

Говор вицегувернера Бојана Марковића на Годишњој скупштини Удружења за финансијска тржишта у Србији (ACI Serbia)

СТРАТЕГИЈА ДИНАРИЗАЦИЈЕ У СРБИЈИ

Златибор, 18. септембар 2010.

У поређењу са искуством великог броја других земаља, Србија је кризу добро пребродила. Пад производње је био међу најнижим у Европи, инфлација је била у оквиру циљаног распона, а раст незапослености умерен. Банкарски систем, добро капитализован, изашао је из кризе неокрњен и кредибилан.

Међутим, мој циљ данас није да хвалим успехе, већ да говорим о ономе што је могло бити боље, као и о ономе на чему би кључни актери на финансијском тржишту – централна банка, Влада и банкарски сектор – требало да пораде како би се повећала отпорност наше привреде и њеног финансијског система на потенцијалне будуће шокове.

За разлику од банкарског сектора, финансијски систем у целини није пружио снажнији подстрек стабилности током кризе. На тржишту новца трговало се само инструментима с најкраћом рочношћу. Спот девизно тржиште, које је током кризе готово престало да функционише, тек је недавно почело да поново бележи више обиме промета. Нове иницијативе банкарског сектора и АСИ-ја – некада главних иницијатора развоја финансијског тржишта – у последње време су ретке. Чак и оно неколико ретких иницијатива – као нпр. за развој основних инструмената заштите од девизног ризика – врло се тешко реализује услед недовољног степена поверења и постојања кредитних лимита између тржишних учесника.

И мада су поменути проблеми значајни, они су ипак мањих размера. Оно што захтева више пажње и напора јесте отклањање потенцијалне рањивости нашег финансијског система на ризик промене девизног курса у било којој евентуалној будућој кризи. Стабилност нашег финансијског сектора током последње кризе није, као у великом броју других земаља, била угрожена токсичним *ABS* хартијама од вредности; праву претњу за нас је представљао велики обим девизно индексираних и девизних кредита датих становништву и привреди, који су често били незаштићени од ризика промене девизног курса.

Мислим да ћемо се сви сложити да су висок ниво финансијске евроизације и, с тим у вези, прекомерно ослањање на стране изворе финансирања, представљали највећи појединачни проблем за ефикасније преброђавање кризе у Србији.

Ми у централној банци – а верујем и ви у финансијском сектору – са извесном зебњом смо пратили промене девизног курса за време кризе. Депрецијација је, с једне стране, била добродошла јер је ублажавала ефекте глобалне кризе на нашу привреду. С друге стране, депрецијација је продубљивала билансне ризике дела приватног и државног сектора незаштићеног од ризика промене девизног курса. Појединци најизложенији

девизном ризику, иако у мањини, били су веома гласни. У вођењу привреде кроз ово бурно време, макроекономска политика је наилазила на додатне препреке.

Управо сада, док је сећање на протеклу кризу свеже, право је време да осмислимо како да смањимо степен евроизације и тиме олакшамо решавање сличних изазова у будућности. Период после кризе пружа одличну прилику за брже ширење употребе динара и покретање динарског финансијског тржишта.¹ Уместо деевроизацијом, тај процес би требало звати **динаризацијом**.

Не треба бити нереалан – изазов с којим се суочавамо је велик. Србија је једна од источноевропских земаља с највећим степеном финансијске евроизације. Више од 70% активе и пасиве банкарског сектора је или у страниј валути или је индексирано у њој. Висок степен евроизације у Србији последица је дуге историје макроекономске нестабилности (што је смањило интерес за држање динарских депозита), обимнијих и јефтинијих девизних извора финансирања пре кризе и недовољно развијеног динарског финансијског тржишта.

Динаризација ће зато бити дугорочан процес постепеног прилагођавања активне и пасивне стране биланса банака и небанкарских институција. Тај дугорочни процес ће се састојати из низа малих корака који морају бити добро координирани. Неке од тих корака већ предузимамо, али не треба много чекати ни с другим.

Оно што ми улива наду јесте чињеница да је смањење степена евроизације засигурно могуће. Неколико земаља је у последње време трајно смањило степен евроизације или доларизације. Од европских земаља у транзицији примере налазимо у Турској и Пољској. Турска је, на пример, смањила удео девизних депозита са 60 на 30% и девизних кредита са 40 на 10% у деценији која је претходила избијању кризе. Успех је постигнут и у неколико јужноамеричких земаља.

