

### POKRETAČI FINANSIJSKE EVRIZACIJE: KOJA TEORIJA JE NAJPOGODNIJA ZA SLUČAJ SRBIJE?

Srđan Marinković<sup>1</sup>  
Marko Malović<sup>2</sup>

#### **Abstrakt**

*Nivo finansijske dolarizacije (de facto evrizacije) u Srbiji postojano je visok uprkos dugogodišnjim naporima da se ovaj problem ublaži. Raširena uloga strane valute kao čuvara vrednosti, ili valute izbora za finansijske aranžmane, ostaje jedno od glavnih obeležja monetarnog i finansijskog sistema Srbije. Zbog brojnih negativnih posledica finansijske evrizacije, razumevanje uzroka i mehanike ovog fenomena postaje važno pitanje ekonomske politike. U radu smo ispitivali značaj argumentacije prisutne u savremenim teorijama finansijske evrizacije za objašnjenje uzroka evrizacije na depozitnom i kreditnom tržištu Srbije. Analiza valutne strukture kamatnih stopa na ova dva tradicionalna bankarska tržišta, kao i analiza marže na posredovanje u dinarima i evru, ukazala su da je izbor ekonomskih aktera između finansijske aktive u domaćoj i stranoj valuti dirigovan odnosom prinosa na finansijske aranžmane u dinaru i evru, ali i popularnim percepcijama rizičnosti ove dve valute. Domaći bankarski sektor, preko politike kamatnih stopa i zaštite od direktnog dejstva valutnog rizika na bilansnu poziciju, sprovodi mehanizam transmisije depozitne na kreditnu evrizaciju.*

**Ključne reči:** valutna supstitucija, nesavršenost kreditnog tržišta, finansijska evrizacija, kredibilitet ekonomske politike.

---

<sup>1</sup> Dr Srđan Marinković, redovni profesor, Univerzitet u Nišu, Ekonomski fakultet, e-mail: srdjan.marinkovic@eknfak.ni.ac.rs

<sup>2</sup> Dr Marko Malović, redovni profesor, Institut ekonomskih nauka-Beograd i Univerzitet u I. Sarajevu, e-mail: marko.malovic@ien.bg.ac.rs

## UVOD

U najužem smislu valutna supstitucija označava pojavu u kojoj strana valuta zamenjuje domaću valutu u njenoj ulozi sredstva plaćanja (u transakcione svrhe). Međutim, isti termin se manje ili više uspešno koristi da bi se opisale i druge pojave monetarnog ili finansijskog karaktera, a čije je zajedničko obeležje da se domaća valuta istiskuje u jednoj ili više njenih tradicionalnih funkcija. Kako su glavne rezervne (međunarodne) valute, američki dolar i evro, najčešće te koje osvajaju monetarni prostor manje atraktivnih valuta, uporedo srećemo i termine dolarizacija, odnosno, evrizacija (Malović, 2014). Takozvana realna evrizacija/dolarizacija opisuje situaciju u kojoj se zarade, cene nekretnina ili dobara trajne potrošnje indeksiraju ili izražavaju u stranoj valuti. Konačno, finansijska evrizacija predstavlja najprisutniji fenomen u vezi sa nezvaničnom upotrebom strane valute izvan matičnog monetarnog područja. Finansijskom evrizacijom podrazumevamo pojavu masovne upotrebe strane valute kao monetarnog medijuma kojim se izražava finansijska aktiva (finansijski ugovori/aranžmani), prevashodno jer se domaća valuta ocenjuje kao inferioran čuvar vrednosti (Ize and Parrado, 2002). Ova pojava je naročito prisutna kod ekonomija u razvoju i tranziciji. U nastavku ćemo se baviti isključivo finansijskom evrizacijom, tragajući uporedo za uzrocima evrizacije depozitnih izvora i kreditnog portfelja banaka u Srbiji.

Nivo finansijske evrizacije u Srbiji postojano je visok uprkos dugogodišnjim naporima da se ovaj problem ublaži. Strane valute ne ugrožavaju domaću valutu u njenoj ulozi sredstva plaćanja, što se ne bi moglo reći za ostale funkcije. Raširena uloga strane valute kao čuvara vrednosti, ili valute izbora za finansijske aranžmane, ostaje jedno od glavnih obeležja monetarnog i finansijskog sistema Srbije. Zajmovi izraženi u stranim valutama ili indeksirani deviznim kursom dominiraju domaćim kreditnim tržištem, dok u strukturi finansijskih obaveza banaka prevladavaju depoziti u stranim valutama i inostrana zaduženja banaka (finansijska evrizacija).

Cilj ovog rada je ispitati u kojoj meri se argumentacija prisutna u savremenim teorijama finansijske evrizacije, pre svega, institucionalnoj teoriji i teoriji nesavršenosti kreditnog tržišta, može iskoristiti za objašnjenje uzroka finansijske evrizacije u Republici Srbiji. U radu ćemo analizirati valutnu strukturu kamatnih stopa na depozitnom i kreditnom tržištu, ali i sprovesti analizu marže na posredovanje u dinarima i evru. Ovim metodološkim postupcima proverićemo

hipotezu da su nesavršenosti na kreditnom tržištu uticale na oblikovanje valutne strukture depozitnih izvora i kreditnih plasmana u Republici Srbiji.

Rad ima sledeću strukturu. Nakon uvoda, ukratko razmatramo značaj i posledice finansijske evrizacije, da bi u narednom delu više pažnje posvetili teorijskim objašnjenjima uzroka. Sledi odeljak u kojem tragamo za pokretačima finansijske evrizacije u Srbiji, poredeći prinos i rizik bankarskih depozitnih i kreditnih aranžmana po klasama finansijske aktive denominovane u dinaru i evru. Rad završavamo zaključkom.

## **POSLEDICE FINANSIJSKE EVRIZACIJE**

Ekonomska nauka je izdvojila nekoliko glavnih negativnih posledica finansijske evrizacije: gubitak kontrole nad monetarnom politikom, verovatnija privredna kontrakcija i kriza nesolventnosti u bankarskom sektoru u slučaju nagle i izrazite deprecijacije nacionalne valute, i konačno, osetljivost na naglo urušavanje devizne likvidnosti bankarskog sektora usled anksioznosti deponenata. Teoretičari uglavnom dele mišljenje da visok stepen finansijske evrizacije onemogućava monetarne vlasti da uspešno koriste sve raspoložive instrumente monetarne politike (Kraft, 2003; Šošić i Kraft, 2006; Levy-Yeyati, 2006). Na primer, na slučaju Srbije, Aleksić *et al.* (2008) su utvrdili da uticaj referentne kamatne stope (2-w repo stopa) izostaje kada nivo evrizacije probije plafon od 64,5 procenata. Analizom u kojoj su korišćeni podaci na nivou banaka Kujundžić i Otašević (2012) su potvrdili ovaj nalaz, naglašavajući da dinamika lokalnih i međunarodnih referentnih kamatnih stopa utiče isključivo na onaj deo kreditne aktivnosti banaka koji se realizuje u domaćoj valuti, dok krediti u stranim valutama uglavnom ostaju izvan uticaja. U slučaju četiri najveće države Centralne Evrope, Brzoza-Brzezina *et al.* (2010) utvrdili su čak da restriktivna monetarna politika ima snažan neželjeni efekat, u smislu da rast domaće referentne kamatne stope podstiče kreditnu aktivnost u stranim valutama, sa skromnim efektom na ukupnu kreditnu aktivnost. Takođe, sa evrizacijom raste i intenzitet transmisije deviznog kursa na nivo cena, što je pravilnost uočena u brojnim istraživanjima (Reinhart *et al.*, 2003).

