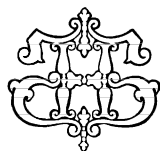


НАРОДНА БАНКА СРБИЈЕ



ВЛАДА РЕПУБЛИКЕ СРБИЈЕ



**МЕМОРАНДУМ
О
СТРАТЕГИЈИ ДИНАРИЗАЦИЈЕ**

Децембар 2018. године

I. УВОД

Доларизација¹ или евроизација (када је евро доминантна валута у финансијским токовима – пласманима и депозитима банака) општеприхваћен је термин за феномен делимичне или потпуне замене домаће валуте страном валутом – као средством плаћања, мером вредности и/или чуварем вредности. Процес доларизације најчешће постоји у земљама у којима економски субјекти, услед вишегодишње макроекономске нестабилности која се посебно огледа у високој и волатилној инфлацији и снажнијој депрецијацији домаће валуте, изгубе поверење у њу и окрећу се коришћењу стране валуте у све већој мери. Поред дужег периода макроекономске нестабилности који умањује поверење у домаћу валуту, на јачање доларизације додатно утиче и неразвијеност финансијског тржишта, а бележи се и у земљама које су у почетној фази транзиције.

Док је за мале и отворене економије које се интегришу у светске економске токове природно да у одређеној мери користе стране валуте, висок степен доларизације има бројне негативне ефекте по макроекономску и финансијску стабилност. Изражена валутна неусклађеност прихода и расхода, као и неусклађеност обавеза и потраживања, *економске субјекте чини осетљивијим на екстерне шокове* – с обзиром на то да приходе у највећој мери остварују у домаћој валути, а да су им обавезе по основу задуживања углавном у страниој валути. Када је реч о привреди и грађанима који су задужени у страниој валути, израженија депрецијација домаће валуте битно повећава противвредност њихових обавеза у домаћој валути и умањује њихову кредитну способност. Овај ефекат је још израженији у случају грађана, с обзиром на то да привредници остварују приходе у страниој валути углавном од извоза. И држава која се у већој мери ослања на задуживање у страниој валути, у периодима изражене депрецијације домаће валуте може се суочити с проблемом одрживости јавног дуга. Преко валутне изложености клијената чија се кредитна способност у периоду депрецијације умањује, банке су изложене индиректном кредитном ризику (преливање девизног ризика у кредитни ризик). По свим тим основама већа депрецијација домаће валуте може да утиче на стабилност банкарског, а тиме и укупног финансијског система. Због свега наведеног, носиоци економске политике често и нису у могућности да девизни курс у већој мери користе као аутоматски стабилизатор платнобилансних неравнотежа у условима екстерних шокова.

Висок степен доларизације смањује и ефикасност вођења монетарне и фискалне политике, а тиме и укупне ефекте економске политике на макроекономску и финансијску стабилност у случају израженијих осцилација домаће валуте. У земљама с високим степеном доларизације преносни ефекат девизног курса на инфлацију је висок, тј. депрецијација се брже и у већој мери прелива на инфлацију. Простирање монетарних импулса каналом каматних стопа ограничено је на део тржишта у домаћој валути, јер каматне стопе на девизне и девизно индексирани кредити зависе од висине каматних стопа на тржишту новца валуте у којој су кредити одобрени, односно у којој су кредити индексирани, а не од мера домаће монетарне политике. У таквом амбијенту отежан је

¹ Доларизација је термин који се чешће користи у светској литератури, јер је у свету израженије везивање за долар него за евро. Због тога ће се и у уводу користити термин доларизација, док, због природне усмерености на евро, када се буде говорило конкретно о Србији, користиће се термин евроизација.

задачак централне банке да постигне ценовну стабилност. Не мање важан јесте и ефекат на фискалне показатеље. У условима када је учешће стране валуте у јавном дугу високо, односно када и јавни дуг карактерише висок ниво доларизације, знатна депрецијација домаће валуте повећава ризик у погледу одрживости јавног дуга. Инвеститори захтевају веће приносе на пласмане у ту земљу, расте премија ризика земље и расту трошкови финансирања, а тиме и потреба државе за новим задуживањем. Све то заједно додатно ограничава могућност контрацикличног деловања фискалне политике на економску активност и реални сектор, а тиме и на макроекономску стабилност.

Због свих негативних последица које израженија доларизација производи, носиоци економске политике су свесни значаја решавања овог питања. Свесни су и тога да процес дедоларизације не може бити брз, нарочито када су корени доларизације дубоки. Враћање поверења увек је дуготрајан процес који треба да буде праћен трајним резултатима на плану постизања и очувања макроекономске стабилности. Носиоци економске политике свесни су и тога да за дедоларизацију не постоји јединствено решење, подједнако ефикасно у свим земљама. Искуство из праксе указује и на то да је трајно смањење степена доларизације могуће, али и да коришћење административних мера којима би се забранила употреба стране валуте није добро решење, јер не доприноси расту поверења ни у домаћу валуту, ни у носиоце економске политике, па су и резултати само кратког даха. Потенцијално, доношење административних решења које би изискивало обавезну конверзију пласмана (кредита) из стране у домаћу валуту носи ризик наглог слабљења домаће валуте (или значајне интервенције централне банке на девизном тржишту да се ти притисци умање), а тиме и потенцијалне губитке који би могли да утичу на стабилност домаћег финансијског сектора. Скуп мера и активности које ће бити коришћене, носиоци економске политике морају да одмере пажљиво и да их конципирају и прилагоде карактеристикама економије (фази економског развоја у којој се земља налази, фази привредног и финансијског циклуса, степену развијености финансијског тржишта, режиму девизног курса и др.), како би се обезбедило решавање питања доларизације на системски и, још важније, одржив начин. Искуство других земаља показало је да стабилизација макроекономских прилика јесте била нужан и најважнији, али не и довољан предуслов за трајно решавање проблема доларизације, те да је морала бити допуњена и пруденцијалним мерама. У том смислу, израда свеобухватне стратегије, која комбинује коришћење макроекономских политика с макропруденцијалним и микроекономским мерама, уз укључивање свих релевантних актера у њено дефинисање и спровођење – владе, централне банке, пословних банака и небанкарског сектора – може да буде од велике помоћи да се питање доларизације почне решавати трајно, на одржив начин.

Са учешћем кредита и депозита у страниој валути од преко 70% у укупним кредитима, односно укупним депозитима, Србија је у периоду пре светске економске кризе спадала у ред високоевроизованих економија. То значи да ниво евроизације у Србији није био одређен финансијским циклусима. Ескалација светске економске кризе крајем 2008. године, праћена падом економске активности, снажном депрецијацијом динара, смањеним приступом иностраним изворима средстава и последичним растом проблематичних кредита, само је појачала потребу да се Влада Републике Србије (у даљем тексту: Влада) и Народна банка Србије (у даљем тексту: НБС) у

већој мери усредсреде на решавање овог проблема, и због његове комплексности, и због последица по макроекономску и финансијску стабилност.

Препознајући потребу да се проблем високог степена евроизације реши на системски и одржив начин, тј. да се већом употребом динара у финансијском систему подигне ниво финансијске стабилности земље, умањи ризик од промене девизног курса у најрањивијим секторима привреде, ојача ефикасност монетарне и фискалне политике и тиме допринесе стварању предуслова за одржив и снажан привредни развој, Влада и НБС су у марту 2012. године закључиле *Меморандум о стратегији динаризаације финансијског система Србије*² (у даљем тексту Меморандум из 2012. године). Меморандумом из 2012. године су дефинисани циљеви, мере и активности које ће се предузимати ради јачања поверења у националну валуту и њену већу употребу у финансијском систему. Уместо термина деевроизација користи се термин динаризаација.

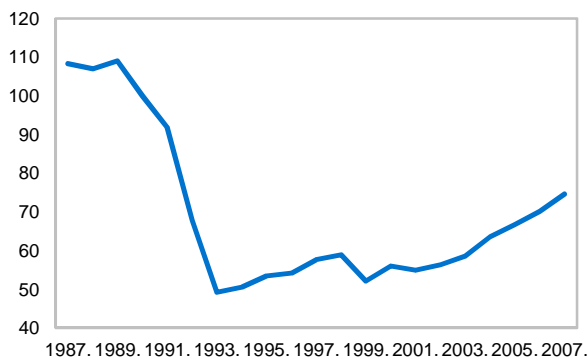
Имајући у виду да је у периоду од закључења Меморандума из 2012. године обезбеђена макроекономска стабилност и да је ојачана финансијска стабилност, Влада и НБС сагласне су да су се стекли услови да се постојећа стратегија динаризаације унапреди и утврди нова стратегија. Уважавајући чињеницу да је динаризаација постепен и дугорочан процес, Влада и НБС су сагледале резултате до сада предузетих мера и активности и, полазећи од њих, сагласно дефинисале додатне мере и активности које ће обезбедити даљи раст степена динаризаације и смањење девизног ризика у систему.

² http://www.nbs.rs/internet/latinica/30/MemorandumVladaDinarizacija_20120406.pdf

II. УЗРОЦИ ЕВРОИЗАЦИЈЕ У СРБИЈИ И РАЗЛОЗИ УТВРЂИВАЊА СТРАТЕГИЈЕ ДИНАРИЗАЦИЈЕ

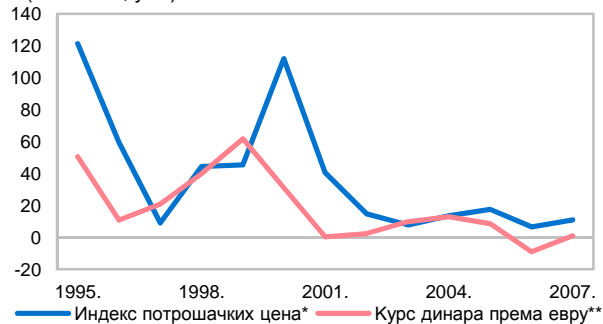
Висок степен доларизације представља заједничку карактеристику великог броја земаља у успону. Када је реч о Србији, корени евроизације су дубоки. Као и у другим земљама у успону, њени узроци су у дугој историји макроекономске нестабилности и високе и волатилне инфлације, а током деведесетих година и хиперинфлације. У периоду макроекономске нестабилности, тј. изражене интерне и екстерне неравнотеже, домаћа валута је знатно слабила, што је смањило интересовање економских субјеката за држање динарских средстава. Ради заштите од губитака услед очекивања даље депрецијације домаће валуте и раста инфлације, економски субјекти су све више штедели у иностраној валути – прво у немачким маркама, а затим у еврима.

