

VESNA MARTIN¹

E-mail: martinV0803@hotmail.com

VEZA IZMEĐU REZULTATA PRIMENE STRATEGIJE DINARIZACIJE I TRANSMISIONOG MEHANIZMA MONETARNE POLITIKE U SRBIJI²

RELATIONSHIP BETWEEN THE RESULTS OF STRATEGY OF DINARISATION AND TRANSMISSION MECHANISM OF MONETARY POLICY IN SERBIA

JEL KLASIFIKACIJA: E42, E44, E58 I G28

APSTRAKT:

Rad se bavi primenom strategije dinarizacije u finansijskom sistemu Srbije. Narodna banka Srbije i Vlada Republike Srbije su u martu 2012. godine potpisale Memorandum o strategiji dinarizacije i time su definisale ciljeve, mere i aktivnosti koje će preduzimati

-
- 1 Narodna banka Srbije. Za stavove iznete u ovom radu odgovoran je autor i stavovi ne predstavljaju nužno zvaničan stav Narodne banke Srbije.
 - 2 Ovaj rad predstavlja deo doktorske disertacije „Uticaj monetarne politike na izbor valutnog režima u dvovalutnom sistemu: primer Srbije“ koju autor priprema na Ekonomskom fakultetu, Univerziteta u Beogradu. Autor duguje zahvalnost za korisne komentare i sugestije svojim mentorima prof. dr Nikoli Fabrisu i prof. dr Bošku Živkoviću, kao i članovima komisije prof. dr Miomiru Jakšiću, prof. dr Aleksandru Živkoviću i prof. dr Branku Vasiljeviću.

radi jačanja poverenja u nacionalnu valutu i njenu upotrebu u finansijskom sistemu. Narodna banka Srbije koristi različite mere i aktivnosti kako bi povećala nivo dinarizacije, a koje može da primeni kroz mere monetarne politike, prudencijalne mere i edukativne aktivnosti. Isto tako, i Vlada Republike Srbije primenjuje mere i aktivnosti, u okviru svoje nadležnosti, koje se baziraju na primeni strategije upravljanja javnim dugom čiji je cilj da se poveća dinarsko učešće u ukupnom javnom dugu, potom odobravanje subvencionisanih kredita kroz programe u kojima su krediti pretežno zastupljeni u dinarskom znaku, zatim stimulatívna poreska politika kako bi se podržala dinarska štednja i unapređenje institucionalnog i regulatornog okruženja koje će doprineti daljem razvoju primarnog i sekundarnog tržišta čisto dinarskih hartija od vrednosti.

**KLJUČNE REČI:**

STRATEGIJA DINARIZACIJE, MERE I AKTIVNOSTI NARODNE BANKE SRBIJE,
MERE I AKTIVNOSTI VLADE REPUBLIKE SRBIJE

ABSTRACT:

This paper investigate the application of the strategy of dinarisation in financial system of Serbia. National Bank of Serbia and the Government of the Republic of Serbia signed in March 2012 the Memorandum on the Strategy of Dinarisation of the Serbian Financial System and thus have defined goals, measures and activities to be undertaken in order to strengthen confidence in the national currency and its use in the financial system. National Bank of Serbia uses various measures and activities to increase the level of dinarisation, which can apply as measures of monetary policy, prudential measures and educational activities. Similarly, the Government of the Republic of Serbia implement measures and activities within its jurisdiction, which are based on the use of public debt management strategy which aim is to increase the participation of the Dinar in total public debt, then the approval of subsidized loans through programs in which credits are mainly represented in Dinars, then stimulating tax policies to support the Dinar savings and improving the institutional and regulatory environment that will contribute to further development of the primary and secondary markets of purely Dinar securities.

**KEY WORDS:**

STRATEGY OF DINARISATION, MEASURES AND ACTIVITIES OF THE NATIONAL BANK OF SERBIA,
MEASURES AND ACTIVITIES OF SERBIAN GOVERNMENT

1. UVOD

Narodna banka Srbije implicitno od 2006. godine, a eksplicitno od 2008. godine primenjuje strategiju targetiranja inflacije. Monetarni odbor Narodne banke Srbije usvojio je u decembru 2008. Memorandum o ciljanju (targetiranju) inflacije kao monetarnoj strategiji, kojim se definiše formalna primena režima inflacionog targetiranja od 1. januara 2009. godine³. Ciljana stopa inflacije, kao godišnja procentualna promena indeksa potrošačkih cena, jedina je numerička smernica za monetarnu politiku koju sprovodi Narodna banka Srbije. Primenom monetarne strategije targetiranja inflacije najvažniji kanal transmisionog mehanizma bi trebalo da bude kanal kamatnih stopa. Međutim, u slučaju Srbije, koja je visoko evroizovana zemlja, veći uticaj ima kanal deviznog kursa i time se smanjuje kredibilitet monetarne politike. Samo kroz veću zastupljenost dinarskih izvora i plasmana može se povećati efikasnost monetarne politike, ali i da se većom upotrebom dinara u finansijskom sistemu podigne viši nivo finansijske stabilnosti zemlje, umanjiti rizik od promene deviznog kursa i time pomogne stvaranju preduslova za održivi i snažni privredni razvoj.

2. ZNAČAJ STRATEGIJE DINARIZACIJE

Sama primena strategije dinarizacije je usmerena ka većoj zastupljenosti dinara u celokupnom finansijskom sistemu Srbije, čime se direktno utiče na sniženje valutnog rizika. Posledično veća zastupljenost dinarskih izvora sredstava bi vodila i ka višem nivou dinarskih plasmana, kako u sektoru privrede, tako i u sektoru stanovništva.