Visok nivo finansijske evrizacije je takođe značajan makro-prudencioni problem. Privrede sa visokim nivoom finansijske evrizacije sklone su platno-bilansnim i finansijskim krizama, koje lako mogu biti pokrenute pojačanim fluktuacijama deviznog kursa. Iako finansijski posrednici mogu ukloniti direktnu izloženost svog bilansa deviznom riziku transferom ovog rizika na svoje zajmoprimce, ovo nije mogućnost raspoloživa i zajmoprimcima čiji je (finansijski) tok prihoda izražen

pretežno u domaćoj valuti (nema uslova za tzv. prirodni hedžing). Ako ni instrumenti za transfer deviznog rizika (valutni derivati) nisu raspoloživi, izloženost deviznom riziku će ostati nerešiv problem za populaciju korisnika bankarskih zajmova. Reinhart *et al.* (2003) navode da evrizacije kredita i evrizacija depozita imaju različite implikacije na osetljivost privrede. Ako je glavnina kreditnog portfelja banaka izražena u stranim valutama, oštra deprecijacija domaće valute može izazvati jednako oštru ekonomsku kontrakciju, pa čak i ugroziti naplativnost kreditnog portfelja, stvarajući uslove za krizu solventnosti banaka, dok evrizacija depozita suočava bankarski sistem sa naglim oticanjem devizne likvidnost u slučaju da anksioznost deponenata kulminira (“navala na bankarske šaltere”).

Visoko evroizovane privrede nisu samo izložene deviznom riziku, već često ne poseduju ni valjan instrument da se suoče sa ovim izazovom. Svesne činjenice da oštra deprecijacija domaće valute ugrožava domaću privredu, monetarne vlasti često ne mogu da odole da u ambijentu visoke evrizacije reaguju pojačanom podrškom domaćoj valuti, što je ponašanje opisano kao “strah od plivanja” (Calvo i Reinhart, 2002). Ovakva politika ne samo da ne garantuje održive pozitivne efekte, već i dodatno pojačava fundamentalne disparitete i stepen evrizacije. Naime, iako se za politiku deviznog kursa obično smatra da je ograničena stepenom depozitne (ali i kreditne) evrizacije, smer uzročnosti može biti upravo suprotan. Naime, ako centralna banka implicitno garantuje nivo deviznog kursa, na primer obilnim intervencijama i sa usmerenjem da spreči depresijaciju valute, to će, upravo suprotno, otkriti slabost njene pozicije i dodatno podstaknuti evrizaciju.

Zvanična evrizacija se u nekim slučajevima sugeriše malim i otvorenim privredama kao način da se uvozom stabilnosti iz privreda sa superiornim makroekonomskim performansama (nominalno sidro) pokrene nominalna konvergencija, pre svega ujednačavanje inflacija i kamatnih stopa. Sama suština ove alternative je u “zatvaranju izlaza”, kako bi se nosioci ekonomske politike disciplinovali i obezbedila privrženost proklamovanim ciljevima. Međutim, ovo je strategija koja povlači krupan ulog da bi se prevazišao problem slabe valute. Da bi uvećali kredibilitet deviznog pariteta, vlasti podižu kaznu za odustajanje, tj. izlažu privredu riziku nastanka platno-bilansne krize (De la Tore *et al.*, 2003). Ipak, čak i države koje su odbacile ovu strategiju često bivaju prinuđene da prihvate da je njihov monetarni proizvod izgubio bitku u konkurenciji sa drugim valutama.

Značaj suzbijanja evrizacije u ekonomskoj politici ne proizilazi isključivo iz njenih posledica, odnosno negativnih implikacija, već je delom izveden iz činjenice da se ovaj problem veoma teško rešava kada dostigne izvesne razmere. Ovaj fenomen

je u teoriji poznat kao histereza (engl. hysteresis, ratchet effect). Guidotti i Rodrigues (1992) objašnjavaju histerezu valutne supstitucije pozivajući se na efekat mrežnih eksternalija i tzv. efekat slabije valute. Po argumentaciji objašnjenja koje se poziva na efekat mrežnih eksternalija, kada transaktori stvore navike da svoje bogatstvo drže u stranoj valuti, strana valuta postaje, ali nakon toga i ostaje prisutna kao glavna valuta izbora transaktora čak i posle značajnog smanjenja inflacije. Efekat tzv. "slabije valute" nije u suprotnosti sa prethodnim objašnjenjem, jer kratkoročna monetarna stabilizacij, niti trenutno povoljno stanje u privredi, ne može u potpunosti izmeniti stav javnosti o neadekvatnoj snazi i stabilnosti privrede (neodrživost jake valute u slaboj privredi).

## **UZROCI FINANSIJSKE EVRIZACIJE**

Finansijska evrizacija je složena pojava, koja je do sada osvetljavana različitim teorijama. U starijoj literaturi (eg. Filosa, 1995) valutna supstitucija je opisivana kao fenomen izveden iz funkcija tražnje za novcem u ambijentu u kome uporedo funkcioniše više valuta. Teorije koje pripadaju ovoj tradiciji na ključno mesto stavljaju inflaciju. Domaća inflacija, kao oportunitetni trošak raspolaganja novcem u domaćoj valuti, smanjuje tražnju za domaćom valutom, jednako kao što strana inflacija čini suprotan efekat. Zaključujemo da razlika u inflaciji mora ispoljiti izvestan uticaj na valutnu supstituciju. Ako se kretanja nominalnog deviznog kursa ne mogu objasniti razlikama u inflaciji onda se i realni devizni kurs pojavljuje kao važan pokretač supstitucije valuta.

Ova teorija može objasniti korene i mehanizam usko definisane valutne supstitucije, ali ostaje prilično "jalova" kada su u pitanju uzroci finansijske evrizacije. Naime, novac se od ostale finansijske aktive razlikuje po tome što ne donosi prinos. Zbog toga se u analizama supstitucije novca ne razmatra odnos prinosa na različite klase finansijske aktive. Drugo, uloga bankarskog sektora u analizama usko definisane valutne supstitucije (supstitucije novca) je pasivna, ako ne i trivijalna. Zbog toga se istraživanje uzroka finansijske evrizacije zaokružilo kroz doprinose tri novije teorije: teorije optimizacije portfelja, teorije nesavršenosti kreditnog tržišta i institucionalne teorije.

### **Optimizacija portfelja**

Teorija optimizacije portfelja (Ize i Levy-Yeyati, 2003) opisuje nivo finansijske supstitucije kao ravnotežan tržišni ishod determinisan težnjom tržišnih aktera da optimizuju individualan portfelj ka minimalnoj varijansi prinosa. Modeli iz ove

tradicije izmestili su pažnju analitičara sa nivoa na volatilnost inflacije i nominalnog deviznog kursa. Ako je inflacija (izraz rizičnosti depozita u domaćoj valuti) varijabla volatilnija od deviznog kursa (izraz rizičnosti depozita u stranoj valuti) deponenti će se opredeljavati za depozite u stranim valutama, pa će i stepen evrizacije depozita biti veći.

U jedinom radu u kome se na slučaj Srbije primenjuje model optimizacije portfelja minimizacijom varijanse, Rajković i Urošević (2014) su utvrdili da se faktori koji determinišu evrizaciju depozita na kratak i dugi rok značajno razlikuju. Sa stanovništa ekonomske politike važan je nalaz da devijacije otvorenog pariteta međubankarskih kamatnih stopa (UIP) ispoljavaju efekat isključivo na kratak rok, slično kretanjima nominalnog deviznog kursa, i suprotno od inflacije kod koje izostaje efekat na tzv. prolaznu komponentu evrizacije depozita. Interesantno je da su ovi autori osporili održivost efekata manipulacije kamatnim (dis)paritetom i založili se za kredibilnu politiku targetiranja inflacije i fleksibilniju politiku deviznog kursa, koje jedino mogu obezbediti pozitivne rezultate održive na dugi rok.

