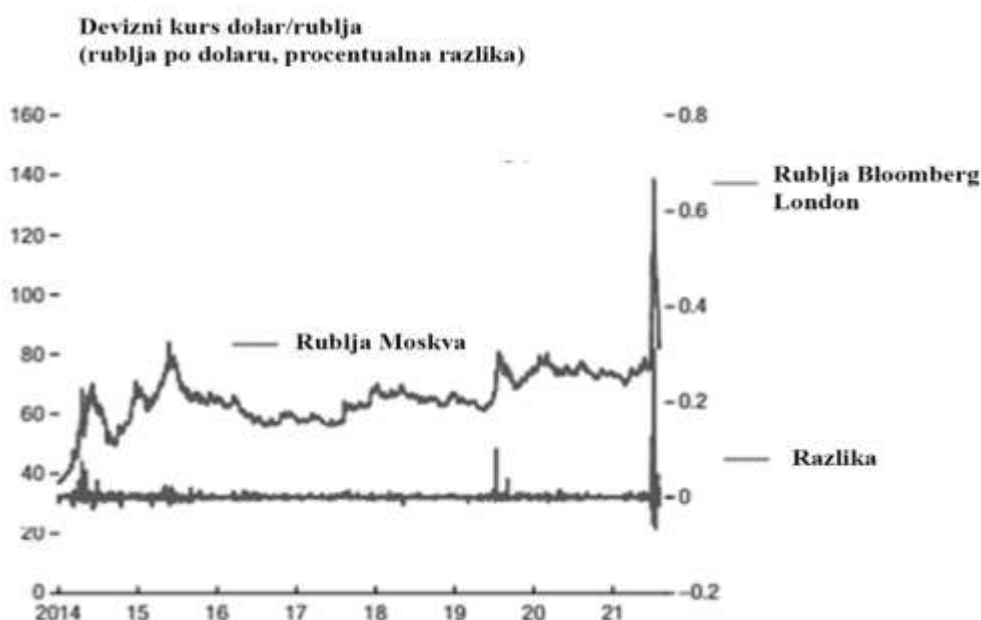
1.1 Utjecaj rata u Ukrajini na finansijski sistem

Posljedice Ruske invazije na Ukrajinu i sankcije koje su uslijedile nastavljaju odjekivati globalno i testirati će otpornost finansijskog sistema kroz direktnu i indirektnu izloženost banaka, slabu likvidnost tržišta, prekide u distribuciji i probleme na tržištima robe te ubrzanu kriptoizaciju. Rat je već imao uticaj na finansijske posrednike, preduzeća i tržišta direktno ili indirektno povezana sa Rusijom i Ukrajinom. Evropa snosi puno veći rizik od ostalih regija usljed njene blizine i energetske ovisnosti o Rusiji te nezanemarivoj izloženosti banaka i drugih finansijskih institucija ruskim finansijskim tržištima i imovini. Zvanične sankcije zajedno sa dobrovoljnim raskidima veza sa Rusijom niza međunarodnih kompanija, te prekid uvoza ruske energije će uzrokovati značajnu štetu ruskoj ekonomiji. Strani nebankarski finansijski posrednici imaju značajne investicije u rusku imovinu, gdje europski i američki investicijski fondovi čine većinu izloženosti. Fondovi iz zemalja u razvoju su bili oprezniji u smislu svoje izloženosti ruskom dugom od okupacije Krima 2014. godine, smanjujući svoj udio ruskog duga od više od 10% prije 2014 godine do samo 4% u 2022. godini (*Bank for International Settlements Consolidated Banking Statistics*).

Ruska rublja je pala na najniži nivo ikad u odnosu na US dolar. Više naprednih ekonomija, uključujući SAD, članice Evropske unije, Japan i Ujedinjeno Kraljevstvo nametle su širok dijapazon do sada neviđenih sankcija prema Rusiji. Ove sankcije zabranjuju finansijskim

institucijama da provode bilo kakve transakcije koje uključuju Centralnu banku Rusije, te tako sprečavajući njenu mogućnost pristupa značajnom dijelu njenih stranih rezervi. Ostale sankcije su efektivno zabranile poslovanje svim velikim ruskim bankama, koje nemaju veza sa energetske sektorom, u SAD-u, Europskoj uniji, Ujedinjenom Kraljevstvu i Japanu, zamrzavajući njihova sredstva, dok su neke velike banke izbačene iz SWIFT sistema. Dodatno, pojedinci sa jakim vezama sa Putinovim režimom su suočeni sa sankcijama, trgovinske restrikcije su nametnute na niz dobara, zabranjen je uvoz ruske energije i prave se planovi o smanjenju ovisnosti o ruskom plinu i energiji. Devizni kurs ukrajinske grivnje je fiksiran od 24-og februara. Trgovina na moskovskoj berzi je zaustavljena 25-og februara i otvorena nanovo tek 24-og marta sa značajnim trgovinskim restrikcijama (*MMF Global Financial Stability Report, Shockwaves from the War in Ukraine Test the Financial System's Resilience, April 2022*).

