

ГОДИШЊИ ИЗВЕШТАЈ О МОНЕТАРНОЈ ПОЛИТИЦИ



Народна банка Србије

2012

ГОДИШЊИ ИЗВЕШТАЈ
О МОНЕТАРНОЈ ПОЛИТИЦИ

2012

НАРОДНА БАНКА СРБИЈЕ

Београд, Краља Петра 12

Тел. 011/3027-100

Београд, Немањина 17

Тел. 011/333-8000

www.nbs.rs

Тираж: 80 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 политике¹.

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 2012. размотрен је и усвојен на седници Извршног одбора 6. јуна 2013. године.

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

Извршни одбор Народне банке Србије:

Јоргованка Табаковић, гувернер

Ана Глигоријевић, вицегувернер

Веселин Пјешчић, вицегувернер

Диана Драгутиновић, вицегувернер

Ђорђе Јевтић, директор Управе за надзор над финансијским институцијама

¹ Закон о Народној банци Србије, „Службени гласник РС“, бр. 72/2003, 55/2004, 85/2005 – др. закон, 44/2010. и 76/2012 (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

ЕМБИ – индекс обвезница тржишта у успону

ХоВ – хартије од вредности

ФЕД – Систем федералних резерви САД

FISIM – услуге финансијског посредовања индиректно мерене

ИПЦ – индекс потрошачких цена

МДТ – међубанкарско девизно тржиште

мг. – међугодишње

млн – милион

млрд – милијарда

ММФ – Међународни монетарни фонд

NPL – проблематични кредити

ОРЕС – Организација земаља извозница нафте

П – полугодиште

п.п. – процентни поен

СДИ – стране директне инвестиције

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 2012. години	3
2. Инструменти монетарне политике	4
Операције на отвореном тржишту	4
Депозитне и кредитне олакшице	6
Обавезна резерва	6
Операције на девизном тржишту	7
Девизни своп	7
Аукцијски краткорочни динарски кредити	8
Остале каматне стопе	8
3. Остварење циљане инфлације у 2012. 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	22
Монетарни агрегати	23
Кредити банака	24
5. Динаризация	26
6. Агрегатна тражња	27
Домаћа тражња	27
Нето екстерна тражња	28
7. Економска активност	28
8. Зараде и запосленост	30
9. Инфлациона очекивања	31
10. Фискална политика	32
 Додатак 1. Одлука о утврђивању програма монетарне политике Народне банке Србије у 2013. години и Програм монетарне политике Народне банке Србије у 2013. години	 34
Додатак 2. Писмо Народне банке Влади Републике Србије због одступања инфлације од утврђеног циља	 37
 Списак графикана и табела	 39

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. 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. Меморандум је сачињен у складу са Споразумом Народне банке Србије и Владе Републике Србије о циљању (таргетирању) инфлације, усвојеним на седници Владе 19. децембра 2008. Народна банка Србије и Влада оцилиле су да у постојећим околностима циљање инфлације представља најадекватнији режим монетарне политике.

Режим циљања инфлације спроводи 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 је нумерички циљ за

инфлацију на средњи рок у оквиру кога се задржава 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. Ради дефинисања оквира за одлучивање о монетарној политици на средњи рок и „усидравања“ и стабилизације инфлационих очекивања, Извршни одбор Народне банке Србије је у мају 2012. године усвојио циљеве за инфлацију до краја 2014.⁵ Циљеви за инфлацију утврђени су у виду јединствене вредности с дозвољеним одступањем.

Народна банка Србије је, на основу пројекција макроекономских кретања, за све месеце у 2013. и 2014. години утврдила циљеве за инфлацију на нивоу од 4,0% с дозвољеним одступањем $\pm 1,5$ п.п. Путања циљане инфлације одражава намеру да се стабилност цена постигне постепеним смањивањем инфлације без изазивања макроекономских поремећаја. У складу с процесом постепене дезинфлације, циљана инфлација је и даље изнад нивоа квантитативне дефиниције ценовне стабилности и нивоа циљане инфлације у развијеним земљама (2,0% или 2,5%). Такође, одраз је чињенице да у Србији до 2014. године

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 до 2014. године усвојен је на седници Извршног одбора 10. маја 2012.