### **Nesavršenost kreditnog tržišta**

Grupa teorija koja se poziva na nesavršenost kreditnog tržišta ima za svoju osnovu različitu argumentaciju, ali sa zajedničkim elementom da je sklonost transaktora da koriste stranu valutu kod ugovaranja finansijskih aranžmana posledica sistematske greške u evaluaciji rizika. Na primer, prisutan je stav da su kreditne organizacije sklone kreditno-depozitnom posredovanju u stranoj valuti jer u kalkulacijama uključuju rizik devalvacije/deprecijacije slabije (lokalne) valute, ali ignorišu rizik transfera valutnog na kreditni rizik kada kreditiraju u čvrstim (stranim) valutama. Međutim, ovakav izbor ne mora nužno biti izazvan zanemarivanjem pomenute veze. Devalvacija, ili deprecijacija, domaće valute ima neposredniji efekat na gubitke zajmodavca koji zajam odobrava u domaćoj valuti, od gubitaka koji nastaju usled teškoća dužnika u servisiranju svojih obaveza, koji se mogu izbeći sve dok dužnik raspolaže dovoljnim iznosom sopstvenog kapitala, ili je raspoloživ odgovarajući kolateral, bez obzira što se gubici ispoljavaju kod zajmoprimca, pa je i očekivano da zajmodavci pokazuju sklonost ka kreditiranju u stranim valutama. Različit naglasak na kreditni i valutni rizik uočen je i u bogatoj praksi međunarodnog tržišta kreditnih instrumenata, npr. međunarodnom tržištu obveznica. Naime, uočeno je da investitori veću pažnju poklanjaju predviđanju uticaja promene deviznih kurseva na cenu (i prinos) nego predviđanju nastanka finansijskih poteškoća dužnika. Zbog toga će prinos transferabilnih kreditnih instrumenata snažnije reagovati na očekivane promene deviznih kurseva nego na anticipirane teškoće dužnika u otplati obaveza (kreditni rizik). Naravno, kod

plasmana bez adekvatne transferabilnosti (zajmova), ovaj efekat će biti manje izražen, jer se radi o finansijskoj aktivi koja se ne re-evaluira na dnevnoj osnovi, niti se brзом prodajom može izbeći anticipiran gubitak.

Broda i Levy-Yeyati (2003) predložili su model u kome finansijski posrednici biraju optimalnu valutnu strukturu svojih finansijskih obaveza tako da obaveze u stranim valutama prevazilaze društveno-poželjan nivo jer ih na to usmerava infrastruktura sigurnosti (npr. osiguranje depozita), koja ne vrednuje u punom stepenu rizik koji na sistem prenose obaveze u stranim valutama (eng. currency-blind safety net). Ovakvi zaključci su specifični za ovaj model, jer se u model uključuje pretpostavka da isključivo krediti u stranim valutama nose kreditni rizik (uzrokovan deprecijacijom valute), koji se u krajnjem slučaju prenosi na osiguravača depozita (argument moralnog hazarda). Ovakvoj strukturi modela ipak se ne može osporavati empirijska zasnovanost, jer kreditni aranžmani u stranim valutama svakako nose dodatni element rizičnosti, koji inače nije prisutan kod aranžmana u domaćoj valuti.

U literaturi koja se poziva na ovu argumentaciju, domaći bankarski sektor se smatra glavnim 'krivcem' za finansijsku evrizaciju. U modelima iz ove grupe uvažava se činjenica da banke pribegavaju nepotpunoj zaštiti od valutnog rizika (spekulišu), ostavljajući svoje bilanse otvorenim za delovanje valutnog rizika. Model koji su razvili Catao i Terrones (2000) pripada grupaciji modela koji se zasnivaju na nesavršenosti bankarskih tržišta i to u dva značajna pravca: segmentacija kreditnog tržišta, i ograničena konkurencija. U modelu se pretpostavlja da postoje dva segmenta kreditnog tržišta: zajmoprimci koji posluju u segmentu međunarodno razmenljivih dobara (velike korporacije i subjekti koji mogu računati na bilansni valutni hedžing), i segmentu nerazmenljivih dobara (manje firme i domaćinstva). U modelu se, takođe, pretpostavlja da se pregovaračka pozicija banaka prema zajmoprimcima razlikuje u zavisnosti od segmenta kreditnog tržišta na kome nastupaju. Pregovaračka pozicija banaka će biti snažnija prema zajmoprimcima koji mogu pozajmiti jedino na lokalnom tržištu (u lokalnoj valuti), tako da će raspon u kamatnim stopama u slučaju depozitno-kreditnog posredovanja u segmentu koji kao valutu denominacije finansijskih aranžmana koristi stranu valutu biti viši, zbog čega domaća valuta postaje atraktivnija za zajmoprimce. Zajmoprimci koji imaju direktan pristup inostranim izvorima mogu izbeći ovaj uticaj, vršeći pritisak na domaći bankarski sektor da snizi kreditne kamatne stope na zajmove u stranoj valuti. U ovom modelu se nivo evrizacije kredita definiše kao ishod delovanja divergentnih sila. Što je deprecijacija domaće valute izraženija i verovatnija, što je veća marža na kreditno-depozitno posredovanje u stranoj valuti i veće učešće zajmoprimaca kojima na

raspolaganju stoji valutni hedžing, to će za banku atraktivniji biti krediti u stranoj valuti. S druge strane, krediti u domaćoj valuti biće bankama atraktivniji ukoliko dominiraju u pregovorima sa zajmoprimcima koji ne mogu računati na prirodnu (bilansnu) zaštitu od valutnog rizika, manje je verovatna deprecijacija lokalne valute (i njen uticaj na kreditni rizik) i veća je kamatna marža na depozitno-kreditno posredovanje u segmentu domaće valute. Na taj način, struktura kreditnog tržišta, odnos između troškova posredovanja na različitim segmentima, ali i makroekonomski šokovi, postaju važne determinante finansijske evrizacije.

Opisani model, iz više razloga, možemo oceniti značajnim za razumevanje determinanti finansijske evrizacije. Zbog prisustva regulative koja bankama ograničava stepen izloženosti valutnom riziku, banke će imati ograničene mogućnosti da ciljnu valutnu strukturu plasmana definišu značajno drugačije od valutne strukture svojih finansijskih izvora. Zbog toga, ima smisla posmatrati posredovanje sa domaćom i stranom valutom kao delimično izolovane segmente. Atraktivnost jednog u odnosu na drugi segment za banke će biti određena odnosom kamatnih marži. Međutim, kako će se oblikovati valutna struktura ova dva agregata (bankarskih depozita i kredita), zavisice i od preferencija deponenata i zajmoprimaca. Ako su ovo dve jasno izdvojene populacije, onda će se i depozitno tržište ponašati u izvesnom stepenu izolovano od kreditnog tržišta.

Teorije nesavršenosti kreditnog tržišta u centar analize postavljaju posrednika. Po mehanizmu prilagođavanja, ova grupa teorija je slična teoriji preferencija plasmana, koja objašnjava oblik i položaj krive prinosa na bazi odluka koje samostalno donose finansijski posrednici u pogledu roka dospeća svojih obaveza i plasmana, težeći ka ciljnoj izloženosti kamatnom riziku. Preferencije krajnje suficitnih aktera (deponenata) ka stranoj valuti i kratkom roku ključno će oblikovati preferencije finansijskih posrednika averznih prema riziku ka stranoj valuti i kratkom roku u poslovima plasmana, odnosno, definisati valutnu i ročnu strukturu kreditne ponude banaka. Politikom kamatnih stopa, finansijski posrednici će usmeravati aktivnost na kreditnom tržištu ka strukturi (valutnoj i ročnoj) koja obezbeđuje ciljni nivo izloženosti rizicima.