Разлоге за оптимизам налазимо и у томе што у овом процесу нисмо усамљени. Развој тржишта у домаћој валути постао је приоритет на глобалном нивоу у контексту стварања нове финансијске инфраструктуре, што се види и по великом броју иницијатива земаља G-20, ММФ-а или Светске банке. У нашем региону, Европска банка за обнову и развој игра кључну улогу у координацији сличних активности у оквиру тзв. Бечке иницијативе плус.

Које услове, дакле, наша стратегија динаризације треба да испуни? Она мора бити заснована на реалним циљевима и технички изводљива. Мора да укључи све битне актере и да што је могуће више избегне негативне ефекте процеса по економски опоравак или друге привредне активности.

Који ниво динаризације је реално остварив? Повећање учешћа динарских кредита привреди у укупно одобреним са садашњег нивоа од 28% на око 45% у периоду од две до

¹ Период после кризе обично карактерише релативно предвидиво макроекономско окружење с ниском стопом инфлације. Многи клијенти банака су током кризе постали свесни ризика промене девизног курса, док су банке увиделе имплицитни кредитни ризик по своје билансе. Динарски послови би у будућности такође могли да буду један од начина ширења банкарског пословања са становништвом, будући да иностране извори средстава вероватно неће бити доступни у истој мери и по истој цени као пре кризе.

четири године представља јасан и достижан циљ.² Полазећи од реалних претпоставки, тај циљ подразумева нето повећање стања кредита у динарима за око 800 милијарди у наредне четири године. Њихов садашњи ниво је око 300 милијарди.³ Иако амбициозан, овај циљ оставља довољно простора за раст девизних кредита – они би могли да наставе да расту по номиналној стопи од 20%, по којој су кредити сектору привреде расли у 2009. години.⁴

Даље, да ли има довољно динарских извора за такву експанзију динарских кредита? Да, извора има довољно, а у случају појаве структурног мањка централна банка је спремна да задовољи потребну тражњу за динарском ликвидношћу (под условом да је ова обезбеђена динарским трезорским записима). Резултати анализе коју смо у Народној банци Србије спровели (на бази просечног новчаног мултипликатора у последњих неколико година) показују да би тренутно стање репо хартија од вредности и динарски део обавезних девизних резерви могли да обезбеде потребан раст динарских кредита у наредне две године. Желим, међутим, да упутим јасан сигнал банкарском сектору да је Народна банка Србије спремна да започне са спровођењем тзв. директних репо операција којима се обезбеђује ликвидност уколико се за тим укаже потреба, те стога нема разлога за бригу у погледу расположивости динарских средстава. Директне репо операције су стандардне у већини водећих светских централних банака, а у Народној банци Србије смо већ припремили инфраструктуру потребну за тај корак, премда не очекујемо да ће до њега доћи током ове године.

Стратегија динаризације мора обухватити све кључне актере – Народну банку Србије, банкарски сектор, Владу и јавност. Већину активности ће, по природи ствари, одрадити Народна банка Србије и банкарски сектор. Међутим, за успех динаризације врло је важно разумевање шире јавности, као и активна подршка Владе. Фискална политика је у прошлости понекад давала предност евр у над динаром, што није био добар сигнал широј јавности. На пример, субвенционисани кредити су до маја ове године били и у девизама. Највећи део државног дуга је у девизном знаку, због чега је фискална политика изложена ризицима промене девизног курса. Нека јавна предузећа и даље држе депозите у девизама и узимају девизне кредитне без обзира на природу својих потреба за заштитом од девизног ризика. Срећом, ситуација се брзо мења и држава је врло активно почела да даје предност коришћењу динара.

Стратегија динаризације почива на три међусобно повезана стуба. Иако се активности у оквиру сваког стуба могу спроводити независно једне од других, напредак у свакој од њих подстицаће друге. Међутим, потребно је пажљиво координирати сваку активност на пољу

² Полазим од претпоставке да се у иностранству директно задужују само предузећа која имају девизне приливе, те, сходно томе, ти кредити и неће бити предмет кампање динаризације.