неће бити завршене структурне реформе и либерализација цена, тј. номинална, реална и структурна конвергенција према Европској унији.

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 спровођењу главних операција на отвореном тржишту. Та каматна стопа представља основни 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 2012. години

Након смањења у јануару 2012. године, референтна каматна стопа до јуна није мењана. На очекивано јачање инфлаторних притисака, Народна банка Србије је од јуна до децембра реаговала постепеним повећањем референтне каматне стопе.

Успорен опоравак економске активности и пад инфлационих очекивања били су основни фактори који су определили одлуку Извршног одбора Народне банке Србије у јануару да **референтну каматну стопу даље смањи за 25 б.п., на 9,5%.**

Анализе које су биле основа за одлучивање Извршног одбора у наредним месецима указивале су да ће ниска агрегатна тражња и у наредном периоду бити кључан дезинфлаторни фактор. Инфлациона очекивања су у готово свим секторима била у паду. Међутим, изражена је била неизвесност у погледу кретања увозних цена. Повећани су депрецијацијски притисци по основу веће тражње клијената банака за девизама, повећаног трошења државе од краја 2011. године, раста трговинског дефицита, смањеног прилива капитала, као и психолошких фактора подстакнутих неповољним вестима (одлагање ревизије аранжмана с ММФ-ом и одлазак компаније *U.S. Steel* из смедеревске железаре). Поред тога, фактори попут неизвесности око нове пољопривредне сезоне и фискалне политике, уз очекивани бржи раст регулисаних цена у другој половини године, утицали су да се референтна каматна стопа даље не смањује.

Због раста инфлаторних притисака, Извршни одбор је у јуну започео циклус повећања референтне

каматне стопе и она је до краја године повећана на **11,25%**. Монетарна политика је пооштравана како би се спречио утицај раста цена хране узрокован дуготрајном сушом и растом светских цена примарних производа на остале цене преко инфлационих очекивања. На јачање инфлаторних притисака деловали су и ефекти депрецијације динара из прве половине године. Како је њихов раст у П1 изостао, очекивало се да ће регулисане цене порастати у П2. Убрзо се испоставило да је остварен раст регулисаних цена на нивоу године био већи него што се очекивало. Такође, октобарско повећање пореза на додату вредност и акциза додатно је подстакло једнократан раст инфлације, као и раст инфлационих очекивања. Будући да је реч о шоковима на страни понуде, референтна каматна стопа је повећавана како би се спречили секундарни ефекти раста цена хране, повећања пореза на додату вредност и раста регулисаних цена на инфлацију.

С обзиром на то да је утицај шокова привремен и чињеницу да је привреда у рецесији, реакција монетарне политике била је усмерена на постизање стабилности цена у средњем року. Пуни ефекти повећања референтне каматне стопе на инфлацију очекују се у 2013. години. Извршни одбор очекује и позитивне ефекте фискалне консолидације, што ће, уз наставак аранжмана с ММФ-ом, допринети смањењу инфлаторних притисака и притисака на девизни курс.

У току 2012. године регулатива везана за **обавезну резерву** је промењена пет пута – у априлу, јуну, августу, септембру и новембру. У априлу су стопе девизне обавезне резерве смањене, при чему је смањење било израженије за изворе средстава дуже рочности (преко две године). У јуну су повећане стопе

на девизно индексирани депозите на 50%, након чега је забележен пад овог сегмента девизне основице. Паралелно, постепено је повећаван и део девизне обавезне резерве који се издваја у динарима. Циљ измена био је да се стабилизују кретања на девизном тржишту, умањи разлика између трошка задуживања у динарима и девизама и додатно подстакне дугорочно финансирање банака. Проценат издвајања девизне обавезне резерве у динарима за изворе рочности до две године повећан је на 32%, а преко две године на 24%.

У септембру је из Одлуке о обавезној резерви банака код Народне банке Србије брисана одредба којом су из основице за обрачун обавезне резерве изузета девизна средства која даваоци лизинга држе на посебном рачуну отвореном код банке. У новембру је додата одредба по којој Извршни одбор може одлучити да у одређеном периоду банка која је, у складу са законом којим се уређује преузимање имовине и обавеза одређених банака ради очувања стабилности финансијског система Републике Србије, преузела обавезе друге банке не обрачунава обавезну резерву на све обавезе или део њих по којима је банка преносилац била дужна да је обрачунава.