Графикон 1. Кретање БДП-а Србије (индекси, 1990=100)



* Пре 1995. године прерачун на основу динамике раста друштвеног производа.

Графикон 2. Кретање инфлације и курса динара према евр, 1995-2007 (мг. стопе, у %)



* до 2007. индекс цена на мало. Због хиперинфлације 1993. није приказан претходни период.

** (+) депрецијација, (-) апрецијација

Недостатак динарских извора финансирања банака услед губитка поверења економских субјеката у домаћу валуту, као и немогућност обезбеђења алтернативних извора динарских средстава емисијом динарских хартија од вредности (у даљем тексту: ХоВ), утицали су на појаву девизних и девизно индексираних кредита банака. Овај процес додатно је интензивирао доласком страних банака (банака у већинском власништву страних лица) на домаће тржиште током двехиљадитих, већом доступношћу јефтинијих извора финансирања из иностранства и повратком девизне штедње у банкарски систем. Док су клијенти банака изложени директном ризику да се у случају веће депрецијације динара битно повећа динарски износ њихових обавеза према банци, банке су преко клијената изложене кредитно-девизном ризику, услед немогућности клијента да сервисира обавезе по основу кредита одобрених у иностраној валути или с валутном индексацијом. С кулминацијом светске финансијске кризе и неколико епизода снажне депрецијације динара, растао је и ниво проблематичних кредита.

Раст степена евроизације утицао је и на јачање преносног ефекта депрецијације динара на инфлацију, што је додатно повећавало ниво инфлације и њену волатилност. Истовремено, раст евроизације умањивао је домете монетарне политике путем канала каматне стопе. Поред тога, у условима изражене фискалне и екстерне неравнотеже, повећана је рањивост домаће економије на екстерне шокове. Због високе и волатилне инфлације, растућих проблематичних кредита,

релативно снажних екстерних шокова и променљивих токова капитала према земљама у успону, што се одвијало у условима акумулиране унутрашње и екстерне неравнотеже, монетарна политика у првим годинама након кризе није била у могућности да у већој мери подржи економски опоравак. Такође, због отварања питања одрживости јавног дуга, фискална политика није била у прилици да у већој мери делује контрациклично и спречи улазак привреде у рецесију.

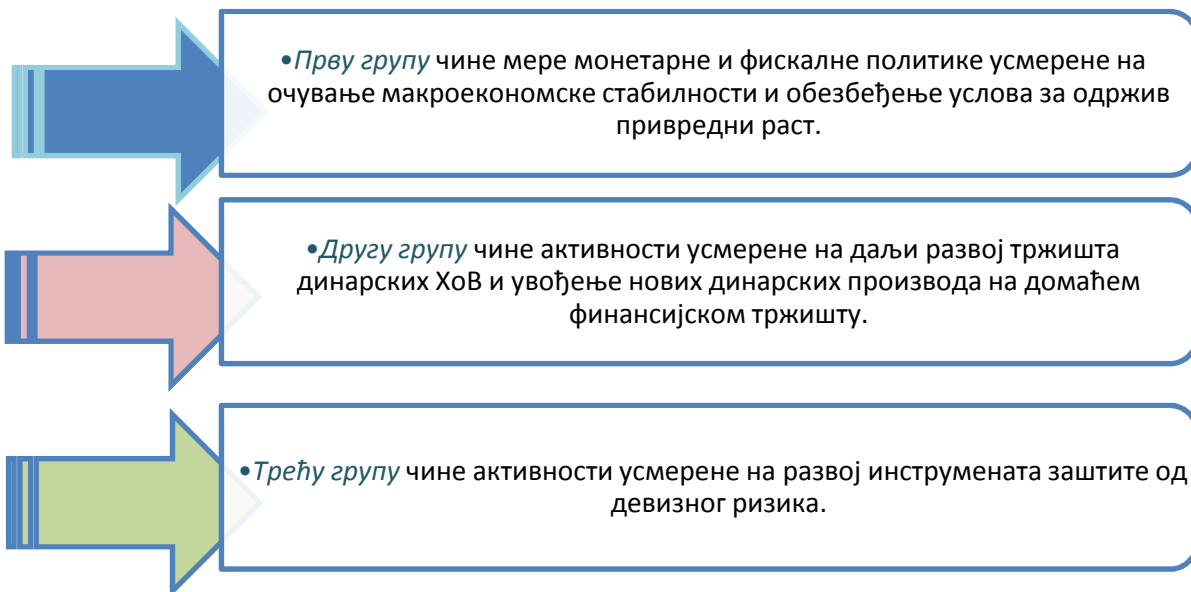
С обзиром на то да су прекомерна употреба стране валуте у домаћем финансијском систему и претежно ослањање на стране изворе финансирања дошли посебно до изражаја у периоду светске економске кризе, Влада и НБС настављају да доносе мере и активности за повећање динаризиције и смањење девизног ризика у систему. У мере и активности које су спроведене ради јачања поверења у динар спадају, пре свега, мере монетарне и фискалне политике захваљујући којима је, у протеклих пет година, постигнута и одржана ценовна и укупна макроекономска стабилност, као и створени услови за одржив привредни раст и здрав и јак финансијски сектор. Међутим, како је проблем високог степена евроизације генерисан деценијама, потребно је време да се испоље пуни позитивни ефекти поменутих предузетих мера и да се у потпуности поврати поверење у динар. Да би се тај процес убрзао, израђена је Стратегија динаризиције финансијског система Србије коју Влада и НБС сагласно утврђују закључивањем овог меморандума (у даљем тексту: Стратегија). Стратегијом се обезбеђује континуитет у односу на [Меморандум из 2012. године](#), којим су дефинисани основни принципи и циљеви процеса динаризиције. Стратегија је резултат заједничког залагања и координације активности свих релевантних институција – Владе, НБС, пословних банака и небанкарског сектора – и има за циљ да се проблем високог степена евроизације решава системски и на одржив начин.

III. ЦИЉ СТРАТЕГИЈЕ ДИНАРИЗАЦИЈЕ И КЉУЧНИ ПРИОРИТЕТИ

Циљ Стратегије јесте даља подршка већој употреби динара и смањење девизног ризика у домаћем финансијском систему.

За Србију, као малу и отворену економију с јаким економским и финансијским везама са Европском унијом, није реално очекивати да се у потпуности елиминише употреба евра. Такође, због дубоких корена евроизације, процес динаризације не може бити брз, а ни једноставан. Због тога је и циљ Стратегије да се процес прилагођавања активне и пасивне стране биланса банака и небанкарског сектора одвија постепено и систематски, као и да предузете мере и активности НБС и Владе буду базиране на тржишно оријентисаним решењима и у складу с постигнутом макроекономском и финансијском стабилношћу.

Активности за спровођење процеса динаризације дефинисане су у оквиру три међусобно повезана стуба, који су препознати као кључни за наставак процеса динаризације. Активности у оквиру сваког стуба спроводе се независно једне од других, али напредак сваке од њих доприноси расту ефикасности мера и активности у оквиру друга два стуба.



Како је дугогодишња историја макроекономске нестабилности била главни узрочник високог нивоа финансијске евроизације у Србији, одржавање ниске и стабилне инфлације, релативне стабилности девизног курса, као и финансијске стабилности у дужем периоду, кључни су за раст поверења у националну валуту. Тиме се утиче на смањење интересовања привреде и грађана за држање штедње у иностраној валути ради заштите од девизног ризика и ризика високе инфлације.

Важну карику процеса динаризације представља и развој домаћег финансијског тржишта јер доприноси обезбеђењу дугорочнијих динарских извора финансирања за државу, финансијски

сектор и привреду а истовремено отвара додатне могућности за штедњу и инвестиције у динарима. Због тога, активности у правцу даљег развоја тржишта динарских дугорочних ХоВ и увођење нових динарских производа на домаћем финансијском тржишту представљају други стуб стратегије динаризације. Развој тржишта државних динарских ХоВ, а пре свега издавање дугорочнијих динарских ХоВ, битни су за формирање референтне дугорочне криве приноса, која даје поузданију основу за утврђивање цене дугорочних извора финансирања, а тиме и за лакше одлучивање за дугорочно задуживање у динарима. Тако је успостављање референтне динарске криве приноса важно и за развој тржишта корпоративних ХоВ, јер обезбеђује референтну цену за утврђивање цене ових ХоВ, што је један од предуслова за развој тржишта приватног дуга.

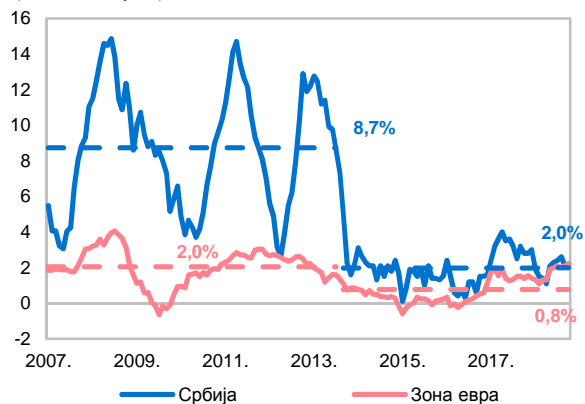
Осим већом употребом динара, девизни ризик у домаћем финансијском систему може се смањити даљим развојем тржишта инструмената заштите од девизног ризика. Због тога су активности чији је циљ повећање свести о неопходности заштите од девизног ризика оних субјеката који немају могућност природне заштите³ важан елемент стратегије динаризације. Већа употреба инструмената заштите од девизног ризика повећала би извесност и сигурност пословања и доприносила би већој способности предузећа да очувају своју конкурентску позицију на међународном тржишту, нарочито у периоду повећаних турбуленција у међународном окружењу. Такође, већа употреба инструмената заштите од девизног ризика допринела би да предузећа и становништво више не брину толико о последицама прекомерних осцилација курса. Због тога је важно да се код тржишних учесника развије свест о предностима које могу да остваре коришћењем ових инструмената.

³ Природна заштита од ризика девизног курса, тзв. природни хеџинг, представља ситуацију када постоји потпуна усклађеност валутне структуре прихода и расхода субјекта.