³ Под претпоставком да реални раст кредита сектору привреде износи 20% на годишњем нивоу (просечна стопа раста од 2007. до 2009. године). Из практичних разлога, такође полазимо од претпоставке да ће доћи до занављања постојећег обима кредита.

⁴ Уз инфлацију која опада у складу с циљаним стопама, то подразумева растуће реалне стопе девизних кредита.

динаризиције како би се на најмању могућу меру свели евентуални неповољни утицаји на привредне активности.

Први стуб стратегије је најопштијег карактера, али уједно и најважнији. Он подразумева јачање макроекономског окружења обезбеђивањем ниске и стабилне инфлације уз флексибилан девизни курс, као и одрживог привредног раста и стабилног финансијског система.⁵

У оквиру активности које овај стуб обухвата, Народна банка Србије би требало да настави с применом и јачањем политике флексибилног девизног курса у оквиру режима циљања инфлације. Даље, требало би да унапредимо капацитете за обезбеђивање стабилности на финансијском тржишту. Структурне реформе у реалном сектору и одржива фискална политика усмерена на обезбеђивање дугорочног раста једнако су важне и, иако су ван домашаја монетарне политике, Народна банка Србије ће подржати активности државе у тој области.

Треба имати у виду и да ће потпун успех мера првог стуба бити постигнут тек након дужег времена и да ће захтевати истрајну политику. Уверени смо да ће комбинација циљаних мера, субвенција и кампања најпре довести до повећања краткорочне динарске штедње и кредита. Али свесни смо да ће бити потребан дужи период макроекономске стабилности да би се потпуно повратило поверење у динар као валуту у којој се штеди на дужи рок.

Други стуб наше стратегије динаризиције састоји се од мера усмерених на стварање повољних услова за развој тржишта динарских обвезница. Те мере би требало да подстакну динарску кредитну активност банака кроз промовисање динарских инструмената и развој динарског тржишта. Развој динарске криве приноса је важна окосница овог стуба.

Велики део активности на овом пољу се већ спроводи. Неколико пословних банака је покренуло програме који садрже понуду дугорочнијих динарских кредита с варијабилном и фиксном каматном стопом. Држава повећава удео дуга у домаћој валути у укупном државном дугу, настојећи да продужи динарску криву приноса до две године. Покренуто је неколико пројеката у оквиру „Бечке иницијативе плус“ с циљем развоја секундарног тржишта државних обвезница. Поједине међународне финансијске институције су исказале интерес за емитовањем динарских обвезница на нашем тржишту.

Међутим, још доста тога треба урадити пре него што резултати мера постану видљиви. Секундарно тржиште државних обвезница је и даље неликвидно, а Управа за јавни дуг у последње време има проблема у погледу реализације емисије трезорских записа.

Трећи стуб стратегије динаризиције има за циљ унапређење заштите од постојећих девизних ризика у небанкарском сектору и спречавање њиховог даљег гомилања. Народна банка Србије предводи заједничке напоре у овој области, сарађујући с банкарским сектором на увођењу основних инструмената заштите од девизног ризика

⁵ Према анализи стручњака Европске банке за обнову и развој и Међународног монетарног фонда, главни разлог високог степена евроизације у Србији представља макроекономско окружење – мале флукуације девизног курса у односу на флукуације инфлације – у комбинацији са хистерезом и лошим искуством из претходних периода (видети предстојећи стручни рад EBRD-а чији су аутори Chailloux, Ohnsorge и Vavra).

како на међубанкарском тржишту, тако и у пословању с клијентима. Народна банка Србије је увела и редовне своп аукције девиза како би помогла банкама да лакше управљају ликвидношћу, али и да би подстакла банке да међусобно закључују те трансакције.

У наредним месецима, још више пажње посветићемо заштити корисника финансијских услуга. Циљ нам је да клијенти банака буду свеснији ризика с којима се суочавају и да побољшају своју финансијску писменост. Од јула ове године Народна банка Србије је покренула кампању едукације јавности одржавањем низа конференција на тему заштите од девизног ризика и покретањем Интернет стране "Девизни хеџинг" на нашем вебсајту.⁶ Желели бисмо да охрабримо и банке да проактивно рекламирају динарске инструменте и инструменте заштите од девизног ризика и уложе више времена у ширење свести о девизном ризику међу својим клијентима.

