



Република Србија

**ФИСКАЛНИ САВЕТ**

**МЕСЕЧНИ ИЗВЕШТАЈ**

ФИСКАЛНА КРЕТАЊА У ДЕЦЕМБРУ 2014. ГОДИНЕ

6. фебруар 2015. године

*Резиме:*

- Изузетно висок децембарски фискални дефицит од 44 млрд динара остварен је и поред сезонског раста јавних прихода, због рекордно високог извршења јавних расхода. Приходи државе у децембру су били изнад месечног просека у 2014. години, што је највећим делом и било очекивано – приходи од доприноса и пореза на доходак расту у децембру јер је тада и маса исплаћених зарада највећа, део новембарских акциза је уплаћен у децембру а непорески приходи су традиционално највећи на крају године. Расходи државе су, међутим, повећани драстично. Поред уобичајеног сезонског раста расхода за робу и услуге, субвенције и јавне инвестиције, у децембру су исплаћене знатно веће субвенције због пропуста у буџетском планирању, а кашњење у набавци робе и услуга током целе године је надокнађено рекордно високим издацима за ту намену у децембру.
- Дуг опште државе је у децембру повећан за 450 млн евра као последица повлачења кредита Светске банке, задуживања на домаћем финансијском тржишту, издавања нове гаранције Србијагасу, али и јачања курса долара у односу на евро. На крају 2014. године укупан дуг је износио 23,2 млрд евра или 72,2% БДП-а.
- Током 2014. године дуг опште државе је повећан за 2,5 млрд евра, превасходно због високог фискалног дефицита који процењујемо на око 2 млрд евра (6,6% БДП-а). Међутим, пораст јавног дуга у односу на БДП био је рекордно велики (за 11,1 п.п БДП-а), чему је у највећој мери допринело снажно јачање долара у односу на евро, али и динар. Према процени Фискалног савета, само промене девизних курсева допринеле су повећању јавног дуга за готово 5 п.п. БДП-а.
- Драстичан пад вредности евра према долару настављен је и у јануару (за 7%) што је повећало јавни дуг за 500 млн евра, па је на крају месеца достигнут ниво од 23,7 млрд евра (преко 74% БДП-а). Од половине 2014. године, када је почело јачање америчког долара, обавезе државе су само по том основу порасле за око 1 млрд евра. Будући да се држава није ни на који начин заштитила од валутног ризика, нашла се у идентичној ситуацији као грађани који су задужени у швајцарским францима – велики раст обавеза готово преко ноћи.
- Јачање долара је поскупело и све кредите који су деноминовани у америчкој валути – буџетски расходи за камате би по том основу, уколико долар остане на нивоу с краја јануара, могли бити готово 10% већи него у 2014. години, што би одговарало расту претходно договорених каматних стопа за четвртину.

## 1. Фискална кретања у децембру 2014. године

У децембру је остварен висок дефицит опште државе од 44 млрд динара упркос сезонском расту јавних прихода – због рекордно високог извршења јавних расхода. Приходи опште државе су у децембру реализовани у износу од око 167 млрд динара, што не само да је највећи месечни износ у 2014. години, већ и у поређењу са децембром претходних година. Овај, већим делом сезонски, раст прихода није био ни приближно довољан за финансирање рекордно високих јавних расхода који су извршени у износу од 211 млрд динара. Остварени буџетски мањак од 44 млрд динара је више него троструко већи од просечног дефицита у 2014. години (13 млрд динара), а већи је и од уобичајеног фискалног дефицита у децембру претходних година од око 25 млрд динара.

- **Дефицит на нивоу Републике износио је 29 млрд динара (укључујући пројектне зајмове) док су остали нивои власти забележили мањак од око 15 млрд динара.** Снажан раст појединих категорија расхода (субвенције, расходи за робу и услуге, капитални расходи) допринео је високом дефициту практично на свим нивоима власти – мањак у буџету Републике је износио 27 млрд динара а у буџетима локалног нивоа власти око 8 млрд динара. Републичким расходима потребно је додати и око 2 млрд динара издатака који се финансирају из пројектних зајмова. РФЗО је у децембру остварио очекивани дефицит од око 4 млрд динара због исплате првог дела јануарских зарада на крају децембра, док је фонд ПИО неочекивано остварио суфицит од 3 млрд динара (највероватније због већих трансфера). Раст капиталних расхода резултовао је дефицитом ЈП „Путеви Србије“ и Коридора од око 5,5 млрд динара.