Upravo visok nivo evrozacije (nizak nivo dinarizacije) u Srbiji utiče na sprovođenje inflatornog targetiranja i prema Šoškiću (2015)⁴ to se višestruko odražava: *prvo*, svaki put kada se poveća referentna kamatna stopa kanal kamatne stope bi trebalo da poveća trošak zaduženja, stimuliše štednju i smanji tražnju za kreditima⁵. Ali kada Narodna banka Srbije poveća referentnu kamatnu stopu time se pretežno utiče na cenu zaduženja u domaćoj valuti i na čisto dinarske kredite⁶; *drugo*, veliki deo kredita je denominiran u evrima ili je valutno indeksiran i time referentna kamatna stopa Evropske centralne banke⁷ i EURIBOR imaju veći uticaj na trošak zaduživanja u Srbiji nego referentna stopa Narodne

3 Principe ovog režima monetarne politike Narodna banka Srbije je postepeno uvodila u praksu na osnovu Memoranduma o novom okviru monetarne politike, usvojenog u avgustu 2006. godine. Memorandum Narodne banke Srbije o ciljanju (targetiranju) inflacije kao monetarnoj strategiji je moguće pronaći na sledećoj veb adresi: http://www.nbs.rs/internet/latinica/30/memorandum_monetarna_strategija_122008.pdf

4 Šoškić (2015), str. 24-26.

5 Više informacija o uticaju različitih kanala transmisije monetarne politike u Srbiji i njihovim implikacijama na okvir i instrumente monetarne politike dodatne informacije se mogu dobiti u radu Dragutinović D., (2008), „Power and Weakness of Monetary Policy in Striking a Balance Between Balance-of-Payments-and Inflation-Related Objectives“, National Bank of Serbia, Working Paper 12, March 2008. kao i u radu Aleksić M., et al (2008), „Kanal kamatne stope u uslovima dolarizacije: slučaj Srbije“, Narodna banka Srbije, Radni papir serija 15, Septembar 2008.

6 U radu Kujundžić S. and Otašević D., (2012), „The bank lending channel in an euroised economy: the case of Serbia“, National Bank of Serbia, Working Paper 24, July 2012. su pokazali da u slučaju kredita u stranoj valuti, promene referentnih stopa nemaju statistički značajan efekat što se može objasniti visokim učešćem dugoročnih kredita u ukupnim deviznim i devizno indeksiranim kreditima. Ovi autori su analizirali bilansne podatke za 33 banke u periodu od trećeg kvartala 2008. do drugog kvartala 2011. godine.

7 Ovo je tačna tvrdnja do 16. marta 2016. godine kada je Evropska centralna banka snizila referentnu kamatnu stopu sa 0,05% na 0,0%.

banke Srbije; *treće*, visok nivo evroizacije povećava efekat „pass-through“ deviznog kursa na inflaciju; *četvrto*, svako povećanje referentne kamatne stope, bez promene u uslovima kreditiranja evro indeksiranih kredita, utiče na porast zaduživanja u domaćoj valuti; *peto*, porast referentne kamatne stope, bez promene stope na zaduženje u evrima, povećava kamatni diferencijal između domaće valute i evra, što stimuliše priliv kratkoročnog spekulativnog kapitala (eng. *carry trade*) i *šesto*, u slučaju očekivanja depresijacije deviznog kursa visok nivo dolarizacije može da prouzrokuje iznenadnu i značajnu reakciju između transaktora koji će preći iz domaće u stranu valutu, tzv. *flight to safety*.

U svojoj analizi Vilaret i Palić (2006)⁸ su se bavile ocenom „pass-through“ efekta deviznog kursa na inflaciju⁹ u Srbiji za šta su koristile mesečne i kvartalne podatke za period 2001-2006. godina. Na bazi primene ADL modela (eng. *autoregressive distributed lag model*) za mesečne podatke za navedeni period u kratkom roku efekat deviznog kursa na indeks potrošačkih cena je 0,20, a u dugom roku 0,39. Ovo znači da u kratkom roku oko 20% promene deviznog kursa je preneto u nivo potrošačkih cena, dok je u dugom roku taj prenosni efekat iznosio oko 40%. Takođe i druge studije koje su se bavile analizom uticaja prenosnog dejstva deviznog kursa na stopu inflacije su došle do sličnih rezultata. Tako na primer u izveštaju MMF-a za Srbiju od 27. oktobra 2006. godine¹⁰ posmatran je period od marta 2003. godine do juna 2006. godine i rezultati pokazuju da na bazi mesečnih podataka prenosni efekat deviznog kursa na inflaciju za mesec dana iznosi 0,24, za dva meseca 0,36 i za šest, dvanaest i dvadeset četiri meseca iznosi 0,45. U radu Tasić (2008)¹¹ je koristio podatke od januara 2001. godine do decembra 2007. godine. Na bazi primene ADL modela i primene mesečnih (kvartalnih) podataka prenosni efekat deviznog kursa dinara na cene na malo u kratkom roku iznosi 0,18 (0,24), a u dugom roku 0,50 (0,32).

Nizak nivo dinarizacije, o čemu će u nastavku rada biti više reči, utiče na sniženje kredibiliteta monetarne politike jer pri režimu inflatornog targetiranja, koji Srbija trenutno primenjuje, dominantan kanal nije kanal kamatnih stopa već kanal deviznog kursa. Samo kroz veću upotrebu dinara u finansijskom sistemu Srbije i bolju usklađenost valutne strukture prihoda i rashoda bankarskog i nebankarskog sektora poboljšao bi se stepen finansijske stabilnosti zemlje, umanjio bi se rizik od promene deviznog kursa u najranjivijim sektorima privrede i povećala bi se efikasnost monetarne politike.

8 Vilaret i Palić (2006), str. 9

9 „Pass-through“ efekat se može definisati kao procentualna promena cena nastala kao posledica jednog procentne promene nominalnog deviznog kursa. Procena efekta deviznog kursa na kretanje cena je važno zbog izbora režima deviznog kursa. Ukoliko postoji visok prenosni efekat deviznog kursa na cene, to sugeriše upotrebu targetiranja deviznog kursa, dok niži prenosni efekat deviznog kursa na cene ukazuje na primenu targetiranja inflacije.

