

ГОДИШЊИ ИЗВЕШТАЈ О МОНЕТАРНОЈ ПОЛИТИЦИ



Народна банка Србије

2011

ГОДИШЊИ ИЗВЕШТАЈ

О МОНЕТАРНОЈ ПОЛИТИЦИ

2011

НАРОДНА БАНКА СРБИЈЕ

Београд, Краља Петра 12

Тел. 011/3027-100

Београд, Немањина 17

Тел. 011/333-8000

www.nbs.rs

Тираж: 70 примерака

ISSN 2217-6292

Уводна напомена

Годишњи извештај о монетарној политици, уз образложење свих фактора који су утицали на спровођење монетарне политике, Народна банка Србије подноси Народној скупштини најкасније до 30. јуна наредне године. Такође, Народна банка Србије најкасније до 30. септембра текуће године подноси Народној скупштини *полугодишњи извештај о монетарној политици*, уз образложење свих фактора који су утицали на спровођење монетарне политике.¹

Статутом Народне банке Србије² утврђено је да наведени извештаји садрже податке и анализе о стратегији монетарне политике, макроекономским кретањима (међународном окружењу, платнобилансним кретањима, међународној инвестиционој позицији земље, спољном дугу, монетарним агрегатима, кретању цена, зарадама и запослености, као и другим макроекономским кретањима), о утврђеној и спроведеној монетарној политици (утврђеним и оствареним циљевима монетарне политике, примењеним инструментима и мерама монетарне политике и другим питањима у вези с монетарном политиком), као и о планираној монетарној политици.

Годишњи извештај о монетарној политици у 2011. размотрен је и усвојен на седници Извршног одбора 25. јуна 2012. године.

Извештаји о монетарној политици доступни су јавности на сајту Народне банке Србије (<http://www.nbs.rs>).

Извршни одбор Народне банке Србије:

Дејан Шошкић, гувернер

Ана Глигоријевић, вицегувернер

Бојан Марковић, вицегувернер

Диана Драгутиновић, вицегувернер

Мира Ерић Јовић, вицегувернер

¹ Закон о Народној банци Србије, „Службени гласник РС“, бр. 72/2003, 55/2004, 85/2005 – др. закон и 44/2010. (члан 71. ст. 2 и 3).

² „Службени гласник РС“, бр. 71/2010. (члан 38).

**СКРАЋЕНИЦЕ КОРИШЋЕНЕ
У ОВОМ ИЗВЕШТАЈУ**

БДП – бруто домаћи производ

б.п. – базни поен

дсз. – десезонирано

ЕЦБ – Европска централна банка

ЕИБ – Европска инвестициона банка

ЕМВИ – индекс обвезница тржишта у успону

ХоВ – хартије од вредности

ФЕД – Систем федералних резерви САД

ИПЦ – индекс потрошачких цена

МДТ – међубанкарско девизно тржиште

мг. – међугодишње

млн – милион

млрд – милијарда

ММФ – Међународни монетарни фонд

НДВ – непољопривредна додата вредност

ОПЕС – Организација земаља извозница нафте

П – полугодиште

п.п. – процентни поен

СДИ – стране директне инвестиције

SDR – специјална права вучења

Т – тромесечје

Не наводе се друге општепознате скраћенице.

Садржај

I. Стратешки оквир монетарне политике	1
II. Монетарна политика и остварење циљане инфлације	3
1. Монетарна политика у 2011. години	3
2. Инструменти монетарне политике	5
Операције на отвореном тржишту	5
Депозитне и кредитне олакшице	6
Обавезна резерва	6
Операције на девизном тржишту	7
Девизни своп	7
Аукцијски краткорочни динарски кредити	7
Остале каматне стопе	8
3. Остварење циљане инфлације у 2011. години	8
III. Макроекономски услови спровођења монетарне политике	11
1. Међународно окружење	11
2. Међународне трансакције	13
Платнобилансна кретања и девизне резерве	13
Међународна инвестициона позиција земље	15
Спољни дуг	16
3. Кретања на девизном тржишту и курс динара	17
4. Кретања на тржишту новца и капитала и кредити банака	19
Каматне стопе	19
Кретања на берзи	21
Монетарни агрегати	22
Кредити банака	24
5. Динаризација	25
6. Агрегатна тражња	26
Домаћа тражња	27
Нето екстерна тражња	27
7. Економска активност	27
8. Зараде и запосленост	29
9. Инфлациона очекивања	30
10. Фискална политика	31
IV. Монетарна политика у 2012. години	33
Додатак 1. Писмо Народне банке Србије Влади РС због одступања инфлације од утврђеног циља, 12. април 2011.	35
Додатак 2. Писмо Народне банке Србије Влади РС због одступања инфлације од утврђеног циља, 12. октобар 2011.	38
Додатак 3. Одлука о утврђивању програма монетарне политике Народне банке Србије у 2012. години и Програм монетарне политике Народне банке Србије у 2012. години	40
Списак графикана и табела	43

I. Стратешки оквир монетарне политике

Потпуно циљање инфлације (енгл. *fully fledged inflation targeting*) представља монетарну стратегију Народне банке Србије почев од 2009. године, с тим што су елементи овог режима у праксу постепено увођени од 2006. године. У децембру 2008. Монетарни одбор Народне банке Србије³ усвојио је Меморандум о циљању (таргетирању) инфлације као монетарној стратегији, којим је и формално дефинисана примена режима инфлационог таргетирања од 1. јануара 2009. године. Меморандум је сачињен у складу са Споразумом Народне банке Србије и Владе Републике Србије о циљању (таргетирању) инфлације, усвојеним на седници Владе РС 19. децембра 2008. Народна банка Србије и Влада РС оцениле су да циљање инфлације, у постојећим околностима, представља најадекватнији режим монетарне политике.

Режим циљања инфлације прихватио је велики број централних банака⁴ као прагматичан одговор на недостатке других режима монетарне политике. Томе је допринело схватање да перманентно високе стопе инфлације утичу на смањење привредног раста и запослености и да фокус монетарне политике треба померити с краткорочног управљања тражњом на средњорочну ценовну стабилност, која је у основи режима циљања инфлације. Режим циљања инфлације више је оквир него скуп ригидних правила

монетарне политике: у основи су нумерички циљ за инфлацију на средњи рок и дискреционо право у реаговању на економске поремећаје на кратак рок.

Циљ за инфлацију Народне банке Србије дефинисан је као стопа укупне инфлације (с дозвољеним одступањем) мерена годишњом процентуалном променом индекса потрошачких цена. Циљеви за инфлацију утврђени су у сарадњи с Владом РС, на основу анализе текућих и очекиваних макроекономских кретања и нумеричких смерница за раст цена производа и услуга на које Влада РС утиче директно или индиректно. Крајем 2009. године Извршни одбор Народне банке Србије усвојио је циљеве за инфлацију до краја 2012.⁵ конзистентне с потребом постизања средњорочне ценовне стабилности. Циљеви за инфлацију утврђени су у виду јединствене вредности (с дозвољеним одступањем) за сваки појединачни месец у години, а за крај 2010, 2011. и 2012. године утврђени су на нивоу:

децембар 2010. године: $6 \pm 2\%$,

децембар 2011. године: $4,5 \pm 1,5\%$,

децембар 2012. године: $4 \pm 1,5\%$.

Циљеви за инфлацију одражавају намеру да се стабилност цена постигне постепеним смањивањем инфлације без изазивања макроекономских поремећаја. У складу с процесом постепене

³ У складу са Законом о изменама Закона о Народној банци Србије („Службени гласник РС“, бр. 44/2010), Извршни одбор, као орган Народне банке Србије, преузео је сва овлашћења дотадашњег Монетарног одбора.

⁴ Потпуно циљање инфлације је тренутно монетарна стратегија 27 централних банака, како развијених земаља тако и земаља у успону, док се још неколико централних банака налази у режиму имплицитног циљања

инфлације, који претходи формалном преласку на потпуно циљање инфлације.

⁵ Меморандум Народне банке Србије о утврђивању циљане стопе инфлације за период од 2010. до 2012. године усвојен је на седници Монетарног одбора 14. децембра 2009.

дезинфлације, циљана инфлација је још увек изнад нивоа квантитативне дефиниције ценовне стабилности и нивоа циљане инфлације у развијеним земљама (2,0% или 2,5%) и одраз је чињенице да процес дерегулације цена није завршен, као ни процес економске конвергенције, а тиме и конвергенције нивоа цена наше земље ка земљама Европске уније.

Треба имати у виду да је циљана инфлација средњорочни циљ, тј. да остварена инфлација може краткорочно одступати од циљане због егзогених поремећаја. Као и до сада, монетарна политика неће реаговати на примарне, већ на секундарне ефекте поремећаја.

Циљану стопу инфлације Народна банка Србије постиже променама референтне каматне стопе која се примењује у двонедељним репо операцијама. Та каматна стопа представља главни инструмент монетарне политике, а одлуке о њеној висини доносе се на основу анализе економске ситуације и оцене будућих

кретања, као и средњорочне пројекције инфлације. Остали инструменти монетарног регулисања имају помоћну улогу – доприносе несметаној трансмисији утицаја референтне каматне стопе на тржиште, као и развоју финансијских тржишта без угрожавања стабилности финансијског система.

Народна банка Србије спроводи режим руковођено пливајућег девизног курса. Он подразумева право интервенција у случају знатних дневних осцилација на девизном тржишту, угрожености финансијске и ценовне стабилности и потребе да се заштити адекватан ниво девизних резерви.

Ради јачања транспарентности монетарне политике и ефикасне комуникације с јавношћу, Извршни одбор Народне банке Србије (према утврђеном распореду седница) доноси одлуке о монетарној политици и редовно обавештава јавност о остварењу утврђених циљева за инфлацију и мерама које предузима с циљем њиховог остваривања.

II. Монетарна политика и остварење циљане инфлације

1. Монетарна политика у 2011. години

У току 2011. године Народна банка Србије је завршила циклус пооштравања и започела циклус ублажавања монетарне политике, како би се инфлација у средњем року стабилизовала око циља.

У првих неколико месеци 2011. године настављен је циклус пооштравања монетарне политике, започет у августу 2010. Референтна каматна стопа је од јануара до априла повећана за 100 б.п., са 11,5% на 12,5%. Агрегатна тражња је била ниска и поред одмрзавања пензија и зарада у јавном сектору, а цене увозних производа нису вршиле притисак на инфлацију захваљујући јачању динара од краја 2010. године. Међутим, монетарна политика је пооштравана како би се спречили секундарни ефекти неочекивано високог раста цена хране, тј. преливање тог раста на остале цене преко повећања инфлационих очекивања. Раст цена хране (индустријско-прехранбени производи и воће и поврће) узрокован је светским кретањима, али и затеченим системским решењима која утичу на функционисање тржишта хране.

У складу са опредељењем да се користе сви расположиви инструменти монетарне политике да би се инфлација довела у границе циља у средњем року, Народна банка Србије је у јануару 2011. донела нову Одлуку о обавезној резерви банака код Народне банке

Србије. Мере предложене у оквиру Одлуке нису подразумевале повлачење ликвидности на нивоу банкарског система, већ мање ослобађање ликвидности у односу на претходно важећу одлуку.⁶

С обзиром на неочекивано висок раст цена хране, инфлација се од почетка 2011. године кретала изнад горње границе дозвољеног одступања од циља. Будући да је у марту то одступање износило шест узастопних месеци, Народна банка Србије је (као што је то предвиђено Споразумом с Владом РС⁷) у априлу Владу РС писмом обавестила о разлозима тог одступања, о томе у ком периоду се очекује повратак инфлације у границе дозвољеног одступања, као и о предузетим мерама за враћање инфлације у границе дозвољеног одступања.⁸

На седници у мају Извршни одбор Народне банке Србије је одлучио да референтну каматну стопу не мења. Таква одлука заснивала се на мајској пројекцији инфлације, према којој ће инфлација, након достизања максимума у априлу или мају, опадати ка циљу и у границама дозвољеног одступања се наћи у П1 2012. године. Очекивало се да ће на опадање инфлације утицати слабљење трошковних притисака на раст цена хране, као и ниска агрегатна тражња. Имајући у виду кључне ризике остварења пројекције – премију ризика земље, цене хране и фискалну политику – Извршни одбор је оценио да је референтна каматна стопа при врху или на врху тренутног циклуса. Он је

⁶ Више о томе у делу о обавезној резерви, стр. 6.

⁷ Споразум Народне банке Србије и Владе Републике Србије о циљању (таргетирању) инфлације усвојен је на седници Владе РС 19. децембра 2008. године.

⁸ Видети Додатак 1, стр. 35.

указао такође да ризици налажу да се у наредном периоду рестриктивност монетарне политике врло опрезно смањује коришћењем свих расположивих инструмената монетарног регулисања.

Проценивши да су инфлаторни притисци у паду, Народна банка Србије је од средине 2011. године започела процес постепеног ублажавања монетарне политике. Услови за то су створени раније предузетим мерама монетарне политике, којима је спречен раст инфлационих очекивања и тиме преношење инфлаторног удара с цена хране на остале цене. Од јуна па до краја године, Народна банка Србије је референтну каматну стопу снизила за 275 б.п. – са 12,50% на 9,75%.

Иако је била на силазној путањи, инфлација се од априла до септембра кретала изнад горње границе дозвољеног одступања од циља, па се Народна банка Србије у октобру писмом обратила Влади РС. У писму је навела разлоге за то одступање, мере које је предузела и очекивања када ће се инфлација вратити у границе дозвољеног одступања од циља.⁹

Истовремено, у ишчекивању одговарајућег системског решења за кризу јавног дуга у неким чланицама зоне евра, нестабилност на светском финансијском тржишту није се смиривала. Због високих јавних дугова, државе нису биле у ситуацији да реагују фискалним стимулансима у оној мери као у првом налету кризе, што је подстицало фискалну и финансијску неизвесност. То је утицало на одлагање опоравка реалног сектора у зони евра и успоравање привредног раста на глобалном нивоу. Ревизије прогноза привредног раста наниже код главних спољнотрговинских партнера Србије условиле су да и пројекцију раста економске активности за Србију ревидирамо наниже.

У условима повећане неизвесности у међународном окружењу, подршку очувању макроекономске и финансијске стабилности у земљи дало је закључење стендбај аранжмана из предострожности с ММФ-ом у септембру 2011. Од аранжмана се очекивао допринос побољшању инвестиционе климе и додатна заштита од негативних спољних утицаја кризе. Од кључне важности за спровођење аранжмана било је вођење

фискалне политике у складу с правилима фискалне одговорности, будући да би оно монетарној политици оставило више простора да реагује на дезинфлаторни утицај успоравања економске активности.

Пројекција инфлације за новембар потврдила је предвиђања из претходних пројекција – да би инфлација у границе дозвољеног одступања од циља требало да се врати у Т1 2012. године, а након тога да се креће у границама тог одступања. Током целог периода пројекције преовлађујући дезинфлаторни фактор била је ниска агрегатна тражња, а додатан допринос процесу дезинфлације очекивао се од започетог пада инфлационих очекивања. Поред тога, предвиђало се смањење трошkových притисака на цене хране. На седници Извршног одбора у новембру референтна каматна стопа је додатно снижена за 75 б.п. Кључни ризици остварења пројекције били су развој ситуације у међународном окружењу и експанзивност фискалне политике.

До седнице Извршног одбора почетком децембра услови у међународном окружењу постали су још неповољнији. Изостанак решења за проблем одрживости јавног дуга у појединим земљама зоне евра негативно је утицао на кретања на светском финансијском тржишту. Премија ризика за Србију и већину земаља у региону је у новембру повећана, као и депрецијацијски притисци. Изгледи у реалном сектору погоршали су се не само у зони евра већ и на глобалном нивоу. У Србији је, према подацима РЗС-а, реални м.г. раст БДП-а у Т3 и Т4 2011. био успорен. Настављен је пад инфлације и пад инфлационих очекивања.

Извршни одбор је на седници у децембру, након разматрања актуелних економских кретања и процена за наредни период, одлучио да референтну каматну стопу смањи за 25 б.п. Као дезинфлаторне факторе навео је ослабљене трошковне притиске на цене хране, успорен раст регулисаних цена, као и ниску агрегатну тражњу. Истакао је да процесу дезинфлације доприноси и наставак пада инфлационих очекивања. Висину смањења референтне каматне стопе одредила је и даље изражена фискална и финансијска неизвесност на глобалном нивоу због кризе јавног дуга у зони евра.

⁹ Видети Додатак 1, стр. 35.

2. Инструменти монетарне политике

Основни инструмент монетарне политике Народне банке Србије је референтна каматна стопа, тј. каматна стопа која се примењује у спровођењу главних операција на отвореном тржишту. Поред основног инструмента, Народна банка Србије у спровођењу монетарне политике користи и друге инструменте монетарног регулисања, пре свега обавезну резерву и операције на девизном тржишту.

Операције на отвореном тржишту

Главне операције на отвореном тржишту Народне банке Србије су реверзне репо трансакције, тј. репо трансакције продаје ХоВ с роком доспећа од две недеље. Улога референтне каматне стопе, као оперативног циља за краткорочне стопе на тржишту новца, подржана је коридором каматних стопа на депозитне и кредитне олакшице и другим операцијама на отвореном тржишту.