**Приходи опште државе у децембру реализовани су у знатно већем износу у поређењу са претходним месецима због изражених сезонских ефеката.** Укупни јавни приходи су по правилу у децембру највећи због сезонског раста прихода од доприноса, пореза на доходак, непореских прихода и акциза. Ипак, нешто већа наплата ПДВ-а и неколико мањих пореских облика омогућила је да у децембру 2014. године буде остварен и приметан међугодишњи раст (у поређењу са децембром 2013. године).

- **Натпросечно високи приходи од акциза у децембру последица су уплате дела новембарских акциза почетком децембра (последњи дан у новембру био је нерадан).** Акцизе су у децембру наплаћене у износу од 28,5 млрд динара, што је знатно изнад просечног месечног нивоа (око 17 млрд динара). Основни разлог овако високих прихода акциза је уплата једног дела новембарских обавеза (око 8 млрд динара) почетком децембра, будући да је последњи дан у новембру био нерадан. У мањој мери, наплата акциза је већа и због очекиваног законског повећања акциза од јануара. Већ је уобичајени сезонски ефекат да у месецима који претходе законском повећању акциза (а то су јун и децембар) долази до пораста куповине акцизних производа и гомилања залиха, а самим тим и раста прихода од акциза. То, међутим, обично има за последицу и нешто мањи промет акцизних производа у следећа два месеца и самим тим слабије приходе од акциза.
- **Високи децембарски приходи од доприноса и пореза на доходак су резултат традиционално веће масе зарада која се исплаћује у децембру.** Приходи од доприноса су током децембра реализовани у износу од 46,5 млрд динара, а од пореза на доходак 16,5 млрд динара, што је осетно више од уобичајеног месечног нивоа у 2014. години (око 36 односно 12 млрд динара респективно). Основна детерминанта наплаћеног износа ове две категорије прихода јесте укупна маса зарада исплаћена

свим запосленим лицима, коју карактерише изразита сезоналност и највећа је управо у децембру. Наиме, уобичајено је да се на крају године исплаћују различити бонуси, награде, тринаесте плате и слично, а постоји и пракса исплаћивања дела јануарских плата пре новогодишњих празника (у здравству на пример). Ипак, будући да се у децембру ефектуирало и смањење зарада у јавном сектору за 10%, приходи од доприноса и пореза на доходак су реално (кориговано за инфлацију) мањи у поређењу са децембром 2013. године.

- **Непорески приходи су такође по правилу највиши у децембру и наплаћени су у износу од око 25 млрд динара.** Већ трећу годину за редом се у децембру прикупи готово идентичан износ непореских прихода од око 25 млрд динара, што уједно представља и највећи износ на месечном нивоу. Непорески приходи представљају крајње хетерогену категорију (приходи од имовине, таксе, новчане казне, део добити јавних предузећа, дивиденде републике и сл.), па динамика њихове наплате унутар каленарске године није фиксно дефинисана и уобичајено је да се највећи део обавеза измирује на самом крају године. Један од узрока раста је и приход по основу смањења плата у јавним предузећима од децембраске исплате, који се књижи на буџетској позицији непореских прихода. Приметан је и раст непореских прихода које прикупља локални ниво власти, већи него што се може објаснити сезонским ефектом. То може бити резултат додатног ангажовања локалних власти у циљу боље наплате припадајућих прихода (различите таксе и накнаде) због очекиваног смањења трансфера из буџета Републике у наредном периоду.
- **Приходи од ПДВ-а су за неколико милијарди динара изнад очекиваног нивоа за децембар.** Тренд нешто боље наплате ПДВ-а у последњем кварталу 2014. године настављен је и у децембру. Такође, није извршен повраћај ПДВ-а (према процени Фискалног савета у износу од око 1,5 млрд динара), што је резултовало укупно вишим приходима од износа који се могао очекивати на основу вишегодишњег децембарског просека.