Grafikon 1. Kretanje deviznog kursa



Izvor: Bloomberg, MMF

Čelnici i čelnice 27 država članica EU-a u martu 2022. godine složili su se u Izjavi iz Versaillesa da će postupno i čim prije **ukinuti ovisnost EU-a o ruskim fosilnim gorivima**. Na sastanku Evropskog vijeća u martu raspravljali su o mjerama kojima bi se ublažio učinak visokih cijena energije i osigurala opskrba energijom. Razmijenili su mišljenja o:

- opcijama u pogledu tržišnih mjera
- skladištenju plina i zajedničkoj nabavi plina
- kratkoročnim mjerama za ublažavanje učinaka na **građane i preduzeća**.

Evropsko vijeće 30. i 31. maja 2022. postiglo je dogovor o **zabrani gotovo 90 % ukupnog uvoza ruske nafte** do kraja 2022, uz privremenu iznimku sirove nafte koja se isporučuje

naftovodom. Uzimajući u obzir različite kombinacije izvora energije, uvjete i okolnosti u državama članicama EU-a, čelnici i čelnice EU-a pozvali su a:

- daljnju **diverzifikaciju izvora i pravaca opskrbe energijom**
- ubrzavanje uvođenja **obnovljivih izvora energije**
- daljnje poboljšanje energetske **učinkovitosti**
- poboljšanje **međupovezanosti** plinskih i elektroenergetskih mreža. (izvor: www.europa.eu-utjecaj ruske invazije na Ukrajinu na tržišta: odgovor EU-a)

Ruska invazija na Ukrajinu bila je okidač tržišnih reakcija tokom kojih su tržišta nastavila funkcionisati u najvećem dijelu. Odmah nakon početka invazije, povećana je volatilnost i kreditni rasponi, a pali su dionički indexi euro zone i prinosi državnih obveznica. U poređenju sa tržišnim previranjima prilikom izbijanja pandemije COVID-19 u martu 2020. godine, inicijalne tržišne reakcije na invaziju su bile relativno blage. Uprkos dubokim srednjoročnim i dugoročnim implikacijama rata, ova korekcija je bila praćena relativno brzim oporavkom. Značajna dalja eskalacija rata, u ekonomskom i ratnim uslovima, može uzrokovati nove tržišne poremećaje. Bez obzira kako sukob evolvirava, više srednjoročnih posljedica se jasno prikazalo. Rat povećava svakako visoku inflaciju, smanjuje ekonomski rast usljed viših cijena energije i disrupcije lanaca distribucije. Odgovor politike na visoku inflaciju i zabrinutost za prospekte globalnog rasta doprinjeli su ponovnoj slabosti finansijskih tržišta tokom drugog kvartala 2022. godine.

Cijene robnih futura sugeriraju da će cijene energije ostati visoke duži period. Cijene energije su značajno porasle i prije rata u Ukrajini: tenzije su već bile porasle u drugoj polovini 2021. godine, sa snažnom potražnjom za robama dok se ekonomija oporavljala od pandemije. Npr. Prosječna cijena prirodnog gasa u četvrtom kvartalu 2021. godine je bila 550% veća nego u istom kvartalu 2020. godine. Kako je konflikt eskalirao, povećanja nisu bila ograničena na spot cijene. Kretanje cijena prirodnog gasa sada ukazuje da će visoke cijene biti i za zimu 2023. godine.

Trend rasta inflacionih swap stopa je ubrzan nakon invazije usljed rasta cijena energije. Jednogodišnja inflaciona swap stopa euro zone u maju 2022.godine iznosi oko 6.6%, najviši nivo od uvođenja eura, dok je krajem 2021. godine iznosila 3.4%, dok jednogodišnja inflaciona swap stopa u SAD-u za iste periode iznosi cca 5% i 3.8% respektivno. (Financial Stability Review, ECB maj 2022).

2. POSLJEDICE KRIZE NA ZEMLJE U RAZVOJU

Zemlje u razvoju su pod velikim pritiskom, sa značajnim razlikama među zemljama od ruske invazije na Ukrajinu. Slabiji emitenti su već bili ispod prosjeka i prije rata dok je prospekt normalizacije monetarne politike u SAD-u počeo biti teret za zemlje sa povišenim post pandemijskim ranjivostima. Troškovi finansiranja su premašili predpandemijske nivoe za mnoge dužnike. Emisija državnih obveznica zemalja u razvoju se usporila zadnjih mjeseci, sa posebnim narušavanjem pristupa tržištu pograničnih ekonomija. Dio izdavanja sa visokim prinosima je značajno opao od trećeg kvartala 2021. godine, uključujući i skoro četverosedmično zamrzavanje nakon eskalacije neprijateljstava. Nigerija i Turska su nanovo otvorila tržišta 17-og marta 2022.

godine, nakon poboljšanja apetita za rizikom, sa značajnom premijom na postojeće referentne vrijednosti.

Povezanost sa Rusijom i Ukrajinom u smislu trgovine predstavlja glavni izvor diferencijacije tržišnog učinka. Uloga Rusije i Ukrajine u proizvodnji energije, metala, poljoprivredi i turizmu izložila je više zemalja u razvoju velikom nazadovanju u pogledu trgovine, inflacije, povećanih fiskalnih pritisaka. Diferencijacija je značajna među emitentima nižeg rejtinga, gdje su rasponi značajno veći za neke izvoznike roba, dok preferencije investitora prema zemljama koje će se okoristiti rastom cijena robe dovode do generalne nadmoći izvoznika robe sa većim rejtingom na kreditnim i robnim tržištima.