У току 2011. године Извршни одбор Народне банке Србије је висину референтне каматне стопе мењао девет пута. Референтна каматна стопа је са 11,5% годишње, колико је износила крајем 2010, до априла повећана за укупно 100 б.п., и то у јануару, марту и априлу. У јуну је започет циклус смањења референтне каматне стопе, тако да је она до краја године укупно

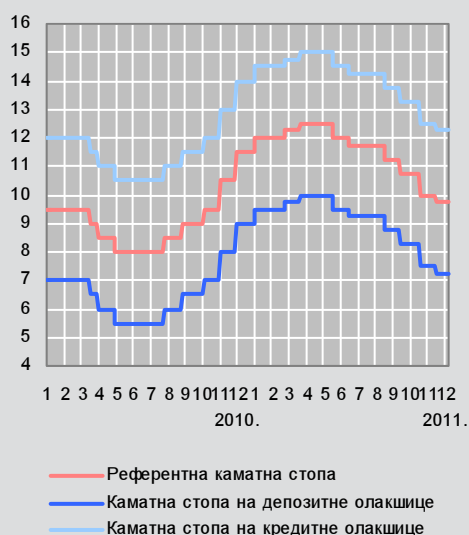
смањена за 275 б.п. – до 9,75%. У посматраном периоду, референтна каматна стопа није мењана једино у августу.

Народна банка Србије је операције на отвореном тржишту спроводила својим ХоВ. У 2011. години је, за потребе репо продаје, емитована једна серија благајничких записа укупне номиналне вредности од 500,0 млрд динара. Емисија једне серије благајничких записа високе номиналне вредности наставак је праксе из претходних година, која банкама омогућава да адекватније располажу хартијама у оквиру исте серије и једноставније управљају ликвидношћу.

Током године организоване су 52 аукцијске репо продаје ХоВ. Аукције за двонедељне репо операције организоване су једном недељно по моделу фиксне каматне стопе. Укупна продаја ХоВ износила је 2.136,1 млрд динара. За разлику од кретања у П2 2010. године, у П1 2011. забележен је постепен раст продаје ХоВ. Укупан обим продаје у П1 износио је 802,8 млрд динара, што је за 40,3 млрд динара више од обима оствареног у П2 2010. године. У односу на крај 2010. године, стање ХоВ у портфељу банака је крајем јуна 2011. повећано за 27,0 млрд и износило је 73,9 млрд динара.

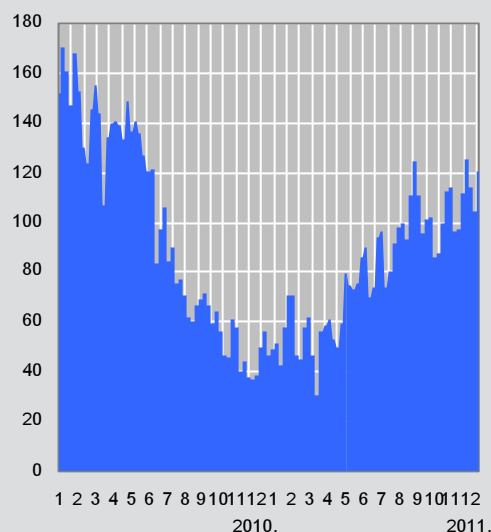
Повећање продаје ХоВ настављено је и у П2 и поред смањења референтне каматне стопе. У новембру је забележен највиши месечни износ продаје (267,4

Графикон II.2.1. Референтна каматна стопа и коридор каматних стопа (дневни подаци, на годишњем нивоу, у %)



Извор: Народна банка Србије.

Графикон II.2.2. Стање продатих ХоВ Народне банке Србије (у млрд RSD)



Извор: Народна банка Србије.

млрд динара) у 2011. години, а највише стање продатих ХоВ регистровано је почетком децембра (125,4 млрд динара). Током децембра продаја је благо смањена у односу на новембар и стање продатих ХоВ на крају године износило је 120,6 млрд динара. У односу на крај 2010. године, портфељ ХоВ код банака повећан је за 73,7 млрд динара. Повећање портфеља ХоВ у П2 у највећој мери је последица трошења девизних депозита државе.

У 2011. години Народна банка Србије није трајно продавала ХоВ.

Депозитне и кредитне олакшице

Депозитне олакшице Народне банке Србије уређене су Одлуком о условима и начину депоновања вишкова ликвидних средстава банака код Народне банке Србије. Ова одлука у 2011. години није мењана.

Просечно дневно стање средстава банака депонованих код Народне банке Србије по наведеном основу у 2011. години износило је 2,7 млрд динара, с тим што је минимално просечно месечно стање забележено у марту (1,3 млрд динара), а максимално у децембру (7,3 млрд динара).

Кредитне олакшице Народне банке Србије уређене су Одлуком о условима и начину одобравања кредита за одржавање дневне ликвидности банака на основу залог ХоВ. Ова одлука је током 2011. године измењена два пута – у јануару и марту.

Изменама Одлуке утврђено је да се као колатерал за одобравање кредита могу користити само динарске ХоВ без девизне клаузуле, што је у складу са опредељењем Народне банке Србије да подржи процес динаризације финансијског система и активно учествује у процесу. С обзиром на то да је Република Србија у 2011. години започела емитовање и купонских динарских ХоВ, изменом Одлуке је омогућено да банке, поред дисконтних ХоВ, као залог за узимање кредита могу користити и купонске ХоВ. У складу с тим, продужена је и преостала рочност дисконтних ХоВ које могу бити предмет залог с две на три године. Прецизирани су и проценти номиналне вредности заложених хартија до којих се могу одобравати кредити за ликвидност, у зависности од преостале рочности хартија. Током године 17 банака је користило кредитне олакшице као унутардневни кредит (у укупном износу од 532,4 млрд динара), а шест банака, и то само у Т1, као преконоћни кредит (у укупном износу од 5,5 млрд динара).

Обавезна резерва

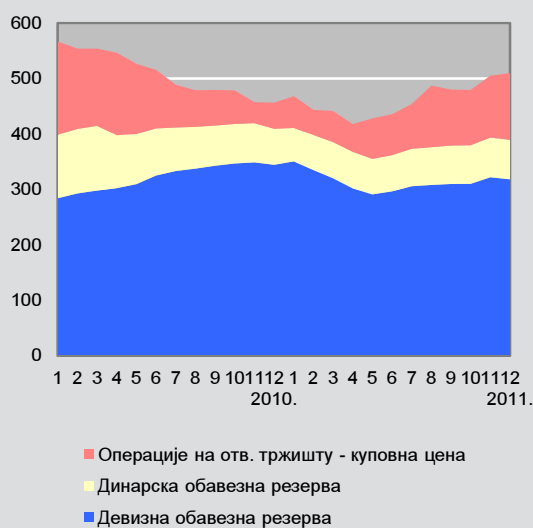
У складу са опредељењем да користи све инструменте монетарне политике како би инфлацију довела у границе дозвољеног одступања од циља у средњем року, Народна банка Србије је у јануару 2011. усвојила нову Одлуку о обавезној резерви банака код Народне банке Србије, која је ступила на снагу 17. фебруара исте године.

Одлука је задржала основни концепт којим се регулише обавезна резерва банака. Главне новине су прописивање диференцираних стопа обавезне резерве на динарску и девизну основицу (у зависности од рочности тих обавеза), као и утврђивање обавезе динарског издвајања дела обавезне резерве обрачунате у еврима, уз примену диференцираних стопа.

На динарске обавезе са уговореном рочношћу до две године примењује се стопа од 5%, а на обавезе са уговореном рочношћу преко две године нулта стопа обавезне резерве. Истовремено, на девизне обавезе са уговореном рочношћу до две године утврђена је стопа обавезне резерве од 30%, а на обавезе са уговореном рочношћу преко две године стопа од 25%.

Такође, уведена је обавеза динарског издвајања дела обрачунате обавезне резерве у еврима по

Графикон II.2.3. Обим стерилизације ликвидности инструментима монетарне политике (у млрд RSD)



Извор: Народна банка Србије.

диференцираним стопама. Банке у динарима издвајају 15% обавезне резерве у еврима обрачунате на обавезе са уговореном рочношћу до две године, док се на обавезну резерву у еврима обрачунату на обавезе са уговореном рочношћу преко две године примењује 10% динарског издвајања.

Ради амортизације различитих ефеката које је усвајање Одлуке могло да изазове код банака, Одлуком је утврђено постепено усклађивање обрачуна и издвајања обавезне резерве почев од обрачуна на дан 17. фебруара закључно са обрачуном на дан 17. априла 2011. године.

У 2011. години обрачуната обавезна резерва која се издваја у динарима повећана је за 6,2 млрд динара, обрачуната обавезна резерва која се издваја у девизама (без лизинга) смањена је за 101,1 млн евра, а смањена је и лизинг обавезна резерва за 55,8 млн евра.

Операције на девизном тржишту

У складу с Програмом монетарне политике за 2011. годину, Народна банка Србије је током године спроводила режим руковођено пливајућег девизног курса, уз ретке интервенције на девизном тржишту.

У 2011. години Народна банка Србије је на МДТ-у, настојећи да ублажи претеране дневне осцилације курса динара према евр, укупно банкама продала 90,0 млн евра и од банака купила 45,0 млн евра. Девизне интервенције су реализоване искључиво по тржишним условима, прихватањем курсева које су нудиле банке (улога *price taker-a*).

Смањење премије ризика земље и већи прилив капитала у виду портфолио инвестиција, као и знатан откуп девиза од нерезидената, допринели су јачању апрецијацијских притисака, тако да је у току првих пет месеци 2011. динар номинално апрецирао за 8,8% у односу на евро. Народна банка Србије је у том периоду интервенисала куповином 45,0 млн евра.

Повећана неизвесност на тржишту у јуну (због дужничке кризе у земљама зоне евра), пораст премије ризика земље и одустајање државе од (очекиваног) обнављања емисије шестомесечних ХоВ индексираних еврима, подстакли су тражњу банака за девизама, тако да је динар у овом месецу ослабио за 5,4% у односу на евро. Народна банка Србије је у јуну на МДТ-у интервенисала продајом 30,0 млн евра.

У наредним месецима девизно тржиште је стабилизовано захваљујући приливу капитала по основу СДИ, као и постизању договора о стендбај аранжману из предострожности с ММФ-ом. Тржиште је такође позитивно реаговало на емитовање и успешну продају десетогодишњих еврообвезница Републике Србије на светском финансијском тржишту. Народна банка Србије је у овом периоду, ради ублажавања претераних дневних осцилација курса динара према евр, интервенисала продајом 30,0 млн евра.

У последња два месеца 2011. године, у условима раста премије ризика земље и повећане динарске ликвидности, динар је слабио према евр. Наиме, држава је у новембру и нарочито децембру трошила средства с девизних рачуна код Народне банке Србије и тиме подстицала раст динарске ликвидности. Такође, у другој половини децембра, потреба плаћања увоза енергената одразила се на већу тражњу резидента за девизама. Да би ублажила прекомерне дневне осцилације курса, Народна банка Србије је у децембру интервенисала продајом 30,0 млн евра.

Девизни своп

Народна банка Србије је од марта 2011. године обновила спровођење редовних тромесечних своп аукција продаје, односно куповине девиза, као регуларног инструмента обезбеђења девизне, односно динарске ликвидности. Аукције су организоване једном недељно по тржишним условима, али са ограниченим количинама, ради подстицања међубанкарске своп трговине девизама и развоја тржишта инструмената заштите од девизног ризика. Од марта до краја године одржано је укупно 88 своп аукција, на којима је Народна банка Србије у првом краку банкама своп продала 179,5 млн евра, односно од банака своп купила 185,0 млн евра. На крају године стање девизних потраживања Народне банке Србије по основу своп продаје девиза износило је 111,0 млн евра, а стање девизних обавеза по основу своп куповине девиза 49,0 млн евра.

Аукцијски краткорочни динарски кредити

У 2011. години Народна банка Србије је једном месечно организовала аукције краткорочних динарских кредита на основу залог ХоВ, као меру за одржавање ликвидности банака. На одржаним аукцијама није било одобрених кредита.

Остале каматне стопе

У јуну 2011. године, у поступку усаглашавања прописа Народне банке Србије са одредбама Закона о изменама и допунама Закона о Народној банци Србије, донете су нове одлуке о каматним стопама и начину обрачуна, наплате и плаћања камате.

Новом Одлуком о каматним стопама које Народна банка Србије примењује у поступку спровођења монетарне политике посебно је прописано да ће се Народна банка Србије при утврђивању висине каматних стопа које примењује у поступку спровођења монетарне политике руководити референтном каматном стопом, уз задржавање концепта до тада важеће одлуке у погледу висине и релативног односа каматних стопа.

И у новој Одлуци о начину обрачуна, наплате и плаћања камате Народне банке Србије задржан је основни концепт из претходне одлуке. Одредбе о начину и роковима обрачуна, наплате и плаћања камате, као и формуле за њен обрачун, остале су непромењене, док су брисане одредбе о обрачуна дисконтоване вредности заложених ХоВ у случају наплате кредита из тих хартија.

3. Остварење циљане инфлације у 2011. години

Међугодишња инфлација се током 2011. године кретала изнад горње границе дозвољеног одступања од циља. Разлози за то су висок раст цена хране због пољопривредног шока из 2010. године и ефекат ниских месечних стопа инфлације из претходне године. Нестабилност цена хране последица је недовољно развијеног тржишта и затечених системских решења у овој области, као и високог учешћа хране у индексу потрошачких цена. Ако се посматрају непрехрамбени производи и услуге чије се цене формирају тржишно, запажа се да је њихово кретање током готово читавог периода било у границама дозвољеног одступања од циља.

Међугодишња инфлација је, с нивоа од 10,3% у децембру 2010. године, повећана на 14,7% у априлу, када је достигла максимум, а након тога је почела да опада и у јуну се спустила на 12,7%. Пад је настављен до краја године и инфлација је у децембру износила 7,0% (циљ 4,5±1,5%).

Кључни фактор таквог кретања мг. инфлације биле су цене хране. Наиме, због лоше пољопривредне сезоне

Графикон II.3.1. Кретање цена (мг. раст, у %)

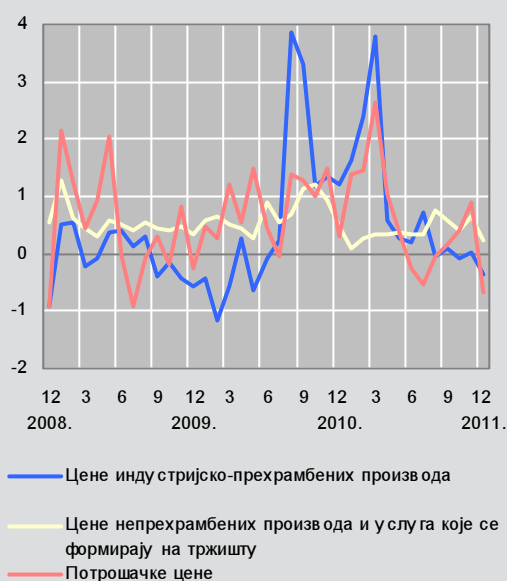


Извор: Републички завод за статистику и Народна банка Србије.

у 2010. години, високих увозних оптерећења и већег извоза (подстакнутог растом цена примарних пољопривредних производа на светском тржишту), произвођачи прехранбених производа били су дуже изложени повећаним трошковним притисцима, који су се, нарочито током Т1, у великој мери прелили на потрошачке цене.

Промена правца кретања, тј. смањење мг. инфлације у мају и јуну резултат је, у највећој мери, слабљења трошковних притисака на раст цена хране због исцрпљивања ефеката поскупљења примарних пољопривредних производа. Поред тога, дезинфлаторно је деловала и агрегатна тражња, која је, и поред одмрзавања пензија и зарада у јавном сектору почетком 2011, остала на ниском нивоу.

Раст потрошачких цена у П1 износио је 6,8% и у највећој мери је био одређен кретањем цена индустријско-прехранбених производа (допринос укупној инфлацији 3,0 п.п.) и регулисаних цена (допринос 1,9 п.п.). Цене воћа и поврћа имале су неувобичајено кретање током П1 (најпре веома висок раст током Т1, а потом велики пад током Т2) и њихов раст на крају П1 износио је 13,9% (допринос 0,8 п.п.). Допринос цена хране укупној инфлацији у првих шест месеци 2011. износио је 3,8 п.п., што значи да је 56% укупног раста цена у П1 последица раста цена хране. Знатан допринос расту укупне инфлације у овом периоду потиче и од повећаних цена електричне

Графикон II.3.2. Кретање цена
(месечни раст, у %)

Извор: Народна банка Србије.

Табела II.3.1. Раст и доприноси компоненти расту
потрошачких цена

	Стопе раста (у %)	Доприноси (у п.п.)
Укупно	7,0	7,0
Индустријско-прехрамбени производи	9,5	3,1
Непрехрамбени производи и услуге чије се цене формирају на тржишту	4,8	1,7
Воће и поврће	-11,0	-0,6
Регулисане цене	10,5	2,3
Електрична енергија	13,5	0,9
Гас за домаћинство	10,3	0,1
Комунално-стамбене усл.	10,1	0,3
Услуге друштвене заштите	0,8	0,0
Саобраћајне услуге (регулисане)	18,1	0,2
ПТТ услуге	9,2	0,2
Цигарете	12,8	0,5
Лекови	4,0	0,1
Остало	1,0	0,0
Нафтни деривати	13,4	0,5

Извор: Републички завод за статистику и Народна банка Србије.