10 Republic of Serbia: Selected Issues, IMF Country Report No. 06/382, October 2006, Izveštaj preuzet sa veb adrese: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2006/cr06382.pdf>

11 Tasić (2008), str. 9

3. STRATEGIJA DINARIZACIJE FINANSIJSKOG SISTEMA SRBIJE

Narodna banka Srbije i Vlada Republike Srbije su u martu 2012. godine potpisale Memorandum o strategiji dinarizacije finansijskog sistema Srbije¹². Memorandumom o strategiji dinarizacije finansijskog sistema Srbije definišu se ciljevi, mere i aktivnosti koje će se preduzimati radi jačanja poverenja u nacionalnu valutu i njenu upotrebu u finansijskom sistemu. Cilj strategije i procesa dinarizacije jeste postizanje zadovoljavajućeg stepena upotrebe dinara u okviru finansijskog sistema koji neće ugroziti finansijsku i makroekonomsku stabilnost zemlje.

Narodna banka i Vlada saglasne su da aktivnosti za sprovođenje procesa dinarizacije budu podeljene u tri grupe, u skladu s različitim ciljevima tog procesa. *Prvu grupu* čine mere monetarne i fiskalne politike usmerene na jačanje makroekonomskog okruženja obezbeđivanjem niske i stabilne inflacije uz rukovođeno plivajući devizni kurs i održiv privredni rast. *Drugu grupu* čine aktivnosti usmerene na razvoj tržišta dinarskih hartija od vrednosti i stvaranje uslova za uvođenje novih dinarskih proizvoda. *Treću grupu* čine aktivnosti usmerene na razvoj instrumenata zaštite od deviznog rizika.

4. CILJEVI I MERE PRAĆENJA STRATEGIJE DINARIZACIJE

U skladu sa Memorandumom o strategiji dinarizacije finansijskog sistema Srbije, Narodna banka Srbije i Vlada Republike Srbije obavezale su se da prate i analiziraju kretanje stepena dinarizacije, kao i da redovno izveštavaju javnost o upotrebi dinara u domaćem finansijskom sistemu. S tim ciljem, Narodna banka Srbije tromesečno priprema i objavljuje Izveštaj o dinarizaciji finansijskog sistema Srbije kao jedno od pomoćnih sredstava komunikacije s javnošću¹³.

U pogledu mera praćenja stepena dinarizacije moguće je izdvojiti sledeće mere¹⁴:

1) učešće dinarskih plasmana u ukupnim plasmanima banaka privredi i stanovništvu (Tabela 1);

U okviru celokupnog posmatranog perioda, što obuhvata period od prvog kvartala 2011. godine do trećeg kvartala 2016. godine, veće je procentualno učešće dinarskih plasmana sektoru stanovništva u odnosu na sektor privrede, osim prva dva kvartala 2011. godine kada je bila veća zastupljenost dinarskih plasmana privredi, što je posledica pokretanja programa subvencionisanih krediti.

2) učešće dinarskih kredita u novoodobrenim kreditima privredi i stanovništvu (Tabela 1)

12 Memorandum o strategiji dinarizacije finansijskog sistema Srbije, Preuzeto sa veb adrese: http://www.nbs.rs/internet/latinica/30/MemorandumVladaDinarizacija_20120406.pdf

13 Izveštaj o dinarizaciji se objavljuje se kvartalno i to u martu, junu, septembru i decembru. Prvi izveštaj Narodna banka Srbije je objavila u martu 2011. godine. Izveštaji se mogu pronaći na sledećoj veb adresi: <http://www.nbs.rs/internet/cirilica/90/dinarizacija/index.html>

14 Rezultati praćena stepena dinarizacije su najvećim delom dobijeni iz kvartalnih izveštaja o dinarizaciji.

Tokom 2011. godine dolazi do pretežnog učešća dinarskih kredita u ukupnim novoodobrenim kreditima privredi i stanovništvu, osim drugog i četvrtog kvartala. U drugom kvartalu smanjenje dinarskih kredita u ukupnim novoodobrenim je najvećim delom posledica sniženja novoodobrenih dinarskih kredita kod sektora privrede, i to uglavnom zbog stagnacije u odobravanju subvencionisanih dinarskih kredita u junu¹⁵. Na kraju decembra učešće tih kredita iznosilo je 31,1%, što predstavlja smanjenje za 9,5 p.p. u odnosu na kraj septembra, što je rezultat, u najvećoj meri, povećanja novih deviznih i devizno indeksiranih kredita¹⁶.

3) učešće dinarskih depozita u ukupnim depozitima privrede i stanovništva

Ukoliko se analizira period od 2011. godine do trećeg kvartala 2016. godine i sagledaju se podaci na kraju kvartala može se uvideti da učešće dinarskih depozita u ukupnim depozitima privrede i stanovništva je vrlo nisko i kreće se od 17,8% (drugi kvartal 2012. godine) do 27,3% (treći kvartal 2016. godine). Takođe, moguće je uočiti neujednačenu sektorsku strukturu gde više dinarskih depozita ima sektor privrede, dok sektor stanovništva u proseku, u okviru posmatranog perioda, drži oko 11% dinarskih depozita. Krajem septembra 2016. godine depoziti privrede i stanovništva su iznosili 1.852,5 milijardi dinara.