### **Institucionalna teorija evrizacije i uloga kredibiliteta**

Institucionalne teorije evrizacije naglašavaju ulogu kredibiliteta makro-ekonomske politike i kreatora ove politike (De Nicoló *et al.*, 2003). Teorije ove provenijencije tragaju za makroekonomskim uzrocima evrizacije. U svetu fiducijarnog novca, "dobar novac istiskuje iz optičaja loš novac", pa se upućuju preporuke "monetarnim vlastima da unaprede kvalitet svog proizvoda". Naime, nivo



evrizacije otkriva stav javnosti o kretanjima inflacije, kamatnih stopa i deviznog kursa u budućnosti. U praksi se može održavati izrazit jaz između zabeleženih vrednosti fundamentalnih ekonomskih varijabli i vrednosti koje očekuje javnost (tržište). Ova teorija sposobna je da objasni istrajnost evrizacije, pojave koja se često uočava u praksi. Istrajnost stepena evrizacije, koji se u ovoj literaturi označava kao histereza, definiše se kao izostanak zaokreta u samom efektu kada se suočavamo sa zaokretom u osnovnom uzroku efekta. Kao komplementaran možemo oceniti i pristup koji za trenutni nivo evrizacije odgovornim smatra ranije učinjene pogrešne izbore i greške u makroekonomskoj politici (Barajas i Morales, 2003).

### EMPIRIJSKA ANALIZA EVRIZACIJE U SRBIJI

Da bi stekli osnovni utisak o razmerama finansijske evrizacije u Srbiji, daćemo komparativni pregled koji sadrži podatke o kretanju dva indikatora (mere) evrizacije za grupu zemalja Jugoistočne Evrope (Tabela 1). Po stepenu evrizacije finansijskih obaveza banaka, koji predstavlja učešće deviznih u ukupnim obavezama bankarskog sektora (FX/Total), Srbija beleži uporedive vrednosti jedino sa Hrvatskom. Slede Bosna i Hercegovina, Albanija pa BJR Makedonija. Sličan je rang i kod evrizacije kreditnog portfelja banaka. Hrvatska ovde beleži najviše vrednosti, sledi Srbija, zatim Albanija i Bosna i Hercegovina sa sličnim vrednostima, dok je BJR Makedonija i po ovom kriterijumu najmanje ugrožena. Zbog tzv. prudencione regulative, kojom se bankama ograničava stepen izloženosti valutnom riziku, ne čudi da se ova dva kriterijuma evrizacije kreću dosta usklađeno.

Tabela 1. Finansijska evrizacija u Jugoistočnoj Evropi (u %)

	Obaveze banaka (FX/Total) <sup>1)</sup>					Krediti banaka (FX/Total) <sup>2)</sup>				
	ALB	BIH	HRV	MKD	SRB	ALB	BIH	HRV	MKD	SRB
2003	35,9	61,5	76,1	–	61,7	82,1	64,9	70,9	37,6	52,8
2004	37,0	64,0	78,1	–	66,9	80,5	65,4	76,7	40,6	67,8
2005	41,0	64,4	78,8	58,5	68,6	75,5	68,7	78,5	49,2	76,8
2006	44,0	62,8	78,0	56,1	65,9	71,9	71,0	69,6	52,7	79,6
2007	46,9	65,0	73,6	51,5	64,2	72,5	74,0	59,8	54,7	73,0
2008	48,5	69,5	76,1	54,8	69,0	72,6	73,3	65,5	57,0	78,0
2009	48,9	69,2	79,0	60,9	75,5	70,2	73,9	72,3	58,5	84,1
2010	51,0	67,0	77,0	55,5	81,8	69,8	70,0	74,3	58,8	76,8
2011	51,9	66,0	77,2	52,7	79,0	67,9	66,7	75,1	59,2	69,8
2012	52,6	65,2	77,8	48,3	80,1	64,5	63,1	73,7	55,4	74,1

	Obaveze banaka (FX/Total) <sup>1)</sup>					Krediti banaka (FX/Total) <sup>2)</sup>				
	ALB	BIH	HRV	MKD	SRB	ALB	BIH	HRV	MKD	SRB
2013	52,8	63,8	67,7	45,5	76,7	63,0	62,9	74,0	52,7	71,6
2014	52,7	63,2	67,8	44,8	75,7	62,1	61,8	73,5	50,8	70,5

Napomene: <sup>1)</sup> Za BJR Makedoniju u obaveze banaka uključeni isključivo depoziti;

<sup>2)</sup> Za Bosnu i Hercegovinu, BJR Makedoniju i Hrvatsku u kredite u stranim valutama uključeni i krediti sa valutnom klauzulom

Izvor: IMF (Country Reports)

Podaci u Tabeli 2, takođe, se odnose na učešće vrednosti aranžmana odobrenih u stranim valutama, indeksiranih valutnom i drugim klauzulama u odnosu na ukupnu vrednost aranžmana. Dakle, preostali deo se odnosi isključivo na dinarske aranžmane bez ugovorene zaštite. Iz podataka uočavamo da je najveći stepen evrizacije prisutan kod depozita stanovništva i neprofitnih institucija koje pružaju usluge stanovništvu (NIPUS). Slede potraživanja od nefinansijskih pravnih lica, dok se kod potraživanja od stanovništva, ali i depozita nefinansijskih pravnih lica, trenutno oko polovine vrednosti aranžmana odobrava u domaćoj valuti bez ugovorene zaštite.

Tabela 2. Valutna struktura depozita i potraživanja banaka u Srbiji (u %)

	Stanovništvo i NIPUS		Nefinansijska pravna lica	
	depoziti	potraživanja	depoziti	potraživanja
2008	88,75	78,63	49,69	68,34
2009	90,19	78,45	47,53	74,92
2010	92,33	72,70	55,05	68,69
2011	90,70	67,81	55,11	73,31
2012	92,03	65,64	56,14	76,36
2013	89,40	63,13	47,60	80,59
2014	88,66	59,80	46,39	75,70
2015	87,02	57,58	44,44	81,26
2016 <sup>1)</sup>	86,09	53,95	47,30	79,80

Napomene: <sup>1)</sup> podatak se odnosi na stanje sa kraja trećeg kvartala.

Izvor: Narodna banka Srbije (baza statističkih podataka – preračunali autori)

Iako podaci ne daju potpunu sliku o valutnoj strukturi bilansa stanja bankarskog sektora, ipak se može uočiti da banke u posredovanju sa stanovništvom imaju neto pasivnu (kratku) poziciju u stranim valutama. Ovakva priroda pozicije sa sektorom stanovništva ima svoj odraz u neto aktivnoj (dugoj) poziciji u stranim valutama u posredovanju sa sektorom nefinansijskih pravnih lica. Doduše,

glavnina ove pozicije odnosi se na dinarske plasmane sa valutnom klauzulom, koji poslednjih godina čine oko devet desetina valutno osetljivih potraživanja prema ovom sektoru.

Jasan trend smanjenja stepena evrizacije prisutan je jedino kod potraživanja banaka prema stanovništvu i NIPUS, dok bi kod potraživanja prema nefinansijskim pravnim licima pre mogli govoriti o izvesnom rastu stepena evrizacije. U ostala dva slučaja trend se ne može uočiti.

### **Analiza kamatnih stopa na depozitnom i kreditnom tržištu**

U nastavku ćemo dati analizu koja se temelji na pretpostavci da su depozitno i kreditno tržište izdvojeni segmenti. U Tabelama 3 i 4 preračunate su razlike u kamatnim stopama koje banke u Srbiji obračunavaju na finansijske aranžmane odobrene u dinarima i evrima.