енергије, цигарета, лекова и нафтних деривата. С друге стране, пад увозне инфлације током П1

(највише због апрецијације номиналног ефективног курса динара) утицао је да раст цена непрехрамбених производа и услуга буде нижи (1,7%) од раста осталих цена.

Графикон II.3.3. Доприноси компоненти ИПЦ
мг. инфлацији
(у п.п.)

Извор: Народна банка Србије.

Међугодишња инфлација је наставила да се смањује током целог П2 и у децембру се приближила горњој граници дозвољеног одступања – износила је 7,0% (циљ $4,5 \pm 1,5\%$). На пад инфлације утицали су слабљење трошковних притисака на раст цена хране и ниска агрегатна тражња, као и раније предузете мере монетарне политике. С падом мг. стопе инфлације дошло је и до смањења инфлационих очекивања и инфлаторних притисака по том основу.

Цене хране су и у П2 имале доминантан утицај на кретање мг. инфлације, али је њихово дејство било супротно од оног које су имале у П1. Стабилизација цена индустријско-прехрамбених производа (због исцрпљивања ефеката поскупљења примарних пољопривредних производа из претходне године), као и добра понуда производа из нове пољопривредне сезоне, утицали су да инфлаторни притисци по основу цена хране наставе да слабе. Пад инфлације крајем године био је нешто бржи од очекивања Народне банке Србије, пре свега због једнократних ефеката методолошког обрачуна цена воћа и поврћа. За 4,5 од 7,7 п.п., колико износи пад мг. инфлације од јуна до децембра (или за 80%), биле су заслужне цене хране (Графикон II.3.3).

Раст потрошачких цена у П2 износио је свега 0,2%. Ниска инфлација била је највећим делом резултат пада цена воћа и поврћа од 21,9% (допринос укупној инфлацији у П2 –1,4 п.п.). Уз ниску агрегатну тражњу, дезинфлаторно су деловале и цене индустријско-прехрамбених производа, због пада цена инпута у њиховој производњи, као и успорен раст регулисаних цена. С друге стране, раст цена непрехрамбених производа и услуга био је виши у поређењу с П1, тако да је њихов допринос укупном расту потрошачких цена у П2 износио 1,1 п.п. Том расту допринело је

неколико већих поскупљења: кућне хемије, одеће и обуће, уџбеника, угља и дрва и алкохолних пића.

На инфлацију у П2 утицали су, у мањој мери, и услови у међународном окружењу. Изостанак решења за проблем одрживости јавног дуга у појединим земљама зоне евра неповољно се одразио на кретања на светском финансијском тржишту. Након увозне дефлације у П1, у П2 је забележена увозна инфлација као последица раста цена у Европској унији и САД и депрецијације номиналног ефективног курса динара.

III. Макроекономски услови спровођења монетарне политике

1. Међународно окружење

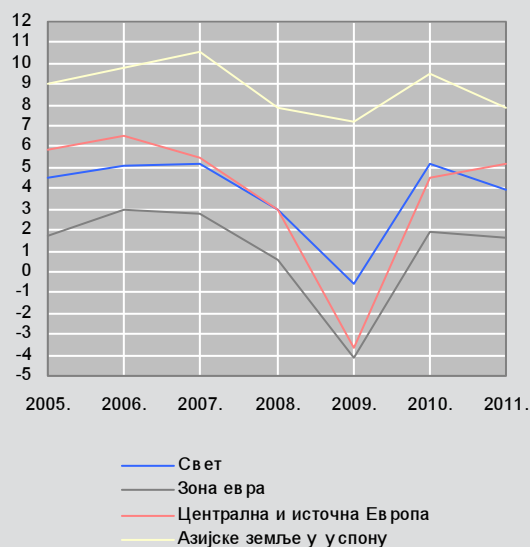
У 2011. години дошло је до знатног успоравања глобалне привредне активности у односу на 2010. годину, нарочито у П2. Томе је пре свега допринело продубљивање кризе јавног дуга у зони евра. Забринутост у погледу одрживости јавног дуга појединих земаља зоне евра и могућих губитака западноевропских банака утицала је на повећање разлике у приносима између државних обвезница поменутих земаља и немачких државних обвезница, као референтних. Због погоршаних услова финансирања и уздржаности банака према одобравању нових пласмана, ЕЦБ је крајем године почела банкама да одобрава трогодишње зајмове у неограниченом износу по фиксној (референтној) каматној стопи¹⁰. ЕЦБ је на тај начин делимично утицала на смањење приноса на обвезнице високозадужених земаља зоне евра.

Међутим, пакети помоћи које су међународни кредитори обезбедили Грчкој, Ирској и Португалу нису дали очекиване ефекте. Према индикаторима привредног раста, привреда зоне евра је у Т4 забележила пад од 0,3%, а на нивоу целе 2011. године процењује се раст од 1,6%. Толики привредни раст није био довољан да утиче на смањење незапослености у зони евра.

Привреда САД је, захваљујући експанзивној монетарној политици, флексибилности тржишта рада и структурном прилагођавању, остала релативно

отпорна на утицај преливања кризе из зоне евра. Привилегија долара као резервне валуте омогућила је САД да се и даље задужују под повољним условима. Процењује се да је америчка привреда у 2011. остварила раст од 1,8%. Током године постепено се смањивала незапосленост, која је у децембру износила 8,5%.

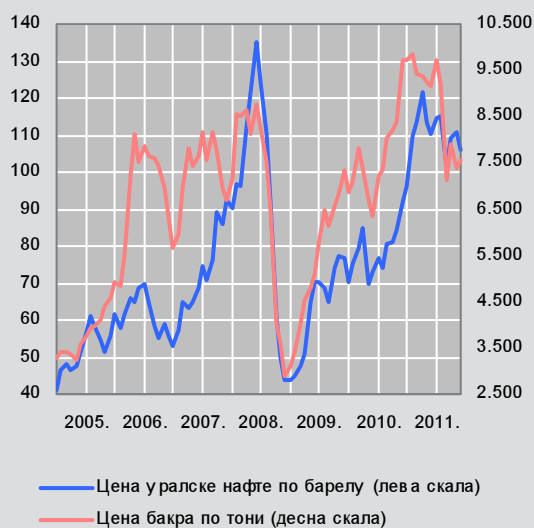
Графикон III.1.1. Кретање економске активности по регионима (стопе раста БДП-а, у %)



Извор: IMF Outlook, јануар 2012.

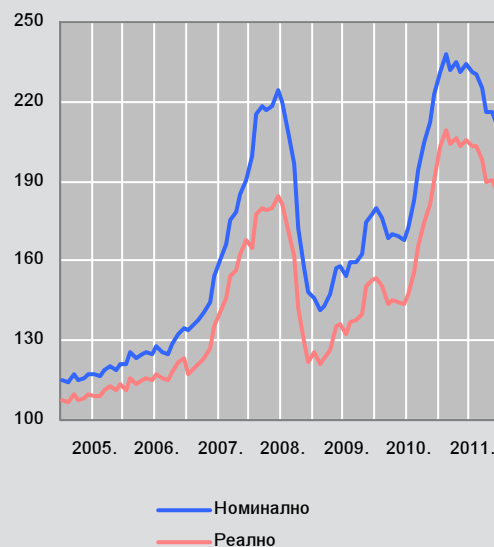
¹⁰ Тзв. дугорочна операција рефинансирања (LTRO).

Графикон III.1.2. Кретање цена нафте и бабра (у USD)



Извор: Блумберг.

Графикон III.1.3. Индекс светских цена хране (2002 – 2004 = 100)



Извор: FAO.

Земље централне и источне Европе нашле су се на удару преливања кризе јавног дуга из зоне евра, због чега је раст многих економија у 2011. био нижи него у 2010. години. Смањен обим извоза у земље зоне евра и нижи прилив капитала били су главни фактори успоравања привредног раста. Ипак, будући да највећи број земаља централне и источне Европе има сопствену валуту у режиму руковођено флукутирајућег курса, прилагођавање привреда изведено је лакше захваљујући депрецијацији домаћих валута према еврџ, чиме је избегнуто веће успоравање привредног раста.

Земље азијско-пацифичког региона наставиле су снажну привредну експанзију и у 2011, мада нешто успоренијим темпом. Предводници су били Кина и Индија, с растом од 9,2% и 7,4%, респективно. На тим тржиштима није се у већој мери осетио утицај кризе из зоне евра. Супротност таквим кретањима представља пад БДП-а Јапана од 0,9%, који се приписује природној катастрофи која је задесила ову земљу.

Централне банке развијених земаља су у 2011. години водиле експанзивну монетарну политику. То се посебно односи на ФЕД и Банку Енглеске који су, уз рекордно ниске референтне стопе, спроводили и програме тзв. квантитативног попуштања. ЕЦБ је у априлу и јулу повећала референтну стопу за по 25 б.п. због раста инфлаторних притисака. Ипак, током Т4 ЕЦБ је, због извеснијих изгледа за рецесију,

референтну стопу вратила на ниво од 1,0%, смањујући је у два наврата за по 25 б.п. Централне банке у источној и централној Европи, и поред ефеката преливања кризе из зоне евра, у већини случајева нису ублажавале монетарну политику. Неке су чак (као централна банка Мађарске) повећавале референтну стопу ради одбране вредности валуте.

Кретања на валутним тржиштима у 2011. години карактерисала је висока волатилност. Током П1 девизни курс евра према долару одржавао се на релативно високом нивоу због очекивања да ће се криза јавног дуга у зони евра ефикасно решити. У П2 је долар ојачао у односу на евро у околностима погоршања прогноза економског раста зоне евра и раста приноса на државне обвезнице високозадужених земаља зоне евра. Због трагања инвеститора за сигурносним уточиштем, порасла је вредност не само долара већ и швајцарског франка и јапанског јена. Централна банка Швајцарске је, ради одржања конкурентности, одредила горњу границу јачања франка на 1,20 према еврџ и саопштила да ће франак бранити на том нивоу.

Инфлаторни притисци на глобалном нивоу почели су да слабе у другом делу године, чему је највише допринело смањење агрегатне тражње због кризе јавног дуга у зони евра и високе стопе незапослености. Током године осетно је смањен и утицај високих цена хране на инфлацију, што се види

по кретању индекса светских цена хране (*FAO Food Price Index*). Овај индекс је у П2 изгубио око 10% вредности због повећане понуде на тржишту примарних пољопривредних производа.

Цена нафте је у П1 расла, док је током П2 била у паду. Кретање цене било је под утицајем тражње условљене перспективама привредног раста, које су се, како је година одмицала, погоршавале, као и од развоја геополитичке ситуације. Ипак, кретање цене нафте није имало нагле успоне и падове као претходних година.

Светске цене бакра имале су слична кретања: пораст у П1 и пад П2. На кретање цене бакра највећи утицај имали су фактори на страни тражње, односно прогнозе у погледу економског раста на глобалном нивоу.

Злато, као инвестиција сигурносног уточишта, добило је на значају у 2011. и цена му је расла током године с погоршањем дужничке кризе и наговештајима рецесије у зони евра. Рекордан ниво на затварању берзе – 1.895 долара за фину унцу – цена злата је достигла почетком септембра. У Т4 цена злата је пала због смањене аверзије инвеститора према ризику и позитивних очекивања у погледу разрешења дужничке кризе у Грчкој.

2. Међународне трансакције

Платнобилансна кретања и девизне резерве

У току 2011. године дефицит текућег рачуна платног биланса је повећан, пре свега због повећања трговинског дефицита. Финансирање већег дефицита текућег рачуна омогућили су повећан прилив по основу СДИ, знатан прилив по основу портфолио инвестиција, као и наставак задуживања државе по основу дугорочних кредита. Због већег прилива у оквиру финансијског рачуна него што је био дефицит текућег рачуна, девизне резерве Народне банке Србије оствариле су раст у 2011. години.

Дефицит текућег рачуна платног биланса био је за 42,5% виши него у 2010. и износио је 2.967,8 млн евра. Раст тог дефицита био је последица пораста трговинског дефицита (15,5%) и дефицита на рачуну дохотка (13,1%), као и мањег прилива по основу

Табела III.2.1. Платни биланс Републике Србије
(у млн EUR)

	2010.	2011.
ТЕКУЋЕ ТРАНСАКЦИЈЕ – САЛДО	-2.082	-2.968
ТЕКУЋЕ ТРАНСАКЦИЈЕ БЕЗ ЗВАНИЧНЕ ПОМОЋИ – САЛДО	-2.275	-3.174
1. Роба (1.1 – 1.2)	-4.774	-5.514
1.1. Извоз робе f.o.b	7.402	8.438
1.2. Увоз робе f.o.b.	-12.176	-13.952
2. Услуге (2.1 – 2.2)	5	161
2.1. Приходи	2.667	3.032
2.2. Расходи	-2.662	-2.872
3. Биланс робе и услуга (3.1 – 3.2)	-4.768	-5.353
3.1. Извоз робе и услуга	10.070	11.470
3.2. Увоз робе и услуга	-14.838	-16.823
4. Доходак	-670	-758
4.1. Приходи	438	428
4.2. Расходи	-1.108	-1.186
5. Текући трансфери	3.356	3.143
5.1. Приходи	3.624	3.494
5.2. Расходи	-268	-351
КАПИТАЛНИ РАЧУН	1	-3
ФИНАНСИЈСКИ РАЧУН	1.986	2.752
1. Директне инвестиције – нето	860	1.827
1.1. У иностранство (потраживања)	-143	-122
1.2. У Србију (обавезе)	1.003	1.949
2. Портфолио инвестиције – нето	39	1.619
2.1. Актива (потраживања)	-30	67
2.2. Пасива (обавезе)	69	1.552
3. Остале инвестиције	158	1.107
3.1. Актива (потраживања)	-792	458
3.2. Пасива (обавезе)	950	649
4. Средства резерви	929	-1.801
ГРЕШКЕ И ПРОПУСТИ	96	219
УКУПАН БИЛАНС	-929	1.801

Извор: Народна банка Србије (ITRS) и Републички завод за статистику.

текућих трансфера¹¹ (6,3%) него у претходној години. Иако су извоз и увоз робе остварили приближно исти раст (14,0% и 14,6%, респективно), покривеност увоза робе и услуга извозом незнатно је повећана (0,3 п.п., на 68,2%) због пораста прихода од извоза услуга. Учешће дефицита текућег рачуна у БДП-у износило је 9,5%.

Раст извоза био је резултат веће тражње за нашим извозним производима, пре свега на тржиштима земаља Европске уније и Руске Федерације (повећање од 14,9% и 40,7%, респективно). С друге стране, на раст увоза највише је утицао инвестициони циклус у појединим извозно оријентисаним гранама, започет 2011. године. У складу с тим, највећи раст у 2011. години забележио је увоз опреме (31,6%). Увоз репроматеријала такође је повећан (15,3%), као и увоз потрошних добара (5,0%).

¹¹ Највећи део нето текућих трансфера чине дознаке.

У оквиру финансијског рачуна платног биланса, највећи нето прилив остварен је по основу СДИ, које су биле више за 966,8 млн евра него у 2010. години. Посматрано по делатностима, преовлађивале су инвестиције у трговину (39,4%), финансијску делатност по основу докапитализације банака (15,1%), производњу метала (7,3%), некретнине (6,6%) и у грађевинарство (4,2%). Остварен је знатан прилив и по основу портфолио инвестиција (1.619,1 млн евра), што је резултат продаје обвезница Републике Србије.

Држава се у 2011. години нето задужила 687,5 млн евра. Истовремено, банке и предузећа су смањили своје обавезе према иностранству – банке су се нето раздужиле 710,8 млн евра¹², а предузећа 416,6 млн евра.

Таква кретања у финансијском рачуну платног биланса утицала су да, и поред већег дефицита текућег рачуна, девизне резерве у 2011. години остваре раст од 1.801,5 млн евра (према методологији платног биланса). На крају 2011. године девизне резерве Народне банке Србије износиле су 12.057,7 млн евра. Истовремено, нето девизне резерве¹³ су износиле 6.664,0 млн евра, или за 1.591,0 млн евра више него на крају 2010. године.

Народна банка Србије је у 2011. години испунила критеријум о минималном износу нето девизних резерви који је договорен (техничким меморандумом о разумевању) с ММФ-ом. Прерачунато по програмском курсу¹⁴ по коме се пратило извршење програма ММФ-а, нето девизне резерве су 31. децембра 2011. износиле 6.456,0 млн евра, што је за 1.956,0 млн евра изнад критеријума за крај децембра те године одређеног програмом с ММФ-ом.

На крају 2011. године, девизне резерве Народне банке Србије су обезбеђивале покривеност новчане масе М1 од 429,6%, краткорочног дуга од 1.860,8% и увоза робе и услуга од 8,6 месеци.

ХоВ су у оквиру девизних резерви имале веће учешће него средства на рачунима у иностранству. На крају 2011. године, иностране ХоВ чиниле су 71,3% девизних резерви, средства на рачунима у иностранству (депозити и текући рачуни Народне банке Србије) 21,9%, ефективни страни новац 2,1%, а злато и SDR

Графикон III.2.1. Покривеност увоза девизним резервама



Извор: Народна банка Србије.