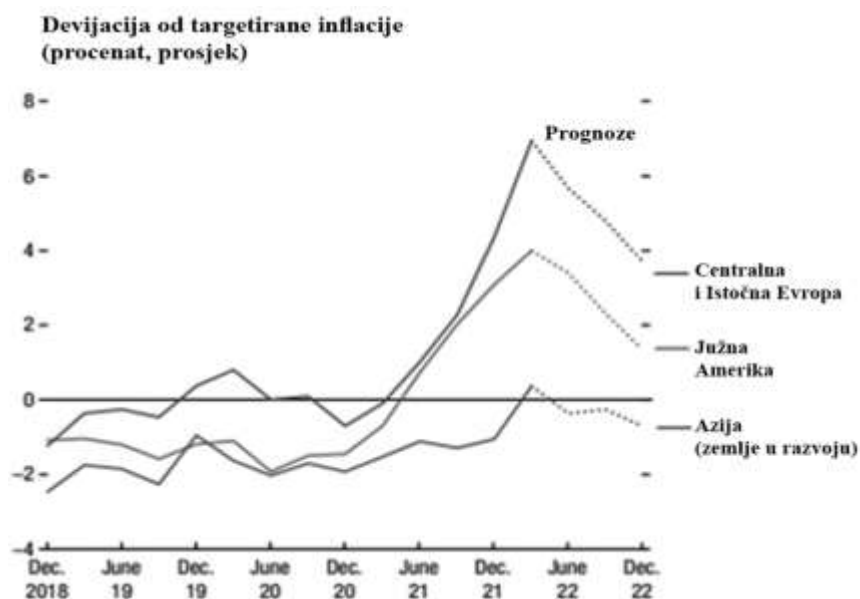
Nakon izazovnog kraja 2021. godine za tokove portfolia, tokovi duga u domaćoj valuti i tržištima kapitala su ojačali na početku 2022. godine, unatoč očekivanjima normalizacije politika u SAD-u. Prilivi sredstava su bili veći za zemlje Azije, istočne Evrope, Srednjeg Istoka i Sjeverne Afrike, reflektujući smanjene zabrinutosti zbog pandemije i u nekim slučajevima rast cijena dobara. Međutim, nakon invazije na Ukrajinu, tokovi su postali vrlo nestabilni, posebno tokovi kapitala i obveznica u domaćoj valuti. Zemlje koje imaju koristi od visokih cijena dobara, poput Brazila i Indonezije, podnijele su pritisak i imaju velike prilive kapitala ove godine, dok uvoznici energije imaju velike odljeve kapitala. Neki od odljeva u likvidnijim tržištima, poput kineskih držanih obveznica, dijelom reflektuju tehničke faktore, dok su manageri fondova povećali gotovinske udjele u očekivanju mogućih pritisaka. Potreba za kratkoročnom likvidnosti je pojačana visoko likvidnim tržišnim uslovima na ruskim tržištima usljed sankcija i trgovinskim restrikcijama. (GFSR, poglavlje 1, maj 2022. godine)

2.1 Implikacije visoke inflacije na finansijsku stabilnost

Sa visokim cijenama dobara koje će nadodati inflatornom pristiku koji ubrzano raste, centralne banke su suočene sa izazovom borbe protiv visoke inflacije i očuvanja oporavka od vremena visoke nesigurnosti prospekata globalne ekonomije. Snižavanje inflacije i sprečavanje povezanih inflatornih očekivanja zahtjeva pažljivu komunikaciju i akcije koje se spriječiti pogoršanje finansijskih uslova. Takvo pogoršanje može predstavljati rizik za finansijsku stabilnost i usporavati ekonomski rast. Centralne banke zemalja u razvoju bile su suočene sa inflatornim pritiscima i prije ruske invazije na Ukrajinu i povezanog naglog rasta cijena dobara. Da bi održali povjerenje tržišta u njihovu sposobnost ispunjavanja mandata, mnoge centralne banke su odlučno odgovorile i pooštrile monetarne politike, ključni korak za relativnu stabilnost dugoročnih inflatornih očekivanja.

Dva primjetna izuzetka su Argentina i Turska, gdje inflatorna očekivanja ostaju visoko iznad targetiranih. Nakon početka rata, prognoze inflacije za zemlje u razvoju za 2022. godinu iznose 8.6% umjesto očekivanih 2.7%, dok je prognoza BDP-a smanjena za 0.9% na 3.9% (Prognoze MMF-a za 2022. godinu).