Да би обезбедила несметано функционисање девизног тржишта и ублажила прекомерну дневну осцилацију курса динара, **Народна банка Србије је интервенисала на МДТ-у** и у 2012. години нето продала 1,3 млрд евра. Притом, до прве декаде августа Народна банка Србије је интервенисала продајом девиза у укупном износу од 1.348,3 млн евра. Процена Извршног одбора била је да су депрецијацијски притисци привремени и да ће претпостављена фискална консолидација и структурне реформе у наредном периоду допринети стабилизацији курса динара. Почев од друге декаде августа па до краја године, Народна банка Србије је на МДТ-у интервенисала само једанпут, и то куповином девиза у износу од 5,0 млн евра.

Будући да се инфлација у П2 кретала изнад горње границе дозвољеног одступања од циља, Народна банка Србије је 17. јануара 2013, у складу са Споразумом о циљању (таргетирању) инфлације, упутила **писмо Влади** о разлозима тог одступања. Истакнуто је да је пораст инфлације у највећој мери био последица поскупљења хране, депрецијације динара у првој половини године и повећања стопе

пореза на додату вредност и акциза. Да би обуздала инфлаторне притиске и обезбедила стабилност цена у средњем року, Народна банка Србије је реаговала поштравањем монетарне политике. Пуни ефекти до сада предузетих рестриктивних мера монетарне политике на инфлацију тек се очекују. С друге стране, Народна банка Србије сматра да је потребно утврдити и реализовати системске мере које би допринеле стабилизацији тржишта хране, као и да Влада дефинише средњорочни оквир корекције регулисаних цена, уз одржавање планиране политике зарада у јавном сектору и пензија.⁶

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. Улога референтне каматне стопе подржана је коридором каматних стопа на депозитне и кредитне олакшице и другим операцијама 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

У току 2012. године Народна банка Србије је два пута мењала смер главних операција на отвореном тржишту, а рочност ових операција смањена је с две недеље на недељу дана. Главне операције на отвореном тржишту у П1 биле су двонедељне реверзне репо трансакције (повлачење ликвидности). Пад динарске ликвидности банака, условљен интервенцијама Народне банке Србије на МДТ-у и изменама регулативе о обавезној резерви, утицао је на промену смера главних операција ка обезбеђењу ликвидности, тј. на репо трансакције куповине ХоВ, од 18. јула. Истовремено, рочност главних операција на отвореном тржишту смањена је на недељу дана, док се аукције обављају по вишеструкој варијабилној стопи.

Због раста ликвидности банкарског сектора, Народна банка Србије је 19. децембра поново изменила смер главних операција на отвореном

⁶ Видети Додатак 2, стр. 37.

тржишту ка реверзним репо трансакцијама, тј. трансакцијама репо продаје ХоВ с роком доспећа од једне недеље. Таква одлука је имала за циљ да спречи да повећана динарска ликвидност подстакне стварање инфлаторних притисака и притисака на девизно тржиште.

У току 2012. године Извршни одбор Народне банке Србије је висину референтне каматне стопе мењао седам пута. Референтна каматна стопа је са 9,75%, колико је износила крајем 2011, у јануару смањена за 25 б.п. Референтна каматна стопа није мењана до јуна, када је започет циклус њеног повећања, тако да је до краја године повећана укупно за 175 б.п. – на 11,25%.

Народна банка Србије је репо трансакције продаје спроводила својим ХоВ. У 2012. 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.

Репо трансакције куповине ХоВ Народна банка Србије је спроводила динарским ХоВ Републике Србије.

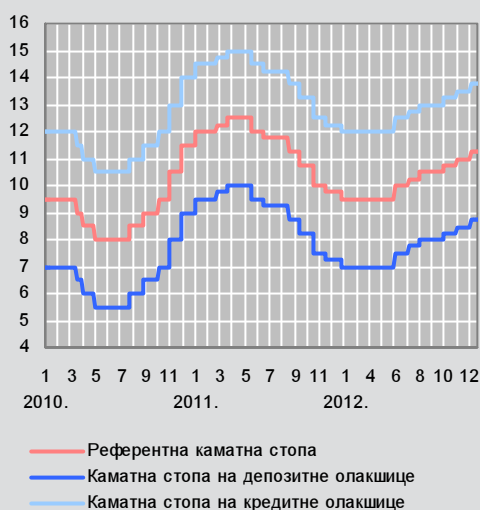
Током године организовано је 30 аукцијских репо продаја ХоВ и 22 аукцијске репо куповине ХоВ. Укупна продаја ХоВ износила је 1.273,2 млрд динара, а укупна куповина ХоВ 67,5 млрд динара.