U Tabeli 3 dati su podaci za poslove sa stanovništvom i neprofitnim institucijama koje pružaju usluge stanovništvu, dok se u Tabeli 4 nalaze podaci za poslove banaka sa nefinansijskim pravnim licima. U oba tabelarna prikaza izdvojeno su prikazane razlike u depozitnim kamatnim stopama i kamatnim stopama na bankarska potraživanja prema relevantnim sektorima, i dalje, postojeći poslovi (postoj.) i novoodobreni poslovi (poslovi zaključeni u tekućoj izveštajnoj godini). Preračunali smo razliku u nominalnim kamatnim stopama ( $nm$ ), razliku u nominalnim kamatnim stopama korigovali za promene deviznog kursa dinara prema evru ( $r_e$ ) i konačno, istu razliku korigovali za razliku u inflacijama u lokalnom monetarnom području i evrozoni ( $i_{dif}$ ). Podaci za inflaciju predstavljaju stopu rasta potrošačkih cena na kraju izveštajnog periodu (CPI). Vrednost kamatne stope zabeležena poslednjeg radnog dana izveštajne godine korigovana je inflacijom ostvarenom u narednoj godini, kako bi se na taj način pratile tzv. ex post realne kamatne stope, odnosno, njihova razlika.

Tabela 3. Razlika u kamatnim stopama banaka – poslovi sa stanovništvom i NIPUS

	Depozitne kamatne stope						Kamatne stope na potraživanja					
	postoj.			novoodobreni			postoj.			novoodobreni		
	<i>nm</i>	<i>r<sub>e</sub></i>	<i>i<sub>dif</sub></i>	<i>nm</i>	<i>r<sub>e</sub></i>	<i>i<sub>dif</sub></i>	<i>nm</i>	<i>r<sub>e</sub></i>	<i>i<sub>dif</sub></i>	<i>nm</i>	<i>r<sub>e</sub></i>	<i>i<sub>dif</sub></i>
2010	6,3	6,4	2,1	5,6	5,6	1,3	9,8	9,9	5,6	10,3	10,4	6,1
2011	6,2	5,7	-3,7	6,2	5,7	-3,8	11,4	10,5	1,4	11,6	10,7	1,6
2012	6,0	5,9	4,7	5,4	5,4	4,1	13,6	13,5	12,3	12,1	12,0	10,8
2013	5,9	5,6	4,1	6,2	5,9	4,3	13,6	12,9	11,7	12,4	11,7	10,5
2014	5,0	5,0	3,8	5,2	5,2	3,9	11,9	11,9	10,7	9,7	9,7	8,5
2015	4,1	4,0	4,1	4,3	4,3	4,3	9,3	9,2	9,3	8,8	8,7	8,8
2016 <sup>1)</sup>	3,2	–	–	2,5	–	–	7,5	–	–	6,7	–	–

Napomene: <sup>1)</sup> podatak se odnosi na stanje sa kraja trećeg kvartala.

Izvor: Narodna banka Srbije (baza statističkih podataka) i Eurostat (preračunali autori)

Nominalne kamatne stope koje banke odobravaju stanovništvu na depozite u dinarima postojano su više od istih kamatnih stopa na depozite u evru (uključeni dinarski depoziti indeksirani kursem dinara prema evru), ali uz neprekidan trend smanjenja ove razlike. Zbog prisutne lagane deprecijacije domaće valute, ova razlika korigovana za indeks deprecijacije ( $r_e$ ) nešto je manja. Kada razliku u nominalnim kamatnim stopama ( $nm$ ) korigujemo inflacijom, razlika ( $i_{dif}$ ) je dodatno umanjena, pre svega, jer u periodu analize kurs dinara nije određivan u skladu sa paritetom kupovnih snaga, već je bila prisutna realna apresijacija dinara. Kod kreditnih kamatnih stopa (kamata na potraživanja) ova razlika je još izraženija, što govori da su u čitavom periodu banke imale jasan interes da se zadužuju u stranoj valuti, a da kreditiraju u domaćoj valuti. Suprotno tome, povoljnija valuta depozitnih aranžmana za deponente bio je dinar, a povoljnija valuta kreditnih aranžmana za zajmoprimce bio je evro. Izuzetak čini jedino 2011. godina, kada je situacija drugačija od opisane pravilnosti.

Čime se ovakva kretanja mogu objasniti? Pored toga što je dinarska štednja (*ex post*) isplativija deponentima, oni su se dominantno opredeljivali za štednju u stranim valutama (evro). Ovakav izbor deponentata se može objasniti razlozima na koje ukazuju tzv. institucionalne teorije. Na primer, zbog hiperinflacione prošlosti i istorije devalvacija, ili postojanog dugoročnog trenda slabljenja domaće valute, može se očekivati da transaktori percipiraju domaću valutu manje stabilnom nego što je to slučaj na osnovu zabeleženog kretanja kursa dinara u poslednjem periodu. Takođe, moguće je da su ovakve percepcije čvrsto utemeljene na slabim aktuelnim vrednostima fundamentalnih ekonomskih varijabli, a ne samo na prostoj ekstrapolaciji trendova iz prošlosti. Na primer, Marinković i Radović (2016)

su panel regresionom analizom utvrdili statističku značajnost različitih indikatora spoljne nesolventnosti i nelikvidnosti na stepen kreditne i depozitne evrizacije u grupaciji država Jugoistočne Evrope.

U ovom slučaju izvesnu ulogu može igrati i argumentacija na koju su ukazali Broda i Levy-Yeyati (2003). Sistem osiguranja depozita koji se primenjuje u Srbiji ne uvažava razliku između stepena rizika koji u sistem unose depoziti u domaćoj i stranim valutama. Izvestan iskorak u otklanjanju ovakvih distorzija učinjen je u tzv. prudencionoj regulativi koja se primenjuje na bankarski sektor. Naime, kod obračuna tzv. rizikom ponederisane aktive od banaka se zahtevalo da primenjuju najstrožiji tretman (ponder 125 %) za potraživanja u stranoj valuti ili dinarima, a indeksirana valutnom klauzulom ako su bez odgovarajućeg obezbeđenja a dužnik nema usklađenu deviznu poziciju, tj. izložen je valutnom riziku (Narodna banka Srbije, 2008, str. 21). Vredi pomenuti i podsticaje za smanjenje stepena evrizacije depozita iz sfere poreske politike (rešenja o oporezivanju prihoda od kapitala (kamata) u Zakonu o porezu na dohodak građana, čl. 64–65).

S druge strane, favorizovanje evra kao valute kreditnih aranžmana, kroz niže kamatne stope, možemo oceniti kao racionalan element kreditne politike banaka čiji su izvori već značajno evroizovani. Na taj način, evrizacija kredita postaje refleksija evrizacije finansijskih izvora banaka, pre svega, depozita, ali i kredita iz inostranstva. Ovo objašnjenje podržano je i nalazima empirijskih istraživanja u kojima se stepen evrizacije depozita pojavljuje kao statistički značajna determinanta stepena kreditne evrizacije (Pepić *et al.*, 2015). Uticaj zaduženja banaka u inostranstvu na evrizaciju kreditnog portfelja takođe je dokazan u istraživanjima, pri čemu se izolacija valutnog rizika koja se usmerava kamatnom politikom banaka pojavljuje kao ključni mehanizam (Basso *et al.*, 2007).

I u poslovima sa privredom (nefinansijska pravna lica) primećujemo istu pravilnost, s tim što su razlike u kamatnim stopama na finansijskim aranžmanima u ove dve valute manje izražene (Tabela 4).