4,7%. Приход који је Народна банка Србије у 2011. години остварила по основу камата на депозите, СПВ, рачуна по виђењу и текућих рачуна износио је 7,9 млн евра, а приход по основу купона на иностране ХоВ износио је 148,5 млн евра.

Од продаје ХоВ Републике Србије деноминираних у еврима остварен је прилив у девизне резерве у износу од 1.257,8 млн евра (од тога је 533,5 млн евра било реализовано на домаћем, а 724,3 млн евра на међународном финансијском тржишту).

Прилив у девизне резерве Народне банке Србије остварен је и по основу коришћења кредита за Републику Србију, у укупном износу од 586,7 млн евра, и то за:

- програмску подршку буџету од *Banque Société Générale Paris*, уз гаранцију Светске банке (292,6 млн евра), и од Европске уније (100,0 млн евра);
- развој малих и средњих предузећа, обнову путева, мостова, школа и регионалну и општинску инфраструктуру, од ЕИБ (86,3 млн евра);

¹² Притом, банке су се по основу краткорочних кредита раздужиле 1.148,53 млн евра, док су се по основу дугорочних кредита нето задужиле 437,8 млн евра.

¹³ Нето девизне резерве представљају бруто девизне резерве умањене за девизна средства банака по основу обавезне резерве и средства повучена од ММФ-а.

¹⁴ Курсна листа Народне банке Србије бр. 143 од 29. јула 2011. године.

- управљање јавним финансијама, од Светске банке (72,4 млн евра) и Банке за развој Савета Европе (17,5 млн евра);
- мала и средња предузећа, од Владе Републике Италије (15,0 млн евра), и
- финансирање железнице, од *Eurofime* (2,9 млн евра).

Девизни прилив остварен је и по основу обављања привременог платног промета с Косовом и Метохијом (277,3 млн евра)¹⁵, као и по основу донација (102,7 млн евра) и повлачења (последње) транше кредита у оквиру стендбај аранжмана с ММФ-ом (51,7 млн евра). Поред тога, банке су по основу обавезне резерве у току 2011. године нето издвојиле 236,9 млн евра.¹⁶

Држава је у току године редовно измиривала обавезе према инокредиторима. Одлив из девизних резерви по том основу износио је 463,4 млн евра. По основу сервисирања старе девизне штедње из девизних резерви је исплаћено 225,9 млн евра. Одлив из девизних резерви је забележен и по основу интервенција Народне банке Србије на МДТ-у.

Међународна инвестициона позиција земље

Србија је током 2011. године повећала страну финансијску активу за 9,1%, на 19.484,0 млн евра, а страну пасиву за 8,8%, на 44.290,9 млн евра.

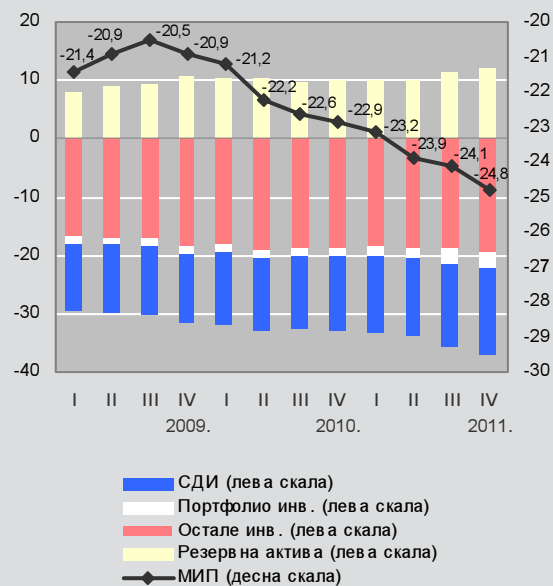
Билансно посматрано, међународна инвестициона позиција Србије као нето дужника повећана је током 2011. године за 1.948,1 млн евра, на 24.806,9 млн евра. Нето прилив капитала по основу реализованих трансакција утицао је на пораст дужничке нето позиције Србије за 2.675,0 млн евра. Супротно томе, валутне промене, промене цена финансијских инструмената и остале промене утицале су на смањење дужничке нето позиције Србије за 42,5 млн, 144,8 млн и 536,9 млн евра, респективно.

На раст међународне инвестиционе позиције Србије као нето дужника највише је утицало задуживање државе у иностранству за 2.392,8 млн евра, на 9.915,6 млн евра, пре свега продајом државних ХоВ нерезидентима (за 1.518,3 млн на 2.322,4 млн евра).

Задуженост државе повећана је и по основу кредитног задужења, углавном по програмским и пројектним зајмовима од међународних финансијских институција и развојних банака страних влада, за 13,8%, на 7.133,8 млн евра. Повећање задужености државе највише је утицало на раст резервне активе Народне банке Србије (за 2.055,7 млн на 12.057,7 млн евра), с обзиром на то да је приход реализован од продаје еврообвезница Републике Србије на међународном финансијском тржишту повећао девизне резерве.

Међународна финансијска позиција банкарског сектора као нето дужника повећана је у 2011. години за 3,5%, на 9.084,7 млн евра. Страна актива банака смањена је за 28,8%, на 1.479,9 млн евра, због смањења диспонибилних резерви домаћих банака у иностранству и смањења улагања у иностране дужничке ХоВ. Страна пасива банака смањена је за 2,7%, на 10.564,6 млн евра, што се може приписати знатном смањењу краткорочног дуга банака према иностранству, за 66% на 581,7 млн евра. Смањење

Графикон III.2.2. Међународна инвестициона позиција Републике Србије по инструментима (у млрд EUR)

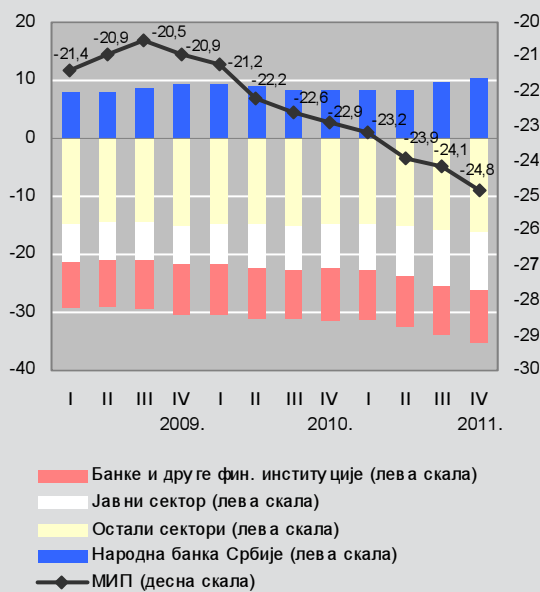


Извор: Народна банка Србије.

¹⁵ Према Закону о привременом обављању одређених послова платног промета на територији СРЈ, банке су обавезне да девизни прилив који резиденти остваре у пословању с Косовом и Метохијом продају Народној банци Србије („Службени лист СРЈ“, бр. 9/01).

¹⁶ Ради испуњења критеријума Народне банке Србије у вези са изложеношћу пословне банке према повезаним лицима, банке су у децембру 2011. повећале обавезну резерву у девизама код Народне банке Србије за 555,4 млн евра.

Графикон III.2.3. Међународна инвестициона позиција Републике Србије по секторима (у млрд EUR)



Извор: Народна банка Србије.

стране пасиве банака делимично је неутралисано докапитализацијом домаћих банака од стране иностраних власника, за 6,7% на 5.465,4 млн евра.

Финансијска позиција осталих сектора према иностранству (пре свега привреде као највећег нето дужника) повећана је за 8,2%, на 16.177,4 млн евра. Страна актива привреде и становништва повећана је за 3,0%, на 5.946,5 млн евра, а страна пасива привреде је повећана за 6,7%, на 22.123,9 млн евра. СДИ у Србију повећане су за 15,3%, на 12.211,5 млн евра. Акцијски капитал иностраних инвеститора повећан је за 1.273,3 млн, на 9.082,7 млн евра, што се највећим делом може приписати продаји предузећа „Делта Макси групе“, додатном улагању у компанију Фијат аутомобили Србија, као и докапитализацији НИС-а. Поред тога, међукомпанијске обавезе фирми из Србије према њиховим страним власницима повећане су за 300,4 млн, на 2.541,5 млн евра. Портфолио улагања повећана су за 49,6, на 449,8 млн евра.

Предузећа су се током године нето раздужила по иностраним кредитима за 6,5%, на 8.988,0 млн евра, док су трговински кредити повећани за 347,6 млн евра, на 474,6 млн евра.

Спољни дуг

Спољни дуг Републике Србије је на крају 2011. године износио 24.125,4 млн евра и у односу на крај 2010. повећан је за 339,0 млн евра, или 1,4%. По основу курсних разлика (тј. депрецијације евра у односу на остале валуте) спољни дуг у посматраном периоду је повећан за 155,5 млн евра, или 0,6%.

Учешће спољног дуга у БДП-у на крају 2011. године износило је 77,5%, што представља побољшање од 7,4 п.п. у односу на крај 2010. Индикатор екстерне ликвидности земље – однос спољног дуга и извоза робе и услуга – на крају године је износио 210,3% и у односу на крај 2010. смањен је за 25,9 п.п. Однос укупних отплата по спољном дугу и извоза робе и услуга на крају 2011. године износио је 35,5% и у односу на крај 2010. повећан је за 1,7 п.п.

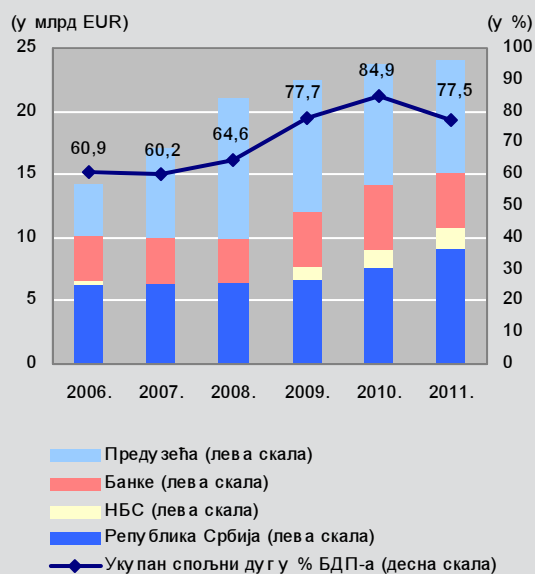
Спољни дуг јавног сектора¹⁷ је у 2011. години повећан за 1.696,8 млн евра, или 18,7%, и на крају године је износио 10.773,3 млн евра. Тиме је структура спољног дуга измењена у правцу повећања учешћа дуга јавног сектора у укупном спољном дугу на 44,7% или за 6,5 п.п. У односу на крај 2010, учешће спољног дуга јавног сектора у БДП-у повећано је за 2,2 п.п. и износило је 34,6%.

Спољни дуг приватног сектора износио је 13.352,1 млн евра на крају године и смањен је за 1.357,9 млн евра, или 9,2%, у односу на крај 2010. Његово учешће у БДП-у смањено је на 42,9%, или 9,6 п.п.

Спољни дуг банака (4.364,1 млн евра) смањен је за 728,5 млн евра, или 14,3%, првенствено по основу смањења краткорочних банкарских линија и депозита (са 1.730,7 млн евра на 581,7 млн евра). Дугорочни дуг банака повећан је за 420,4 млн евра и на крају године је износио 3.782,4 млн евра. Спољни дуг предузећа (8.988,0 млн евра) смањен је за 6,5% у односу на крај 2010. године.

¹⁷ Спољним дугом Републике Србије обухваћене су обавезе по јавном дугу према методологији ММФ-а. Оне, поред репрограмираних старих дугова и нових задужења државе, обухватају и обавезе Народне банке Србије, нерегулисане обавезе Републике Србије с клириншким дугом, као и део дуга локалне самоуправе и државних фондова и агенција без гаранције државе.

Графикон III.2.4. Спољни дуг Републике Србије према сектору дужника



Нето задужење по основу дугорочних кредита (веће коришћење од отплате главнице) у току 2011. године забележено је у банкарском сектору (411,1 млн евра), сектору рударства (201,3 млн евра) и сектору саобраћаја и складиштења (53,5 млн евра), док је нето раздужење (мање коришћење од отплате главнице) забележено у осталим секторима.

Структура спољног дуга по рочности наставила је да се побољшава – учешће краткорочног дуга у укупном спољном дугу смањено је за 5,0 п.п. и на крају 2011. године је износило свега 2,7%.

Дуг према међународним финансијским организацијама на крају 2011. године износио је 7.701,6 млн евра, или 31,9% укупног спољног дуга. Консолидовани дуг према Париском клубу поверилаца био је 1.582,0 млн евра, или 6,6% укупног дуга, а према Лондонском клубу поверилаца 720,4 млн евра, или 3,0% укупног дуга. Дуг према страним владама и развојним банкама страних влада износио је 1.189,6 млн евра, или 4,9% укупног дуга, док је дуг

Графикон III.2.5. Спољни дуг Републике Србије по инокредиторима (стање на дан 31. децембра 2011)



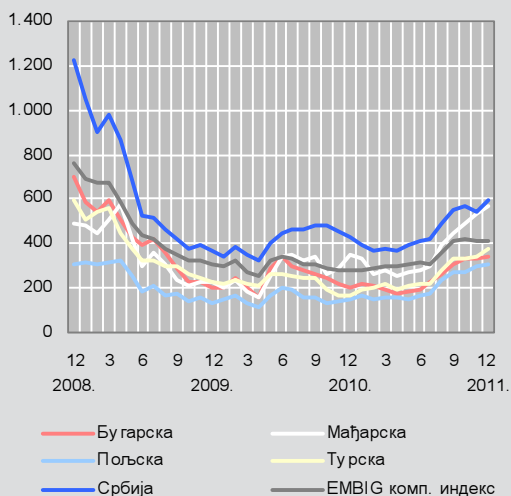
у неконвертибилној валути (клириншки дуг) износио 23,8 млн евра, или 0,1% укупног дуга. По основу емисије еврообвезница Републике Србије, дуг на међународном тржишту износио је 772,8 млн евра, или 3,2% спољног дуга. Дуг према осталим страним кредиторима износио је 12.135,2 млн евра, или 50,3% укупног дуга, а односи се на банке и остале финансијске институције, добављаче, стратешке партнере и остала предузећа.

3. Кретања на девизном тржишту и курс динара

Динар је у 2011. години номинално ојачао према евра (за 0,8%), за разлику од валута већине осталих европских земаља са сличним режимом девизног курса.

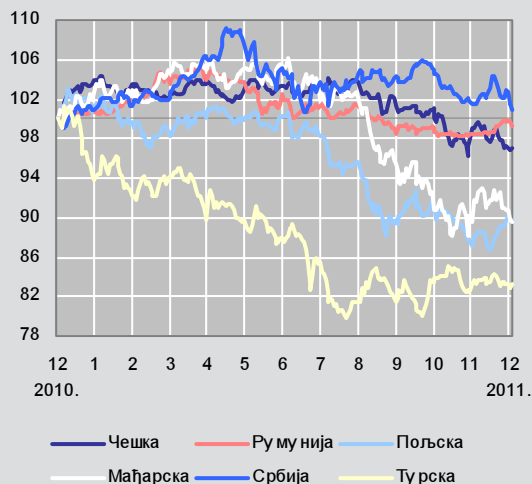
Јачање динара било је најизраженије у првој половини године, тако да је средином маја динар

Графикон III.3.1. Показатељ премије ризика – ЕМВІ по земљама
(месечни просеци, у базним поенима)



Извор: JP Morgan.

Графикон III.3.2. Кретање курсава одређених националних валута према еврџу*
(31. 12. 2010 = 100)



* Раст представља апрецијацију.

Извор: Народна банка Србије и веб-сајтови централних банака.

забележио највишу вредност у 2011. години (96,7 евро/динар). Таква кретања доводе се у везу, у највећој мери, с падом премије ризика и повећањем кредитног рејтинга Србије¹⁸, што је допринело атрактивности динара и динарских ХоВ за инвеститоре. Јачању динара допринеле су и предузете рестриктивне мере монетарне политике – повећање референтне каматне стопе до априла и измена регулативе о обавезној резерви банака.

Повећање тржишне неизвесности од јуна, као последица погоршања дужничке кризе у зони евра и повећања премије ризика за Србију и земље у региону, одразило се на слабљење динара до краја јула, а у наредна три месеца таква кретања су прекренута захваљујући пре свега приливу СДИ. Стабилизацији курса динара допринело је и постизање договора о стендај аранжману из предострожности с ММФ-ом.

Током новембра и децембра смењивали су се апрецијацијски и депрецијацијски притисци, у крајњем исходу резултирајући слабљењем динара крајем године. Кључни фактори који су ишли у прилог апрецијацији динара били су прилив по

основу СДИ и већи прилив девиза од дознака. Држава је у новембру и нарочито децембру трошила средства с девизних рачуна, чиме је утицала на раст динарске ликвидности. Депрецијацијски притисци појачани су крајем децембра због повећане тражње резидената за девизама, која је делом била и сезонског карактера, тј. проузрокована потребом да се обезбеде девизе за увоз енергената. Потврђивање кредитног рејтинга ВВ– од стране агенције *Fitch* утицало је на повољнију перцепцију ризика Србије у односу на друге земље у региону и делимично ублажило слабљење динара према еврџу.