На крају, даље пруденцијалне мере и даље остају опција, али не бисмо желели да их користимо као своје главно средство. Ове мере могу се користити да би се нпр. ограничила изложеност девизном ризику најосетљивијих сегмената тржишта и спречила исплативост модела банкарског понашања заснованог на аутоматском преносу ризика девизног курса с банака на клијенте.

Народна банка Србије измене и допуне регулативе уводи увек постепено, водећи рачуна да се не угрози још крхак привредни опоравак. Снизили смо динарску обавезну резерву са 10 на 5%, уз плаћање надокнаде од 2,5%. Такође смо изменили регулаторни оквир у смислу максимално дозвољеног односа кредитних обавеза дужника и његових прихода како бисмо направили разлику између дужника са усклађеном и оних са неусклађеном девизном позицијом. Укинута је и обавезно учешће за динарске кредите, док учешће за кредите индексиране девизном клаузулом још увек износи 30%. И држава ради свој део посла – од маја 2010. године субвенционисани готовински кредити и кредити за ликвидност одобравају се искључиво у динарима.

Народна банка Србије сарађује и намерава да унапреди сарадњу с банкарским сектором и АСИ-јем у оквиру сва три стуба стратегије динаризации. Желели бисмо да наша сарадња буде двосмеран процес, с банкарским сектором као главним иницијатором у многим аспектима стратегије. На пример, поздрављамо одлуку домаћих банака да у потпуности прекину са одобравањем кредита у швајцарским францима, који су ионако имали мало учешће у укупним кредитима. Радовало би нас да видимо додатна добровољна ограничења на потрошачке кредите који се одобравају физичким лицима незаштићеним од девизног ризика. Радо ћемо разговарати и активно подржати сваку добронамерну иницијативу у смеру динаризации привреде. На пример, увођење формалних тржишних лидера или примарних дилера може бити узето у обзир уколико буде постојао консензус да би то помогло развоју тржишта.

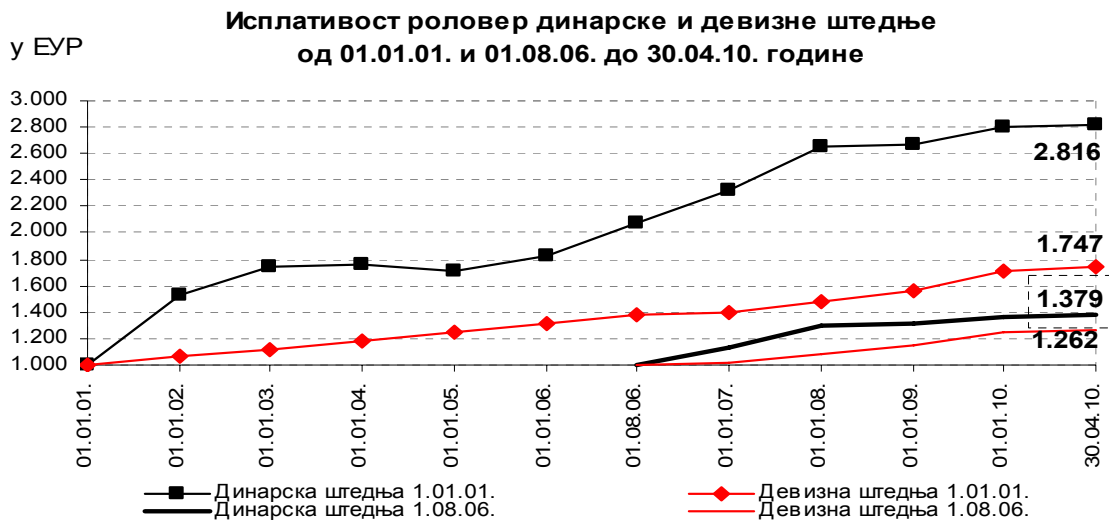
Све у свему, јачање отпорности нашег финансијског система мора бити засновано на већој употреби динара. Циљ програма динаризации је дестимулисање гомилања новог девизног ризика у небанкарском сектору, заштита од постојећег девизног ризика и развој тржишта финансијских инструмената у нашој домаћој валути. То изискује низ веома различитих активности – од спровођења режима циљања инфлације до едукације

⁶ [Девизни хеџинг – НБС \(http://www.nbs.rs/internet/cirilica/64/index.html\)](http://www.nbs.rs/internet/cirilica/64/index.html)

зајмопримаца о девизном ризику, као и добру координацију банкарског сектора, Владе и Народне банке Србије.