► **TABELA 1 UČEŠĆE DINARSKIH PLASMANA U UKUPNIM PLASMANIMA PRIVREDI I STANOVNIŠTVU I SEKTORSKA STRUKTURA PLASMANA I UČEŠĆE DINARSKIH KREDITA U NOVOODOBRENIM KREDITIMA PRIVREDI I STANOVNIŠTVU**

GODINA	KVARTAL	UČEŠĆE DINARSKIH PLASMANA U UKUPNIM PLASMANIMA PRIVREDI I STANOVNIŠTVU (U %)	SEKTORSKA STRUKTURA PLASMANA		UČEŠĆE DINARSKIH KREDITA U UKUPNIM NOVOODOBRENIM KREDITIMA PRIVREDI I STANOVNIŠTVU (U %)
			PRIVREDA	STANOVNIŠTVU	
2011.	T1	31,80%	33,10%	29,40%	46,3%
	T2	31,40%	31,90%	30,50%	31,3%
	T3	30,20%	29,10%	32,20%	40,6%
	T4	29,30%	27,50%	32,60%	31,1%
2012.	T1	27,90%	25,70%	32,20%	37,9%
	T2	27,80%	24,80%	33,50%	46,2%
	T3	28,20%	24,70%	34,80%	30,6%
	T4	28,00%	24,20%	35,10%	37,3%
2013.	T1	28,20%	24,00%	36,00%	37,6%
	T2	27,40%	22,30%	36,40%	38,2%
	T3	27,30%	21,30%	37,40%	32,3%
	T4	26,80%	20,00%	37,90%	31,4%

15 Padu učešća dinarskih kredita delimično je doprinela Odluka o merama za očuvanje i jačanje stabilnosti finansijskog sistema („Službeni glasnik RS“, br. 34/2011), koja je doneta sredinom 2011. godine radi smanjenja deviznog rizika u finansijskom sistemu.

16 Rast tih kredita kod stanovništva pretežno je posledica zaključivanja aneksa ugovora o stambenim kreditima, u skladu s početkom primene Zakona o zaštiti korisnika finansijskih usluga („Službeni glasnik RS“, br. 36/2011 i njegove izmene i dopune objavljene u „Službenom glasniku RS“, br. 139/2014.).

GODINA	KVARTAL	UČEŠĆE DINARSKIH PLASMANA U UKUPNIM PLASMANIMA PRIVREDI I STANOVNIŠTVU (U %)	SEKTORSKA STRUKTURA PLASMANA		UČEŠĆE DINARSKIH KREDITA U UKUPNIM NOVOODOBRENIM KREDITIMA PRIVREDI I STANOVNIŠTVU (U %)
			PRIVREDA	STANOVNIŠTVO	
2014.	T1	26,60%	19,10%	38,30%	31,3%
	T2	28,30%	21,20%	39,50%	42,6%
	T3	30,40%	23,70%	40,60%	57,0%
	T4	31,20%	25,00%	41,00%	45,9%
2015.	T1	30,30%	23,40%	40,80%	30,0%
	T2	29,60%	21,70%	41,50%	26,3%
	T3	28,80%	19,60%	42,60%	28,4%
	T4	28,60%	19,30%	42,80%	35,9%
2016.	T1	29,20%	19,30%	43,50%	37,4%
	T2	29,80%	19,10%	45,00%	37,2%
	T3	31,40%	20,70%	43,30%	39,8%
	T4				

Izvor: Narodna banka Srbije, Izveštaj o dinarizaciji – više izdanja

4) odnos dinarske i devizne štednje i njihova ročna struktura;

Ukoliko se sagleda ročna struktura dinarske, devizne i ukupne štednje sektora stanovništva kod banaka, na bazi podataka iz zvanične statistike Narodna banke Srbije, može se uvideti da tokom celog analiziranog perioda, koji obuhvata period od prvog kvartala 2011. godine do trećeg kvartala 2016. godine, značajno veće učešće ima kratkoročna dinarska (u analiziranom periodu učešće se kretalo u rasponu 72,6-93,8%) i devizna štednja (69,1-84%) u poređenju sa dugoročnom dinarskom i deviznom štednjom (6,2-27,4% i 16-30,9%, respektivno). Isto tako, ukoliko analiziramo struktura ukupne štednje stanovništva, dominantno učešće ima devizna (učešće u rasponu 95,6-98,2%) u odnosu na dinarsku štednju (učešće u rasponu 1,8-4,4%). Ako se detaljnije sagleda ročna struktura dinarske štednje, može se uvideti da kod kratkoročne dinarske štednje najveće učešće imaju štednja po viđenju i dinarska štednja do godinu dana, a u okviru dugoročne dinarske štednje do dve godine (izuzetak su samo prva tri kvartala 2013. godine i prva dva kvartala 2015. godine kada je bila veća zastupljenost štednje do pet godina).

5) učešće dinarskog duga u ukupnom javnom dugu i valutna struktura javnog duga Republike Srbije

Na promenu dinarskog dela duga u ukupnoj javnog dugu utiče emitovanje i dospeće dinarskih državnih obveznica, koje se emituju prema kalendaru koji objavljuje Uprava za javni dug u okviru Ministarstva finansija Republike Srbije. Najduža ročnost dinarskih državnih hartija je deset godina¹⁷. Pored emitovanja dinarskih hartija Uprava je zadužena i za kalendar emitovanja hartija koje su denominirane u evrima, čime se direktno utiče na učešće javnog duga u evrima. Na nivo javnog duga u dolarima najvećim delom su uticale

17 U oktobru 2014. godine emitovana je prva desetogodišnja državna obveznica. Rezultati aukcije prve državne desetogodišnje obveznice su sledeći: od ponuđenih 10 milijardi dinara prodato je 9,3 milijardi dinara nominalne vrednosti, pri čemu je ukupan obim tražnje na aukciji iznosio 12,7 milijardi dinara. Obveznice su prodane po stopi prinosa od 12,99% na godišnjem nivou, a na naplatu dospevaju 23. 11. 2024. godine.

emisije dolarskih evroobveznica koje je Republika Srbija emitovala na međunarodnom tržištu¹⁸. Dinarski deo javnog duga krajem septembra 2016. godine ima učešće od 21,3%.

5. MERE I AKTIVNOSTI NARODNE BANKE SRBIJE

Izbor i primena instrumenata i mera monetarne politike kojima se daje podrška procesu dinarizacije vrši se na osnovu analize aktuelnih finansijskih i ukupnih makroekonomskih kretanja. Podršku procesu dinarizacije Narodna banka Srbije pruža kroz instrumente monetarne politike (obavezna rezerva, krediti za likvidnost), prudencijalne mere (likvidna potraživanja banke) i edukativne aktivnosti (konferencije na temu zaštite od deviznog rizika).