Народна банка Србије је на МДТ-у у 2011. години интервенисала продајом девиза у износу од 90,0 млн евра и куповином 45,0 млн евра. Просечан дневни промет између банака на МДТ-у (без Народне банке Србије) био је за око 80% већи у односу на 2010. годину и износио је 77,2 млн евра. Повећани промет на МДТ-у који се бележио од маја био је праћен и већим дневним осцилацијама курса динара. Веће осцилације девизног курса стабилизују капиталне приливе и одливе, тј. дестимулишу прилив шпекулативног капитала.

¹⁸ Агенција *Standard & Poor's* је марту повећала кредитни рејтинг Србије с ББ– на ББ, уз задржавање стабилних изгледа.

Динар је у 2011. години забележио номиналну депрецијацију према долару од 2,0%. Због јачања динара у односу на евро и слабљења у односу на долар, у 2011. години је дошло до апрецијације номиналног ефективног курса динара¹⁹ од 0,3%. Таква кретања, уз домаћу инфлацију од 7,0% и нижу инфлацију у зони евра и САД (2,7% и 3,0%, респективно), резултирала су реалном ефективном апрецијацијом динара од 4,4% (5,0% према евра и 1,8% према долару).

4. Кретања на тржишту новца и капитала и кредити банака

Каматне стопе

Каматна стопа BEONIA се у 2011. години кретала углавном испод референтне каматне стопе. Ако се посматрају просечне месечне вредности, каматна стопа BEONIA је током целе године бележила негативна одступања од референтне стопе од 0,1 п.п. до 1,3 п.п. На то је пресудно утицао висок ниво

ликвидности банкарског сектора, о чему сведочи и пад промета на преконоћном тржишту новца. Просечан дневни промет је у 2011. години износио 6,6 млрд динара, или за 18,9% мање него у 2010. години.

У прва два месеца нагиб криве приноса је смањен, да би се од марта до краја године распон каматних стопа BELIBOR стабилизовао на нивоу од око 1,0 п.п. Каматне стопе BELIBOR свих рочности су се до краја године кретале у складу с променама референтне каматне стопе.

Просечне месечне вредности каматне стопе BELIBOR су се у децембру 2011. године кретале у распону од 10,1% за најкраћу до 11,2% за рочност од шест месеци, што је за 1,6 п.п. и 2,4 п.п., респективно, ниже него у децембру претходне године.

Кретања каматних стопа на примарном тржишту државних ХоВ је у току 2011. године у највећој мери било одређено тражњом нерезидената и кретањима на светском финансијском тржишту. Упркос повећању референтне каматне стопе у прва четири месеца, каматне стопе на државне ХоВ су у П1

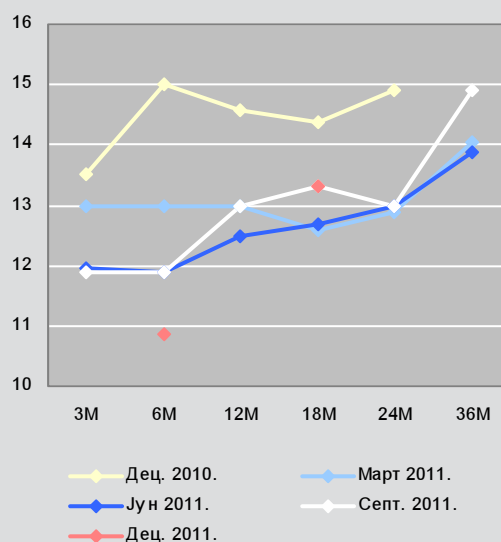
Графикон III.4.1. Кретања на преконоћном међубанкарском тржишту новца и кретање референтне каматне стопе

(просечне пондерисане вредности, на годишњем нивоу, у %)



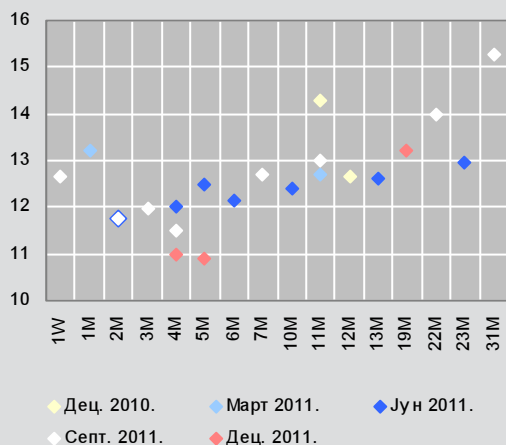
Графикон III.4.2. Каматне стопе на примарном тржишту државних ХоВ

(просечне пондерисане вредности, на годишњем нивоу, у %)



¹⁹ Коришћени пондери 0,8 за евра и 0,2 за долар.

Графикон III.4.3. Крива приноса на секундарном тржишту државних ХоВ*
(просечне пондерисане вредности, на годишњем нивоу, у %)



* Приказана сва трговања већа од пет млн динара на секундарном тржишту државних ХоВ, обављена до два радна дана након примарне куповине.

Извор: Министарство финансија, на основу података Централног регистра ХоВ.

забележиле већи пад него у П2, када је отпочет процес ублажавања монетарне политике. Разлог за то лежи у ескалацији кризе јавног дуга у појединим чланицама зоне евра у П2, што је довело до раста аверзије према ризику и последичног смањења интересовања страних инвеститора за улагање у државне ХоВ.

Држава је у 2011. први пут емитовала динарске обвезнице с фиксном купонском стопом и полугодишњом исплатом купона за рочност од три године. Тако је поред емисија трезорских записа почела и са емитовањем обвезница, чиме је настављен развој тржишта државних ХоВ. Такође, формирана је референтна динарска крива приноса за рочност до три године, што је позитивно утицало на развој динарских финансијских инструмената.

Први пут су организоване и аукције државних ХоВ деноминоване у еврима. Емитоване су ХоВ рочности од 53 недеље, 18 месеци, три године и 15 година. Реализација на аукцијама за краће рочности је била готово максимална, док је за дуже рочности била половишна. Извршне стопе на те ХоВ кретале су се у распону од 4,48% до 5,85%.

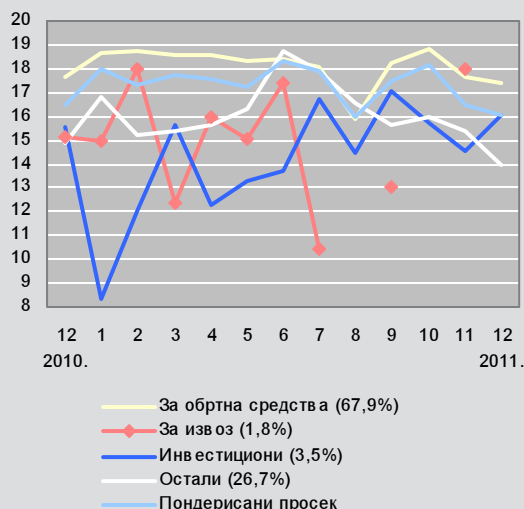
Графикон III.4.4. Кретање каматних стопа банака на новоодobreне кредите привреди и становништву*
(просечне пондерисане вредности, на годишњем нивоу, у %)



* Искључени револвинг кредити, прекорачења по текућем рачуну и дуг по кредитним картицама.

Извор: Народна банка Србије.

Графикон III.4.5. Кретање каматних стопа банака на новоодobreне динарске кредите привреди*
(просечне пондерисане вредности, на годишњем нивоу, у %)



* Искључени револвинг кредити, прекорачења по текућем рачуну и дуг по кредитним картицама.

Напомена: У заградама су дата учешћа врсте кредита укупним новоодобреним кредитима у 2011. години.

Извор: Народна банка Србије.

У току 2011. године је забележено повећано интересовање инвеститора за трговање државним ХоВ на секундарном тржишту, што је допринело повећању степена развоја овог тржишта. Укупан обим промета динарским ХоВ је износио 58,3 млрд динара. Нешто више од половине оствареног промета (29,9 млрд динара) иницирано је примарним трговањем, тј. односи се на трговање које је закључено до два радна дана након примарне куповине.

Каматне стопе на новоодобрене динарске кредите банака пратиле су кретање референтне каматне стопе. То је посебно било изражено код кредита становништву, чија је каматна стопа у 2011. години смањена за 2,1 п.п. Каматне стопе на динарске кредите привреди су у истом периоду забележиле нешто мањи пад (0,5 п.п.), што се делимично може објаснити чињеницом да су средстава намењена субвенционисању каматних стопа на динарске кредите привреди потрошена у првих пет месеци.

Каматне стопе на новоодобрене кредите у динарима с девизном клаузулом или у страној валути су током целе године биле на скоро истом нивоу, уз благе осцилације. Међутим, у последња два месеца забележиле су знатан пад, који је првенствено резултат почетка примене новог Закона о заштити корисника финансијских услуга. Смањене су каматне стопе на већину раније одобрених кредита, а највећи допринос том смањењу потиче од измене услова кредита индексираних швајцарским францима.

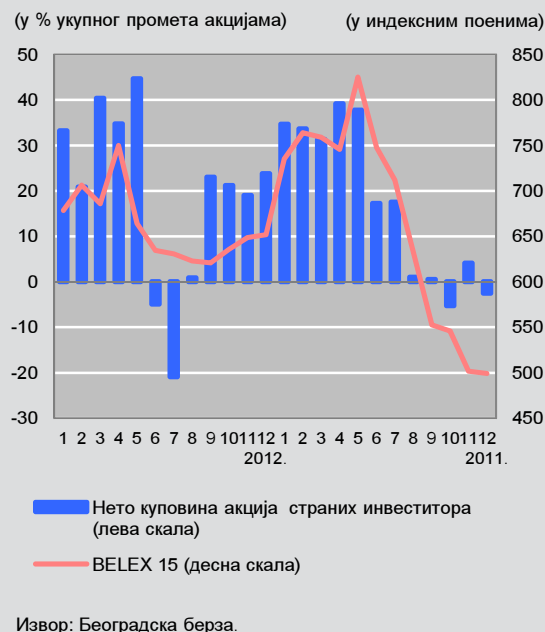
Пасивне каматне стопе су оствариле слична кретања као и активне каматне стопе. Каматне стопе на орочене динарске депозите су смањене за 1 п.п., на 9,7%, док су на орочене девизне депозите остале готово непромењене на годишњем нивоу, 4,7% (у децембру 2010. године износиле су 4,6%). Највише каматне стопе банке су нудиле у новембру у току „Недеље штедње“. Тако је каматна стопа на најзаступљенији вид штедње – у еврима за рочност до једне године – у новембру износила 5,2%, да би у децембру била смањена на 4,7%.

Кретања на берзи

Вредности оба индекса Београдске берзе смањене су у 2011. години. Индекс најликвиднијих акција BELEX 15 смањен је за 23,4%, а општи индекс BELEXline за 23,8%.

Почетак године био је обележен падом премије ризика земље и позитивним оценама агенција за утврђивање кредитног рејтинга, што је допринело већем

Графикон III.4.6. Кретање индекса BELEX 15 и активност страних инвеститора на Београдској берзи



интересовању страних инвеститора за акцијама. Због тога су и индекси BELEX 15 и BELEXline до краја маја остварили раст од 26,6% и 16,6%, респективно.

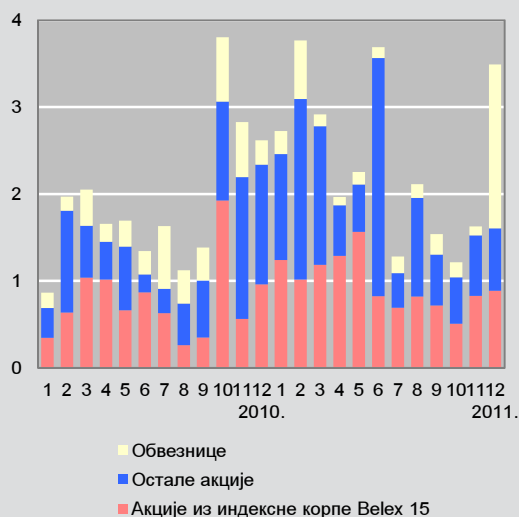
Међутим, у другој половини године дошло је до продубљивања кризе јавног дуга у зони евра, што је утицало на повећање аверзије инвеститора према ризику и последичног смањења вредности индекса BELEX 15 и BELEXline (39,5% и 34,7%, респективно).

Укупан промет акцијама у 2011. износио је 24,4 млрд динара, или за 33,4% више него у 2010. години. На трговање акцијама из индексне корпе BELEX 15 односи се 47,4% оствареног промета.

У трговању обвезницама старе девизне штедње забележен је пад промета од 10,4% у односу на 2010. годину. Више од половине промета оствареног у 2011. години односи се на серију обвезница које доспевају 2016. године (51,9% укупног трговања). Стопе приноса до доспећа су оствариле раст и крајем године су се кретале у распону од 4,5% до 5,8%, а крајем 2010. године од 4,0 до 4,3%.

Тржишна капитализација Београдске берзе је у 2011. години смањена за 116,0 млрд динара и крајем године је износила 817,5 млрд динара (25,7% БДП-а). Пад

Графикон III.4.7. Структура промета на Београдској берзи (у млрд RSD)



Извор: Београдска берза.

тржишне капитализације последица је пада цена акција и доспећа једног дела обвезница старе девизне штедње (серије А 2011).

Монетарни агрегати

Укупан примарни новац је у 2011. години номинално повећан за 13,1%, или реално за 5,7%. Посматрано у апсолутном износу, укупан примарни новац је повећан за 70,4 млрд динара, а само динарски за 38,9 млрд динара.

Током 2011. године примарни новац је емитован девизним, а повлачен динарским трансакцијама.

Нето иностранна актива повећана је за 198,1 млрд динара. Расту девизних резерви је у највећој мери допринело задужење државе путем продаје еврообвезница на међународном финансијском тржишту и обвезница деноминираних у еврима на домаћем тржишту коришћењем кредита банака и међународних финансијских институција. Прилив је био више него довољан да покрије редован одлив по основу измиривања обавеза државе према иностранству и обавеза по основу старе девизне штедње, као и интервенција Народне банке Србије на МДТ-у.

Нето домаћа актива смањена је за 128,2 млрд динара. Динарски примарни новац, који је емитован у највећој мери трошењем средстава с девизних депозита државе крајем године, повлачен је претежно

операцијама на отвореном тржишту. Иако је у јуну започет циклус смањења референтне каматне стопе, улагање у записе Народне банке Србије путем репо операција било је привлачно за банке током целе године. Тако је стање тих ХоВ на крају године износило 120,6 млрд динара, или 73,7 млрд више него на крају 2010. године.

Кад је реч о структури динарског примарног новца, готов новац у оптицају је повећан за 22,4 млрд динара, а резерве банака за 17,2 млрд динара, пре свега због раста слободних резерви банака. Средства на рачунима локалне самоуправе код Народне банке Србије нису знатније промењена у односу на крај 2010.

Пад понуде новца је заустављен током 2011. године. Динарски монетарни агрегати М1 и М2 номинално су повећани за 16,0% и 18,9%, а реално за 8,4% и 11,1%, респективно. Тај раст је резултат како повећања средстава на динарским рачунима, тако и повећања готовог новца у оптицају. Средства на динарским рачунима свих сектора су повећана, највише на рачунима привреде и становништва. У 2011. години остварен је до сада највиши годишњи раст динарске штедње становништва (6,0 млрд динара), превасходно у новембру и децембру.

Најшири монетарни агрегат, М3, номинално је повећан за 10,3%, односно реално за 3,1%. Нето иностранна актива банкарског сектора деловала је у правцу креирања, а нето домаћа актива у правцу повлачења М3. У оквиру нето домаће активе, раст депозита државе и повећање капитала и резервисања за губитке деловали су на повлачење, а кредитна активност банака, пре свега путем кредитирања привреде и становништва, на креирање М3. И поред тога што је крајем године трошила средства са својих рачуна код Народне банке Србије, држава је на годишњем нивоу деловала у правцу повлачења новца.

Раст девизних депозита немонетарних сектора резултат је раста штедње становништва, али и повећања средстава на девизним рачунима привредних друштава, делом због прилива од продаје предузећа „Делта Макси групе“. Осигуравајућа друштва и пензијски фондови су пласирали средства у куповину 15-годишњих државних ХоВ деноминираних у еврима, што се одразило на смањење девизних депозита ових организација.

Покривеност новчане масе М3 девизним резервама Народне банке Србије је повећана са 77,5%, колико је износила на крају 2010, на 84,1% на крају 2011. године, док је покривеност укупним девизним резервама банкарског сектора смањена са 90,6% на 89,7%.