Укупан обим продаје ХоВ у П1 је износио 1.170,5 млрд динара, што је за 162,7 млрд динара мање него у П2 2011. године. У односу на крај 2011, стање ХоВ у портфељу банака је крајем јуна смањено за 108,0 млрд и износило је 12,5 млрд динара. Смањење портфеља ХоВ било је пре свега последица измене регулативе о обавезној резерви банака и продаје девиза Народне банке Србије на МДТ-у.

Током највећег дела П2 Народна банка Србије је спроводила трансакције репо куповине ХоВ, као главне операције на отвореном тржишту. У септембру је остварен највиши месечни износ репо куповине ХоВ (25,0 млрд динара). Од септембра је куповина смањена, па је стање купљених ХоВ почетком децембра износило 0,1 млрд динара. Смањење износа купљених ХоВ у највећој мери је последица повећања динарске ликвидности због трошења девизних депозита државе.

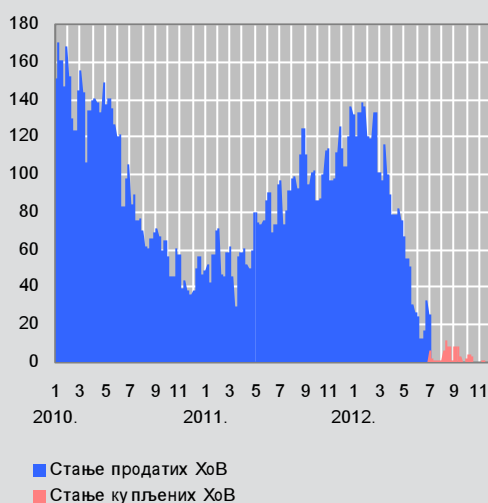
Од средине децембра главне операције на отвореном тржишту Народне банке Србије поново су реверзне репо трансакције. Стање репо продатих ХоВ на крају године је износило 39,8 млрд динара.

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



Извор: НБС.

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



Извор: НБС.

Депозитне и кредитне олакшице

У складу са Одлуком о условима и начину депоновања вишкова ликвидних средстава банака код Народне банке Србије, банке су и током 2012. године наставиле с преконоћним депоновањем средстава код Народне банке Србије. Ова одлука у 2012. није мењана.

Просечно дневно стање средстава банака депонованих код Народне банке Србије у 2012. години је износило 13,4 млрд динара, с тим што је минимално просечно месечно стање забележено у мају (2,1 млрд динара), а максимално у децембру (46,0 млрд динара).

Одлука о условима и начину одобравања кредита за одржавање дневне ликвидности банака на основу залог хартија од вредности, којом су уређене кредитне олакшице Народне банке Србије, у 2012. години није мењана.

У току 2012. године 16 банака је користило кредитне олакшице као дневни кредит, у укупном износу од 194,7 млрд динара, а шест банака као преконоћни кредит, у укупном износу од 73,4 млрд динара.

Обавезна резерва

Народна банка Србије је у 2012. наставила с применом Одлуке о обавезној резерви банака код Народне банке Србије, која је усвојена у јануару 2011. године. Ова одлука је током године мењана више пута. Циљ измена је био да се допринесе стабилизацији кретања на девизном тржишту, додатно подстакне дугорочно финансирање банака, као и да се умањи разлика између трошка задуживања у динарима и девизама.

У складу са опредељењем Народне банке Србије да банке путем обавезне резерве усмерава ка дугорочном финансирању, у априлу су стопе девизне обавезне резерве нелинеарно смањене за 1 п.п., односно 3 п.п. (са 30% на 29%, односно са 25% на 22%). Да би се евентуални инфлаторни притисци смањили, истом изменом одлуке повећана је обавеза динарског издвајања дела девизне обавезне резерве за по 5 п.п. (са 15% на 20%, односно са 10% на 15%).