IV. АКТИВНОСТИ КОЈЕ СУ ДО САДА ПРЕДУЗЕТЕ

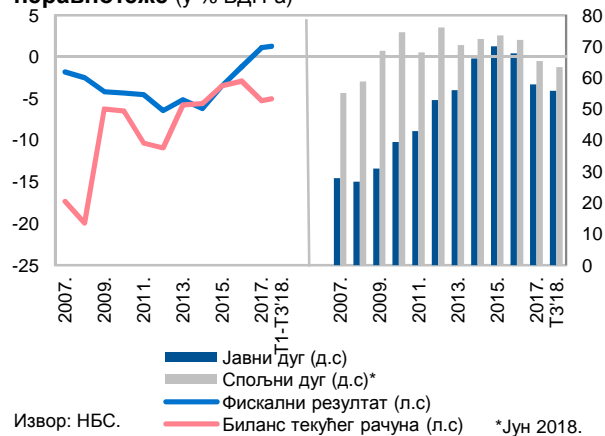
Мере економске политике које су Влада и НБС предузеле у последњих шест година и које су, у синергији, доприносиле успостављању и очувању макроекономске стабилности, значајном смањењу фискалне и екстерне неравнотеже, ниској и стабилној инфлацији, јачању финансијске стабилности и релативној стабилности девизног курса – представљају неопходан и најважнији корак на путу ка трајном решавању питања високог степена евроизације. На том сегменту резултати су највидљивији. Највећа подршка расту степена динаризации долазила је од доследног спровођења монетарне политике у режиму циљања инфлације, као и од доследног спровођења програма фискалне консолидације и структурних реформи. Њиховом комбинацијом смањене су интерна и екстерна неравнотежа, ојачани макроекономски показатељи земље и обезбеђена основа за одржив раст.

Графикон 3. Инфлација у Србији и еврозони (мг. стопе, у %)



Извор: Еуростат, РЗС и прерачун НБС, закључно са октобром 2018.

Графикон 4. Показатељи фискалне и екстерне неравнотеже (у % БДП-а)



Извор: НБС.

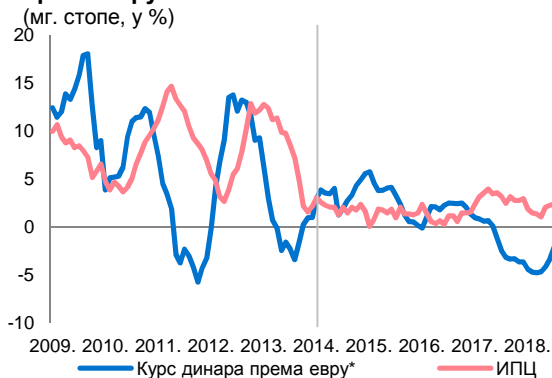
*Јун 2018.

Стратегија циљања инфлације и руковођено флукутирајући девизни курс, које примењује НБС, представљају режим монетарне политике и девизног курса, који су компатибилни и који доприносе смањењу степена доларизације, што се видело на примеру других земаља. У основи овог режима јесте средњорочна ценовна стабилност. Она се постиже остваривањем циљане стопе инфлације и усидравањем инфлационих очекивања тржишних учесника, што су уједно и главни елементи првог и најважнијег стуба стратегије динаризации. Постизањем и очувањем ниске и стабилне инфлације у дужем периоду и усидравањем инфлационих очекивања, НБС доприноси елиминисању доскоро укорењеног страха тржишних учесника од континуираног слабљења динара и високе инфлације, а тиме и оријентисаности ка штедњи у иностраној валути.

У протеклих пет година НБС је постигла ценовну стабилност, а затим је и очувала. Одговорном монетарном политиком и њеном успешном координацијом са фискалном политиком инфлација је само током 2013. године снижена с нивоа од 12,8% почетком године на 2,2% крајем те године. Од тада, инфлација се креће на ниском и стабилном нивоу од око 2% и по том основу Србија је сада упоредива с другим европским земљама. Одржана ниска инфлација допринела је и расту кредибилитета монетарне политике, односно паду и усидравању инфлационих очекивања

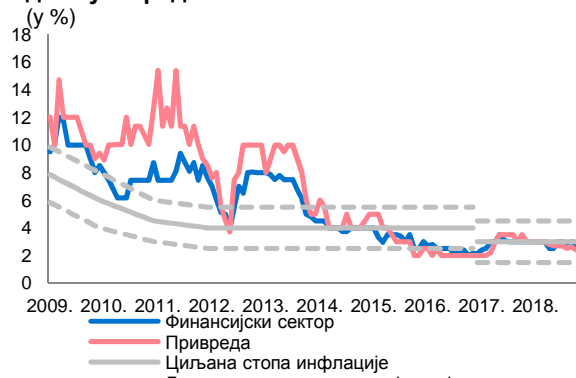
тржишних учесника на ниво циљане инфлације, што је за резултат имало раст њиховог поверења у динар. Поред тога, одлука о снижењу циљане стопе инфлације на 3% почевши од 2017. године, коју је НБС донела у сарадњи с Владом, потврђује одлучност носилаца економске политике да инфлација у средњем року остане ниска, стабилна и предвидива. То доприноси даљем унапређењу пословне и инвестиционе климе, стварању основе за пад дугорочних каматних стопа, као и већој употреби динара у финансијским трансакцијама.

Графикон 5. Кретање инфлације и курса динара према еврју



Извор: НБС и РЗС, закључно са октобром 2018.

Графикон 6. Инфлациона очекивања за годину дана унапред



Извор: НБС, Галуп, Ипсос, Нинамедија, закључно са октобром 2018.

Сузбијањем инфлације и њеним одржавањем на ниском и стабилном нивоу, омогућено је и ублажавање монетарне политике од средине 2013. године, које је, доношењем кредибилног програма фискалне консолидације крајем 2014. године, а затим и његовим спровођењем, додатно интензивирани. Ефекат ублажавања монетарне политике осликава се у чињеници да је од маја 2013. до априла 2018. године референтна каматна стопа снижена за 8,75 процентних поена (у даљем тексту: п.п.), на 3%. Ублажавање монетарне политике утицало је на каматне стопе на динарске кредите, које су забележиле оштар пад (за преко 10 п.п.). То је био један од важних фактора који је допринео и расту тражње за динарским кредитима.

Када је реч о мерама фискалне политике, доношење и доследно спровођење програма фискалне консолидације, обезбедило је снажно фискално прилагођавање, које се огледа у смањењу фискалног дефицита са 6,2% у 2014. години на 1,2% у 2016. години, а затим и преласком у суфицит од 1,1% БДП-а у 2017. години. За наредни средњорочни период се пројектује одржив фискални дефицит на нивоу од 0,5% БДП-а. У условима нижих потреба државе за финансирањем, од 2016. године се бележи и опадајућа путања учешћа јавног дуга у БДП-у, које се крајем 2017. нашло испод 60% БДП-а и пад наставља и у 2018. години.

Јачање домаће економије било је у основи релативне стабилности девизног курса и надјачавало је негативне ефекте турбуленција на међународном финансијском тржишту. НБС је интервенисала на девизном тржишту искључиво ради ублажавања прекомерних краткорочних осцилација девизног курса, без намере да утиче на његов тренд. У периоду од 2017. године већи и чешћи су били притисци у правцу јачања динара, због чега су и интервенције НБС на девизном тржишту у већој мери биле на страни куповине девиза. Тиме су додатно ојачане девизне резерве земље, чиме је

створен адекватан систем заштите у случају евентуалних већих екстерних шокова у будућности. То је повећало свест тржишних учесника о томе да је кретање девизног курса могуће у оба смера, насупрот њиховим ранијим очекивањима (због дуге историје макроекономске нестабилности) да ће се кретати углавном у смеру знатне депрецијације.

Свесне да је проблем евроизације у Србији генерисан деценијама, односно да су њени корени дубоки, НБС и Влада предузимале су и додатне мере и активности за убрзање раста динаризиције, чији је преглед дат у наставку, а хронолошки преглед и у Анексу 1.

4.1. ДОДАТНЕ МЕРЕ И АКТИВНОСТИ НБС

Поред обезбеђења ценовне стабилности и јачања финансијске стабилности, НБС је предузела бројне мере и активности да повећа поверење у домаћу валуту и промовише већу употребу динара.

Ако се пође од циљева њиховог доношења и спровођења, мере и активности се могу поделити на оне чији је примарни циљ:

- 1) стимулисање банака да у већој мери користе динарске изворе средстава и раст динарских кредита у укупним кредитима;
- 2) развој домаћег динарског финансијског тржишта;
- 3) заштита од девизног ризика и промоција и развој тржишта инструмената заштите од девизног ризика.

Неке од мера и активности конципиране су тако да истовремено доприносе постизању неколико циљева.

1. Стимулисање банака да у већој мери користе динарске изворе средстава и подстицање раста динарских кредита

У мере за стимулисање банака да у већој мери користе динарске изворе средстава и подстакну веће кредитирање у динарима спадају инструмент обавезне резерве и мере макропруденцијалне и микропруденцијалне политике:

- **Примењене су диференциране стопе обавезне резерве на динарску и девизну основицу у корист динарских извора средстава**, уз истовремено давање предности и дугорочним изворима финансирања банака. Циљ ових мера је стимулисање банака да у већој мери користе динарске дугорочније изворе средстава финансирања, што треба да допринесе расту степена динаризиције на страни пасиве банака. Поред тога, **стопа обавезне резерве на део девизне основице коју чине динарске обавезе банака индексиране девизном клаузулом у јануару 2016. године утврђена је на нивоу од 100%**.
- **Одлуком о мерама за очување и јачање стабилности финансијског система уведен је лимит за девизне и девизно индексиране хипотекарне кредите становништву у погледу односа износа кредита и вредности хипотеке (*loan-to-value, LTV*) од 80%, који се не**

примењује за динарске кредите. Циљ ове мере је подршка коришћењу динарских стамбених кредита. У децембру 2017. године овај лимит је ублажен на 90% за кредите који се одобравају у оквиру мера подршке државе одређеним категоријама физичких лица.