Табела III.4.1. **Биланс Народне банке Србије**
(у млн RSD)

	Децембар 2010.	Децембар 2011.	Промене у 2011.
Нето потраживања од иностранства	892.721	1.091.348	198.627
Нето девизне резерве	893.497	1.091.587	198.090
Бруто девизне резерве	1.055.151	1.261.730	206.579
Кредити од ММФ-а	-161.654	-170.143	-8.489
Остала нето потраживања од иностранства	-776	-239	537
Нето домаћа актива	-355.382	-483.625	-128.243
Нето домаћи кредити НБС	-149.570	-267.380	-117.810
Нето потраживања од државе ¹⁾	-106.392	-147.501	-41.109
Кредити држави	1.319	1.275	-44
Депозити државе	-107.711	-148.776	-41.065
Нето потраживања од банака	-46.504	-120.245	-73.741
Кредити банкама	404	350	-54
Репо операције	-46.900	-120.550	-73.650
Друге ХоВ	-8	-45	-37
Кредити небанкарским финансијским организацијама	5.519	5.565	46
Кредити осталим секторима	3.404	2.486	-918
Орочени и ограничени депозити	-5.597	-7.685	-2.088
Остала нето актива	-205.812	-216.245	-10.433
Примарни новац	537.338	607.722	70.384
Динарски примарни новац	188.162	227.067	38.905
Готов новац у оптицају	91.750	114.190	22.440
Банкарске динарске резерве	87.412	104.625	17.213
Обавезна резерва	65.079	71.247	6.168
Слободне резерве	22.333	33.378	11.045
Остали депозити осталих сектора	1	0	-1
Депозити локалне самоуправе	8.998	8.253	-745
Девизни депозити банака	349.177	380.654	31.477

¹⁾ Нису укључени органи локалне самоуправе.

Извор: Народна банка Србије.

Табела III.4.2. **Монетарни преглед**
(у млн RSD)

	Децембар 2010.	Децембар 2011.	Промене у 2011.
Нето потраживања од иностранства	507.330	670.091	162.761
Нето потраживања банака од иностранства	-385.391	-421.257	-35.866
Нето домаћа актива банкарског сектора	853.447	830.353	-23.094
Нето домаћи кредити	1.722.549	1.817.840	95.291
Нето потраживања од државе	65.644	29.538	-36.106
Кредити држави	193.983	199.356	5.373
Депозити државе	-128.339	-169.818	-41.479
Кредити осталим резидентним секторима	1.656.905	1.788.303	131.398
Кредити другим финансијским организацијама	35.433	43.758	8.325
Кредити привреди	1.030.757	1.115.437	84.680
Кредити становништву	571.946	602.630	30.684
Кредити организацијама локалне самоуправе	18.106	25.714	7.608
Кредити непрофитним и другим организацијама	663	765	102
Остала нето актива	-869.102	-987.488	-118.386
Новчана маса М3	1.360.777	1.500.444	139.667
Новчана маса М2	410.495	487.914	77.419
Новчана маса М1	253.286	293.694	40.408
Готов новац у оптицају	91.750	114.190	22.440
Трансакциони депозити	161.536	179.504	17.968
Динарски штедни и орочени депозити	157.209	194.220	37.011
Девизни депозити	950.282	1.012.530	62.248

Извор: Народна банка Србије.

Кредити банака

Према композитној мери²⁰, укупно задуживање немонетарних сектора је у току 2011. расло споријим темпом него у претходној години, при чему је успоравање раста било израженије у П2. Раст је остварен захваљујући расту домаћих кредита. Њихово учешће у БДП-у смањено је за 1,3 п.п. и износило је 54,2%.

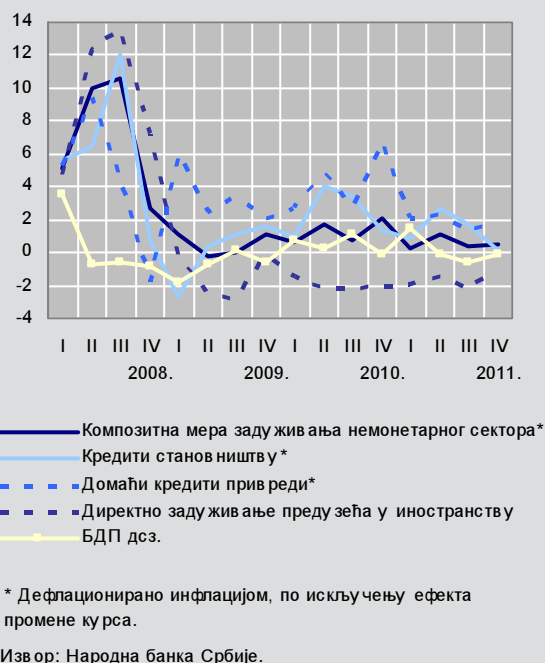
Домаћи кредити немонетарним секторима остварили су реални раст од 7,8%²¹. Таква кретања резултат су споријег раста кредита привредним друштвима (5,4%) и становништву (5,5%) и бржег раста кредита јавним предузећима (42,6%). Задуживање органа локалних власти било је слично као у 2010. години.

Потраживања банака по основу кредита немонетарним секторима номинално су повећана за 121,6 млрд динара, или за 123,4 млрд динара ако се искључи ефекат промене курса.

Банке су претежно користиле домаће изворе финансирања. Највећи део средстава обезбеђен је по основу раста депозита привреде и становништва, и то девизних нешто више него динарских. Успорен раст кредита резултирао је готово непромењеним односом кредита према депозитима – са 125,4% у 2010. на 125,6% у 2011. години. С друге стране, банке су део расположивих средстава усмериле у сигурније пласмане (репо и државне ХоВ). Допринос иностраних извора кредитној активности банака је на годишњем нивоу био позитиван, мада мањи од домаћих. Због мањег коришћења иностраних кредита, нето задуживање банака у иностранству је смањено, иако су и њихова потраживања према иностранству смањена.

Предузећа су највише користила кредите за обртна средства, на које се у просеку односила готово половина новоодобрених кредита привреди. У великој мери коришћени су и инвестициони кредити, чије је учешће у новоодобреним кредитима расло током целе године. У П1 је било повећано и одобравање кредита за извоз. Иако се највећи део потраживања банака и даље односи на предузећа из области индустрије и трговине, њихово учешће је смањено у односу на крај 2010, док је удео

Графикон III.4.8. Кредити и БДП
(тримесечне стопе, у %)



потраживања према предузећима из сектора саобраћаја и комуникација повећан. У оквиру кредита становништву, најзаступљенији међу новоодобреним кредитима били су стамбени кредити. Коришћење потрошачких кредита је незнатно смањено, док је задуживање по основу готовинских кредита и минусног салда на текућим рачунима повећано.

У току 2011. године донето је неколико препорука и мера које су имале утицај на кредитну активност. Ради привременог смањења терета отплате кредита приватног сектора и помагања привреди у превазилажењу проблема неликвидности, Влада РС је у току П1 донела препоруке, које би банке примењивале на добровољној основи. Банкама се сугерисало да корисницима кредита одобре период почека (становништву до две, а привреди до једне године), током којег би се плаћала само камата, с тим што би се за исти период продужио рок отплате. Ради смањења ризика у финансијском систему, Народна банка Србије је у мају донела сет мера којима се постављају додатни захтеви у погледу девизног и

²⁰ Као показатељ укупног задуживања, обухвата домаће кредитирање немонетарних сектора и директно задуживање предузећа у иностранству.

²¹ Дефлационирано инфлацијом, по искључењу ефекта промене курса.

девизно индексираним кредитирања. Дозвољена је индексација кредита само еврима, обавезан износ депозита, тј. учешћа за нестамбене кредите, износи 30%, док је максимални износ хипотекарног девизног и девизно индексираним кредита ограничен на 80% вредности заложене некретнине. У складу с почетком примене новог Закона о заштити корисника финансијских услуга (децембар 2011), измењени су услови коришћења једног дела раније одобрених стамбених кредита, а у понуди банака су се појавили и стамбени кредити у динарима без девизне клаузуле с дужим роковима отплате.

Учешће динарских кредита банака одобрених привреди је смањено, делом и због престанка одобравања субвенционисаних динарских кредита за ликвидност средином године. Изложеност становништва девизном ризику је смањена будући да је удео динарских кредита одобрених становништву повећан у односу на крај 2010.

Активност на субвенционисаном сегменту је посебно била наглашена током Т2 2011, тако да су до средине године средства намењена субвенционисању камате

за већину кредита углавном била потрошена. У 2011. години укупно је одобрено 107,9 млрд динара тих кредита, што је двоструко мање него у 2010. С обзиром на то да је за субвенционисано кредитирање у 2012. предвиђен мањи обим средстава, утицај тог сегмента на кредитну активност биће осетно мањи него у претходним годинама.

Способност отплате кредита, мерена учешћем NPL у укупним кредитима, погоршана је у 2011. Укупно учешће NPL, рачунато по бруто принципу, повећано је за 2,1 п.п. и у децембру је износило 19,0% (по нето принципу 10,4%). Учешће NPL код привреде повећано је за 1,6 п.п., на 22,3% (само код привредних друштава повећано је за 2,8 п.п. и износило је 24,6%). Кашњење становништва у отплати кредита повећано је за 0,1 п.п. и у децембру је износило 7,9% (заједно с предузетницима повећано је за 0,2 п.п. и износило је 9,4%).

5. Динаризација

Стратегија динаризације у Србији заснива се на активностима које се могу објединити у три међусобно повезана стуба. Први стуб стратегије динаризације укључује активности усмерене ка успостављању макроекономског окружења које карактерише ниска и стабилна инфлација, стабилан финансијски систем и одржив привредни раст. Други стуб стратегије обухвата мере усмерене на активно промовисање динарских инструмената и тржишта, с посебним акцентом на развој тржишта динарских обвезница. Трећи стуб има за циљ унапређење заштите од постојећих девизних ризика у небанкарском сектору и дестимулисање даљег јачања тих ризика.

Као кључни показатељ за праћење степена динаризације финансијског система, Народна банка Србије користи учешће динарских пласмана у укупним пласманима банака привреди и становништву.²² Степен динаризације мерен овим показатељем смањен је са 30,5%, колико је износио на крају 2010, на 29,3% на крају 2011. године. Међутим, током године су забележена дивергентна кретања. Учешће динарских пласмана у укупним пласманима

Табела III.4.3. Субвенционисани кредити
(у млрд RSD)

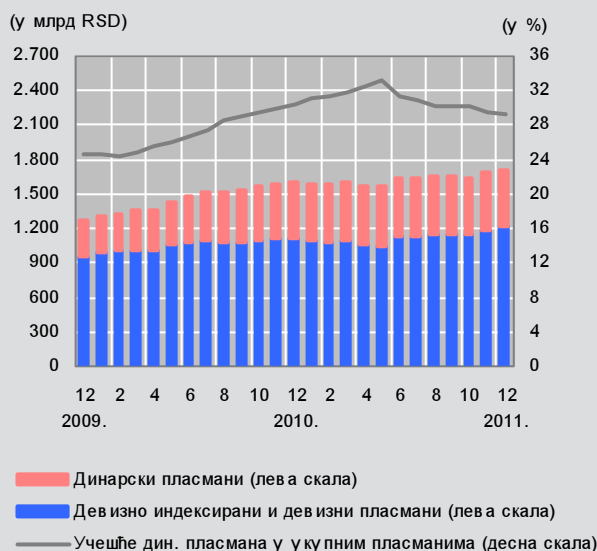
	2010.	2011.
Програм мера Владе РС за ублажавање негативних ефеката светске финансијске кризе		
Укупно реализовано	185,1	93,9
Ликвидност	124,6	74,2
Инвестиције	24,2	16,8
Потрошачки	9,2	3,0
Динарски готовински	27,1	0,0
Субвенционисани стамбени кредити	8,8	6,3
Субвенционисани стамбени кредити за војна лица	0,9	1,2
Субвенционисани кредити за пољопривреднике	8,1	6,5

Извор: Министарство економије и регионалног развоја, Национална корпорација за осигурање стамбених кредита и Министарство шумарства, пољопривреде и водопривреде.

²² Као додатни показатељи за праћење степена динаризације финансијског система користе се: учешће динарских кредита у укупним новоодобреним кредитима привреди и становништву, учешће динарских депозита у укупним депозитима привреде и становништва и учешће динарског дуга у укупном

јавном дугу, с посебним освртом на валутну и рочну структуру државних ХоВ. Видети Извештај о динаризацији финансијског система Србије, који Народна банка Србије тромесечно публикује на свом веб-сајту: <http://www.nbs.rs/internet/cirilica/90/dinarizacija.html>.

Графикон III.5.1. Учешће динарских пласмана у укупним пласманима банака привреди и становништву



банака привреди и становништву је расло до маја (када је забележена његова највећа вредност од 33,3%), да би после тога постепено падало (изузев у октобру). Степен динаризације је до августа био већи код сектора привреде него код сектора становништва. Након тога је дошло до супротних кретања, тако да је у 2011. години степен динаризације код сектора становништва повећан за 4,9 п.п., док је код сектора привреде смањен за 4,7 п.п.

На такав тренд кретања посебно су утицали субвенционисани динарски кредити државе и мере Народне банке Србије. Подршку процесу динаризације Народна банка Србије је пружала кроз инструменте монетарне политике (обавезну резерву, кредите за ликвидност, девизни своп), пруденцијалне мере (проширење ликвидних потраживања банке првог реда²³, обавеза полагања учешћа или депозита код девизног и девизно индексираног кредита, ограничење максималног износа хипотекарног девизног и девизно индексираног кредита, индексација кредита само еврима, предност динарских кредита приликом понуде клијенту, слободно девизно плаћање по основу послова с

Графикон III.5.2. Секторска структура пласмана банака



финансијским дериватима) и едукативне активности (конференције о заштити од девизног ризика).

6. Агрегатна тражња

Према процени Републичког завода за статистику, БДП Републике Србије је у 2011. години остварио раст од 1,6%.

Табела III.6.1. Расподела БДП-а у 2011. години*

	Стопе раста (у %)	Доприноси расту БДП-а (у п.п.)
БДП, у тржишним ценама	1,6	1,6
Домаћа тражња	2,1	2,4
Укупна финална потрошња	-2,0	-1,9
Инвестиције	24,2	4,3
Нето извоз (извоз - увоз)	-5,4	-0,8

* Процена Народне банке Србије.

Извор: Републички завод за статистику и Народна банка Србије.

²³ Укључивањем и 90% фер вредности динарских ХоВ Републике Србије чија је минимална рочност 90 дана (ХоВ којима се тргује и које су расположиве за продају).

Расту БДП-а је највише допринео раст укупних инвестиција, пре свега инвестиција приватног сектора. Укупна финална потрошња и нето извоз су били у паду.

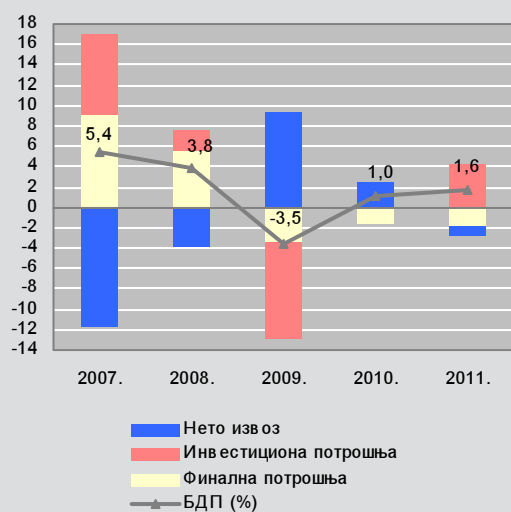
Домаћа тражња

Допринос домаће тражње расту БДП-а у 2011. години износио је 2,4 п.п. Раст домаће тражње остварен је захваљујући порасту инвестиционе активности. С друге стране, финална потрошња је исказала пад. На то је утицао пад потрошње домаћинстава у већој и пад потрошње државе у мањој мери. У оквиру инвестиционе активности, бруто инвестиције у основне фондове приватног сектора су забележиле раст, док су инвестиције државе смањене.

Нето екстерна тражња

Спорији реални раст извоза робе и услуга од раста увоза у 2011. години (4,1% наспрам 4,5%) резултирао је негативним доприносом нето екстерне тражње расту БДП-а (-0,8 п.п.).

Графикон III.6.1. Доприноси расту БДП-а – расходна страна* (у п.п.)



* Процена Народне банке Србије.

Извор: Републички завод за статистику и Народна банка Србије.

Извоз робе изражен у еврима повећан је за 14,0%. Због успоравања економске активности код главних спољнотрговинских партнера Србије, извоз је у другој половини године имао успоренији раст. Највише су се извозили храна, основни метали и хемијски производи, а најважнија извозна тржишта била су Немачка, Италија, Босна и Херцеговина.

Раст увоза робе израженог у еврима (14,6%) био је незнатно бржи од раста извоза. У оквиру увоза доминирао је, као и раније, увоз средстава за репродукцију (63,0% укупног увоза). Највећи раст у односу на претходну годину забележио је увоз опреме, првенствено као резултат инвестиционог циклуса у поједине извозно оријентисане гране, започетог у 2011. години. Поред опреме, знатан раст остварио је и увоз средстава за репродукцију.

На крају 2011. године извоз робе био је 12,4% изнад преткризног нивоа, а увоз робе 6,1% испод тог нивоа.

7. Економска активност

Економска активност је у 2011. остварила раст од 1,6%, највише по основу раста у секторима индустријске производње (допринос 0,5 п.п.) и информисања и комуникација (0,6 п.п.). Раст активности је забележен и у сектору грађевинарства (допринос 0,3 п.п.), сектору саобраћаја и складиштења, пословања некретностима, осталих услужних делатности (допринос по 0,1 п.п.), као и у сектору пољопривредне производње (допринос 0,1 п.п.). Највећи негативан допринос расту економске активности потиче од сектора трговине на велико и мало (допринос -0,7 п.п.).