Tabela 4. Razlika u kamatnim stopama – poslovi sa nefinansijskim pravnim licima

	Depozitne kamatne stope						Kamatne stope na potraživanja					
	postoj.			novoodobreni			postoj.			novoodobreni		
	nm	r <sub>e</sub>	i <sub>dif</sub>	nm	r <sub>e</sub>	i <sub>dif</sub>	nm	r <sub>e</sub>	i <sub>dif</sub>	nm	r <sub>e</sub>	i <sub>dif</sub>
2010	8,5	8,5	4,2	6,7	6,8	2,4	8,1	8,1	3,8	7,8	7,9	3,6
2011	6,6	6,6	-3,4	7,8	7,2	-2,2	7,7	7,1	-2,3	8,4	7,7	-1,6
2012	8,7	8,7	7,4	6,9	6,9	5,6	9,3	9,3	8,0	8,7	8,6	7,3
2013	5,6	5,6	3,7	6,8	6,5	5,0	8,3	7,8	6,4	8,2	7,8	6,4
2014	5,4	5,4	4,1	5,2	5,1	3,9	5,4	5,4	4,2	3,5	3,5	2,2
2015	2,3	2,3	2,3	4,0	3,9	4,0	3,6	3,6	3,6	2,6	2,6	2,6
2016 <sup>1)</sup>	2,0	–	–	2,1	–	–	2,0	–	–	1,3	–	–

Napomene: <sup>1)</sup> podatak se odnosi na stanje sa kraja trećeg kvartala.

Izvor: Narodna banka Srbije (baza statističkih podataka) i Eurostat (preračunali autori)

Važno je napomenuti i da će struktura kamatnih stopa (adekvatno korigovanih deprecijacijom valute ili razlikom u inflacijama) biti onoliko važna za odluku transaktora koliko su ugovorne strane slobodne u izboru valute finansijskih aranžmana. Za jedan deo finansijskih aranžmana ovaj uslov neće biti ispunjen. Naime, domaća valuta imaće prednost kod brojnih kreditnih aranžmana kod kojih je finansiranje potrošnje kupovinama na lokalnom tržištu primarni motiv zaduženja. Ovo može objasniti niži stepen evrizacije potraživanja prema stranovništvu u odnosu na stepen evrizacije oročenih depozita stanovništva, koji se primarno posmatraju kao finansijska investicija. U sektoru nefinansijskih pravnih lica, kreditni ali i depozitni aranžmani u velikoj meri su motivisani upravljanjem likvidnošću, pa se i može očekivati da domaća valuta kao zvanično sredstvo plaćanja ovde uživa izvesnu prednost.

### Analiza kamatne marže na posredovanje u različitim valutama

Tabela 5 sadrži pregled kamatne marže (preciznije raspona u kamatnim stopama), koje banke zaračunavaju na posredovanje u dinarima (kreditna kamatna stopa umanjena za depozitnu kamatnu stopu) i posredovanje u evrima, i to izdvojeno za stanovništvo i NIPUS i nefinansijska pravna lica. I u ovom pregledu se nalaze podaci kako za postojeće (postoj.), tako i za novoodobrene poslove (novi). Ovakav pregled omogućuje nam da proverimo stavove iz teorijskog modela Catao i Terrones (2000). Napominjemo da zvanična statistika izdvaja dva sektora (stanovništvo i NIPUS i nefinansijska pravna lica) koji ne koincidiraju savršeno sa segmentima iz pomenutog modela, jer su u grupaciji nefinansijskih pravnih lica, svakako, uključeni i zajmoprimci kojima nije dostupno inostrano kreditno tržište.

Tabela 5. Kamatna marža na posredovanje u dinarima i evru (u %)

	Stanovništvo i NIPUS				Nefinansijska pravna lica			
	dinar		evro		dinar		Evro	
	postoj.	novi	postoj.	novi	postoj.	novi	postoj.	novi
2010	7,17	7,80	3,69	3,04	4,05	6,28	4,46	5,13
2011	8,33	9,74	3,13	4,35	4,65	5,78	3,56	5,19
2012	9,89	10,51	2,25	3,82	4,23	6,96	3,61	5,20
2013	10,72	11,16	3,05	4,97	6,61	7,11	3,91	5,72
2014	10,63	10,07	3,72	5,54	4,10	4,18	4,03	5,83
2015	9,05	9,70	3,85	5,25	5,04	4,16	3,72	5,49
2016 <sup>1)</sup>	7,85	8,25	3,65	4,08	3,24	3,32	3,31	4,12

Napomene: <sup>1)</sup> podatak se odnosi na stanje sa kraja trećeg kvartala.

Izvor: Narodna banka Srbije (baza statističkih podataka – preračunali autori)

Kamatna marža na kreditno-depozitno posredovanje u dinarima u sektoru stanovništva postojano je viša od kamatne marže za posredovanje u evrima, i za period analize, na bazi podataka za postojeće poslove, ova razlika svoj maksimum dostiže 2013. godine (7,67 %). Nakon toga postojano opada sve do nivoa od 4,2 %. U kreditno-depozitnom posredovanju sa nefinansijskim pravnim licima banke u nekim godinama čak beleže negativnu razliku (2010. i 2016.). Maksimalna razlika u korist posredovanja u dinarski denominovanim aranžmanima ostvarena je 2013. godine, kada iznosi 2,7 %. Upoređujući kamatnu maržu ostvarenu u posredovanju sa stanovništvom i nefinansijskim pravnim licima, uočavamo da je posredovanje u sektoru stanovništva lukrativnije ukoliko se kao valuta aranžmana koristi dinar. Suprotno tome, kod novoodobrenih aranžmana banke beleže veće kamatne marže sa sektorom nefinansijskih pravnih lica ukoliko se kao valuta aranžmana koristi evro. Ako koristimo podatke o kamatnim stopama na postojeće aranžmane, ovakva pravilnost je prisutna do 2015. godine, jer u poslednje dve godine dolazi do zakreta.

Po opisanom modelu (Catao i Terrones, 2000), banke će koristiti snažniju pregovaračku poziciju prema sektoru zajmoprimaca kojima nije dostupno povoljnije inostrano zaduženje pa će kamatnu maržu u posredovanju sa stranim valutama postaviti na višem nivou. Podaci iz zvanične statistike pokazuju da se u plasmanima odobrenim u evrima, viša kamatna marža primenjuje prema sektoru stanovništva tek u poslednje dve izveštajne godine. Do tada je situacija bila upravo suprotna. Isti model predviđa da viša kamatna marža na posredovanje u domaćoj valuti pogoduje upotrebi domaće valute u kreditnim aranžmanima i smanjuje stepen kreditne evrizacije.

Podatke o kamatnoj marži, preračunate na osnovu zvanične statistike, treba uzeti sa značajnom rezervom. Najpre, oročeni depoziti sektora nefinansijskih pravnih lica nisu primarno motivisani prinomom, tj. kamatnom stopom (već likvidnošću), za razliku od oročenih depozita stanovništva (značajni iznosi su položeni u rokovima dužim od jedne godine) koji se mogu smatrati finansijskom investicijom. Dakle, depoziti stanovništva su daleko više kamatno osetljivi. Drugo, zbog sektorske transformacije resursa, troškovi mobilisanja depozita stanovništva imaju možda i snažniji efekat na kreditne kamatne stope koje se primenjuju na plasmane privredi, nego sami troškovi mobilisanja depozita privrede.