- **Одлуком о мерама за очување и јачање стабилности финансијског система прописано је минимално обавезно учешће за кредите одобрене у иностраној валути или у динарима с девизном клаузулом физичким лицима на нивоу од 30%, са изузетком стамбених кредита и кредитних картица, док су сви динарски кредити изузети од ове обавезе.** И ова мера има за циљ обезбеђење преференцијалног третмана динарског кредитирања сектора становништва.
- **Одлуком о мерама за очување и јачање стабилности финансијског система укинута је могућност индексирања кредита становништву у другим страним валутама осим у еврџу.**
- **Одлуком о адекватности капитала банке утврђен је лимит за однос укупне нето отворене девизне позиције капитала банке у износу од 20%.** Циљ увођења овог лимита јесте ограничавање девизног ризика ограничењем износа девизно индексираних и девизних пласмана у односу на девизне изворе.
- **Према Одлуци о управљању ризицима ликвидности банке, односно Одлуци о управљању ризицима банке, у ликвидна потраживања банака првог реда уврштене су динарске државне ХоВ с минималном рочношћу од три месеца у износу од 90% фер вредности, што није случај с девизним или девизно индексираним ХоВ.** Ова мера има за циљ да стимулише банке да у већој мери користе динарске изворе финансирања, као и да допринесе већој тражњи за динарским државним ХоВ у односу на девизне.
- У новембру 2013. године усвојена је **Одлука о условима и начину обављања кредитних послова са иностранством у динарима, којом се омогућава да међународна финансијска институција (у даљем тексту: МФИ) чији је оснивач страна држава одобрава динарске кредите банкама, правним лицима и предузетницима.** Захваљујући измени ове одлуке, у децембру 2016. године МФИ је емитовала трогодишњу динарску обвезницу у вредности од 2,5 млрд динара, након чега је пласирала динарска средства, пружајући истовремено допринос развоју тржишта капитала.
- У јуну 2017. године, **Одлуком о стопи и начину одржавања заштитног слоја капитала за структурни системски ризик утврђена је стопа заштитног слоја капитала за структурни системски ризик (SRB) у висини од 3% девизних и девизно индексираних пласмана привреди и становништву у Републици Србији.** Ова стопа се примењује у случају банака код којих је учешће ових пласмана у укупним пласманима привреди и становништву у Републици Србији веће од 10%. На овај начин банке су подстакнуте да смање степен евроизације, јер им се, уколико смање учешће девизних и девизно индексираних пласмана у укупним пласманима, смањује и износ капиталних захтева.

2. Развој домаћег динарског финансијског тржишта

- Приликом спровођења монетарних операција, **НБС као средство обезбеђења прихвата искључиво динарске ХоВ** чији су издаваоци држава, НБС или МФИ. У априлу 2013. године, НБС је омогућила да и ХоВ у динарима које су издале МФИ и финансијске институције највишег кредитног рејтинга – могу бити коришћене приликом спровођења монетарних операција.
- **Законом о финансијском обезбеђењу, који је усвојен у јуну 2018. године, уговори о финансијском обезбеђењу и реализација финансијског колатерала уређени су у складу с међународним стандардима и најбољом тржишном праксом.** Предвиђен је фидуцијарни пренос својине на средству обезбеђења чиме је омогућено да прималац финансијског обезбеђења (поверилац) располаже тим колатералом без ограничења. Поред тога, експлицитно су уређени репо уговори, могућност нетирања по основу превременог доспећа или престанка међусобних потраживања и обавеза уговорних страна (close-out netting) у финансијским уговорима и друго. На овај начин унапређена је правна сигурност и ефикасност у извршавању финансијских трансакција, смањен кредитни ризик између учесника на финансијском тржишту и повећана ликвидност финансијских инструмената. Тиме се даје подршка бржем развоју тржишта репо послова и расту секундарног промета на тржишту ХоВ. Као резултат, закључен је први домаћи ISDA оквирни уговор (стандардизован уговор о обављању послова с финансијским дериватима), по узору на најбољу светску праксу.
 - **Извршена је свеобухватна реформа платног система. На целовит и свеобухватан начин у наш правни систем уведене су најсавременије платне услуге и омогућена је употреба савремених платних инструмената (e-banking, m-banking, употреба свих врста платних картица, дигиталних новчаника и др.).** Законом о платним услугама успостављен је правни оквир за оснивање и пословање институција електронског новца и платних институција, што представља важан корак у правцу модернизације националног платног система јер доноси већу сигурност за клијенте и унапређену заштиту, уз повећање ефикасности платних трансакција и подстицање развоја иновативних облика плаћања. У правни систем је уведен електронски новац и прописани су услови под којима се он може издавати, користити и откупљивати, а створене су и претпоставке за много већу конкуренцију на тржишту платних услуга, што је био предуслов за јефтинији, бржи и ефикаснији платни промет. Кроз наведене измене и унапређења повећава се учешће плаћања у динарима преко рачуна, умањује се сива економија и јача се домаћи платни систем.

3. Заштита од девизног ризика – промоција и развој тржишта инструмената заштите од девизног ризика

- **С циљем подстицања међубанкарских своп операција,** НБС спроводи редовне двонедељне и тромесечне своп аукције куповине и продаје девиза банкама.
- **Законом о заштити корисника финансијских услуга прописана је обавеза банака да у предуговорној фази, у писменој форми, укажу клијентима на ризике које преузимају ако**

се одлуче за банкарску услугу у иностраној валути или индексирану у иностраној валути. Прописано је и да се код оглашавања кредитних и депозитних услуга и послова лизинга, када се наводи неки нумерички податак, недвосмислено наведе информација о валути у којој се услуга одобрава. Такође, прописано је да су банка и давалац финансијског лизинга обавезни да кориснику прво понуде услугу у динарима, осим ако корисник не захтева другачије.

- **У складу са измењеном Одлуком о условима и начину обрачуна ефективне каматне стопе и изгледу и садржини образаца који се уручују кориснику, банке (односно даваоци финансијског лизинга) су од 1. јануара 2019. године, између осталог, обавезне да понуду о депозиту, кредиту/платним картицама, лизингу, дозвољеном прекорачењу, односно отварању и вођењу рачуна уруче у динарима. Ако пак корисник захтева да му се понуди уговор о кредиту, односно уговор о лизингу у иностраној валути или уз уговарање валутне клаузуле, банке (односно даваоци финансијског лизинга) дужне су да, ради транспарентног указивања на **ризике који се преузимају** задуживањем у иностраној валути или уз уговарање валутне клаузуле, на прописаним обрасцима обавесте корисника о ризицима задуживања. Очекује се да ће се тиме допринети подизању свести корисника о ризицима задуживања, као и да ће се индиректно подстаћи задуживање у динарима.**
- **НБС је самостално или у сарадњи с другим релевантним институцијама (Министарством финансија, Привредном комором Србије, АСЦ Србија, Удружењем банака Србије)** одржала бројне едукативне трибине ради промовисања и даљег развоја инструмената заштите од девизног ризика. Да би се појаснио значај коришћења ових инструмената, коришћени су и други видови комуникације с јавношћу. У априлу 2018. године, НБС је, у сарадњи с Привредном комором Србије, организовала конференцију *Заштита од ризика промене девизног курса*, на којој су учествовали привредници и представници банака, а која је имала за циљ да домаћим привредницима приближи могућности заштите од тржишних ризика ради повећања извесности пословања.

4.2. ДОДАТНЕ МЕРЕ И АКТИВНОСТИ ВЛАДЕ

Мере и активности Владе за раст степена динаризације битно су доприносиле развоју домаћег финансијског тржишта. Истовремено, предузимане су и мере за стимулисање динарске штедње, затим стварање нових инвестиционих алтернатива у динарима, као и подршку већем коришћењу динарских кредита.

1. Развој домаћег динарског финансијског тржишта

- Развој домаћег финансијског тржишта започет је 2009. године, када је Управа за јавни дуг Министарства финансија **почела да организује продају динарских трезорских записа** по тржишним условима. У почетној фази развоја емитовани су записи рочности од три и шест месеци, а временом се рочност ХоВ продужавала. Тиме је формирана дугорочна динарска крива приноса, која представља основ за формирање цене ХоВ које могу да емитују банке и привреда, као и дугорочних динарских кредита.

- Од 2015. године **омогућено је трговање динарским државним ХоВ и на Београдској берзи**, што може да допринесе развоју динарског тржишта капитала у Србији.
- Од 2016. године почиње **продаја реперних (бенчмарк) динарских обвезница у већем износу**, чиме се омогућава да се, реотварањем емисије, примарна продаја организује више пута у току године. Поред тога, већи обим једне емисије ХоВ доприноси већој ликвидности динарских ХоВ и подстиче даљи развој секундарног тржишта.
- У децембру 2017. године **емитовани су динарски штедни записи намењени грађанима**, како би се грађанима омогућио лакши приступ домаћем тржишту динарских ХоВ. Тиме је на финансијском тржишту промовисан алтернативни и сигуран вид штедње за грађане.

2. Раст динарских кредита и стимулсање банака да у већој мери користе динарске изворе средстава

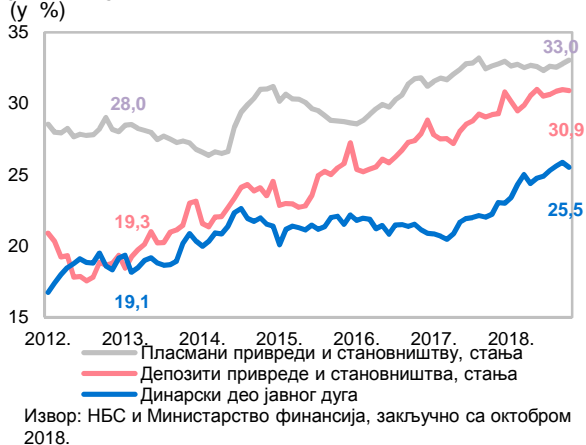
- У септембру 2012. године, усвајањем Закона о изменама и допунама Закона о порезу на доходак грађана, **повећана је стопа пореза на доходак по основу девизне штедње са 10% на 15%, док је на динарску штедњу задржана на нивоу од 0%**, како би се подржала динарска штедња, а тиме и веће одобравање динарских кредита.
- У 2014. години, Влада је усвојила **програм за субвенционисање каматних стопа искључиво за динарске кредите привреди с максималним роком отплате од 18 месеци**, у оквиру којег је одобрено око 130 млрд динара кредита.

V. ПРАЋЕЊЕ НАПРЕТКА У ПРОЦЕСУ ДИНАРИЗАЦИЈЕ И ДО САДА ПОСТИГНУТИ РЕЗУЛТАТИ

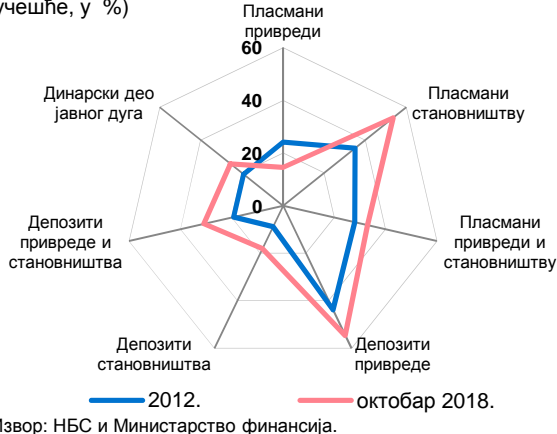
Меморандумом из 2012. године су се НБС и Влада сагласиле да се степен динаризације финансијског система мери учешћем динарских пласмана у укупним пласманима становништву и привреди и учешћем динарских депозита сектора становништва и привреде у укупним депозитима, а да се као додатни показатељи користе валутна структура јавног дуга, ликвидност на примарном и секундарном тржишту динарских ХоВ, рочна структура динарских ХоВ и др. Притом, под динарским пласманима, динарским депозитима, и динарским ХоВ подразумевају се искључиво чисто динарске категорије, тј. пласмани, депозити, и ХоВ који не садрже ниједан облик валутне клаузуле, уз могућност њихове индексације инфлацијом.