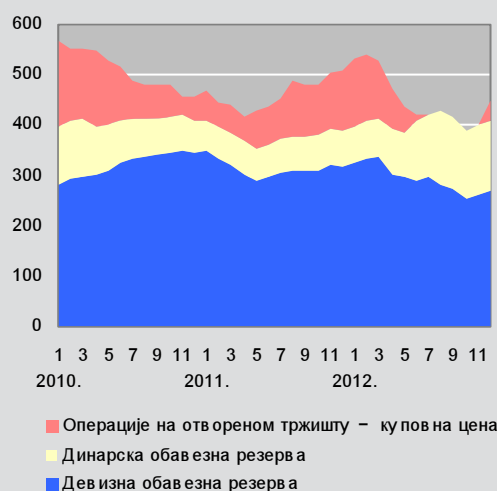
Одлука је поново измењена у јуну с циљем даље подршке одржавању финансијске стабилности.

Банкама је омогућено да не обрачунавају обавезну резерву на обавезе у динарима и девизама по основу средстава финансијске подршке које је обезбедила Агенција за осигурање депозита. Поред тога, да би се дестимулисао раст индексираних обавеза банака, који би могао изазвати депрецијацијске притиске, усвојен је рестриктивнији третман ових обавеза кроз повећање стопе обавезне резерве на део девизне основице коју чине динарске обавезе индексираних девизном клаузулом на 50%. Такође, поново је повећана обавеза динарског издвајања дела девизне обавезне резерве за 7 п.п., односно 4 п.п. (са 20% на 27%, односно са 15% на 19%).

Изменама Одлуке из августа Народна банка Србије је повећала обавезе динарског издвајања дела девизне обавезне резерве за 5 п.п. (са 27% на 32%, односно са 19% на 24%), чиме је обезбеђена додатна рестриктивност монетарне политике.

У септембру је из Одлуке брисана одредба којом су из основице за обрачун обавезне резерве изузета девизна средства која даваоци лизинга држе на посебном рачуну отвореном код банке, будући да су у истом периоду стављене ван снаге Одлука о обавези давалаца лизинга да држе средства резерве и Одлука о обавезној резерви банака код Народне банке Србије по основу девизних средстава које

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



Извор: НБС.

даваоци лизинга држе на посебном рачуну отвореном код банке.

Допуна Одлуке из новембра имала је за циљ да обезбеди услове за несметан рад банке која је, у складу са законом којим се уређује преузимање имовине и обавеза одређених банака ради очувања стабилности финансијског система Републике Србије, преузела обавезе друге банке. У том смислу, прописано је да Извршни одбор може одлучити да у одређеном периоду та банка не обрачунава обавезну резерву на све обавезе или део њих по којима је банка преносилац била дужна да је обрачунава.

У 2012. години обрачуната обавезна резерва која се издваја у динарима повећана је за 69,1 млрд динара, док је обрачуната обавезна резерва која се издваја у девизама смањена за 709,1 млн евра.

Операције на девизном тржишту

У складу с Програмом монетарне политике за 2012. годину, Народна банка Србије је наставила да спроводи режим руковођено пливајућег девизног курса. Интервенције на девизном тржишту користила је ради ублажавања прекомерних дневних осцилација девизног курса и обезбеђивања несметаног функционисања девизног тржишта.

У 2012. години Народна банка Србије је на МДТ-у укупно банкама продала 1.348,3 млн евра и од банака купила 5,0 млн евра. Девизне интервенције су реализоване по тржишним условима, прихватањем курсева које су нудиле банке. Највећи део интервенција је реализован посредством *Reuters Dealing System*-а. Поред тога, Народна банка Србије је интервенисала организовањем спот аукција девиза по варијабилном методу – вишеструки курс динара према еврџу.

Депрецијацијски притисци, започети крајем 2011, настављени су током највећег дела П1 2012. године. На депрецијацијске притиске у овом периоду деловали су повећана тражња клијената за девизама, пре свега због већег увоза енергената, али и смањен прилив капитала узрокован неизвесношћу у земљи и иностранству. Депрецијацијски притисци су били најизраженији у мају, када је забележена највећа месечна номинална депрецијација динара према еврџу у 2012. години (4,0%) и када је Народна банка Србије продала највећи износ девиза (472,7 млн евра).