**Расходи опште државе су у децембру 2014. године били неубичајено високи, чак и за сезонски иначе високо децембарско извршење.** Укупни расходи државе су у децембру износили готово 211 млрд динара, што је за око 70 млрд динара више у односу на просек у првих једанаест месеци 2014. године. Тај раст је, међутим, једним делом и био очекиван имајући у виду сезонске осцилације извршења расхода за робу и услуге, капиталне инвестиције и субвенције. Ипак, изузетно висок ниво јавних расхода у децембру превазилази прост сезонски ефекат - међугодишње, укупни расходи су били већи за чак 20% (у односу на децембар 2013. године), а износ од 211 млрд динара уједно представља и највеће номинално месечно извршење расхода у историји.

- **Расходи за робу и услуге су у децембру извршени у рекордном износу од преко 44 млрд динара – више него двоструко изнад месечног просека у 2014. години.** Издаци за робу и услуге су по правилу највећи у децембру јер већина буџетских корисника отплаћује обавезе акумулиране током године у новембру и, још чешће, у децембру. У првих једанаест месеци 2014. године извршавање расхода за робу и услуге било је знатно спорије од очекиваног, због чега је Фискални савет у претходном месечном извештају најавио могуће озбиљне уштеде на овој позицији односу на план из ребаланса. Ова процена је укључивала уобичајени сезонски скок ових расхода у децембру, међутим, пораст је био чак и већи. За куповину роба и услуга у децембру је потрошено чак 44 млрд динара што је више него двоструко изнад месечног просека у 2014. години, док је забележен међугодишњи раст од

преко 40% (делом и због отплате доцњи буџетских корисника у износу од 4,2 млрд динара). На тај начин је кашњење у извршењу ових расхода у претходном делу године готово у потпуности неутралисано а план из ребаланса практично достигнут (укупно извршење је за свега 3 млрд динара мање од планираног).

- **Субвенције су због пропуста у буџетском планирању такође исплаћене у износу који је надмашио уобичајено високо извршење карактеристично за децембар.** Укупни децембарски издаци за субвенције (око 26 млрд динара) вишеструко су већи од просечног месечног извршења у претходних једанаест месеци (око 8 млрд динара). Делом је овај сезонски скок био очекиван јер је већ годинама уназад пракса, како на нивоу Републике тако и на локалном нивоу власти, да се велики део преузетих обавеза исплаћује на самом крају године. Примера ради, у децембру су локалне власти исплатиле укупно преко 5 млрд динара субвенција, што је готово четвртина укупно планираних средстава у 2014. години за ту намену. Међутим, овако високе субвенције у децембру последица су и лошег буџетирања тј. неадекватног планирања расхода за субвенције у иницијалном буџету за 2014. годину. Првим ребалансом (из октобра) озваничене су обавезе према банкама за субвенционисане кредите привреди (чије је буџетирање првобитно пропуштено), и после исплате 2 млрд динара у новембру, у децембру је исплаћено преосталих 6 млрд. Другим ребалансом (из децембра) повећан је буџет за аграрне субвенције за око 4 млрд динара због лоше процене законских обавеза државе према пољопривредницима при изради иницијалног буџета. То је имало за последицу рекордно високе пољопривредне субвенције од преко 7 млрд динара у децембру (месечни просек у претходном делу године је био испод 3 млрд динара).
- **Капитални расходи су реализовани у износу од око 20 млрд динара што је на нивоу децембарског просека из претходних година.** Иако је у децембру извршење капиталних расхода било осетно веће у односу на просечних 7 млрд динара месечно у 2014. години, овај скок је заправо потпуно очекиван имајући у виду сезонске осцилације. Фискални савет је у више наврата упозоравао на неефикасно извршавање ове категорије расхода, а њихов раст у децембру не указује да је дошло до побољшања. За разлику од расхода за робу и услуге који су после рекордне реализације у децембру достигли ниво планиран у ребалансу, капитални расходи су ипак знатно подбацили у односу на ребаланс и представљају основни (неадекватан) извор буџетских уштеда.