Narodna banka je koristila i koristi različite **instrumente monetarne politike** u pružanju podrške procesu dinarizacije, pre svega instrument obavezne rezerve. Naime, ukoliko se sagledaju aktuelne stope obavezne rezerve koja se izdvaja u dinarima može se uvideti da na ročnost dinarske obavezne rezerve do dve godine se primenjuje stopa obavezne rezerve od 5%, a na ročnost preko dve godine stopa od 0%. Time Narodna banka Srbije poslovnim bankama daje podsticaj da veći deo plasmana bude ročnosti preko dve godine, čime banke smanjuju obračunati dinarski deo obavezne rezerve.

Sledeća mera koju Narodna banka Srbije može da primeni je da obezbedi dinare u slučaju pojave strukturnog manjka dinarske likvidnosti. Kod primene ove mere narodnoj banci na raspolaganju stoje sledeći instrumenti monetarne politike:

- operacije na otvorenom tržištu i to primena repo transakcija kupovine hartija od vrednosti, tj. obezbeđivanje dinarske likvidnosti bankarskom sistemu.
- stalne olakšice i to svega kreditne olakšice. Kreditne olakšice obuhvataju korišćenje kredita za održavanje dnevne likvidnosti banaka na osnovu zaloge kvalifikovanih hartija od vrednosti¹⁹.
- devizne svop aukcije EURRSD.

U okviru **prudencijalnih mera** u prvom kvartalu 2011. godine Odlukom o upravljanju rizicima banke²⁰, u okviru rizika likvidnosti, Narodna banka Srbije je u likvidna potraživanja banke prvog reda uključila i 90% fer vrednosti dinarskih hartija od vrednosti čiji je izdavalac Republika Srbija. Ova promena je bitna jer se time proširila lista stavki koja

18 Republika Srbija je emitovala sledeće emisije dolarskih evroobveznica: 1) Prva dolarska evroobveznica je prodana 21.9.2011. godine u iznosu od 1 milijarde dolara, uz kuponsku stopu od 7,25% i ročnost od deset godina; 2) Reotvaranje ove emisije evroobveznica se realizovalo 28.9.2012. godine u iznosu od 1 milijarde dolara; 3) Sledeća emisija evroobveznica, u vrednosti od 750 miliona dolara, je bila 14.11.2012. godine, dospeće ove emisije je 21.11.2017. godine, kuponska stopa 5,25%; 4) Potom je emitovana sedmogodišnja dolarska evroobveznica u vrednosti od 1,5 milijardi dolara (emisija evroobveznica je realizovana 14.2.2013. godine, dospeće emisije je 25.2.2020. godine i emisija ima kuponsku stopu od 4,875%) i 5) Petogodišnja dolarska evroobveznica u vrednosti od 1 milijarde dolara je realizovana 21.11.2013. godine, uz kuponsku stopu od 5,875% i dospeće emisije ove emisije je 3.12.2018. godine.

19 Odluka o uslovima i načinu odobravanja kredita za održavanje dnevne likvidnosti banaka na osnovu zaloge hartija od vrednosti ("Službeni glasnik RS", br. 52/2008, 40/2010, 3/2011, 18/2011 i 34/2013)

20 Odluka o upravljanju rizicima banke ("Službeni glasnik RS", br. 45/2011, 94/2011, 119/2012, 123/2012, 23/2013 – dr. odluka, 43/2013, 92/2013, 33/2015 i 61/2015)

čine likvidna potraživanja prvog reda, a time postoji mogućnost poboljšanja pokazatelja likvidnosti. U maju 2011. godine Narodna banka Srbije je usvojila Odluku o merama za očuvanje i jačanje stabilnosti finansijskog sistema²¹, radi smanjenja rizika u finansijskom sistemu koji proizlazi iz visokog učešća kredita odobrenih u stranoj valuti ili u dinarima s deviznom klauzulom, i daljeg usmeravanja građana ka zaduživanju u dinarima.

I Zakonom o zaštiti korisnika finansijskih usluga²², koji je stupio na snagu početkom juna, a s početkom primene od decembra 2011. godine, propisana je obaveza banke da kredit klijentu ponudi prvenstveno u dinarima, a tek na njegov zahtev je dužna da mu omogući da uslugu ugovori u dinarskoj protivvrednosti strane valute. Izvršni odbor Narodne banke Srbije je na novembarskoj sednici 2013. godine usvojio Odluku o uslovima i načinu obavljanja kreditnih poslova sa inostranstvom u dinarima²³, kojom se stvaraju podsticaj-niji uslovi pod kojima međunarodna finansijska institucija i razvojna banka ili finansijska institucija čiji je osnivač strana država mogu odobravati dinarske kredite domaćim bankama, pravnim licima i preduzetnicima, kao i uslovi pod kojima i načini na koji domaća banka može odobriti dinarski kredit nerezidentu.

Edukativne aktivnosti obuhvataju održavanje konferencija na temu zaštite od rizika promene deviznog kursa s predstavnicima preduzeća i banaka iz Srbije, distribuciju odgovarajućih publikacija i brošura i kontinuiranu medijsku kampanju radi većeg korišćenja instrumenata zaštite od deviznog rizika.

6. MERE I AKTIVNOSTI VLADE REPUBLIKE SRBIJE

Vlada Republike Srbije može doprineti povećanju stepena dinarizacije kroz povećanje učešća čisto dinarskog dela duga u ukupnom javnom dugu. U pogledu budućih aktivnosti vezanih za upravljanje javnim dugom, uprava za javni dug u okviru ministarstva finansija je objavila dve strategije upravljanja javnim dugom i to prvu za period 2015-2017. godina i drugu za period 2016-2018. godina²⁴. U tim strategijama prikazan je dugoročni strateški okvir upravljanja javnim dugom, u kojima se navodi da učešće duga denominovanog u dinarima iznosi oko 20 – 25% ukupnog javnog duga na srednji rok, a da učešće duga denominovanog u evrima u javnom dugu iznosi najmanje 60% duga u ino-valuti, uključujući buduća zaduživanja i transakcije.