Zaključak da deprecijacija domaće valute pogoduje evroziciji ima izvesnu potporu u empirijskim podacima. Naime, u godinama natprosečne deprecijacije (2010, 2012. i 2014.) beleži se rast evrozicije depozita stanovništva (Tabela 2). Doduše, u poslednjoj godini pre se može govoriti o usporavanju pada evrozicije nego o njenom rastu. Slična kretanja se mogu uočiti i kod valutne strukture depozita nefinansijskih pravnih lica. Interesantno je da se ove promene odražavaju isključivo na valutnu strukturu potraživanja od nefinansijskih pravnih lica, ali, po pravilu, sa kašnjenjem od jedne godine. To možemo shvatiti najpre kao indiciju da banke valutnu strukturu plasmana prilagođavaju valutnoj strukturi izvora, a u manjem stepenu obratno, i drugo, da će se zbog prisutne sektorske transformacije resursa ovaj efekat ispoljiti, pre svega, na valutnoj strukturi plasmana privredi.

### **Analiza poslednjih dešavanja**

Najnoviji trend laganog pada stepena depozitne evrozicije navodi se kao zakasneli pozitivni efekat politike koja je tokom poslednje decenije jasno usmerena na suzbijanje nivoa evrozicije. Međutim, treba imati u vidu da je u periodu nakon izbijanja globalne finansijske krize došlo do monetarne eksplozije u državama emitentima rezervne valute, pre svega, američkog dolara i evra. Politika jeftinog novca oborila je kamatne i stope prinosa na kreditne instrumente na rekordno niske nivoe.

Interesantna je pojava da uprkos obilnim infuzijama novca kroz bankarske kanale, inflacija u valutnim područjima glavnih rezervnih valuta nije reagovala ni približno u istom stepenu. Ova poslednja dešavanja bacaju senku da tradicionalne, monetarističke teorije inflacije, u kojima se inflacija smatra usko povezanom sa rastom novčane mase (doduše ne tako neposredno u kraćim rokovima). Novijim istraživanjima (Flassbeck, 2016) utvrđeno je da je platežno sposobna tražnja (nivo dohodaka) primarna determinanta nivoa cena, a ne monetarni rast. Ukoliko se monetarna ekspanzija odvija uporedo sa restrikcijama u oblasti potrošnje (nivo



dohodaka), moguće je da izostane inflacija, pa čak i da se u pojedinim momentima javi i deflacija. Gde onda završava monetarna ekspanzija? Odgovor je sledeći: u refinansiranje plasmana banaka sa ugroženom naplativošću, podršku tržištima javnog duga i slične svrhe. Dakle, trenutna monetarna ekspanzija praktično ne pokriva trenutnu, već ranije realizovanu potrošnju u javnom i privatnom sektoru.

Nalazi ovih istraživanja su važni jer ukazuju da za izvestan period snažna monetarna ekspanzija neće biti praćena visokom inflacijom, nominalno visokim kamatnim stopama i deprecijacijom valute. Objasnimo redom veze između ovih varijabli. Ako je inflacija pod kontrolom, a novac obilno prisutan, nominalne kamatne stope će beležiti pad, jer uticaj obilnih infuzija novca na kreditno tržište neće biti neutralisan inflacijom, odnosno, inflacionim očekivanjima. Uz inflaciju, obilne infuzije novca podstakle bi rast nominalnih kamatnih stopa, uz konstantne realne kamatne stope.

Ako se sličan proces odvija sa manje ili više istim intenzitetom u glavnim valutnim područjima, zbog izostanka efekta monetarnih ekspanzija na inflaciju i kamatne stope, glavni devizni kursevi će ostati, takođe, stabilni, jer su i kratkoročne determinante kurseva, uglavnom, nepromenjene. U ovakvom ambijentu ne treba precenjivati cilj stabilnosti spoljne vrednosti valute. Naime, devizni kurs između dve jednako loše valute ostaće stabilan i bez posebnih napora. Na globalnoj sceni je trenutno prisutno koordinirano urušavanje kvaliteta monetarnog proizvoda glavnih emitenata rezervnih valuta. Iako se od konkurencije u monetarnoj sferi može očekivati da kontinuirano unapređuje kvalitet ponuđenih monetarnih proizvoda, trenutno imamo upravo suprotan efekat. Važno je uočiti da u oba slučaja relevantni devizni kursevi mogu ostati stabilni.

Zabeležen pad kamatnih stopa na bankarske depozite u Srbiji, položene u evru, najpre ne bi trebalo povezivati sa faktorima koji deluju u lokalnoj sredini (npr. uspeh monetarne politike), već sa pomenutim faktorima iz međunarodnog okruženja. Prihvatajući ovo objašnjenje, implicitno polazimo od pretpostavke da se depozitne kamatne stope u zemlji prilagođavaju kretanjima relevantnih kamatnih stopa u inostranstvu.

Iako je na domaćem depozitnom tržištu na sceni gotovo nulta stopa prinosa na devizne depozite, stepen depozitne evrizacije je samo simbolično umanjen. Tome je pogodovao i pad dinarskih depozitnih kamatnih stopa, koji je ubrzo usledio. I pored potpuno iscrpljenih mogućnosti da se kroz pozitivnu razliku između prinosa na dinarske i depozite u evru podstakne zaokret u valutnoj strukturi depozita,

efekti su ostali zanemarljivi. Institucionalna teorija se, dakle, nameće kao logično alternativno objašnjenje za ovaj trend.

Još jedan od faktora možemo smatrati odgovornim za istrajnost stepena valutne supstitucije u ambijentu kakav srećemo u domaćoj privredi. To su troškovi konverzije. U privredi u kojoj nije prisutna valutna supstitucija, upravo bi prelazak sa finansijske aktive denominovane u domaćoj na finansijsku aktivu denominovanu u stranoj valuti izlagao transakcije troškovima valutne konverzije. Međutim, ako je nivo finansijske evrizacije već visok, troškovi konverzije bi praktično opterećivali zaokret sa strane na domaću valutu denominacije. Ipak, treba uvažiti još neke faktore. Kada bi postojeća suma depozita bila relativno mala u odnosu na tzv. slobodan tekući dohodak stanovništva, mogli bi očekivati bržu promenu valutne strukture. Prihodi domaćinstava izraženi su u domaćoj valuti, pa se novi depoziti mogu usmeravati u domaću valutu bez troškova konverzije. Ovo, naravno, ne važi za postojeće depozite, ukoliko su u većem stepenu položeni u stranoj valuti. Valutna struktura novih depozita stanovništva ukazuje na lagano pomeranje ka domaćoj valuti, ali je iznos novih depozita u konstantnom padu od 2012. godine. Na taj način, zbog prisustva troškova konverzije, postojeća valutna struktura depozita pokazuje izvestan stepen rigidnosti na promene depozitnih kamatnih stopa, očekivanu inflaciju i kretanja nominalnog deviznog kursa.

## **ZAKLJUČAK**

Sprovedenom empirijskom analizom, utvrdili smo značaj uzroka finansijske evrizacije na koje ukazuju institucionalna i teorija nesavršenosti kreditnog tržišta. Posmatrajući depozitno i kreditno tržište kao izolovane segmente, utvrđeno je da su u periodu pokrivenom analizom, banke u Srbiji imale jasan interes da se zadužuju u stranoj valuti, a da kreditiraju u domaćoj valuti. Međutim, iako je dinarska štednja (ex post) bila isplativija deponentima, oni su se dominantno opredeljivali za štednju u stranim valutama (evro). Ovakav izbor deponentata se može objasniti razlozima na koje ukazuju tzv. institucionalne teorije (hiperinflaciona prošlost i brojne devalvacije, postojan trenda slabljenja domaće valute). Takođe, moguće je da su ovakve percepcije racionalno utemeljene na slabim aktuelnim vrednostima fundamentalnih ekonomskih varijabli, a ne samo na prostoj ekstrapolaciji trendova iz prošlosti. Analiza kamatne marže koje banke zaračunavaju na posredovanje u dinarima i posredovanje u evrima, i to izdvojeno za stanovništvo i privredu, potvrdila je da je za banke posredovanje u dinarima lukrativnije od posredovanja u evru. Međutim, visok nivo evrizacije depozita

potvrđuje da banke nemaju poziciju na depozitnom tržištu koja im omogućuje da nametnu dinar kao valutu izbora za štedne aranžmane stanovništva.