Најзначајнији показатељи степена динаризације – (а) учешће динарских у укупним пласманима привреди и становништву, б) учешће динарских депозита у укупним депозитима привреде и становништва, као и в) учешће динарског јавног дуга у укупном јавном дугу, указују на то да је у протеклих шест година (од закључења Меморандума из 2012. године) остварен напредак у процесу динаризације. Најзначајнији напредак је остварен у домену депозита, што је уједно и кључно за бржи напредак у процесу динаризације у домену пласмана, односно кредита. Напредак је остварен и код јавног дуга, захваљујући све већој оријентацији државе ка издавању динарских ХоВ. Спорији напредак остварен је у случају кредита, пре свега привреди, с обзиром на то да се предузећа и даље у великој мери ослањају на девизно индексиране кредите. У случају кредита становништву раст степена динаризације био је најизраженији.

Графикон 7. Динаризација пласмана, депозита и јавног дуга (у %)



Графикон 8. Динаризација пласмана, депозита и јавног дуга (учешће, у %)

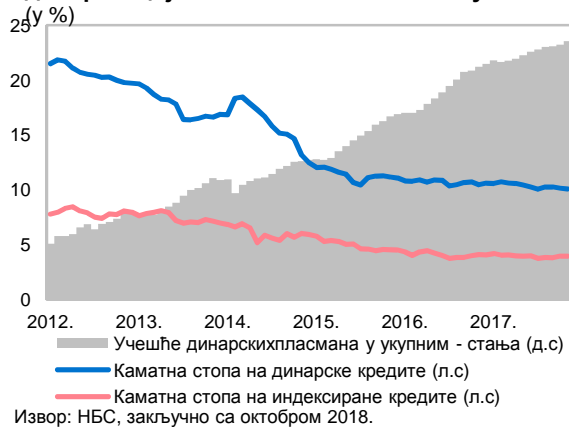


5.1. СТЕПЕН ДИНАРИЗАЦИЈЕ ПЛАСМАНА

У октобру 2018. године, 33,0% укупних пласмана привреди и становништву било је у динарима, што је за 5,0 п.п. више у односу на крај 2012. године, тј. у односу на годину када је закључен Меморандум из 2012. године.

Тренд раста степена динаризаације изражен је код *пласмана становништву*. Средином 2017. године то учешће прелази ниво од 50% и у октобру 2018. године достиже максималних 53,6% (повећање од 18,5 п.п. у односу на крај 2012. године). То се, пре свега, може приписати ублажавању монетарне политике НБС, које је водило оштром паду каматних стопа на динарске кредите, као и усвојеној регулативи усмереној на обезбеђење преференцијалног третмана динарског кредитирања становништва. Мере су биле адекватна допуна макроекономској стабилизацији земље и нижим каматним стопама на динарске кредите, у подстицању динарског задуживања становништва, што потврђује и чињеница да су од 2016. године готово три четвртине новоодобрених кредита становништву у динарима. Поређења ради, то учешће је у 2012. години у просеку износило 60%. Посматрано по наменама, највећи степен динаризаације карактерише нове готовинске кредите који су готово у потпуности у динарима (преко 99%), док је динаризаација потрошачких кредита повећана на преко 75%. Иако не у великој мери, напредак у динаризаацији остварен је и у сегменту стамбених кредита. Макроекономска стабилност и знатно смањење каматног диференцијала на динарске и евроиндексиране кредите, трасирају пут да се од 2016. године започне са одобравањем дугорочних стамбених кредита у динарима. Ови кредити одобравају се с периодом отплате до 30 година и по каматној стопи 4–5%, што је до пре неколико година била каматна стопа по којој су одобрени евроиндексирани кредити.

Графикон 9. Каматни диференцијал и динаризаација пласмана становништву



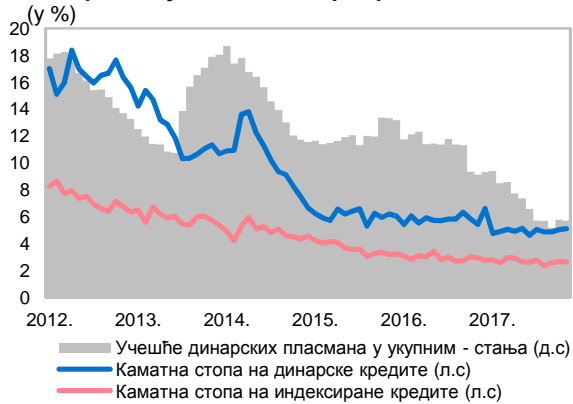
Графикон 10. Динаризаација пласмана становништву (у%)



За разлику од становништва, предузећа се претежно задужују девизно индексираним и девизним кредитима. У посматраном периоду, раст **степен динаризаације пласмана привреди** остварен је у 2014. години (за 5,0 п.п., и то на 25,0%), чему је допринио програм субвенционисаног кредитирања привреде, при чему су кредити за ликвидност и обртна средства одобрени искључиво у динарима, без девизне клаузуле. Међутим, доспеће ових кредита током 2015. године и у првој половини 2016. године и, делом, отпис проблематичних кредита (код нпр. предузећа у стечају, чије су обавезе по кредитима услед стечајног поступка пребачене у динаре), који је интензивирао доношењем Стратегије за решавање проблематичних кредита – утицали су на пад степена динаризаације пласмана привреди након 2014. године. Када је реч о новоодобреним кредитима, учешће динарских кредита привреди релативно је стабилно и у последње три године у просеку износи 20%. Приближно исто износи и динаризаација најзаступљенијих кредита, кредита за

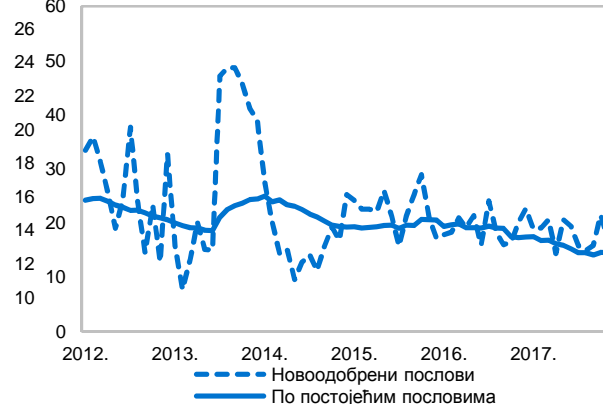
обртна средства. Динаризација инвестиционих кредита није висока (6%), због чињенице да се ови кредити углавном користе за увоз опреме. Кредити за увоз су у потпуности у девизама, док динаризација хетерогене категорије осталих кредита константно расте (на 41% у 2018. години).

Графикон 11. Каматни диференцијал и динаризација пласмана привреди



Извор: НБС, закључно са октобром 2018.

Графикон 12. Динаризација пласмана привреди



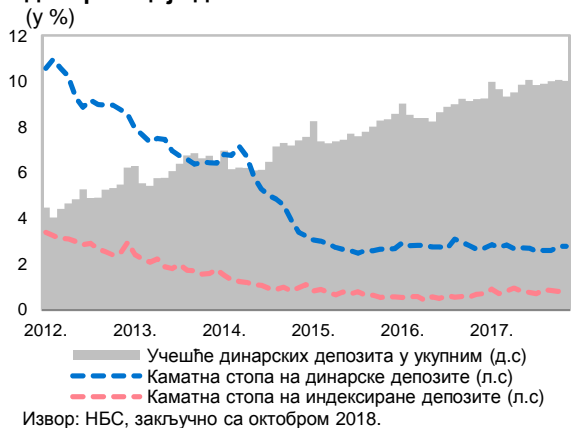
Извор: НБС, закључно са октобром 2018.

5.2. СТЕПЕН ДИНАРИЗАЦИЈЕ ДЕПОЗИТА

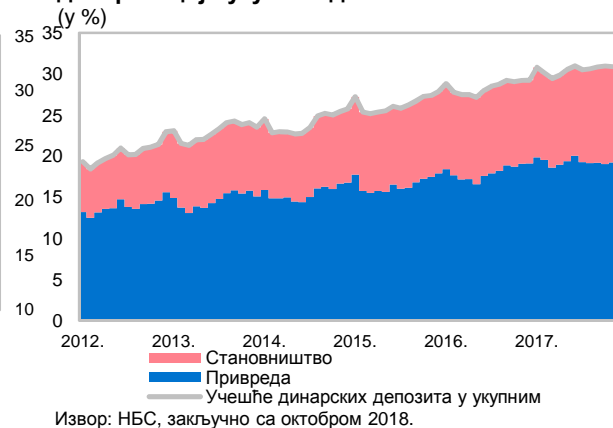
Код динаризације депозита остварен је значајан напредак – у октобру 2018. године **учешће динарских депозита у укупним депозитима привреде и становништва** износило је 30,9%, чиме је повећано за 11,6 п.п. у односу на крај 2012. године, када је износило 19,3%. Главни фактори који су доприносили расту степена динаризације депозита јесу дужи период ниске и стабилне инфлације и релативна стабилност девизног курса, што је заокружено и јачањем домаћег финансијског система. Расту степена динаризације депозита доприносило је и то што се политиком обавезне резерве и пореским подстицајима стимулишу динарски извори финансирања за банке.

Степен динаризације депозита привреде повећан је са 43,9% крајем 2012. године на преко 50% од 2013. године, а затим на 54,6% у октобру 2018. године. Код **становништва**, на чије депозите се односи највећи део депозита приватног сектора (око две трећине), учешће динарских депозита повећано је за 9,2 п.п., и то на 18,0% у октобру 2018. године, што је један од показатеља раста поверења у динар. Динарска штедња грађана у октобру 2018. године достигла је 56,6 млрд динара, што је њен највиши ниво и преко три пута виши ниво него на крају 2012. године. Иако **учешће динарске штедње у укупној штедњи грађана** и даље није високо, пре свега као последица сећања на период хиперинфлације деведесетих година – оно је повећано са 1,9% у 2012. години на 4,8% у октобру 2018. године.