Sledeće aktivnost Vlade jeste odobravanje subvencionisanih kredita i to kroz programe u kojima su kredite zakupljeni u dinarskom znaku. Ukoliko se analizira period od 2011.

21 Odluka o merama za očuvanje i jačanje stabilnosti finansijskog sistema („Službeni glasnik RS“, br. 34/2011)

22 Zakon o zaštiti korisnika finansijskih usluga („Službeni glasnik RS“, br. 36/2011) i njegove izmene i dopune objavljene u „Službenom glasniku RS“, br. 139/2014.

23 Odluka o uslovima i načinu obavljanja kreditnih poslova sa inostranstvom u dinarima („Službeni glasnik RS“, br. 98/2013)

24 Strategija upravljanja javnim dugom 2015-2017, Preuzeta sa veb adrese: <http://www.javnidug.gov.rs/upload/Strategija/Strategija%20cir/2015-2017/Strategija%20upravljanja%20javnim%20dugom%202015%20-2017.pdf> i Strategija upravljanja javnim dugom 2016-2018, Preuzeta sa veb adrese: <http://www.javnidug.gov.rs/upload/Strategija/Strategija%20cir/2016-2018/Strategija%20upravljanja%20javnim%20dugom%202016-2018.pdf>

godine, od kada se objavljuje Izveštaj o dinarizaciji, Vlada je imala sledeće programe subvencionisanih kredita i to u 2011., 2012., 2013. i 2014. godini²⁵.

Takođe, stimulativnom poreskom politikom Vlada će nastaviti da podržava dinarsku štednju. Naime, u Zakonu o porezu na dohodak građana²⁶ u članu 65 stoji da se ne plaća porez na prihode od kapitala na kamatu i to na: 1) na dinarska sredstva po osnovu štednih i drugih depozita (oročenih ili po viđenju) i 2) po osnovu dužničkih hartija od vrednosti čiji je izdavalac Republika, autonomna pokrajina, jedinica lokalne samouprave ili Narodna banka Srbije. Stopa poreza na prihode od kamate po osnovu devizne štednje trenutno iznosi 15%.

Pored prethodno nabrojanih aktivnosti, Vlada je intenzivno radila i radi na stvaranju institucionalnog i regulatornog okruženja koje će doprineti unapređenju primarnog i sekundarnog tržišta čisto dinarskih hartija od vrednosti, pojednostavljenju procedura i smanjenju troškova sekundarnog trgovanja državnim hartijama od vrednosti, a sve u cilju povećanog zaduženja u domaćoj valuti u odnosu na stranu.

7. REZULTATI PRIMENE STRATEGIJE DINARIZACIJE

Ukoliko se sagledaju rezultati primene strategije dinarizacije može se izvući zaključak da su ti rezultati, posmatrani po prethodno analiziranim pokazateljima dinarizacije, vrlo skromni. Ako sagledamo učešće dinarskih plasmana u ukupnim plasmanima banaka privredi i stanovništvu možemo zaključiti da je tek jedna trećina od ukupnih plasmana privredi i stanovništvu u dinarskom znaku. Pri tome, sa aspekta sektorske strukture, nešto je veća zastupljenost dinarskih plasmana kod sektora stanovništva nego u sektoru privrede. Sličan zaključak može se doneti ukoliko se posmatra učešće dinarskih kredita u novoodobrenim kreditima privredi i stanovništvu. Periodi porasta učešća dinarskih kredita u novoodobrenim kreditima privredi i stanovništvu se mogu objasniti programima subvencionisanih kredita koje je Vlada Republike Srbije odobravalala. To ukazuje da postoji tražnja za dinarskim kreditima, ali uz subvenciju države čime deo kreditne aktivnosti sa poslovnih banaka prelazi na programe Vlade.

Isto tako postoji niska zastupljenost dinarskih depozita u ukupnim depozitima privrede i stanovništva čije učešće je oko jedne petine. Ukoliko sagledamo sektorsku strukturu veća zastupljenost dinarskih depozita je prisutna u sektoru privrede (oko 50%) nego u sektoru stanovništva (oko 10%). Razloge za nisku zastupljenost dinarskih u ukupnim depozitima privredi i stanovništvu se mogu pronaći u hiperinflaciji koja je bila zastupljena devedesetih godina dvadeset veka, prisustvu piramidalnih banaka, kao i usled nekoliko perioda značajne depresijacije domaće valute. Međutim, čak u periodima niske i stabilne inflacije i relativne stabilnosti dinara nije došlo do porasta učešća dinarskih depozita.

25 Uredba o uslovima za subvencionisanje kamate za kredite za održavanje likvidnosti i finansiranje trajnih obrtnih sredstava u 2014. godini. Uredba je preuzeta sa veb adrese: <http://www.kombeg.org.rs/Komora/udruzenja/UdruzenjeFinansijskihOrganizacija.aspx?veza=3540>.

26 Zakon o porezu na dohodak građana ("Službeni glasnik RS", br. 24/01 , 80/02 - dr. zakon, 80/02, 135/04, 62/06, 65/06 - ispravka, 31/09, 44/09, 18/10, 50/11, 91/11 - US, 93/12, 114/12 - US, 47/13, 48/13 - ispravka, 108/13, 57/14, 68/14 - dr. zakon, 112/15)

Takođe, nisku zastupljenost ima i dinarska u ukupnoj štednji sektora stanovništva. Iako postoji povoljniji poreski tretman dinarske u odnosu na deviznu štednju i analize Narodne banke Srbije su pokazale veću isplativost dinarske štednje, sektor stanovništva više šteti u stranoj valuti. Isto tako, nepovoljno je što kod dinarske štednje veću zastupljenost ima kratkoročna štednja i to pretežno štednja po viđenju. Većina građana se, zbog dugog perioda makroekonomske nestabilnosti i hiperinflacije, koja je obezbedila dinarsku štednju u prošlosti, i dalje opredeljuje za štednju u devizama. Preferencije građana i isplativost dinarske štednje u narednom periodu zavisice pre svega od ukupne makroekonomske stabilnosti, visine inflacije, odnosa između kamatnih stopa na dinarsku i deviznu štednju, poreskog tretmana štednje i stepena aprecijacije, odnosno deprecijacije dinara.