Takođe, utvrđeno je da deprecijacija domaće valute pogoduje evrizaciji depozita stanovništva, ali i da se zbog prisutne sektorske transformacije resursa ovaj efekat ispoljava, pre svega, na valutnoj strukturi plasmana privredi. Time je potvrđen uticaj koji izolacija direktnog valutnog rizika u bilansima banaka ima na uzročnu zavisnost kreditne u odnosu na depozitnu evrizaciju, i potvrđen značaj argumentacije na koju se pozivaju teorije nesavršenosti kreditnog tržišta.

Što se tiče smernica za monetarnu politiku, istakli bi da u ambijentu evrizovane privrede fleksibilno ciljanje inflacije (uz eksplicitno ili implicitno ciljanje rukovođeno plivajućeg kursa), može biti dobra monetarna strategija, samo ako se uz ovaj okvir može obezbediti uspešna kontrola inflacije i kratkoročne kolebljivosti nacionalne valute. U suprotnom, kao rešenje se nameće strategija rigidnijeg targetiranja deviznog kursa, odnosno, zvanična dolarizacija (Arteta, 2005; Vuković, 2011; Malović, 2015), ukoliko se na ovaj način mogu postići bolji rezultati u kontroli inflacije i negativnih posledica prekomernih oscilacija kursa. No, ukoliko pozitivni efekti izostanu, neizbežan ishod je precenjena domaća valuta, koja, na dugi rok, može ugroziti nastojanja da se evrizaciji stane na put.

## ZAHVALNICA

Ovaj rad je deo istraživačkih projekata pod šiframa 47009 (Evropske integracije i društveno-ekonomske promene privrede Srbije na putu ka EU) i 179015 (Izazovi i perspektive strukturnih promena u Srbiji: Strateški pravci ekonomskog razvoja i usklađivanje sa zahtevima EU), finansiranih od strane Ministarstva za nauku i tehnološki razvoj Republike Srbije.

## LITERATURA

- [1] Aleksić, M., Đurđević, Lj., Palić, M., i Tasić, N. (2008) Kanal kamatne stope u uslovima dolarizacije: slučaj Srbije. NBS Working Paper Series, No. 15, Narodna banka Srbije, Beograd.
- [2] Arteta, C. (2005) Exchange rate regimes i financial dollarization: does flexibility reduce bank currency mismatches in bank intermediation? International Financial Discussion Paper, No. 738, Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington DC.

- 
- [3] Barajas, A., Morales, A. (2003) Dollarization of liabilities: beyond the usual suspects. *IMF Working Paper* No. 03/11, International Monetary Fund, Washington DC.
- [4] Basso H. S., Calvo-Gonzales, O., Jurgilas, M. (2007) Financial dollarization: the role of banks i interest rates. *ECB Working Paper Series*, No. 748, European Central Bank, Frankfurt am Main.
- [5] Broda, C., Levy-Yeyati, E. (2003) Endogenous deposit dollarization. *FRBNY Staff Reports*, No. 160, Federal Reserve Bank of New York, New York.
- [6] Brzoza-Brzezina, M., Chmielewski, T., Niedźwiedzińska, J. (2010) Substitution between domestic i foreign currency loans in Central Europe do central banks matter? *ECB Working Paper Series*, No. 1187, May, European Central Bank, Frankfurt am Main.
- [7] Calvo, G., Reinhart, C. (2002) Fear of floating. *Quarterly Journal of Economics*, 117 (2), str. 379–408.
- [8] Catao, L., Terrones, M. (2000) Determinants of dollarization: the banking side. *IMF Working Paper*, No. 146, International Monetary Fund, Washington DC.
- [9] De la Tore, A., Levy-Yeyati, E., Schmukler, S. (2003) Living i dying with hard pegs: The rise i fall of Argentina's currency board. *Economia: the Journal of LACEA*, 3 (2), str. 43–108.
- [10] De Nicoló, G., Honohan, P., Ize, A. (2003) Dollarization of the banking system: good or bad? *IMF Working Paper*, No. 03/146, International Monetary Fund, Washington DC.
- [11] Filosa, R. (1995) Money demi stability i currency substitution in six European countries (1980-1992). *BIS Working paper* No. 30, Bank for International Settlements, Basle.
- [12] Flassbeck, H. (2016) Macroeconomic theory i macroeconomic logic: The case of the Euro crisis. In Karasavoglou, A. *et al.* (Eds.) *Economic Crisis, Development i Competitiveness in Southeastern Europe: Theoretical Foundations i Policy Issues*, Springer International Publishing Switzerli, Cham, str. 3–22.
- [13] Guidotti, P. E., Rodriguez, C. A. (1992) Dollarization in Latin America Gresham's law in reverse? *IMF Staff Papers*, 39 (3), str. 518–544.
- [14] Ize, A., Levy-Yeyati, E. (2003) Financial dollarization. *Journal of International Economics*, 59 (2), str. 323–347.
- [15] Ize, A., Parrado, E. (2002) Dollarization, monetary policy i the pass-through. *IMF Working Paper*, No. 02/188, International Monetary Fund, Washington DC.
- [16] Kraft, E. (2003) Monetary policy under dollarization: the case of Croatia, *Comparative Economic Studies*, 45 (3), str. 256–277.

- [17] Kujundžić, S., Otašević, D. (2012) The bank lending channel in an euroised economy: the case of Serbia, NBS Working Paper Series, July, Narodna banka Srbije, Beograd.
- [18] Levy-Yeyati, E. (2006) Financial dollarization: evaluating the consequences. *Economic Policy*, 21 (45), str. 61–118.
- [19] Luca, A., Petrova, I. (2008) What drives credit dollarization in transition economies? *Journal of Banking i Finance*, 32 (5), str. 858–869.
- [20] Malović, M. (2014) Teorija novca i monetarna politika u maloj otvorenoj privredi, Institut ekonomskih nauka, Beograd, *passim*.
- [21] Malović, M. (2015) Da li je vreme za zvaničnu dolarizaciju u Srbiji? u I. Stošić, M. Malović, D. Filimonović (ur.) *Strukturna promene u Srbiji- dosadašnji rezultati i perspektive*, IEN, Beograd, str. 157-171.
- [22] Marinković, S., Radović, O. (2016) What drives a local currency away from banking markets? Some Southeast Europe insights. The Economies of Balkan i Eastern Europe Countries in the Changed World, EBEEC 2016, Split, May 6-8, 2016 (u štampi).
- [23] Narodna banka Srbije (2008) Odluka o adekvatnosti kapitala banke. *Službeni glasnik RS*, 129/2007 i 63/2008.
- [24] Pepić, M., Marinković, S., Radović, O., Malović, M. (2015) Determinants of currency substitution in Southeast European countries. *Economic Themes*, 53 (2), str. 167–189.
- [25] Rajković, I., Urošević, B. (2014) Dollarization of deposits in short i long run: evidence from CESE countries, NBS Working Paper Series, 28, Narodna banka Srbije, Beograd.
- [26] Reinhart M., Rogoff, S., Savastano, A. (2003) Addicted to dollars. NBER Working Paper Series No. 10015, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.
- [27] Šošić, V., Kraft, E. (2006) Floating with a large life jacket: monetary i exchange rate policies in Croatia under dollarization. *Comparative Economic Policy*, 24 (4), str. 492–506.
- [28] Vuković, V. (2011) Dinarizacija – neizvodljiva strategija. *Finansije*, 66 (1-6), str. 26–46.