Графикон 13. Каматни диференцијал и динаризација депозита



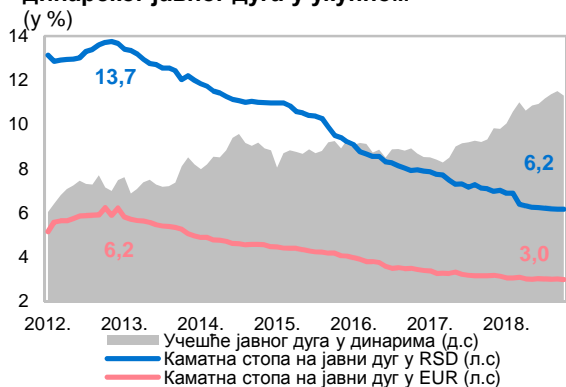
Графикон 14. Допринос привреде и становништва динаризаји укупних депозита



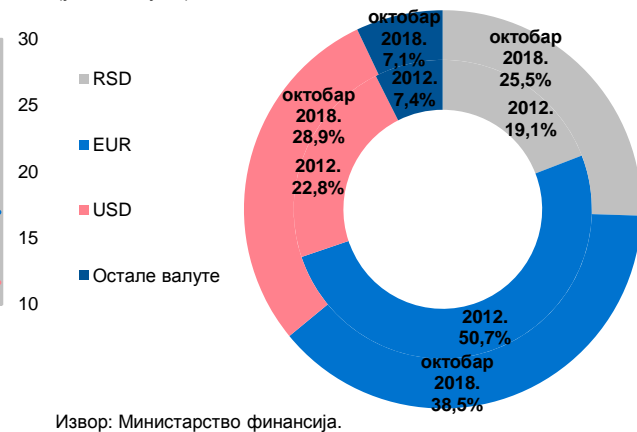
5.3. СТЕПЕН ДИНАРИЗАЦИЈЕ ЈАВНОГ ДУГА

Развој тржишта и знатан пад каматних стопа на динарске државне ХоВ, снажно подржани ублажавањем монетарне политике и падом премије ризика земље захваљујући јачању домаћих макроекономских фундамената – доприносили су расту учешћа динарског дуга у укупном јавном дугу.

Графикон 15. Каматни диференцијал и учешће динарског јавног дуга у укупном



Графикон 16. Валутна структура јавног дуга (учешће, у %)



То учешће је у октобру 2018. године износило 25,5%, што је за 6,4 п.п. више него на крају 2012. године, а за 23,0 п.п. него на крају 2008. године, непосредно пре него што је емитована прва динарска државна ХоВ.

С растом учешћа динарског јавног дуга смањује се изложеност државе девизном и каматном ризику, што доприноси одрживости јавног дуга и нижој цени новог задуживања државе.

Примарно тржиште динарских државних ХоВ константно се развија – постепеним продужавањем рочности и емитовањем већих износа ХоВ. С временом је, како су макроекономски услови

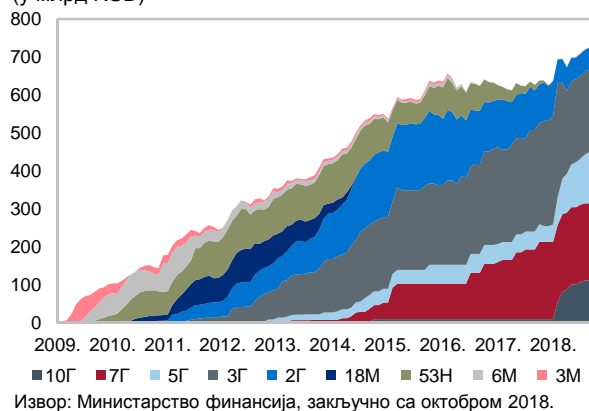
унапређивани, и рочност ових ХоВ продужена до десет година. Прва обвезница рочности од десет година емитована је у октобру 2014. године, док је 2012. године најдужи рок на који се држава на овом тржишту задуживала био пет година. Продужење рочности емитованих ХоВ и већа ликвидност примарног тржишта, доприносе и развоју секундарног тржишта ових ХоВ, као и формирању референтне динарске криве приноса.

Од новембра 2015. дугорочне државне ХоВ укључене су на листинг Београдске берзе, што доприноси и повећању базе инвеститора и развоју тржишта капитала. Од 2016. године уведена је и пракса емитовања реперних (бенчмарк) обвезница у динарима у већем износу, с циљем да се реотварањем емисије ХоВ продају више пута у току године, што доприноси повећању ликвидности и даљем развоју секундарног тржишта ових ХоВ.

Секундарно тржиште се полако развија, о чему сведочи и раст обима трговања динарским ХоВ, који се повећава из године у годину и током 2016. и 2017. године премашио је 400 млрд динара. Даљи раст промета настављен је и у 2018. години, при чему је у десет месеци ове године остварен промет који је за скоро 20% виши него у истом периоду претходне године.

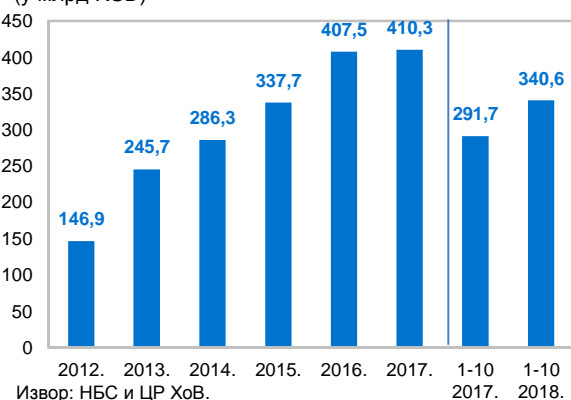
Графикон 17. Стање продатих државних динарских ХоВ

(у млрд RSD)



Графикон 18. Трговање динарским државним ХоВ на секундарном тржишту

(у млрд RSD)



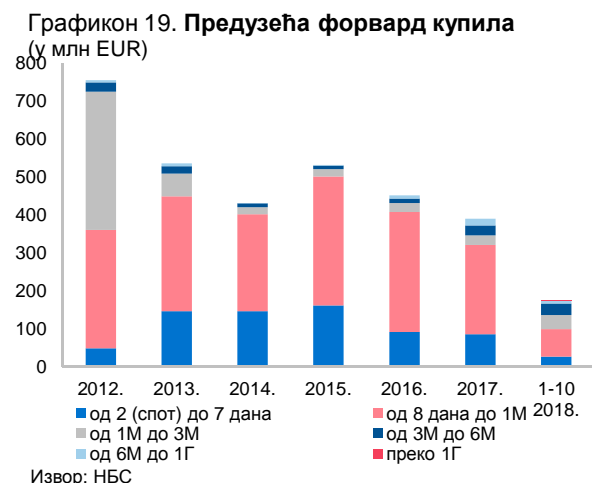
5.4. КОРИШЋЕЊЕ ИНСТРУМЕНАТА ЗАШТИТЕ ОД ДЕВИЗНОГ РИЗИКА

Мере и активности у оквиру трећег стуба усмерене су ка већем коришћењу инструмената заштите од девизног ризика. Предузећа углавном користе инструмент терминске куповине девиза (око 390 млн евра у 2017. години и око 175 млн евра током десет месеци 2018. године). Најчешће су куповине девиза на рок до једног месеца. Просечна пондерисана рочност ових инструмената заштите постепено расте, нарочито током 2017. године (37 дана) и у десет месеци 2018. године (117 дана).

Терминска продаја девиза мања је од куповине, али се уочава да и она постепено расте и највећи годишњи износ бележи у 2017. години (око 17 млн евра), с појавом апрецијацијских притисака. Током десет месеци 2018. године, резиденти су термински продали девизе у износу од 46,5 млн

евра. Ове трансакције се закључују на дуже рочности у поређењу с терминском куповином девиза. Просечна пондерисана рочност ових инструмената знатније расте од 2016. године (током 2017. године повећана је на преко 300 дана, а током 2018. године на преко годину дана). Постепено смањење јаза између терминске куповине и продаје девиза указује на то да је повећана свест економских учесника да је кретање девизног курса могуће у оба смера, не само у смеру депрецијације.

Домаћа предузећа недовољно користе остале инструменте заштите од девизног ризика – у периоду од јануара 2012. до октобра 2018. године закључено је 105 девизних своп трансакција између банака и домаћих предузећа и 72 каматна свопа, а закључена је и једна каматна опција.



VI. ПЛАНИРАНЕ АКТИВНОСТИ

Влада и НБС сагласне су да су макроекономска и финансијска стабилност камен темељац успешне стратегије дедоларизације/деевроизације, с обзиром на то да се у таквим условима лакше повећава употреба домаће валуте у средњем и дугом року. У протеклих шест година макроекономска и финансијска стабилност у Србији обезбеђене су и очуване, чиме су активности дефинисане у оквиру првог стуба динаријације у потпуности и примењене.

НБС и Влада су сагласне да остану доследне у њиховом одржавању и у наредном периоду, примењујући пажљиво одмерен скуп мера макроекономске политике примерен фази економског и финансијског циклуса у којој се привреда налази. Конкретно, НБС ће наставити да води одговорну монетарну политику у режиму циљања инфлације – односно наставиће да правовремено реагује како би инфлација остала ниска и стабилна, што ће доприносити и томе да и инфлациона очекивања остану усидрена. Поред тога, НБС ће наставити пажљиво да одмерава и примењује регулаторне мере и активности како би финансијски сектор остао здрав и стабилан. Одржавање ценовне и финансијске стабилности јесте најбољи начин да централна банка допринесе одрживом привредном расту, а тиме и даљем расту поверења у динар.

Мере економске политике Владе биће, пре свега, усмерене на вођење одговорне и доследне фискалне политике, како би се постигнути значајни резултати фискалне консолидације очували, обезбеђујући и додатно смањење јавног дуга. Поред тога, наставиће се са започетим структурним реформама, како би се даље унапређивао пословни и инвестициони амбијент.

Стварање стабилног амбијента, који карактерише ниска инфлација и снажан пад каматних стопа на динарско задуживање, било је снажна подршка држави да се више задужује у динарима и на дуг рок. Тиме је учињен и значајан напредак у погледу развоја тржишта динарских државних ХОВ и повећања њихове просечне рочности, тј. другог стуба динаризаације. Даљи развој динарског тржишта новца и капитала биће један од задатака Владе и НБС и у наредном периоду.