Grafikon 2. Devijacija od targetirane inflacije



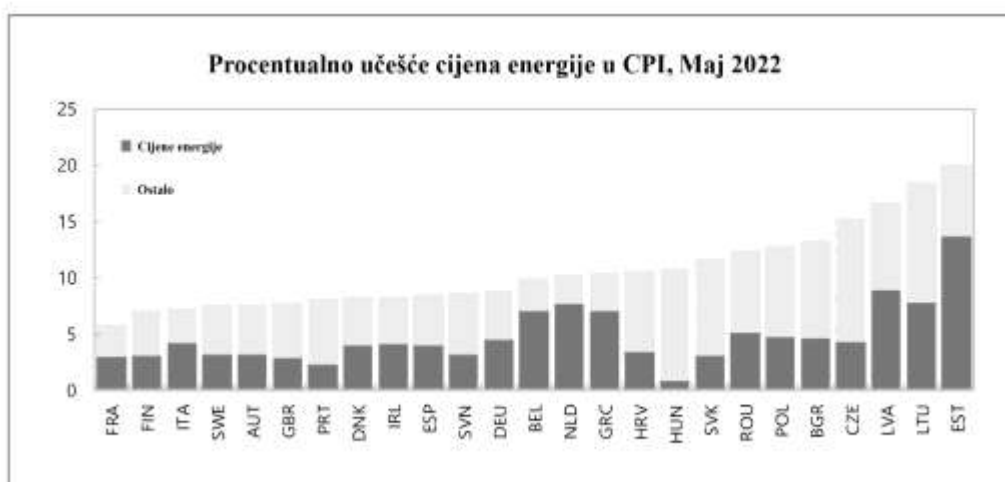
Izvor: GFRS 2022

Rast cijena dobara se najviše osjeti u zemljama koje imaju direktne trgovinske veze sa Rusijom i Ukrajinom, gdje i postoji najveći inflatorni pritisak. Kao dodatak prelasku na strožiju monetarnu politiku, neke zemlje (poput Egipta) su iskoristile priliku da iskoriste devizni kurs kao apsorber šoka. Kao kontrast, izvoznici dobara među zemljama u razvoju kao što su Brazil, Čile i Južna Afrika su pribjegli mjerama odljeva strane razmjene kao rezultat naglog rasta potražnje strane razmjene i logističkih poteškoća. Npr. Kazahstan je zabranio napuštanje zemlje sa više od 10.000 \$ i nametnuo restrikcije na prenošenje zlata i srebra. Azijske zemlje u razvoju su ograničile direktne veze sa Rusijom i Ukrajinom tako da imaju bezazleniji inflacijski outlook sa svojim odloženom i postepenom normalizacijom politika. (*IMF Global Financial Stability Report, Shockwaves from the War in Ukraine Test the Financial System's Resilience*, April 2022).

Globalne cijene fosilnih goriva su naglo narasle u protekle dvije godine. Cijene su počele rasti 2021. godine dok se globalna potražnja oporavljala nakon pandemije, dok je ponuda ostala manja nakon godina subvencioniranih investicija u energetske sektor. Nakon invazije početkom 2022. godine, cijene su narasle do historijski visokih nivoa, posebno za prirodni plin, uzimajući u obzir poremećaje na tržištima energenata i brige za buduću ponudu. Rusija ima veliki udio u globalnoj proizvodnji prirodnog plina, sirove nafte i uglja, čineći 20, 10 i 5% globalnog izvoza ovih dobara, respektivno, te je i duboko integrisana u evropska tržišta i distribucijske mreže (u 2020. godini, snadbijevala je 35, 25 i 45% uvoza prirodnog plina, sirove nafte i uglja EU i Ujedinjenog Kraljevstva zajedno). Do kraja prvog kvartala 2022. godine, cijene sirove nafte su se udvostručile, uglja utrostručile, a prirodnog plina narasle za više od pet puta u odnosu na početak 2021. godine. Cijene futura sugerišu da će ova povećanja imati stalnu komponentu. Očekuje se da će ovaj nivo visokih cijena trajati i tokom 2026. godine. Rast cijene energenata je značajno nadodala rastu inflacije u Evropi. Usljed brzog rasta cijena, energenti direktno čine polovinu godišnjeg CPI (*consumer price indices*) stope inflacije u maju 2022. godine. Udio CPI inflacije

prešao je 3% u većini zemalja, a bio je veći od 5% u Belgiji, Estoniji, Grčkoj, Latviji, Litvaniji, Nizozemskoj i Rumuniji. (Surging Energy Prices in Europe in the Aftermath of the War: How to Support the Vulnerable and Speed up the Transition Away from Fossil Fuels, Ari, Anil, Arregui, Nicolas, Black, Simon, Celasun, Oya, Iakova, Dora, Mineshima, Aiko, Mylonas, Victor, Parry, Ian, Teodoru, Iulia, Zhunussova, Karlygash, MMF Working Paper br. 2022/152)