Посматрано на тромесечном нивоу, БДП је у Т1 остварио раст (1,4% дсз.²⁵). У Т2 и Т3 он је забележио пад (-0,2% и -0,6% дсз., респективно), да би у Т4 пад био ублажен (-0,1% дсз.). На успоравање економског раста у току године утицало је пооштравање дужничке кризе у појединим чланицама зоне евра.

Раст бруто додате вредности индустријске производње резултат је раста бруто додатих вредности у секторима прерађивачке индустрије, рударства и снабдевања електричном енергијом, гасом и паром.

²⁴ П1 2008. године.

²⁵ Сви дсз. подаци у делу Економска активност процене су Народне банке Србије.

Графикон III.7.1 Доприноси расту БДП-а – производна страна (у п.п.)



* Процена Народне банке Србије.

Извор: Републички завод за статистику и Народна банка Србије.

Индикатор физичког обима прерађивачке индустрије забележио је пад у 2011. години. Највећи негативан допринос кретању физичког обима потиче од производње кокса и деривата нафте (као последица ремонта рафинерије нафте у Панчеву), намештаја и осталих саобраћајних средстава, док позитиван допринос долази од производње металских производа осим машина, као и производње фармацеутских производа и препарата.

Након пада у 2010, бруто додата вредност сектора пољопривреде је у 2011. остварила раст од 0,9%. Највећи раст је забележен у воћарству, а највећи пад у производњи жита и идустијског биља.

Бруто додата вредност сектора информисања и комуникација је у 2011. остварила раст од 8,4%, захваљујући пре свега расту саобраћаја у мобилној телефонији и производњи софтвера. Раст је забележио и сектор грађевинарства (7,7%).

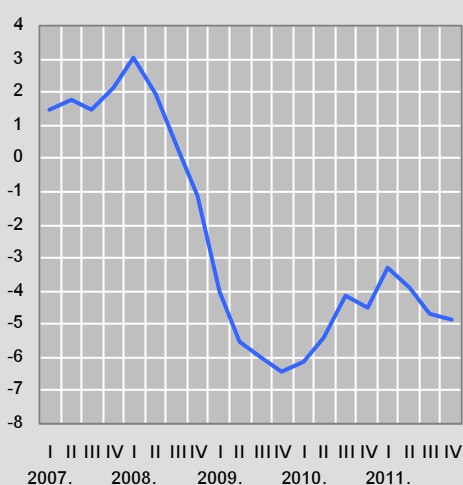
Највећи негативан допринос расту БДП-а потиче од сектора трговине на велико и мало, који је забележио

Табела III.7.1. Економска активност у 2011. години*

	Стопе раста (у %)	Доприноси расту БДП-а (у п.п.)
БДП	1,6	1,6
Пољопривреда, шумарство и рибарство	0,9	0,1
Рударство	9,0	0,1
Прерађивачка индустрија	0,6	0,1
Снабдевање ел. енергијом, гасом, паром и климатизација	9,7	0,3
Снабдевање водом; управљање отпадним водама	1,9	0,0
Грађевинарство	7,7	0,3
Трговина на велико и мало; поправка моторних возила	-5,5	-0,7
Саобраћај и складиштење	3,1	0,1
Услуге смештаја и исхране	1,8	0,0
Информисање и комуникације	8,4	0,6
Финансијске делатности и делатности осигурања	1,0	0,0
Пословање некретнинама	0,5	0,1
Стручне, научне и техничке делатности	1,5	0,0
Административне и помоћне услужне делатности	-0,2	0,0
Државна управа и одбрана; обавезно социјално осигурање	0,8	0,0
Образовање	0,7	0,0
Здравствена и социјална заштита	-1,8	-0,1
Уметност; забава и рекреација	5,6	0,1
Остале услужне делатности	14,7	0,1
Делатност домаћинства као послодавца; произв. за сопст. потребе	1,9	0,0
Бруто додата вредност делатности	1,5	1,3
FISIM	0,3	0,0
Бруто додата вредност	1,6	1,3
Порези минус субвенције на производе	1,9	0,3

* Процена Народне банке Србије.

Извор: Републички завод за статистику и Народна банка Србије.

Графикон III.7.2. Производни јаз*
(процентуално одступање од тренда)

* Процена Народне банке Србије коришћењем Калмановог филтера.

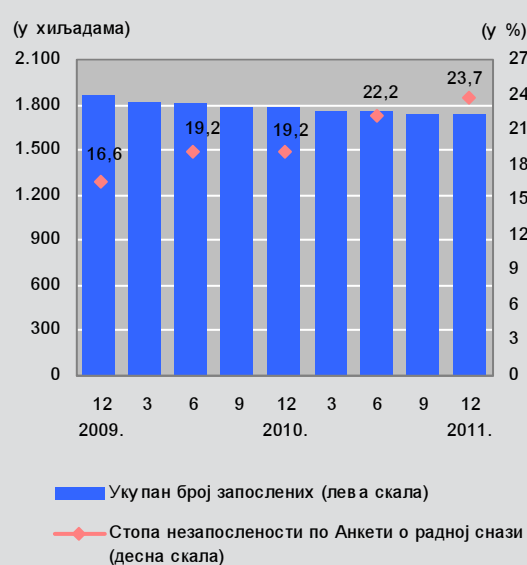
пад од 5,5%. Пад промета у трговини на мало је био најизраженији у П2 и током целе 2011. године је остао на ниском нивоу (крајем године био је 26,7% испод преткризног нивоа²⁶).

Према процени Народне банке Србије, производни јаз је у 2011. години продубљен, због чега се дезинфлаторни притисци по основу ниске агрегатне тражње процењују као и даље снажни.

8. Зараде и запосленост

Укупне номиналне нето зараде су у 2011. години оствариле раст од 11,2%. Раст номиналних нето зарада био је нешто бржи у приватном него у јавном сектору (11,0% и 9,3%, респективно). Реалне нето зараде су порасле за 0,1%, што представља успоравање у односу на 2010. годину (1,0%). Највећи раст је остварен у сектору снабдевања електричном енергијом, гасом и паром, сектору рударства и сектору информисања и комуникација.

Просечна номинална нето зарада запослених у Републици Србији у 2011. је износила 37.976 динара, док је просек у јавном сектору износио 43.503 динара.

Графикон III.8.1. Запосленост и
стопа незапослености

Извор: Републички завод за статистику.

Изражено у еврима, просечна нето зарада је била 372,5 евра, што представља пораст у односу на 2010. годину (330,1 евра).

Пад бруто реалних зарада и раст продуктивности у 2011. години резултирали су падом јединичних трошкова рада у индустрији од 3,9%. Пад је забележен у сва три сектора индустрије, при чему је сектор рударства дао највећи негативан допринос, због пада трошкова производње у експлоатацији сирове нафте и природног гаса.

Негативни трендови на тржишту рада настављени су и у 2011. години. Према подацима Националне службе за запошљавање, број незапослених у децембру 2011. био је већи за 15.667 лица у односу на децембар 2010. године. Такође, повећан је и број лица којима је престао радни однос, као и број лица која први пут траже запослење.

У исто време, према подацима Републичког завода за статистику, број запослених је смањен за 39.094, или 2,2%. Највећи пад запослености забележен је код предузетника и у прерађивачкој индустрији.

Стопа незапослености, према подацима из Анкете о радној снази, у новембру 2011. је износила 23,7%, што представља повећање од 4,5 п.п. у односу на октобар

²⁶ П1 2008. године.

Графикон III.8.2. Кретање просечних нето зарада

(дсз. подаци, П1 2008 = 100)



Извор: Републички завод за статистику.

Графикон III.9.1. Очекивана и циљана инфлација за наредну годину (у %)



Извор: Народна банка Србије.

2010. године. Повећању незапослености допринео је пораст броја лица којима је престао радни однос (2,8 п.п.), као и лица која су први пут тражила запослење (1,7 п.п.).

Према Анкети, стапа формалне запослености је снижена са 37,7% у октобру 2010. на 35,3% у новембру 2011, а стапа неформалне запослености²⁷ са 19,6% на 17,8%. У току 2011. године повећана је и стапа дугорочне незапослености²⁸ са 13,8% на 17,6%. Очигледно је да умерени економски опоравак у 2011. није био довољан да преокрене негативна кретања на тржишту рада.

9. Инфлациона очекивања

Инфлациона очекивања свих сектора су се у 2011. години кретала изнад горње границе дозвољеног одступања од циља. Током Т4, сви сектори су почели да коригују своја очекивања наниже, чему је, поред

осталог, допринео и континуирани пад инфлације и њено приближавање циљу. Тиме је разлика између очекиване и циљане стопе инфлације смањена, тако да су очекивања у погледу кретања инфлације у наредних 12 месеци крајем године била веома близу горње границе дозвољеног одступања од циља за тај период.

Према анкети агенције Блумберг, која обухвата представнике финансијског сектора, инфлациона очекивања за наредну годину дана су у Т1 забележила раст, да би се у наредна два тромесечја стабилизovala на нивоу од 8,0%. У Т4 је започет пад инфлационих очекивања и крајем године она су износила 6,0%.

Очекивања финансијског сектора су, према резултатима анкете агенције Галуп, током прва четири месеца 2011. износила 7,4%, да би се, након варирања у распону од 8,1% до 9,4% у наредних пет месеци, у октобру поново вратила на ниво с почетка године. Према резултатима анкете Ипсос²⁹, који су

²⁷ Стапа неформалне запослености обухвата запослене у нерегистрованој фирми, запослене у регистрованој фирми, али без формалног уговора о раду и без социјалног и пензионог осигурања, и неплаћене помажуће чланове домаћинства.

²⁸ Стапа дугорочне незапослености представља проценат лица незапослених годину дана и дуже у укупном броју активних становника.

²⁹ Од новембра 2011, уместо агенције Галуп, анкету о инфлационим очекивањима за Народну банку Србије спроводи агенција Ипсос. Анкетом су и

расположиви од новембра, инфлациона очекивања финансијског сектора су у децембру износила 7,6%. Очекивања привреде, синдиката и становништва су била варијабилна током године, али је и код њих започет тренд пада у току Т4. Тако су крајем године, према резултатима агенције Ипсос, очекивања та три сектора износила 8,5%, 9,3% и 10,0%, респективно.

10. Фискална политика

Консолидовани буџет у 2011. години је забележио дефицит од 158,4 млрд динара, или 5,0% БДП-а, што је за 0,3 п.п. више него у 2010. Реалан пад буџетских прихода био је већи од пада расхода.

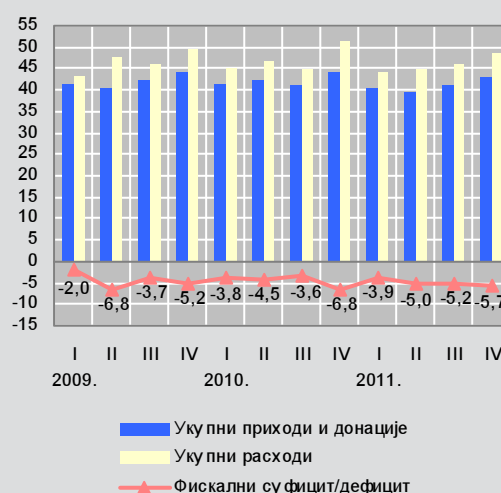
Укупно остварени приходи су износили 1.302,5 млрд динара и у односу на 2010. годину реално су нижи за 4,1%. Реални пад прихода последица је реално нижих прихода од ПДВ-а (-3,4%), пореза на доходак (-2,3%), царина (-21,1%) и непореских прихода (-9,5%).

Укупни расходи су износили 1.460,9 млрд динара и у односу на претходну годину реално су опали за 3,2%. Реално су пали капитални расходи (-4,7%), субвенције (-6,9%) и расходи за куповину добара и услуга (-0,9%). Реални раст у односу на претходну годину забележили су расходи за запослене (0,1%) и расходи по основу отплате камата (18,0%).

Буџетски дефицит у 2011. години делом је финансиран домаћим задуживањем, што је за резултат имало нешто мањи ефекат фискалне политике на тражњу. Тржишна вредност укупно продатих динарских државних ХоВ је износила 277,4 млрд динара (уз повећање најдуже рочности са 24 месеца на 36 месеци).

На крају 2011. године, према процени Народне банке Србије, учешће јавног дуга у БДП-у је износило 47,7%.³⁰ Према Закону о јавном дугу, податак о стању јавног дуга који објављује Министарство финансија

Графикон III.10.1. Јавни приходи и расходи*
(у % БДП-а)



* Методологија ММФ-а.

Извор: Прерачунато на основу података Министарства финансија.

не садржи дуг фондова социјалног осигурања и локалне самоуправе. Ради процене испуњености фискалног правила о учешћу јавног дуга у БДП-у (Закон о буџетском систему), потребно је додати и дугове фондова социјалног осигурања и локалне самоуправе будући да се фискална правила односе на општи ниво државе. Имајући то у виду, Фискални савет је упозорио да је на крају 2011. године не само прекорачена законска граница од 45% БДП-а већ и да ће јавни дуг наставити да расте и у средњем року ако се у 2012. години не донесу мере фискалне консолидације.³¹ С обзиром на то, Фискални савет сматра да је Влада РС дужна да усвоји програм за смањење јавног дуга при ребалансу буџета Републике Србије за 2012. годину. Такву препоруку дала је и мисија ММФ-а и нагласила да одмах после избора треба усвојити средњорочни фискални програм који има за циљ довођење јавног дуга на одржив ниво.³²

даље обухваћени финансијски сектор, сектор привреде, становништва и синдиката, с тим што финансијски сектор сада, поред представника банака, обухвата и представнике осигуравајућих друштава.

³⁰ Стање јавног дуга према подацима Министарства финансија и процена БДП-а Народне банке Србије.

³¹ Саопштење Фискалног савета о испуњености фискалних правила у 2011. години, 21. фебруар 2012, и Предлог за усклађивање методологије обухвата и мерења јавног дуга Србије, Фискални савет, 24. фебруар 2012; <http://fiskalnisavet.rs/lat/>.

³² Меморандум Међународног монетарног фонда после разговора с представницима Републике Србије, 9. фебруар 2012.

IV. Монетарна политика у 2012. години

Референтна каматна стопа је у јануару 2012. године снижена за 25 б.п., на 9,5%, и након тога није мењана. Успорен опоравак економске активности и пад инфлационих очекивања били су основни фактори који су упућивали на даље ублажавање монетарне политике. Међутим, неизвесност у погледу кретања у међународном окружењу, раст увозних цена и фискална политика у земљи налагали су опрезност при доношењу одлука о висини референтне каматне стопе.

Ради обезбеђивања несметаног функционисања девизног тржишта, Народна банка Србије је од фебруара интервенисала продајом девиза на међубанкарском девизном тржишту. Поред тога, у априлу је изменила Одлуку о обавезној резерви банака код Народне банке Србије тако што је смањила стопу девизне обавезне резерве (за 1 п.п., на 29%, на изворе рочности до две године, а за 3 п.п., на 22%, на изворе рочности преко две године) и повећала део девизне обавезне резерве банака који се издваја у динарима (за по 5 п.п., на 20% на изворе рочности до две године и на 15% на изворе рочности преко две године). Циљ те мере је био да допринесе благој стабилизацији кретања инфлације, благом смањењу трошкова финансирања кредитне активности и олакшаном рефинансирању, стабилизацији кретања на девизном тржишту, као и да додатно стимулише банке да прибављају дугорочније изворе финансирања.

Предузетим мерама монетарне политике је подржана макроекономска стабилност и омогућено будућој Влади РС да обнови и интензивира фискалну консолидацију и структурне реформе. У складу са очекиваном фискалном консолидацијом и структурним реформама које ће допринети смањењу

екстерне неравнотеже у наредном периоду би требало да дође до смиривања депрецијацијских притисака, али и краткорочно мањег притиска тражње, тј. краткорочног успоравања очекиваног привредног раста.

Кретање референтне каматне стопе у наредном периоду ће у великој мери зависити од брзине и интензитета фискалне консолидације коју ће предузимати будућа Влада РС, уз наставак аранжмана с ММФ-ом. Остваривање ценовне и финансијске стабилности биће могуће уз мању рестриктивност монетарне политике ако фискална консолидација и структурне реформе буду ефикасније.

Монетарна политика Народне банке Србије у 2012. години спроводиће се према Програму који је Извршни одбор Народне банке Србије утврдио крајем 2011. године.³³ Одлуке о монетарној политици које се буду доносиле биће усмерене на постизање ниске и стабилне инфлације у средњем року. Циљ за инфлацију се постепено смањује са $4,5\% \pm 1,5$ п.п. на $4,0\% \pm 1,5$ п.п. до краја 2012. године. Утврђена путања циљева за инфлацију до 2012. године усклађена је с потребом постизања средњорочне стабилности цена и одражава намеру да се она постигне постепеним смањењем инфлације, без изазивања макроекономских поремећаја.