Поред макроекономских политика којима ће се интерна и екстерна неравнотежа даље постепено смањивати, наставиће се с применом досад предузетих пруденцијалних мера и активности, при чему се неке од њих могу постепено прилагођавати и мењати у зависности од фазе економског и финансијског циклуса, као и напретка у процесу динаризаације по појединачним сегментима.

Узимајући у обзир ефекте досад предузетих мера и активности, НБС и Влада су сагласне да, у оквиру утврђена три стуба динаризаације, убудуће предузимају додатне мере и активности предвиђене Стратегијом које би могле да допринесу убрзању процеса динаризаације.

НБС и Влада размотриће и предузети и друге мере из својих надлежности ради спровођења процеса динаризаације ако актуелна финансијска и макроекономска кретања то дозвољавају.

6.1. ДОДАТНЕ ПЛАНИРАНЕ МЕРЕ И АКТИВНОСТИ НБС

1. Стимулисање банака да у већој мери користе динарске изворе средстава и подстицање раста динарских кредита

- Наставиће се **политика диференцираних стопа обавезне резерве на динарску и девизну основицу у корист динарских извора средстава**, уз давање предности дугорочним изворима финансирања банака. Притом, разматраће се различити модалитети висине стопе обавезне резерве на динарску и девизну основицу ради даљег подстицаја раста динарских извора средстава банака и процењиваће се њихови ефекти на макроекономска кретања, а пре свега на ликвидност банака, каматне стопе и обим кредита и депозита. У овом контексту разматраће се и питање политике ремунарације.
- Анализираће се могућност емитовања дугорочних динарских покривених обвезница (*covered bonds*), с обзиром на то да би на тај начин прикупљена средства могла бити искоришћена за одобравање дугорочних динарских пласмана, попут стамбених кредита у динарима.

2. Развој домаћег динарског финансијског тржишта

- НБС ће спроводити мере и активности које имају за циљ даље јачање кредибилитета каматних стопа на међубанкарском новчаном тржишту (*BELIBOR*), као основе за вредновање динарских производа и инструмената на тржишту новца и капитала, као и за раст промета и даљи развој динарског тржишта новца.

3. Заштита од девизног ризика, промоција и развој тржишта инструмената заштите од девизног ризика

Како су додатни напори неопходни за веће коришћење инструмената заштите од девизног ризика, посебна пажња НБС биће усмерена на мере и активности у оквиру трећег стуба динаризаације – **заштиту од девизног ризика, промоцију и развој тржишта инструмената заштите од девизног ризика.**

- **НБС ће анкетирати банке о врстама инструмената заштите од девизног ризика који се нуде клијентима, степену изложености клијената валутном ризику, броју клијената који прихвата да се заштити од девизног ризика, износу трошкова заштите од ризика у девизним трансакцијама и др.** Поред тога, размотриће се увођење новог извештаја у оквиру одлуке којом се уређује извештавање банака, којим би банке НБС достављале податке по материјално значајним страним валутама о дужницима банке (не)заштићеним од девизног ризика, према врстама клијената. На основу тих извештаја, на нивоу банкарског сектора, дефинисали би се критеријуми за утврђивање статуса клијента у погледу изложености девизном ризику. У складу с тим, проценило би се да ли је потребно увођење одређених пруденцијалних мера за клијенте који нису природно заштићени од девизног ризика или не користе инструменте заштите од девизног ризика, односно да ли су потребне додатне регулаторне активности (попут увођења виших пондера ризика за одређене врсте изложености код којих постоји валутна неусклађеност, додатни капитални захтеви за ове изложености и др.), као и какве ефекте би то могло да има на укупну макроекономску стабилност и колика би била оправданост њиховог евентуалног увођења.
- **Наставиће се промовисање коришћења инструмената заштите од девизног ризика, затим указивање на неопходност заштите од девизног ризика, као и едукативне активности о инвестиционим алтернативама у динарима на домаћем тржишту.**

6.2. ДОДАТНЕ ПЛАНИРАНЕ АКТИВНОСТИ ВЛАДЕ

И у наредном периоду активности Владе на пољу динаризаације биће пре свега усмерене на **даљи развој тржишта динарских ХоВ**, чиме ће се створити један од неопходних предуслова за смањење изложености јавног дуга девизном ризику.

1. Развој домаћег динарског финансијског тржишта

Конкретно, у циљу даљег развоја домаћег тржишта државних ХоВ разматраће се следеће активности, од којих су неке дефинисане и у оквиру Стратегије управљања јавним дугом од 2018. до 2020. године:

- **укључивање динарских државних ХоВ у неки од глобалних индекса државних обвезница земаља у успону** (*Local Currency Government Bond Emerging Market Index*); на тај начин би се повећала база инвеститора и поспешило секундарно трговање, што би допринело даљем смањењу трошкова задуживања емисијама динарских државних ХоВ;
- **увођење система примарних дилера**, преко којих би се продавале државне ХоВ на домаћем финансијском тржишту, ради унапређења тржишне ефикасности секундарног тржишта државних ХоВ и вредновања државних ХоВ;
- **продужење рочности емитованих динарских државних ХоВ на рок преко десет година**, чиме би се додатно продужила динарска крива приноса;
- **наставак активне комуникације са становништвом како би их охрабрили да инвестирају у динарске штедне обвезнице Републике Србије.**

2. Раст динарских кредита и штедње у динарима

- **Влада ће наставити да стимулише динарску штедњу** обезбеђивањем повољнијег пореског третмана у односу на девизну штедњу, као и да стимулише динарске финансијске инструменте.
- **Влада ће наставити да у прописима које доноси промовише употребу динара**, укључујући и евентуалне програме субвенционисаних кредита.

6.3. ДОДАТНЕ ПЛАНИРАНЕ АКТИВНОСТИ ВЛАДЕ И НБС

Развој домаћег динарског финансијског тржишта

- **Ради адекватније процене динарске ликвидности у банкарском систему, Министарство финансија ће у редовној динамици достављати НБС пројекције прихода и расхода и пројектованог стања средстава на Консолидованом рачуну Трезора.** Притом, сарадња Министарства финансија, укључујући и Управу за јавни дуг и НБС у погледу овог питања формализоваће се споразумом о сарадњи, у коме ће се прецизирати права и обавезе потписника, информације и подаци који ће се размењивати, као и рокови и начин њиховог достављања. Редовно ће се састајати и Комитет за ликвидност, који ће чинити представници Министарства финансија, НБС и Управе за јавни дуг.

VII. ИЗВЕШТАВАЊЕ ЈАВНОСТИ

Важан сегмент стратегије динаризаације представља редовна комуникација с јавношћу, како у погледу подизања свести о девизном ризику и уопште негативним ефектима већег коришћења

стране валуте у финансијском систему, тако и у погледу предузетих мера и активности и њихових ефеката. С тим у вези, НБС и Влада ће, у оквиру спровођења Стратегије, наставити редовно да обавештавају јавност о мерама и активностима које се предузимају, као и о оствареном напретку у процесу динаризиције. Такође, наставиће с правовременим обавештавањем јавности и образлагањем промена у монетарној и фискалној политици које могу да утичу на степен динаризиције.

Као основно средство комуникације с јавношћу када је у питању напредак у процесу динаризиције и предузетих мера, НБС, као и до сада, користиће Извештај о динаризицији финансијског система Србије, који се објављује тромесечно. Овај извештај садржи информације о кретању показатеља динаризиције, као и детаљан преглед предузетих мера и активности и оцену њихових ефеката. Поред тога, полугодишње ће се објављивати Анализа о исплативости динарске и девизне штедње.

Управа за јавни дуг Министарства финансија, у редовној динамици, наставиће да објављује податке о стању и валутној структури јавног дуга, информације о планираним аукцијама динарских ХоВ и њиховој рочности, као и резултате постигнуте на овим аукцијама.

Поред тога, НБС и Влада ће на својим интернет презентацијама и путем других видова комуникације учинити доступним и друге актуелне и релевантне информације и податке у вези с процесом динаризиције. У циљу упознавања јавности са инструментима заштите од девизног ризика и њихове промоције, на интернет презентацији НБС доступне су информације о тим производима, као и калкулатори за рачунање терминског курса динара и поређење цена терминских уговора о куповини девиза.

Представници НБС и Владе по потреби ће организовати састанке с представницима банкарског сектора и сектора привреде, ради размене информација о увођењу додатних мера којима се подржава процес динаризиције, као и подизања свести о девизном ризику и могућностима заштите од њега.

VIII. ЗАВРШНИ ДЕО

Саставни део Стратегије чини Анекс 1: Преглед предузетих мера и активности у периоду од 2011. године које иду у прилог динаризицији.

Овај меморандум објављује се на интернет презентацијама Владе и НБС.

Даном закључивања овог меморандума престаје да важи Меморандум из 2012. године.