**Дуг опште државе повећан је у децембру за 450 млн евра и на крају 2014. године износио је 23,2 млрд евра или 72,2% БДП-а<sup>1</sup>.**

- **Директне обавезе државе порасле су за око 400 млн евра због појачаног задуживања на домаћем финансијском тржишту, повлачења кредита Светске банке, али и јачања америчког долара.** Током децембра држава се на домаћем тржишту хартија од вредности задужила за око 130 млн евра више него што је било потребно за рефинансирање обавеза по основу хартија од вредности које су доспевале на наплату. Такође, повучен је и кредит Светске банке који је намењен за подршку Агенције за осигурање депозита у износу од око 100 млн евра. Највећи раст директних обавеза последица је, међутим, слабљења евра у односу на долар. Наиме, на међународном финансијском тржишту Република Србија је емитовала

<sup>1</sup> Дуг опште државе, који поред дуг централног нивоа власти (Република) обухвата и све негарантоване дугове локалног нивоа власти – по дефиницији јавног дуга из Закона о буџетском систему.

еврообвезнице у вредности од 5,25 млрд долара, и само због чињенице да је евро током децембра ослабио у односу на долар за 2,3% обавезе државе су за око 100 млн евра веће у односу на новембар. Из истог разлога су и обавезе по основу доларских кредита страних Влада и међународних институција повећане, процењујемо, за око 80 млн евра.

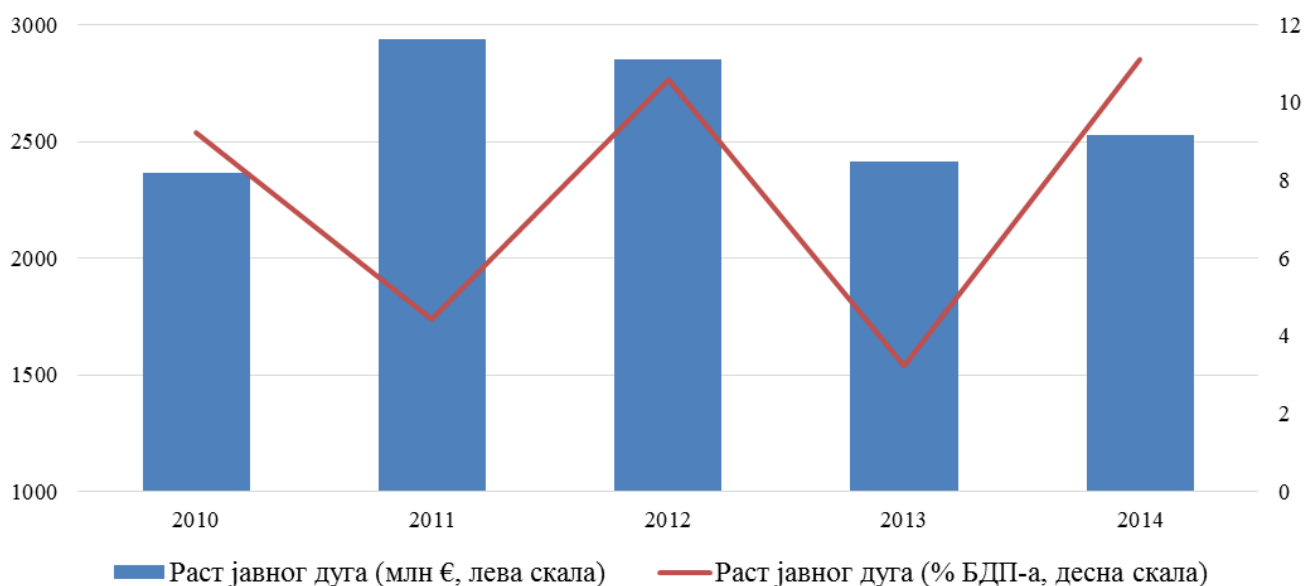
- **Због јачања долара у односу на евро и током јануара за око 7%, дуг опште државе је достигао крајем месеца чак 23,7 млрд евра (преко 74% БДП-а).** Снажан раст јавног дуга током јануара искључиво је последица јачања долара у односу на заједничку валуту еврозоне. Наиме, укупан дуг државе који је деноминован у доларима износи око 8,7 млрд долара односно 7,1 млрд евра по курсу који је важио на почетку године. Међутим, током јануара долар је ојачао за око 7% што је аутоматски имало за последицу раст обавеза изражених у еврима за 500 млн евра у односу на крај 2014. године када је дуг износио 23,2 млрд евра. Користећи БДП остварен у последња четири квартала повећање у односу на крај претходне године износи преко 2 п.п. БДП-а.
- **Индиректне обавезе (а то су укупне издате државне гаранције) повећане су за око 50 млн евра због новог гарантованог кредита Србијагасу.** Крајем децембра Влада је издала нову гаранцију на задуживање Србијагасу у износу од око 160 млн евра. Према доступним подацима, закључно са 31. децембром повучено је око половине одобреног зајма (нешто преко 80 млн евра) тако да је сада укупна вредност кредита које је држава гарантовала овом јавном предузећу повећана са 650 млн евра на 730 млн евра. Будући да тренутно не постоје индикације које би указивале да би Србијагас у текућој грејној сезони могао да оствари битно мањи губитак у односу на претходне године, очекујемо да и остатак кредита буде повучен - вероватно већ у првом кварталу 2015. године.