Grafikon 3. Procentualno učešće cijena energije u CPI. Maj 2022



Izvor: Haver analytics, MMF kalkulacije

Očekuje se da će inflacija u euro zoni ostati povećana čitavu 2022. godinu. Od kraja 2020., projekcije kretanja inflacije su više puta revidirane. Buduća kretanja cijena energije i uska grla u distribuciji predstavljaju dodatne inflatorne rizike. Viša inflacija od očekivane može uticati na stabilnost, uzimajući u obzir efekte na vlade, preduzeća, kućanstva i finansijska tržišta. Značajna inflatorna iznenađenja mogu dovesti do tržišne nestabilnosti povećavajući rizik od nesrazmjernih kretanja cijena aktive. Kada su suočeni sa inflacionim šokom, učesnici na tržištu pokušavaju predvidjeti potencijalni odgovor centralnih banaka dok pokušavaju održati stabilnost cijena na tržištu. Ovo može uzrokovati promjene tržišnih kamatnih stopa kratkoročno i dugoročno, praćeno sa promjenama drugih tržišnih cijena. Ako nominalne kamatne stope porastu više od stopa inflacije, realni prinosi će porasti. Ako je sve ostalo jednako, viši stvarni prinosi su tipično povezani sa smanjenjem rizika investitora. U prošloj dekadi, potraga za prinosima je dovela do kompresirane risk premije i povišenih cijena imovine. Viša inflacija od očekivane utiče i na kapacitet različitih dužnika da servisiraju svoja zaduženja, iako inflacija može smanjiti realnu vrijednost ostatka duga. Relna vrijednost bilo koje nominalne sume ostatka duga smanjuje se dok rastu cijene. Ovo znači da su dužnički anuiteti relativno manji u realnim uslovima, tako da se oni moraju odreći relativno manjeg dijela potrošačke korpe da otplate svoja dugovanja. Međutim, dužnici mogu imati problem servisiranja duga ako se njihovi prihodi ne povećaju dovoljno da nadoknade veće troškove života i investiranja. Dužnici sa ugovorenim varijabilnim kamatnim stopama su više direktno izloženi rastu kamatnih stopa, gdje je njihov kapacitet servisiranja duga narušen više nego dužnika sa ugovorenim fiksnim kamatnim stopama. Visoko zadužene zemlje mogu biti suočene sa narušavanjem kapaciteta servisiranja duga ako kamatne stope i risk premije

naprave velik raspon između nominalnih kamatnih stopa (i) i nominalnog ekonomskog rasta (g). Razlika ($i-g$) je ključni parametar u analizi održivosti državnog duga. Kada kamatne stope prerastu stopu rasta, primarni suficit je potreban da se zaustavi rast odnosa duga. Ovaj pritisak na državne bilanse se naziva i „snowball efektom“. Teoretski, nominalne kamatne stope i nominalne stope rasta mogu rasti sa inflacijom. Međutim, očekivani rast outputa će vjerovatno biti suočen sa pritiscima za smanjivanje kada nominalne kamatne stope porastu, kada je sve ostalo jednako. Povećanje stopa bez rizika može imati veći uticaj na budžet više zaduženih zemalja.

Realni dohodak domaćinstava će biti narušen ako nominalne plate ne porastu da reflektuju povećanje cijena, sa potencijalnim posljedicama za rezidencijalno tržište nekretnina. Ako je povećana inflacija praćena smanjenim rastom, negativni uticaj inflacije na finansijsku stabilnost će biti povećan usljed ograničenog djelokruga za kompenzaciju povećanja prihoda. Dok je finansijska stabilnost preduslov za cjenovnu stabilnost, cjenovna stabilnost također utiče na finansijsku stabilnost (*Financial stability implications of higher than expected inflation*, Benjamin Mosk i Peter Welz, *ECB Financial Stability Review*, maj 2022).

2.2 Dug privatnog sektora i globalni oporavak – nejednakost i održivost

Politike vlada širom svijeta, tokom akutne faze COVID-19 krize, ublažile su ukupni ekonomski trošak pružajući dovoljnu i jeftinu likvidnost pogođenim preduzećima i domaćinstvima. Ove politike su, također, dovele do brzog nagomilavanja duga nadovezujući se na stabilan rast ukupnog kapaciteta ohrabrenog potpomognutim finansijskim uslovima od globalne finansijske krize 2008. godine. Nagli rast globalnog privatnog duga u 2020 godini – 13% BDP-a, je bio široko rasprostranjen i brži nego tokom globalne finansijske krize i skoro velik kao rast javnog duga. Nefinansijske korporacije, koje su ušle u pandemiju sa već povećanim dugom imali su veća povećanja duga od domaćinstava. Ovo je posebno slučaj u razvijenim zemljama zahvaljujući kreditnim garancijama, koncesionim programima zaduživanja i moratorijima. Nefinansijski korporativni dug naglo je narastao među ranjivim preduzećima (niska likvidnost, niska profitabilnost, visok omjer duga i imovine) u najviše pogođenim sektorima. Akumulacija duga domaćinstava, iako skromnija od nefinansijskih korporacija, u nekim slučajevima je bila koncentrisana najviše među domaćinstvima sa niskim prihodima. Razlike među zemljama su velike, sa važnim implikacijama za budući rast. Trenutni nivo odnosa privatnog omjera duga i imovine će usporavati budući rast BDP-a. Procjene za različite zemlje se kreću od kumulativnih 0.9% usporavanja rasta tokom tri godine za razvijene zemlje i kumulativnih 1.3% usporavanja rasta za zemlje u razvoju. Post pandemijsko usporavanje rasta bi moglo biti mnogo veće za zemlje gdje je zaduženost više koncentrisana među finansijski ograničenim domaćinstvima i ranjivim preduzećima, režim insolventnosti je neefikasan, fiskalni prostor je ograničen i monetarna politika mora biti ubrzano više restriktivna. Npr. iznenadna restrikcija za 100 baznih poena će smanjiti investicije među preduzećima sa visokim omjerom duga i imovine za kumulativnih 6,5% tokom dvije godine, 4% više nego među onima sa niskim omjerom duga i imovine. Efekat bi mogao biti i veći ako visoke kamatne stope uzrokuju finansijsku nestabilnost (GFSR, April 2021). Potreban je jači naglasak na distribucijska razmatranja za makroekonomske prognoze i kreiranje politika. Npr. gdje je oporavak na dobrom putu i gdje su privatne bilanse u dobrom stanju, uglavnom u razvijenim ekonomijama koje su imale koristi od velikodušnih vladinih potpora tokom pandemije, fiskalna podrška se može smanjiti brže, potpomažući rad