ЗА НАРОДНУ БАНКУ СРБИЈЕ

ГУВЕРНЕР

Др Јоргованка Табаковић

ЗА ВЛАДУ РЕПУБЛИКЕ СРБИЈЕ

ПРЕДСЕДНИК ВЛАДЕ

Ана Брнабић

АНЕКС 1: ПРЕГЛЕД ПРЕДУЗЕТИХ МЕРА И АКТИВНОСТИ У ПЕРИОДУ ОД 2011. ГОДИНЕ КОЈЕ ИДУ У ПРИЛОГ ДИНАРИЗАЦИЈИ

Период	Опис мере/активности	Очекивани ефекти	Регулативни документ	
2011 <div style="display: flex; align-items: center;"> <div style="writing-mode: vertical-rl; transform: rotate(180deg); font-weight: bold; margin-right: 5px;">2011</div> <div style="display: flex; flex-direction: column; gap: 10px;"> <div style="font-size: 2em; font-weight: bold; margin-left: 10px;">→</div> <div style="font-size: 2em; font-weight: bold; margin-left: 10px;">→</div> <div style="font-size: 2em; font-weight: bold; margin-left: 10px;">→</div> <div style="font-size: 2em; font-weight: bold; margin-left: 10px;">→</div> <div style="font-size: 2em; font-weight: bold; margin-left: 10px;">→</div> <div style="font-size: 2em; font-weight: bold; margin-left: 10px;">→</div> <div style="font-size: 2em; font-weight: bold; margin-left: 10px;">→</div> </div> </div>	феб.	Примена различитих стопа обавезне резерве на динарску и девизну основуцу у корист динарске, уз извршену рочну диференцијацију стопа у смислу виших стопа обавезног издавајања на обавезе до две године.	Стимулисање банака да у већој мери користе динарске и дугорочне изворе финансирања.	Одлука о обавезној резерви банака код Народне банке Србије
	мај	LTV лимит за валутно индексирани хипотекарне кредите износи 80%, док за динарске није прописан. У децембру 2017. овај лимит је ублажен на 90% у случају када се кредит одобрава у оквиру мера подршке државе одређеним категоријама физичких лица.	Обезбеђење преференцијалног третмана динарског кредитирања становништва.	Одлука о мерама за очување и јачање стабилности финансијског система („Службени гласник РС“, бр. 34/2011 и 114/2017), тачка 4.
	мај	Прописано минимално обавезно учешће/депозит за девизне и валутно индексирани кредите физичким лицима (изузев хипотекарних кредита) у износу од 30%.	Обезбеђење преференцијалног третмана динарског кредитирања становништва.	Одлука о мерама за очување и јачање стабилности финансијског система („Службени гласник РС“, бр. 34/2011 и 114/2017), тачка 3.
	мај	Ограничење односа нето отворене девизне позиције у односу на капитал од 2011. износи 20% (повећан са 10%, ради стимулисања кредитне активности).	Ограничење износа валутно индексираних и девизних пласмана у односу на девизне изворе.	Одлука о адекватности капитала банке („Службени гласник РС“, бр. 103/2016), тачка 368
	дец.	Прописана је обавеза банкама да у предуговорној фази, у писменој форми, укажу клијентима на ризике које преузимају уколико се определе за услугу индексирану страном валутом или у иностраној валути. Такође, понуда за закључење уговора мора да садржи информацију о валути у којој се услуга уговара.	Промовисање заштите од девизног ризика за кориснике финансијских услуга.	Закон о заштити корисника финансијских услуга („Службени гласник РС“, бр. 36/2011 и 139/2014), Чл.17 став 2.
	деп.	Прописано је да се, код оглашавања кредитних и депозитних услуга и послова лизинга када огласна порука садржи нумерички податак, недвосмислено наведе на репрезентативном примеру валута у којој се услуга одобрава.		Закон о заштити корисника финансијских услуга („Службени гласник РС“, бр. 36/2011 и 139/2014), Чл. 15. став 1.
	деп.	Прописано је да су банка и давалац лизинга дужни да финансијску услугу кориснику понуде у динарима, осим ако корисник не захтева другачије.		Закон о заштити корисника финансијских услуга („Службени гласник РС“, бр. 36/2011 и 139/2014), Чл.17 став 2.

Период	Опис мере/активности	Очекивани ефекти	Регулативни документ
2012 апр сеп.	Народна банка Србије и Влада Републике Србије потписале Меморандум о стратегији динаризације финансијског система Србије.	Дефинисање циљева, мера и активности које ће Народна банка Србије и Република Србија предузмати ради јачања поверења у националну валуту и њену употребу у финансијском	https://www.nbs.rs/internet/cirilica/90/dinarizacija/MemorandumVladaDinarizacija_20120406.pdf
	Усвајањем Закона о изменама и допунама Закона о порезу на доходак грађана, порез на камату на девизну штедњу повећан је са 10% на 15%.	С обзиром на то да је приход од камате на динарску штедњу изузет од пореза на доходак грађана, ова мера представља подстицај грађанима да мање штеде у инострану валуту, а више у динарима.	Закон о порезу на доходак грађана ("Службени гласник РС", бр. 24/01, 80/02 - др. закон, 80/02, 135/04, 62/06, 65/06 - исправка, 31/09, 44/09, 18/10, 50/11, 91/11 - УС, 93/12, 114/12 - УС, 47/13, 48/13 - исправка, 108/13, 57/14, 68/14 - др. закон, 112/15, 5/2016 - усклађени дин. изн, 7/2017 - усклађени дин. изн, 113/2017 и 7/2018 - усклађени дин. изн), Чл. 64. и 65.
	У ликвидна потраживања првог реда укључени су и 90% фер вредности ХоВ РС у динарима, чија је минимална рочност три месеца. За девизне ХоВ није предвиђена ова могућност.	Развој тржишта капитала, стимулисање банака да у већој мери користе динарске изворе финансирања.	Одлука о управљању ризиком ликвидности банке („Службени гласник РС", бр. 103/2016), тачка 10.
2013 апр нов	Народна банка Србије је динарске ХоВ без валутне клаузуле које су емитовале МФО с највишим кредитним рејтингом уврстила у портфељ ХоВ којима се врше операције на отвореном тржишту Народне банке Србије, као и у листу прихватљивог колатерала при одобравању кредита Народне банке Србије за дневну ликвидност и краткорочних кредита на бази залог ХоВ.	Развој тржишта капитала, кроз подстицај банкама да у својим портфељима држе динарске ХоВ које су емитовале МФО за финансирање кредита.	Одлука о условима и начину спровођења операција на отвореном тржишту („Службени гласник РС", бр. 45/2011 и 34/2013), тачка 7; Одлука о условима и начину одобравања кредита за одржавање дневне ликвидности банака на основу залог хартија од вредности ("Службени гласник РС", бр. 52/2008, 40/2010, 3/2011, 18/2011 и 34/2013), тачка 2; Одлука о условима и начину одобравања банака краткорочних кредита за ликвидност на основу залог хартија од вредности, („Службени гласник РС", бр. 95/2010, 3/2011, 18/2011, 98/2012 и 34/2013), тачка 2.
	Народна банка Србије усвојила Одлуку о условима и начину обављања кредитних послова са иностранством у динарима, којом се генеришу подстицајнији услови под којима међународна финансијска институција и развојна банка или финансијска институција чији је оснивач страна држава (МФО) могу одобравати динарске кредите домаћим банкама, правним лицима и предузетницима, као и услови под којима домаћа банка може одобрити динарски кредит нерезиденту и начини на који их одобрава.	Повећање кредитне активности домаћих банака у динарима.	Одлука о условима и начину обављања кредитних послова са иностранством у динарима („Службени гласник РС", бр. 98/2013).

Период	Опис мере/активности	Очекивани ефекти	Регулативни документ
2014 мај окт	Влада Републике Србије усвојила је програм за субвенционисање динарских кредита привреди.	Повећање динаризације кредита—привременог карактера.	
	Држава је први пут емитовала динарску обвезницу десетогодишњег рока доспећа.	Развој финансијског тржишта и формирање криве приноса за дуже рочности, што омогућава банкама да одреде цену дугорочних динарских кредита.	
2015 нов	Дугорочне државне ХоВ укључене су на прајм листинг Београдске берзе.	Повећање ликвидности и развој секундарног тржишта државних ХоВ.	
2016 јан феб. окт деп	Стопа обавезне резерве на део девизне основице коју чине динарске обавезе индексиране девизном клаузулом повећана је на 100% с дотадашњих 50% (колико је износила од јуна 2012. године).	Дестимулисање коришћења динарских депозита индексираних валутном клаузулом.	Одлука о обавезној резерви банака код Народне банке Србије („Службени гласник РС“, бр. 3/2011, 31/2012, 57/2012, 78/2012, 87/2012, 107/2012, 62/2013, 125/2014, 135/2014, 4/2015, 78/2015 и 102/2015), тачка 5.
	Држава је први пут емитовала бенчмарк обвезницу у динарима у већем износу, с циљем да се путем реотварања емисије, ова обвезница продаје више пута у току године.	Повећање ликвидности и развој секундарног тржишта државних динарских ХоВ.	
	У понуди домаћих банака појавили су се стамбени кредити у динарима који нису валутно индексирани, по релативно повољним условима (стопама испод 5%), с дугим периодом отплате (до 30 година).	Раст дугорочног кредитирања становништва у динарима.	
	На домаћем финансијском тржишту емитована је прва обвезница у динарима чији је емитент међународна финансијска институција – EBRD. Емитоване су обвезнице номиналне вредности 2,5 млрд динара.	Развој финансијског тржишта.	

Период	Опис мере/активности	Очекивани ефекти	Регулативни документ	
2017	јун	На Београдској берзи, остварено је прво трговање обвезница у динарима које је емитовао EBRD (у износу од 60 млн динара).	Развој секундарног финансијског тржишта.	
	јун	Део средстава које је EBRD прибавила емисијом динарских обвезница на домаћем тржишту пласиран је привреди посредством домаћих банака. Кредити су намењени махом за финансирање пољопривреде и рефинансирање.	Повећање динаризације кредита привреди.	
	јун	НБС утврдила је стопу заштитног слоја капитала за структурни системски ризик у висини од 3% укупних девизних и девизно индексираних пласмана банака одобрених привреди и становништву у Републици Србији, за банке код којих је учешће девизно индексираних пласмана привреди и становништву у укупним пласманима привреди и становништву веће од 10%.	Ограничавање ризика евроизације, који је један од кључних структурних, нециклических системских ризика по стабилност финансијског система у Србији.	Одлука о стопи и начину одржавања заштитног слоја капитала за структурни системски ризик („Службени гласник РС“, бр. 58/2017 и 3/2018), тачке 3. и 4.
	дец	Држава је емитовала нову врсту обвезница на домаћем финансијском тржишту – штедне обвезнице.	Развој финансијског тржишта промоцијом алтернативног вида штедње и омогућавањем лакшег приступа тржишту државних ХоВ за грађане.	
2018	апр	Диференцијација стопа remunerације ОР: за динарску ОР износи 1,25%, док се на девизну не плаћа камата.	Стимулисање банака да у већој мери користе динарске изворе финансирања.	Одлука о каматним стопама које Народна банка Србије примењује у поступку спровођења монетарне политике („Службени гласник РС“, бр. 45/2011, 98/2012, 125/2014, 42/2015, 61/2015, 86/2015, 93/2015, 11/2016, 61/2016, 20/2018 и 28/2018, тачка 5.)
	јун	Донет је Закон о финансијском обезбеђењу.	Обезбеђивање и унапређивање правне сигурности и ефикасности у извршавању обавеза на финансијском тржишту (регулисање питања уговарања и коришћења финансијског колатерала као и процедура за намирење потраживања), као предуслов за даљи развој финансијског тржишта.	Закон о финансијском обезбеђењу („Службени гласник РС“, бр. 44/2018).
	авг.	Донета је Одлука о условима и начинима обрачуна ефективне каматне стопе и изгледу и садржини образаца који се уручују кориснику.	Промовисање заштите од девизног ризика за кориснике финансијских услуга.	Одлука о условима и начинима обрачуна ефективне каматне стопе и изгледу и садржини образаца који се уручују кориснику („Службени гласник РС“, бр. 65/2011 и 62/2018).