**У 2014. години укупан јавни дуг је повећан за преко 2,5 млрд евра, а као учешће у БДП-у за чак 11,1 п.п. БДП-а.**

- **Због високог фискалног дефицита од преко 2 млрд евра настављен је снажан раст јавног дуга и у 2014. години.** Неодрживо високи (и растући) фискални дефицити у периоду после светске економске кризе довели су до убрзаног раста јавног дуга – од 2010. до 2013. године у просеку за око 2,5 млрд евра годишње. Такав тренд настављен је и у 2014. години, будући да је остварен минус у буџету преко 2 млрд евра или 6,6% БДП-а. У односу на крај 2013. године (када је дуг опште државе износио 20,5 млрд евра), на крају 2014. године укупан дуг је достигао износ од 23,2 млрд евра. Основни извори финансирања овако великог буџетског мањка (а самим тим и основни узроци пораста јавног дуга) били су кредит УАЕ у износу од 1 млрд долара, први део кредита Руске федерације од 300 млн долара и појачано задуживање на домаћем финансијском тржишту. Током 2014. године продато је знатно више динарских обвезница и трезорских записа (за 120 млрд динара) као и евро-деноминираних обвезница (за 900 млн евра), него што је било потребно за *roll-over* доспелих хартија (без трошкова за камате).
- **Неповољна макроекономска кретања у 2014. години утицала су да релативно повећање дуга у односу на БДП буде знатно веће од оствареног дефицита.** Иако је повећање јавног дуга исказано у еврима било на нивоу претходних година, у односу на БДП пораст дуга у 2014. години био је рекордно велики – чак 11,1% п.п. БДП-а (видети графикон 1). Уз висок фискални дефицит, који у основи доминантно

одређује путању јавног дуга, током 2014. године макроекономски фактори попут стопе привредног раста и кретања девизног курса (јер је готово 80% дуга везано за стране валуте) такође су изразито негативно утицали на ниво дуга. Размере овог негативног утицаја у 2014. години најбоље је сагледати кроз поређење са 2013. годином. Наиме, док је јавни дуг током обе године порастао за сличан износ у еврима, промена дуга у процентима БДП се драстично разликује – у 2013. години дуг је порастао за 3,2 п.п БДП-а а током 2014. године за чак 11,1 п.п. БДП-а. Узроци ове разлике налазе се у макроекономском окружењу – док је у 2013. години забележен привредни раст од 2,6%, у 2014. години привреда је била у рецесији (реални пад од 2%). Уз то, курс динара је током 2013. године остао номинално готово непромењен према еврима и апресирао је према долару (што је имало изразито повољан ефекат на кретање јавног дуга), а у 2014. години динар је снажно ослабио и према еврима и према долару, што је утицало на повећање јавног дуга за готово 5 п.п. БДП-а. Због огромног утицаја који је промена курса динара имала на ниво и путању јавног дуга у 2014. години, у овом месечном извештају детаљније анализирамо фискалне последице слабљења динара у оквиру посебног поглавља.