centralnih banaka. Gdje je oporavak slabiji i ciljana fiskalna podrška može smanjiti rizike disrupcije unutar kredibilnih srednjoročnih fiskalnih okvira (*Fiskalni monitor MMF-a*, April 2022). Tamo gdje je targetiranje teže i fiskalni prostor ograničen, zemlje će morati razmotriti mjere povećanja prihoda za finansiranje različitih priorjeta, kao što je privremeno povećanje poreza na dohodak preduzeća.

2.3 Snaga privatnog sektora tokom pandemije

Velikodušna podrška likvidnosti kroz kredite, kreditna garancije i moratorijume na otplate duga doprinjela je nagomilavanju duga i bila je presudna u sprečavanju propasti velikog broja preduzeća i povezanih gubitaka radnih mjesta i outputa, posebno među malim i srednjim preduzećima. (Household spending and fiscal support during the pandemic – the role of public perceptions, Dimitris Gerogarakos i Geoff Kenny, ECB Research Bulletin br.94, april 2022).

Postoji jasan sektorski kontrast u poređenju sa situacijom tokom finansijske krize iz 2008. godine. Zbog lockdowna ili nedostataka materijala, najveći gubici su koncentrisani u par sektora, kao što su usluge za potrošače, transport, autoindustrija i komponente. Kao kontrast, na drugom kraju distribucije, neki sektori su bili na dobitku tokom pandemije (IT usluge, farmacija, biotehnologija i oprema i usluge za zdravstvo). Ovo se razlikuje od situacije tokom globalne finansijske krize, kada je šok pogodio skoro sve sektore. Značajan dio rasta omjera duga i imovine tokom pandemije je pokriven vladinim garancijama. Rizik stresa za finansijski sistem je manji u zemljama gdje su vlade apsorbivale šok. Najveće pomoći su davane u naprednim ekonomijama, gdje je najveći prostor za fiskalne mjere. Tokom pandemije, udio ranjivih preduzeća je ostao na višem nivou nego tokom globalne finansijske krize i koncentriran na najviše pogođene sektore, gdje je zaduženost bila isto relativno veća. Ovaj udio je opadao od vrhunca krajem 2020. godine, reflektujući veće povrate, bolje novčane tokove i niži dug. Najviše pogođene industrije predstavljale su 18% dodatne vrijednosti i četvrtinu radne snage. Vanredne mjere koje su ublažile uticaj pandemije na novčane tokove preduzeća pomogle su spriječiti propasti preduzeća. Državne kreditne garancije su pomogle osigurati širok pristup kreditima i zaštitile bilanse banaka. Da li će ovo imati uticaja na investicije zavisi od snage oporavka, posebno u najviše pogođenim sektorima i strogoće budućih fiskalnih uslova dok se normalizira monetarna politika (Gourinchas and others 2020, 2021; Cros, Epaulard, and Martin 2021).

3. PAD GLOBALNOG EKONOMSKOG RASTA – PROJEKCIJE

Predviđa se da će globalni ekonomski rast usporiti od procenjenih 6.1% u 2021. godini na 3.6% u 2022. godini. Ovo je za 0.8% i 0.2% manje od inicijalnih procjena World Economic Outlook-a u januaru. Nakon 2023. godine, predviđa se da će globalni ekonomski rast opadati do 3.3% srednjoročno. Ova prognozna pretpostavlja da će konflikt ostati u granicama Ukrajine, dalje sankcije Rusiji izuzimaju energetski sektor (odluke evropskih zemalja da stave embargo na rusku energiju su faktorisane u prognoze) i da će se smanjiti uticaji pandemije na ekonomiju i zdravstvo tokom 2022. godine. Zaposlenost i output će ostati ispod pred pandemijskih trendova do 2026. godine. Neuobičajeno visoka nesigurnost okružuje ovu prognozu zbog mogućeg

porogoršanja rata, eskalacije sankcija prema Rusiji, zero- Covid strategija Kine, kao i mogućnost pojave novih sojeva virusa i rasplamsavanja pandemije. Rat u Ukrajini je povećao i mogućnost širih socijalnih nemira zbog visoke cijene hrane i energije.

Iako je nemoguće precizno odrediti tačnu količinu štete koju je rat uzrokovao ukrajinskoj ekonomiji, predviđa se da će se ekonomske aktivnosti smanjiti za 35% u 2022. godini. Ako se rat i završi uskoro, gubitci života, destrukcija psihičkog kapitala i bijeg građana će narušiti ekonomiju mnogo godina u budućnosti.