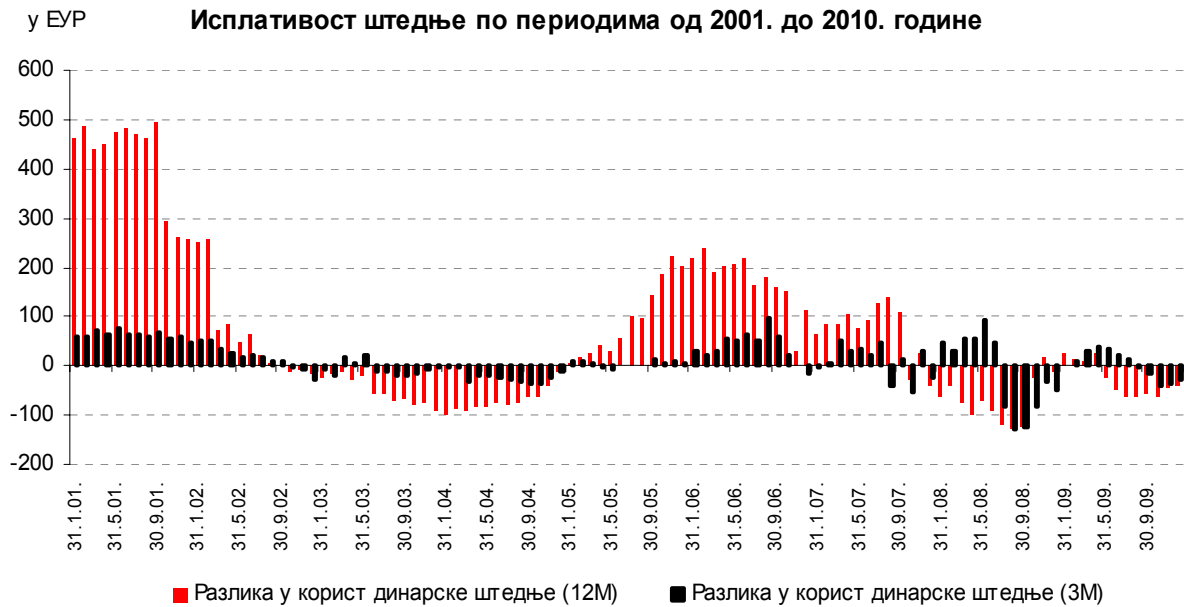
Много је већ урађено током последњих 18 месеци, али доста посла нас тек чека. У периоду од марта до јуна ове године, удео динарских у укупним банкарским кредитима повећан је са 24,6 на 27,4%, а више од 40% новоодобрених кредита је у динарима. Тачно је да је добар део овог раста заснован на Владином програму субвенција, али један број банака је у своју понуду укључило и динарске кредите с роком отплате од неколико година. Ипак, још увек нема промена у валутној структури штедње, иако је штедња у динарима током последњих неколико година била исплативија од штедње у еврима (видети графиконе).⁷ Али, као што сам већ поменуо, за промене у понашању штедиша потребне су године одрживе макроекономске и финансијске стабилности, и до њих ће доћи постепено.

Народна банка Србије преузима водећу улогу у програму динаризације, али ће блиско сарађивати с другим партнерима, пре свега с банкарским сектором. Стога подржавамо ваше иницијативе и желимо да подстакнемо ваш активан приступ остварењу наших заједничких циљева.



Анализа 1): 1.000 евра је положено на штедњу у а) динарима и б) еврима у јануару 2001. и августу 2006. године на период од годину дана. Сваке године по истеку периода орочавања улози увећани за камату су поново орочавани (занављани), све до априла 2010. године.

⁷ Између осталог, Народна банка Србије је недавно спровела две студије на ту тему.



Анализа 2): Сваког месеца у периоду од 2001. до 2010. године орочавано је на период од а) годину дана и б) три месеца 1.000 евра у еврима и у динарима. По истеку периода орочавања упоређен је принос на динарску и девизну штедњу (без занављања, камата се обрачунава на крају периода).