Графикон 1: Годишњи раст јавног дуга Републике Србије, 2010 - 2014



Извор: Управа за јавни дуг и обрачун Фискалног савета



## 2. Утицај слабљења динара на јавни дуг Републике Србије

**Јавни дуг Републике Србије изразито је осетљив на слабљење динара због неповољне валутне структуре - готово 80% дуга је у страним валутама.** На крају 2014. године чак 78,6% укупног јавног дуга било је деноминовано у страним валутама, пре свега у еврима (42%) и америчким доларима (31%). Иако су последњих година на снази стратегије динаризације и развоја домаћег финансијског тржишта чији је циљ релативни раст задуживања државе у динарима, резултати су позитивни али скромни. Учешће динарског дуга у укупном дугу је повећано за 5 п.п. од 2011. године и 31. децембра 2014. године износило је 21,4%, што је и даље испод пожељног нивоа.<sup>2</sup> Са готово 4/5 јавног дуга који је деноминован у страним валутама, свако веће слабљење динара у односу на евро и/или амерички долар извор је озбиљних фискалних ризика и осетно поскупљује постојеће обавезе (потребно је више динара за отплату главнице и камате кредита који су индексирани у страним валутама). Поред висине задужености у страним валутама, додатни извор ризика за домаће јавне финансије је и растући удео дуга у доларима имајући у виду снажно јачање америчке валуте у односу на евро у последњих шест месеци, као и прогнозе да ће се такав тренд наставити и у блиској будућности. Наиме, у последње четири године држава се у иностранству претежно задуживала у доларима подстакнута нижим каматним стопама на доларске обвезнице (због експанзивне монетарне политике у САД). То је имало за последицу брзи раст учешћа доларских обавеза у укупном дугу (са 18% на крају 2011. године на 31%), и у исто време релативно смањење дуга у еврима (са 57,5% у 2011. години на 42%).

**Током 2014. године динар је ослабио према заједничкој валути еврозоне за 5,5% а према америчком долару за чак 20%.** У другој половини 2014. године већина локалних валута земаља у региону била је изложена снажним депресијацијским притисцима и курс динара није био изузетак (видети графикон 2). Током 2014. године динар је номинално ослабио у односу на евро за 5,5% иако је НБС интервенисала на девизном тржишту продајом чак 1,8 млрд евра у циљу спречавања прекомерних дневних осцилација курса (углавном у другој половини године). Међутим, опоравак америчке привреде и последично јачање долара према еврима (за око 12% на годишњем нивоу) резултовало је далеко израженијим слабљењем динара у односу на америчку валуту – за око 20%. Слична кретања на девизном тржишту настављена су и у јануару 2015. године – динар је ослабио у односу на евро за додатних 2%, а према долару за чак 9%.

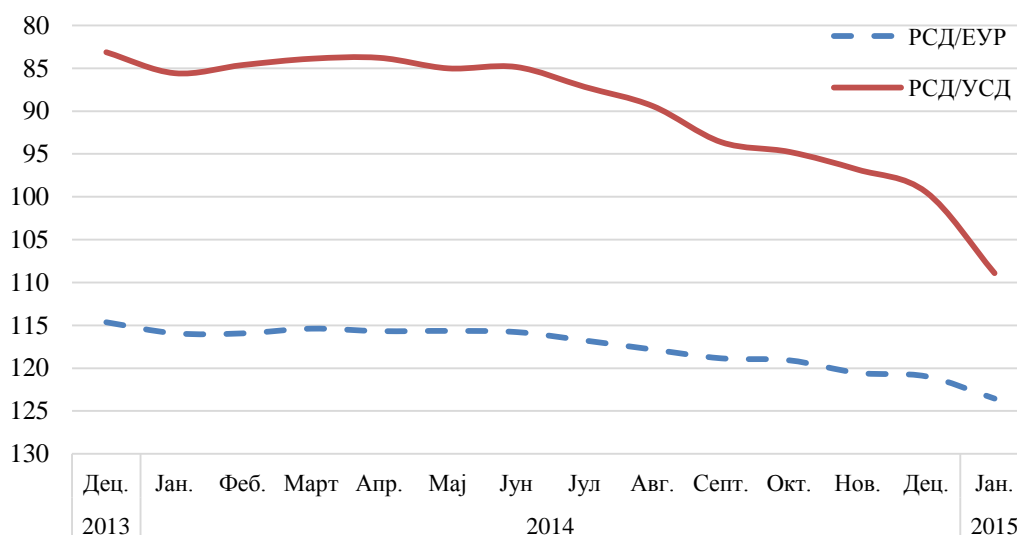
**Неповољна кретања на девизном тржишту током 2014. године узроковала су осетно повећање нивоа јавног дуга у еврима, али и у односу на БДП.** Због чињенице да се домаћи БДП остварује у динарима и да је преко 70% дуга деноминовано у еврима и доларима, реална депресијација динара од 1% према овим валутама доводи до повећања учешћа јавног дуга у БДП-у приближно за 0,7 п.п. БДП-а. На тај начин, од укупног повећања јавног дуга за 11,1 п.п. БДП-а готово 5 п.п. БДП-а последица је реалног слабљења динара. Такође, кретање девизних курсева утицало је и на повећање обавеза државе у апсолутном износу. Министарство финансија и Фискални савет уобичајено изражавају укупан дуг државе у еврима, па је слабљење европске валуте према долару допринело повећању доларских обавеза изражених у еврима. Примера ради, држава је на