Народна банка Србије ће наставити да развија и јача тржишне инструменте монетарног регулисања и да, у сарадњи с банкама, ствара услове за даље унапређење међубанкарског тржишта новца. Такође, у сарадњи с Владом РС активно ће учествовати у раду на унапређењу тржишта динарских државних хартија и развоју динарског тржишта новца.

³³ Одлука о утврђивању програма монетарне политике Народне банке Србије у 2012. години, „Службени гласник РС“, бр. 93/2011; видети Додатак 3, стр. 35.

Додатак 1. Писмо Народне банке Србије Влади РС због одступања инфлације од утврђеног циља, 12. април 2011.**НАРОДНА БАНКА СРБИЈЕ**
Г У В Е Р Н Е Р

КГ. бр. 533 /11

Београд, 12. април 2011

ВЛАДА РЕПУБЛИКЕ СРБИЈЕ**Мирко Цветковић, председник**

Поштовани господине Цветковићу,

Будући да је инфлација шест узастопних месеци изнад дозвољеног одступања од циља, обраћамо Вам се у складу са Споразумом о циљању (таргетирању) инфлације (тачка 6, став 4) између Владе Републике Србије и Народне банке Србије, са образложењем зашто инфлација одступа од циља више од дозвољеног, у ком периоду очекујемо да ће се она вратити у оквире дозвољеног одступања од циља, као и које мере је потребно предузети да би се то остварило.

Разлози одступања инфлације од циљаног нивоа

Међугодишња инфлација је у другој половини 2010. и почетком 2011. године забележила снажан пораст, и то са 4,2% у јуну 2010. на 14,1% у марту 2011. године.

Извршни одбор процењује да је раст инфлације у овом периоду у највећој мери последица изузетно високог раста цена хране, а у мањој мери депресијације динара и снажног раста регулисаних цена.

Од 9,9 процентних поена колико је износио раст међугодишње инфлације од јуна 2010. до марта 2011. допринос хране износи чак 9,0 процентних поена. То значи да је на инфлацију у том периоду пресудно утицао раст цена хране, који је био последица ниске пољопривредне производње у прошлој сезони, као и знатног раста светских цена хране. С обзиром на високо учешће хране у индексу потрошачких цена, од 37,8%, инфлација у Србији је посебно осетљива на ценовне шокове ове групе производа. Поред тога, због затечених системских решења, цене хране у Србији су знатно нестабилније од истих цена у земљама у окружењу, и то је условило њихов виши раст у последња три квартала.

Расту инфлације, иако у мањој мери, преко раста увозних цена, привремено је допринело слабљење динара у периоду мај - јул 2010. године, што је у највећој мери последица ескалације кризе јавног дуга у појединим земљама Еврозоне из нашег непосредног окружења и последичног раста премије ризика региона југоисточне Европе, па и Србије.

Такође, расту инфлације допринео је и раст регулисаних цена, нарочито изражен од почетка ове године. Са априлским корекцијама, пре свега електричне енергије, раст регулисаних цена већ у прва четири овогодишња месеца биће у горњој половини планираног распона раста за целу 2011. ($7\pm 2\%$).

Народна банка Србије је у циљу обуздавања инфлаторних притисака у последњих осам месеци поштрила монетарну политику. Међутим, с обзиром на јачину и карактер шока, као и изражену волатилност цена хране, инфлација је и даље изнад границе дозвољеног одступања од циља.

Период у коме се очекује повратак инфлације у оквиру дозвољеног одступања од циља

Извршни одбор Народне банке Србије предузеће све што је у његовој надлежности да се инфлација у средњем року врати у оквиру дозвољеног одступања од циља. Уколико не дође до непредвиђених шокова, очекујемо да ће инфлација почети да се враћа ка инфлационом циљу од трећег квартала 2011, да ће се вратити у границе дозвољеног одступања од циља у првој половини 2012, и да ће се приближити средњој вредности циља до краја те године (циљ за крај 2012. је 4%).

Брзина враћања инфлације ка циљу зависиће у великој мери од успешности пољопривредне сезоне 2011 - 2012. Уколико нова пољопривредна сезона буде уобичајена значајно смањење инфлације очекује се већ од средине 2011. године. Евентуално лошија пољопривредна сезона од прошлогодишње могла би да одложи и успори процес смањења инфлације.

Мере економске политике за враћање инфлације у оквиру дозвољеног одступања од циља

Народна банка Србије је од августа 2010. почела да предузима рестриктивне мере, сукцесивним повећањима референтне стопе, са 8% на 12,5% и изменом одлуке о обавезној резерви којом је заустављен процес њене релаксације. Са падом премије ризика и повољнијим кредитним

рејтингом, динар је крајем 2010. и почетком 2011. године ојачао према еврџ, што ће помоћи у процесу смањења инфлације.

Уважавајући да је карактер актуелних инфлаторних притисака пресудно опредељен нестабилношћу на тржишту хране, верујемо да делимо став да би без одлагања требало да се утврде и реализују системске мере и активности које би допринеле стабилизацији овог тржишта и битном смањењу нестабилности цена хране. Уз одржавање планиране политике доходака, овим би се допринело ефикасности мера монетарне политике и избегле нагле промене њеног карактера изазване флукуацијама инфлације и инфлационих очекивања, што би додатно доприносило макроекономској стабилности, очувању раста економске активности и запослености.

Очекујемо да ће се пуни ефекти до сада предузетих мера монетарне политике на инфлацију тек испољити, а Народна банка Србије ће у наредном периоду проценити да ли је потребно додатно заоштравање монетарне политике, узимајући у обзир све инструменте које има на располагању да би се обезбедило враћање инфлације на циљ у средњем року.

С поштовањем,



Дејан Шошкић

Додатак 2. Писмо Народне банке Србије Влади РС због одступања инфлације од утврђеног циља, 12. октобар 2011.



НАРОДНА БАНКА СРБИЈЕ

ГУВЕРНЕР

K. Sp. 593/2/M.

Београд, 12. октобар 2011.

ВЛАДА РЕПУБЛИКЕ СРБИЈЕ

Мирко Цветковић, председник Владе

Уважени господине Цветковићу,

Инфлација се и у протеклих шест узастопних месеци кретала изнад горње границе дозвољеног одступања од циља. Стога Вам се обраћамо, у складу са Споразумом о циљању (таргетирању) инфлације између Владе Републике Србије и Народне банке Србије (тачка 6. став 4), са објашњењем разлога одступања инфлације од горње границе циља, мера које смо предузели и нашег очекивања у погледу времена у ком ће се инфлација вратити у оквиру циља.

Међугодишња инфлација је у другој половини 2010. и почетком текуће године забележила раст, и то са 4,2% у јуну 2010. на 14,7% у априлу 2011. Раст цена хране и регулисаних цена условио је да међугодишња инфлација у априлу достигне свој врхунац, након чега је уследио пад инфлације, као што је и најављено у нашем писму од 12. априла 2011. године. У септембру је инфлација износила 9,3%, што је и даље изнад горње границе дозвољеног одступања од циља.

На пад инфлације у протеклих шест месеци утицале су до сада предузете мере монетарне политике, слабљење трошковних притисака на раст цена хране и ниска агрегатна тражња.

Мере монетарне политике у протеклој години дана предузимане су опрезно како би се инфлација у средњем року, без превеликих осцилација, вратила на циљ. Предузетим мерама спречен је раст инфлационих очекивања и тиме преношење инфлаторног шока са цена хране на остале цене. Резултати су видљиви и у паду месечних стопа инфлације у последњих шест месеци, па и благој дефлацији у трећем тромесечју. С обзиром на то, као и на одложено дејство мера монетарне политике, створили су се услови за постепено смањење референтне каматне стопе од јуна 2011. године.

Ниска агрегатна тражња ће и у наредном периоду бити дезинфлаторни фактор, што потврђују актуелна и очекивана кретања код нас и у окружењу. Очекујемо да ће цене хране бити стабилне, а раст регулисаних цена спорији. Такође, процењујемо да ће процесу дезинфлације допринети и започети пад инфлационих очекивања, као и повољан утицај закљученог стендбај-аранжмана из предострожности с Међународним монетарним фондом.

Извршни одбор Народне банке Србије очекује да ће инфлација наставити да пада и да ће се у границама циља наћи у првом полугодишту 2012. године, као што је најављено у писму које смо Вам упутили 12. априла 2011.

Оцењујемо да би у средњем року ниској и стабилној инфлацији такође допринео и наставак започетих структурних мера, које би требало да обезбеде већу стабилност цена пољопривредних и прехранбених производа, као и процес реструктурирања јавних предузећа и равномеран раст регулисаних цена у унапред договореним оквирима.

С поштовањем,

ГУВЕРНЕР
Дезан Шошкић



Додатак 3: Одлука о утврђивању програма монетарне политике Народне банке Србије у 2012. години и Програм монетарне политике Народне банке Србије у 2012. години

На основу члана 14. став 1. тачка 1. Закона о Народној банци Србије ("Службени гласник РС", бр. 72/2003, 55/2004 и 44/2010), Извршни одбор Народне банке Србије доноси

О Д Л У К У
О УТВРЂИВАЊУ ПРОГРАМА МОНЕТАРНЕ ПОЛИТИКЕ
НАРОДНЕ БАНКЕ СРБИЈЕ У 2012. ГОДИНИ

1. Утврђује се Програм монетарне политике Народне банке Србије у 2012. години, који је саставни део ове одлуке.

2. Ова одлука објављује се у "Службеном гласнику РС" и ступа на снагу 1. јануара 2012. године.

ИО НБС бр. 87
8. децембра 2011. године
Београд

Председавајући
Извршног одбора Народне банке Србије
Г у в е р н е р
Народне банке Србије

Дејан Шошкић, с.р.

ПРОГРАМ

МОНЕТАРНЕ ПОЛИТИКЕ НАРОДНЕ БАНКЕ СРБИЈЕ У 2012. ГОДИНИ

1. Основни циљ монетарне политике Народне банке Србије је постизање циљане инфлације, чиме се доприноси одржавању стабилности финансијског система и остваривању одрживог економског раста.

2. Монетарна политика Народне банке Србије у 2012. години засниваће се на Меморандуму Народне банке Србије о монетарној стратегији¹ и Меморандуму Народне банке Србије о циљаним стопама инфлације од 2010. до 2012. године².

3. Циљ монетарне политике Народне банке Србије у 2012. години изражен је нумерички – као годишња процентуална промена индекса потрошачких цена: циљана инфлација постепено се смањује са $4,5\% \pm 1,5$ п.п. с краја претходне године на $4,0\% \pm 1,5$ п.п. на крају 2012. године. Будући да је утврђен у виду континуирано опадајуће вредности (с дозвољеним одступањем) годишњих промена потрошачких цена – циљ за инфлацију одређен је за сваки месец, што доприноси одговорности и кредибилитету монетарних власти, а тиме и стабилизацији инфлационих очекивања.

4. Током 2012. године Извршни одбор Народне банке Србије доносиће одлуке о монетарној политици које ће бити усмерене на постизање ниске и стабилне инфлације у средњем року. Циљ за инфлацију се постепено смањује са $4,5\% \pm 1,5$ п.п. на $4,0\% \pm 1,5$ п.п. до краја 2012. године. Утврђена путања циљева за инфлацију до 2012. године усклађена је с потребом постизања средњорочне стабилности цена и одражава намеру да се та стабилност постигне постепеним смањењем инфлације, без изазивања макроекономских поремећаја.

5. Народна банка Србије настојаће да циљ утврђен за инфлацију оствари помоћу основног инструмента монетарне политике – каматне стопе, која се примењује у спровођењу главних операција на отвореном тржишту. Висина те стопе ће се мењати на доследан и предвидив начин, зависно од економских кретања и пројекције инфлације. Поред тога, Народна банка Србије ће користити све друге инструменте из своје надлежности да би се циљ утврђен за инфлацију на средњи рок остварио.

6. Делујући транспарентно и одговорно према јавности, Народна банка Србије се обавезала на комуникацију с јавношћу на следећи начин: а) саопштењима за јавност, б) конференцијама за штампу, в) извештајем о инфлацији и г) другим публикацијама.

7. Народна банка Србије наставиће да спроводи режим руковођено пливајућег девизног курса. Интервенције на девизном тржишту Народна банка Србије спроводиће ради смањења прекомерних дневних осцилација курса и/или стимулисања обима промета с циљем несметаног функционисања девизног тржишта, као и ради очувања стабилности финансијског система и цена на домаћем тржишту.

8. Народна банка Србије ће у 2012. години наставити да развија и јача тржишне инструменте монетарног регулисања и да, у сарадњи с банкама, ствара услове за даље унапређење међубанкарског тржишта новца.

¹ Меморандум Народне банке Србије о монетарној стратегији усвојен је на седници Монетарног одбора Народне банке Србије 22. децембра 2008. године.

² Меморандум Народне банке Србије о циљаним стопама инфлације од 2010. до 2012. године усвојен је на седници Монетарног одбора Народне банке Србије 14. децембра 2009. године.

9. Народна банка Србије наставиће да спроводи стратегију динаризације која се заснива на три стуба: на очувању макроекономске стабилности, на развоју динарског новчаног тржишта и тржишта капитала и на развоју инструмената заштите од девизног ризика. Повећање степена динаризације допринеће већој ефикасности трансмисионог механизма монетарне политике, као и смањењу осетљивости привреде и становништва на промене курса динара.

10. У случају потребе, Народна банка Србије ће самостално, као и у сарадњи с Владом РС, предузимати неопходне мере ради очувања стабилности финансијског система.

11. У режиму циљања инфлације значајна је координација монетарне и фискалне политике. Народна банка Србије ће и у 2012. години сарађивати с Владом РС. Влада РС се Споразумом о циљању (таргетирању) инфлације³ обавезала да ће спроводити одрживу и предвидиву фискалну политику у складу с циљаном инфлацијом.

12. У случају да одступање инфлације од утврђеног циља траје дуже од шест узастопних месеци – Народна банка Србије ће Владу РС писмено обавестити о разлозима тог одступања, мерама које се морају предузети и времену потребном да се инфлација врати на утврђени циљ.

³ Споразум Народне банке Србије и Владе Републике Србије о циљању (таргетирању) инфлације усвојен је на седници Владе 19. децембра 2008. године.

Списак графикана и табела

Графикони

II.2.1.	Референтна каматна стопа и коридор каматних стопа	5
II.2.2.	Стање продатих ХОВ Народне банке Србије	5
II.2.3.	Обим стерилизације ликвидности инструментима монетарне политике	6
III.3.1.	Кретање цена (мг. раст, у %)	8
III.3.2.	Кретање цена (месечни раст, у %)	9
III.3.3.	Доприноси компоненти ИПЦ мг. инфлацији	9
III.1.1.	Кретање економске активности по регионима	11
III.1.2.	Кретање цена нафте и бакра	12
III.1.3.	Индекс светских цена хране	12
III.2.1.	Покривеност увоза девизним резервама	14
III.2.2.	Међународна инвестициона позиција Републике Србије по инструментима	15
III.2.3.	Међународна инвестициона позиција Србије Републике по секторима	16
III.2.4.	Спољни дуг Републике Србије према сектору дужника	17
III.2.5.	Спољни дуг Републике Србије по инокредиторима	17
III.3.1.	Показатељи премије ризика – ЕМВІ по земљама	18
III.3.2.	Кретање курсева одређених националних валута према евр	18
III.4.1.	Кретања на преконоћном међубанкарском тржишту новца и кретање референтне стопе	19
III.4.2.	Каматне стопе на примарном тржишту државних ХоВ	19
III.4.3.	Крива приноса на секундарном тржишту државних ХоВ	20
III.4.4.	Кретање каматних стопа банака на новоодобрене кредите привреди и становништву	20
III.4.5.	Кретање каматних стопа на новоодобрене динарске кредите привреди	20
III.4.6.	Кретање индекса BELEX 15 и активност страних инвеститора на Београдској берзи	21
III.4.7.	Структура промета на Београдској берзи	22
III.4.8.	Кредити и БДП	24
III.5.1.	Учешће динарских пласмана у укупним пласманима банака привреди и становништву	26
III.5.2.	Секторска структура пласмана банака	26
III.6.1.	Доприноси расту БДП-а – расходна страна	27
III.7.1.	Доприноси расту БДП-а – производна страна	28
III.7.2.	Производни јаз	29
III.8.1.	Запосленост и стопа незапослености	29
III.8.2.	Кретање просечних нето зарада	30
III.9.1.	Очекивана и циљана инфлација за наредну годину	30
III.10.1.	Јавни приходи и расходи	31

Табеле

II.3.1.	Раст и доприноси компоненти расту потрошачких цена	9
III.2.1.	Платни биланс Републике Србије	13
III.4.1.	Биланс Народне банке Србије	23
III.4.2.	Монетарни преглед	23
III.4.3.	Субвенционисани кредити	25
III.6.1.	Расподела БДП-а у 2011. години	26
III.7.1.	Економска активност у 2011. години	28

CIP - Каталогизација у публикацији
Народна библиотека Србије, Београд

336.71

ГОДИШЊИ извештај о монетарној политици /
Народна банка Србије. - 2010- . - Београд
(Краља Петра 12) : Народна банка Србије,
2010- (Београд : Завод за израду новчаница и
кованог новца) . - 30 cm

Два пута годишње
ISSN 2217-6292 = Годишњи извештај о
монетарној политици
COBISS.SR-ID 185198604