Isto tako u Srbiji postoji nizak stepen učešća dinarskog u ukupnom javnom dugu koji iznosi oko 19%. Da bi se povećao stepen učešća dinarskog dela duga treba postići institucionalni okvir za emitovanje dinarskih hartija na međunarodnom finansijskom tržištu, dok na domaćem tržištu treba raditi na povećanju ročnosti emitovanih dinarskih hartija.

8. DALJI KORACI U POBOLJŠANJU REZULTATA PRIMENE STRATEGIJE DINARIZACIJE

U pogledu daljih koraka za poboljšanje strategije dinarizacije predloge možemo podeliti na one koje može da implementira Vlada Republike Srbije i Narodna banka Srbije.

Sa aspekta države Uprava za javni dug može da radi na strategiji produženja ročnosti emitovanja dinarskih hartija. Time bi se produžila ročnost krive prinosa, ali bi se stvorila stabilna baza investitora koji dugoročno plasiraju sredstva u hartije denominirane u nacionalnoj valuti. Istovremeno, veći plasman dinarskih hartija povećao bi dinarski deo duga u ukupnoj javnom dugu. Sledeće što država može da uradi jeste da, zajedno sa narodnom bankom, stvori dovoljno podsticajni investicioni ambijent da međunarodne finansijske organizacije mogu da emituju dinarske obveznice. Tako je početkom decembra 2016. godine Evropska banka za obnovu i razvoj emitovala trogodišnje dinarske obveznice u vrednosti od 2,5 milijardi dinara i ovim obveznicama će se trgovati na Beogradskoj berzi po inicijalnoj stopu koja je jednaka 3M BELIBOR + 0,4 p.p., uz obračun i isplatu kamate na kvartalnom nivou²⁷.

Sa aspekta Narodne banke Srbije pojedine kategorije mogu da se izuzmu iz obračuna obavezna rezerve²⁸. Predlog da je da se obračuna dinarske obavezne rezerve izuzmu novoodobreni dinarski stambeni krediti koje su poslovne banke tek nedavno počele da odobravaju. Upravo dinarski stambeni krediti, kao dugoročna obaveza, stvaraju mogućnost da sektor stanovništva ima usklađenu valutnu strukturu između obaveza i prihoda. Isto

27 Više informacija o ovoj emisiji obveznica može se pronaći na sajtu Evropske banke za obnovu i razvoj na web adresi: <http://www.ebrd.com/cs/Satellite?c=Content&cid=1395253989240&d=Mobile&pagename=EBRD%2FContent%2FContentLayout>

28 Tako je 2011. godine Narodna banka Srbije dala podršku i Programu mera za ublažavanje negativnih efekata svetske ekonomske krize u Republici Srbiji tako što je bankama omogućila umanjeње obračunate obavezne rezerve za 25% prirasta subvencionisanih kredita odobrenih za održavanje likvidnosti i finansiranje trajnih obrtnih sredstava, izvozne poslove i investicije.

tako, povoljno je, zarad razvoja domaćeg tržišta kapitala, da i poslovne banke emituju dugoročne dinarske obveznice²⁹.

ZAKLJUČAK

Potpisivanjem Memoranduma o strategiji dinarizacije finansijskog sistema u Srbiji u martu 2012. godine Narodna banka Srbije i Vlada Republike Srbije su definisale ciljeve, mere i aktivnosti koje će preduzeti u cilju jačanja poverenja u nacionalnu valutu i povećanja njene upotrebe u finansijskom sistemu. Pri tome, sama primena strategije dinarizacije jeste da se postigne zadovoljavajući stepen upotrebe dinara u okviru finansijskog sistema koji neće ugroziti finansijsku i makroekonomsku stabilnost u zemlji. Različite mere su i Narodna banka Srbije i Vlada Republike Srbije preduzeli kako bi se stepen dinarizacije povećao. Sa aspekta Narodne banke Srbije korišćeni su pre svega instrumenti monetarne politike. Primena diferenciranih stopa obavezne rezerve, kako sa gledišta ročnosti sredstava, tako i sa gledišta valutne strukture, je trebalo da doprinese većoj zastupljenosti dinarskih sredstava, po mogućnosti da ta sredstva budu dugoročna. Zatim u pogledu obezbeđivanja dinarske likvidnosti narodna banka može da primeni kredite za likvidnosti, kreditne olakšice, repo operacije i svop aukcije deviza. Pored toga, prisutna je primena različitih prudencijalnih mera kao i edukativnih aktivnosti. Takođe i Vlada Republike Srbije je nastojala da merama iz svoje nadležnosti poveća stepen dinarizacije. Pre svega putem strategije upravljanja javnim dugom Vlada nastoji da poveća dinarsko učešće u javnom dugu. Takođe, Vlada je primenjivala programe subvencionisanih kredita, koji su pretežno bili zastupljeni u dinarskom znaku, ali i stimulativnom poreskom politikom nastoji da podržava dinarsku štednju. Pored prethodno pobrojanih aktivnosti, Vlada je intenzivno radila i radi na stvaranju institucionalnog i regulatornog okruženja koje će doprineti unapređenju primarnog i sekundarnog tržišta čisto dinarskih hartija od vrednosti, pojednostavljenju procedura i smanjenju troškova sekundarnog trgovanja državnim hartijama od vrednosti, a sve kako bi se povećalo zaduženje u domaćoj u odnosu na stranu valutu. Takođe, pored porasta zaduženja u domaćoj valuti radi se i na plasiranju dugoročnih emisija dinarskih hartija od vrednosti, kako bi se stvorila dugoročna kriva prinosa koja će biti osnov uspostavljanja cene dugoročnih dinarskih kredita.