<sup>2</sup> Према подацима Светске банке, на крају другог квартала 2014. године учешће дуга деноминованог у страним валутама је у већини земаља у региону било знатно ниже: Албанија 41%, Бугарска 62%, Мађарска 42%, Румунија 50%, Словачка 7%, Турска 31%.



међународном финансијском тржишту продала еврообвезнице<sup>3</sup> у износу од 5,25 млрд долара, које су на почетку године вределе 3,8 млрд евра а на крају чак 500 млн евра више, тј. 4,3 млрд евра. Слично се догодило и са осталим доларским кредитима – 1 млрд долара од УАЕ је у тренутку повлачења кредита вредела око 750 млн евра а на крају 2014. године већ 70 млн евра више. На тај начин, задуживањем у доларима држава се нашла у сличној позицији као грађани са кредитима индексираним у швајцарским францима – раст како главнице тако и рате отплате кредита.

Графикон 2: Девизни курс динара према еврџ и долару (крај месеца)



Извор: НБС

**Са буџетског аспекта, слабљење динара одражава се на раст расхода за камате који би само за доларске кредите могли бити 8 - 9 млрд динара већи него 2014. године.** Већина кредита који су деноминирани у доларима су дугорочни – отплате главнице по основу еврообвезница неће бити пре 2017. године, док за арапски кредит главница доспева на наплату тек за 10 година. У тако дугом временском хоризонту сасвим је могуће да се актуелни трендови на светском девизном тржишту промене и држава за враћање главнице плати мање износе од оних на које указују тренутни девизни курсеви. Међутим, већ током 2015. године слабљење динара ће се свакако одразити на осетан раст расхода за камате. Фискални савет нема поуздану информацију о томе на који курс долара је Влада рачунала при планирању расхода за камате у буџету за 2015. годину, због чега није могуће дати прецизну оцену за колики износ би буџетски план могао бити пробијен. За илустрацију величине могућег ефекта слабљења динара на раст расхода за камате у табели 1 зато дајемо поређење плаћених камата у 2014. години на неке од највећих обавеза деноминираних у доларима са могућим расходима за камате у 2015. години, уколико курс долара остане на нивоу са краја јануара. Само за пет највећих ставки јавног дуга које су деноминирани у доларима, за припадајуће камате биће потребно издвојити готово 7 млрд динара више него у 2014. години.

<sup>3</sup> Еврообвезница (*Eurobond*) је међународно прихваћени назив за обвезнице које се емитују на међународном финансијском тржишту, без обзира на валуту у којој су деноминирани (и не треба их повезивати са евром као валутом).