Finansijske i trgovinske sankcije, uključujući gubitak banarskih privilegija, pristup SWIFT sistemu plaćanja, zamrzavanje sredstava centralne banke, embargo na naftu i plin od strane nekih velikih ekonomija imati će ozbiljan uticaj na rusku ekonomiju. Da bi spriječila gubitak kapitala, Centralna banka Rusije je povećala kamatnu stopu i šire kapitalne kontrole su uvedene. Finansijska tržišta su bila turbulentna, sa padom rublje za 60%, prije vraćanja na pred invazijske nivoe u posljednje vrijeme. Povlačenje stranih preduzeća je narušilo mnoge industrije, uključujući avijaciju, finansije, software i poljoprivredu. Kao rezultat, prognoze nisu povoljne. Gubitak povjerenja investitora će dovesti do značajnog pada privatnih investicija i potrošnje. Predviđa se da će BDP pasti za 8.5%, sa daljim padom od 2.3% u 2023. godini. Evropa, Rusija i Ukrajina će doživjeti kontrakcije BDP-a približno 2.9% u 2022. godini, prije ekspanzije za 1.3% u 2023. godini. Glavni pokretači kontrakcije su uticaj visoke cijene energije na domaću potražnju i disrupcije trgovine, posebno za baltičke zemlje, čija će vanjska potražnja padati zajedno sa kontrakcijom ruske ekonomije. Priliv izbjeglica će očekivano donijeti veliki pritisak na socijalne službe, ali sa eventualnim povećanjem radne snage može pomoći srednjoročni rast i porezne povrate.

Glavni kanali kojima je rat u Ukrajini i sankcije Rusiji utiču na ekonomiju euro zone su rastuće globalne cijene energije i energetske sigurnosti. Za većinu evropskih zemalja visoke globalne cijene predstavljaju negativan šok, zato što su uvoznice energije, što se dalje prevodi u niže outpute i višu inflaciju. Disrupcije lanaca distribucije su naškodile nekim industrijama, uključujući automobilsku, dok su rat i sankcije dalje otežale proizvodnju ključnih inputa. Kao posljedica, rast BDP-a euro zone u 2022. godini će biti smanjen za 2.8%, sa najvećim padom u ekonomijama kao što su Njemačka i Italija sa relativno velikim proizvodnim sektorima i većom ovisnosti o uvozu energije iz Rusije. Širom euro zone, udar na aktivnosti je djelomično smanjen povećanom fiskalnom podrškom.

Zemlje Srednjeg Istoka i Sjeverne Afrike, Kavkaz i Centralne Azije imaju veliku izloženost globalnim cijenama hrane, posebno cijeni pšenice koja će ostati visoka. Za izvoznike nafte, veća cijena fosilnih goriva će pružiti prednosti. Prognoza za Saudijsku Arabiju je poboljšana za 2.8%, reflektujući veću proizvodnju nafte u skladu sa OPEC+ sporazumom. Zemlje Kavkaza i Centralne Azije imaju jake trgovinske i finansijske veze sa Rusijom, kao i veliku izloženost cijenama roba, tako da će njihov rast BDP-a biti značajno smanjen.

Razvoj događaja u Kini nastavlja da dominira prognozama za Aziju. Kombinacija novih sojeva virusa i stroga zero-COVID strategija u Kini je dovela do ponovnih restrikcija kretanja i lokaliziranih lockdowna koji su, zajedno sa anemičnim oporavkom zaposlenosti smanjili

privatnu potrošnju. Značajno je smanjeno i ulaganje u nekretnine. Ograničene direktne trgovinske veze sa Rusijom i Ukrajinom znače da će efekti preljevanja biti ograničeni na kanale cijena dobara i indirektnim uticajima kroz slabiju potražnju od ključnih trgovinskih partnera, kao što je euro zona.

Ekonomске veze između Rusije i SAD-a i Kanade su ograničene. Prognoze za SAD reflektuju paket fiskalne politike i kontinuirane probleme u lancima distribucije. Također visoka inflacija i stroga monetarna politika, kao i uticaj manjeg rasta trgovinskih partnera zbog poremećaja na tržištu uzrokovanih ratom. Prognoza za Kanadu je snižena za 0.2%, reflektujući politiku podrške i slabije vanjske potražnje iz SAD-a. (*Global prospects and policies*, MMF, April 2022.)

Tablica 1. Posljednje prognoze globalnog ekonomskog rasta

(Realni BDP, godišnja procentualna promjena)	2021	2022	2023
Svjetski output	6.1	3.6	3.6
Razvijene ekonomije	5.2	3.3	2.4
SAD	5.7	3.7	2.3
Euro zona	5.3	2.8	2.3
Njemačka	2.8	2.1	2.7
Francuska	7.0	2.9	1.4
Italija	6.6	2.3	1.7
Španija	5.1	4.8	3.3
Japan	1.6	2.4	2.3
Ujedinjeno Kraljevstvo	7.4	3.7	1.2
Kanada	4.6	3.9	2.8
Ostale razvijene ekonomije	5.0	3.1	3.0
Zemlje u razvoju	6.8	3.8	4.4
Kina	8.1	4.4	5.1
Indija	8.9	8.8	6.9
Rusija	4.7	-8.5	-2.3
Brazil	4.6	0.8	1.4
Mexico	4.8	2.0	2.5
Saudijska Arabija	3.2	7.6	3.6

Izvor: MMF, World Economic Outlook, April 2022.