Međutim, rezultati strategije dinarizacije nakon pet godina primene su skromni imajući u vidu da je učešće dinarskih plasmana u ukupnim plasmani sektora privrede i stanovništva ispod 30%, dok je učešće dinarskih depozita u ukupnim depozitima sektora privrede i stanovništva oko 20%. To ukazuje da bankarski sektor ima vrlo ograničen potencijal dinarskih izvora sredstava, a time i plasmana, čime se generiše potencijalni valutni rizik između valute generisanja prihoda i rashoda pri otplati kreditnih obaveza, kako za sektor privrede, tako i za sektor stanovništva.

29 Početkom maja 2012. godine uspešno je emitovana prva trogodišnja dinarska bankarska obveznica u Srbiji od strane Societe Generale banke, u iznosu od 1,7 milijardi dinara, uz fiksnu premiju od 5,25% iznad referentne kamatne stope Narodne banke Srbije. Uspešna realizacija prve emisije dinarske bankarske obveznice svakako predstavlja pozitivan signal i drugim bankama, preduzećima, ali i međunarodnim finansijskim institucijama, za korišćenje ovog načina dugoročnog dinarskog finansiranja.

LISTA REFERENCI

Aleksić M., et al (2008), „Kanal kamatne stope u uslovima dolarizacije: slučaj Srbije“, Narodna banka Srbije, Radni papir serija 15, Septembar 2008.

Dragutinović D., (2008), „Power and Weakness of Monetary Policy in Striking a Balance Between Balance-of-Payments-and Inflation-Related Objectives“, National Bank of Serbia, Working Paper 12, March 2008.

<http://www.belex.rs/> [Pristupljeno 06/03/17]

<http://www.ebrd.com/home/> [Pristupljeno 06/03/17]

<http://www.nbs.rs/> [Pristupljeno 06/03/17]

Izveštaj o dinarizaciji, Narodna banka Srbije, više izdanja, Preuzeto sa veb adrese: <http://www.nbs.rs/internet/cirilica/90/dinarizacija/index.html>

Kujundžić S. and Otašević D., (2012), „The bank lending channel in an euroised economy: the case of Serbia“, National Bank of Serbia, Working Paper 24, July 2012.

Memorandum o strategiji dinarizacije finansijskog sistema Srbije, Preuzeto sa veb adrese: http://www.nbs.rs/internet/latinica/30/MemorandumVladaDinarizacija_20120406.pdf

Memorandum Narodne banke Srbije o ciljanju (targetiranju) inflacije kao monetarnoj strategiji, Preuzeto se veb adrese: http://www.nbs.rs/internet/latinica/30/memorandum_monetarna_strategija_122008.pdf

Odluka o merama za očuvanje i jačanje stabilnosti finansijskog sistema („Službeni glasnik RS“, br. 34/2011)

Odluka o upravljanju rizicima banke („Službeni glasnik RS“, br. 45/2011, 94/2011, 119/2012, 123/2012, 23/2013 – dr. odluka, 43/2013, 92/2013, 33/2015 i 61/2015)

Odluka o uslovima i načinu obavljanja kreditnih poslova sa inostranstvom u dinarima („Službeni glasnik RS“, br. 98/2013)

Odluka o uslovima i načinu odobravanja kredita za održavanje dnevne likvidnosti banaka na osnovu zaloge hartija od vrednosti („Službeni glasnik RS“, br. 52/2008, 40/2010, 3/2011, 18/2011 i 34/2013)

Republic of Serbia: Selected Issues, IMF Country Report No. 06/382, October 2006, Izveštaj preuzet sa veb adrese: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2006/cr06382.pdf>

Strategija upravljanja javnim dugom 2015-2017, Preuzeta sa veb adrese: <http://www.javnidug.gov.rs/upload/Strategija/Strategija%20cir/2015-2017/Strategija%20upravljanja%20javnim%20dugom%202015%20-2017.pdf>

Strategija upravljanja javnim dugom 2016-2018, Preuzeta sa veb adrese: <http://www.javnidug.gov.rs/upload/Strategija/Strategija%20cir/2016-2018/Strategija%20upravljanja%20javnim%20dugom%202016-2018.pdf>

Šoškić D., (2015), „Inflation targeting challenges in emerging market countries: The case of Serbia“, *Economic annals*, Volume LX, No. 204 /January – March 2015, Pp. 7-30

Tasić N., (2008), „Pass-through“ deviznog kursa na cene u Srbiji: 2001-2007“, Narodna banka Srbije, Radni papir serija 10, Februar 2008.

Uredba o uslovima za subvencionisanje kamate za kredite za održavanje likvidnosti i finansiranje trajnih obrtnih sredstava u 2014. godini, Preuzeta sa veb adrese: <http://www.kombeg.org.rs/Komora/udruzenja/UdruzenjeFinansijskihOrganizacija.aspx?veza=3540>

Vilaret S. i Palić M., (2006), „Exchange rate pass-through effect on prices in Serbia“, National Bank of Serbia, Working Paper 5, November 2006.

Zakon o porezu na dohodak građana ("Službeni glasnik RS", br. 24/01 , 80/02 - dr. zakon, 80/02, 135/04, 62/06, 65/06 - ispravka, 31/09, 44/09, 18/10, 50/11, 91/11 - US, 93/12, 114/12 - US, 47/13, 48/13 - ispravka, 108/13, 57/14, 68/14 - dr. zakon, 112/15)

Zakon o zaštiti korisnika finansijskih usluga („Službeni glasnik RS“, br. 36/2011) i njegove izmene i dopune objavljene u „Službenom glasniku RS“, br. 139/2014.