Табела 1

	Износ обавезе (млн \$)	Каматна стопа (%)	Годишња камата (млн \$)	Годишња камата (млрд РСД, 2014)	Годишња камата (млрд РСД, 2015)	Повећање расхода за камате (млрд РСД)
Еврообвезница 2021	2000	7.25%	145.0	12.9	15.8	2.9
Еврообвезница 2017	750	5.25%	39.4	3.6	4.3	0.7
Еврообвезница 2020	1500	4.875%	73.1	6.4	8.0	1.6
Еврообвезница 2018	1000	5.875%	58.8	5.4	6.4	1.0
Кредит Владе УАЕ	1000	2.0%	20.0	1.8	2.2	0.4

**У наредном периоду неопходно је усвојити конзистентну дугорочну стратегију задуживања државе усмерену ка побољшању валутне структуре и смањењу валутног ризика портфолија јавног дуга Републике Србије.**

- Интензивнији развој домаћег финансијског тржишта омогућио би постепени раст учешћа државног дуга у динарима.** Тренутна структура емитованих хартија од вредности на домаћем тржишту указује да је око 70% продатих државних обвезница и записа у динарима. Даљи раст учешћа динарског дуга је, међутим, одређен је будућом тражњом за динарским обвезницама и кретањем каматних стопа, што може да представља ограничење брзом расту задуживања у домаћој валути у наредном периоду. Имајући у виду да су годишње потребе државе за финансирањем од 5 до 5,5 млрд евра (за отплату главнице постојећих кредита и финансирање дефицита) и да је у 2014. години емитовано укупно око 1 млрд евра динарских хартија од вредности, чак и ако дође до осетног повећања капацитета домаћег финансијског тржишта и у блиској будућности биће неопходно обезбедити већи део потребних средстава у страним валутама.
- Потребно је преиспитати постојећу стратегију задуживања у доларима на међународном финансијском тржишту.** Стратегија појачаног задуживања у доларима није само проблематична због недавног јачања долара, она не одражава у потпуности карактеристике домаће економије. Наиме, највећи спољнотрговински партнери Србије су земље Европске уније и земље у окружењу, тако да се највећи део девизних прихода од извоза остварује у заједничкој валути еврозоне (процене су између 60% и 80%). Због уске повезаности српске економије са привредама европских земаља, курс динара према еврџу испољава најмањи варијабилитет у поређењу са другим валутама (долару или швајцарском франку на пример), због чега задуживање у еврџа прати најмањи валутни ризик. Уз то, предвиђања појединих аналитичара указују на наставак јачања долара према еврџу због успореног опоравка привреде еврозоне, али и отпочињања програма квантитативних олакшица од стране Европске централне банке (што би могло и да појефтини задуживање у еврџа). Имајући све то у виду, Влада би требало да размотри емисију еврообвезница деноминираних у еврџа када се за то укаже потреба, јер уколико већ није могуће обезбедити финансирање искључиво у динарима, евро је друга најбоља опција.
- Као основни критеријум избора инструмента задуживања не сме бити само номинална каматна стопа – и наизглед повољни зајмови могу постати знатно скупљи због промене девизног курса.** Снажно јачање долара у претходном периоду осетно је поскупело неке, наизглед повољне, кредите који су деноминирани у америчкој валути. Примера ради, када трошкове за камате на арапски кредит изразимо у динарима, њихов раст за 400 млн динара због јачања долара је

еквивалентан повећању уговорене каматне стопе (2% на годишњем нивоу) за чак четвртину - на 2,5% годишње. У табели 2 смо дали процену утицаја јачања долара и на каматне стопе свих емисија еврообвезница, које су такође веће у односу на уговорене у просеку за 20 – 25%. На тај начин, иако се у јавности могло чути да је задуживање Републике Србије по стопи испод 5% на међународном финансијском тржишту почетком 2013. године велики успех, због непокривеног валутног ризика стварна каматна стопа је заправо преко 6%. Како би се у наредном периоду избегли очигледни фискални ризици који проистичу из наглих промена девизног курса, неопходно је усвојити јасну и конзистентну стратегију управљања валутним ризиком (која би укључила и коришћење софистицираних финансијских деривата попут фјучерса, девизних свопова, девизних опција итд.).

Табела 2	Уговорена каматна стопа (%)	Коригована каматна стопа (%)
Еврообвезница 2021	7.3%	8.9%
Еврообвезница 2017	5.3%	6.3%
Еврообвезница 2020	4.9%	6.1%
Еврообвезница 2018	5.9%	6.9%