ZAKLJUČAK

Povezanost sa Rusijom i Ukrajinom u smislu trgovine predstavlja glavni izvor diferencijacije tržišnog učinka. Uloga Rusije i Ukrajine u proizvodnji energije, metala, poljoprivredi i turizmu izložila je više zemalja u razvoju velikom nazadovanju u pogledu trgovine, inflacije, povećanih fiskalnih pritisaka. Diferencijacija je značajna među emitentima nižeg rejtinga, gdje su rasponi značajno veći za neke izvoznike roba, dok preferencije investitora prema zemljama koje će se okoristiti rastom cijena robe dovode do generalne nadmoći izvoznika robe sa većim rejtingom na kreditnim i robnim tržištima.

Globalne cijene fosilnih goriva su naglo narasle u protekle dvije godine. Cijene su počele rasti 2021. godine dok se globalna potražnja oporavljala nakon pandemije, dok je ponuda ostala

manja nakon godina subvencioniranih investicija u energetski sektor. Nakon invazije početkom 2022. godine, cijene su narasle do historijski visokih nivoa, posebno za prirodni plin, uzimajući u obzir poremećaje na tržištima energenata i brige za buduću ponudu. Rusija ima veliki udio u globalnoj proizvodnji prirodnog plina, sirove nafte i uglja, čineći 20,10, i 5% globalnog izvoza ovih dobara, respektivno, te je i duboko integrisana u evropska tržišta i distribucijske mreže (u 2020. godini, snadbijevala je 35, 25 i 45% uvoza prirodnog plina, sirove nafte i uglja EU i Ujedinjenog Kraljevstva zajedno). Do kraja prvog kvartala 2022. godine, cijene sirove nafte su se udvostručile, uglja utrostručile, a prirodnog plina narasle za više od pet puta u odnosu na početak 2021. godine.

Realni dohodak domaćinstava će biti narušen ako nominalne plate ne porastu da reflektuju povećanje cijena, sa potencijalnim posljedicama za rezidencijalno tržište nekretnina. Ako je povećana inflacija praćena smanjenim rastom, negativni uticaj inflacije na finansijsku stabilnost će biti povećan usljed ograničenog djelokruga za kompenzaciju povećanja prihoda. Dok je finansijska stabilnost preduslov za cjenovnu stabilnost, cjenovna stabilnost također utiče na finansijsku stabilnost.

Predviđa se da će globalni ekonomski rast usporiti od procjenjenih 6.1% u 2021. godini na 3.6% u 2022. godini. Ovo je za 0.8% i 0.2% manje od inicijalnih procjena World Economic Outlook-a u januaru. Nakon 2023. godine, predviđa se da će globalni ekonomski rast opadati do 3.3% srednjoročno. Ova prognozna pretpostavlja da će konflikt ostati u granicama Ukrajine, dalje sankcije Rusiji izuzimaju energetski sektor (odluke evropskih zemalja da stave embargo na rusku energiju su faktorisane u prognoze) i da će se smanjiti uticaji pandemije na ekonomiju i zdravlje tokom 2022. godine. Zaposlenost i output će ostati ispod pred pandemijskih trendova do 2026. godine. Neuobičajeno visoka nesigurnost okružuje ovu prognozu zbog mogućeg pogoršanja rata, eskalacije sankcija prema Rusiji, zero-Covid strategija Kine, kao i mogućnost pojave novih sojeva virusa i rasplamsavanja pandemije.

LITERATURA:

- Global prospects and policies, MMF, April 2022.
- Gourinchas and others 2020, 2021; Cros, Epaulard, and Martin 2021.
- Household spending and fiscal support during the pandemic – the role of public perceptions, Dimitris Gerogarakos i Geoff Kenny, ECB Research Bulletin, br. 94, april 2022.
- Fiskalni monitor MMF-a, April 2022.
- GFSR April 2021.
- Financial stability implications of higher than expected inflation, Benjamin Mosk i Peter Welz, ECB Financial Stability Review, maj 2022.
- Global Financial Stability Report, Shockwaves from the War in Ukraine Test the Financial System's Resilience, April 2022.
- Financial Stability Review, ECB maj 2022.
- www.europa.eu- Utjecaj ruske invazije na Ukrajinu na tržišta: odgovor EU-a.

- Bank for International Settlements Consolidated Banking Statistics.
- World Economic Outlook, War sets back the global recovery, april 2022.
- Surging Energy Prices in Europe in the Aftermath of the War: How to Support the Vulnerable and Speed up the Transition Away from Fossil Fuels, Ari, Anil, Arregui, Nicolas, Black, Simon, Celasun, Oya, Iakova, Dora, Mineshima, Aiko, Mylonas, Victor, Parry, Ian, Teodoru, Iulia, Zhunussova, Karlygash, MMF Working Paper br. 2022/152