У јуну, посматрано на месечном нивоу, динар је први пут од почетка године номинално апрецирао према еврџу (0,7%). Томе су допринеле мере монетарне политике (повећање референтне каматне стопе и измена регулативе о обавезној резерви банака). Повећање дела девизне обавезне резерве који се издваја у динарима утицало је да се банкарском сектору ослободе девизна средства и истовремено наметнуло потребу за већим динарским средствима.

Током јула и августа депрецијацијски притисци су обновљени због смањења кредитног рејтинга земље од стране агенције *Standard and Poor's*, ревизије изгледа са стабилних на негативне од стране агенције *Fitch*, раста премије ризика и повећане неизвесности у погледу динамике и степена фискалне консолидације. Народна банка Србије је у току та два месеца интервенисала продајом 59,5 млн евра. Од краја августа кретања на девизном тржишту су се стабилизовала, да би од септембра био започет тренд јачања динара, који је настављен до краја године. Томе су, између осталог, допринеле рестриктивне мере монетарне политике, пад премије ризика, као и одобравање субвенционисаних кредита привреди. На јачање динара утицао је и раст улагања страних инвеститора у динарске државне ХоВ као резултат пада премије ризика земље, која је од краја августа до краја године смањена за око 200 б.п. У септембру је забележена највећа месечна апрецијација динара према еврџу у 2012. години (3,0%). Да би ублажила прекомерне дневне осцилације девизног курса, Народна банка Србије је од септембра до краја године интервенисала само једном, и то куповином 5,0 млн евра у октобру.

На крају 2012. године динар је у односу на крај претходне године номинално депрецирао према еврџу за 8,0%.

Девизни своп

Народна банка Србије је током 2012. године наставила да организује редовне тромесечне своп аукције продаје и куповине девиза како би стимулисала развој међубанкарске своп трговине и банкама омогућила да ефикасније управљају својом ликвидношћу. Аукције су организоване једном недељно, по тржишним условима и са ограниченим количинама. Организоване су 104 аукције своп продаје и своп куповине девиза, на којима је Народна банка Србије своп продала 171,0 млн евра, односно своп купила

188,0 млн евра. На крају године стање девизних потраживања и стање девизних обавеза Народне банке Србије по основу своп продаје и своп куповине девиза износило је по 36,0 млн евра.

Аукцијски краткорочни динарски кредити

У 2012. години Народна банка Србије је једном месечно организовала аукције краткорочних динарских кредита на основу залоге ХоВ, као меру за одржавање ликвидности банака. На једној аукцији укупно је одобрено 2,0 млрд динара ових кредита.

Остале каматне стопе

У октобру 2012. године, у поступку усаглашавања са ставовима Уставног суда⁷, измењене су одлуке о каматним стопама, као и одлука о начину обрачуна, наплате и плаћања камате. У складу с тим, из одлука су брисане одредбе које се односе на обрачун и наплату камате на камату.

Поред тога, брисане су и одредбе о висини каматне стопе на неостварени просек, односно погрешно обрачунату лизинг обавезну резерву, као и о начину обрачуна камате по том основу, јер је у септембру престала да важи Одлука о обавезној резерви банака код Народне банке Србије по основу девизних средстава која даваоци лизинга држе на посебном рачуну отвореном код банке.

3. Остварење циљане инфлације у 2012. години

Међугодишња инфлација је током 2012. имала различит правац кретања. Почетком године мг. инфлација се вратила у границе дозвољеног одступања од циља и током П1 кретала се углавном унутар тих граница. Најнижа вредност мг. инфлације забележена је у априлу (2,7%), када се нашла незнатно испод доње границе дозвољеног одступања од циља. Након тога уследио је њен раст и већ у јулу се мг. инфлација нашла изнад горње границе дозвољеног одступања од циља, настављајући да се креће изнад те границе до краја године. На крају 2012. мг. инфлација је износила 12,2%.

На пад мг. инфлације, који је започет у мају 2011. године и настављен до априла 2012, утицали су слабење трошковних притисака на раст цена хране, ниска агрегатна тражња, као и раније предузете мере монетарне политике. Пад мг. инфлације деловао је и на смањење инфлационих очекивања, која су додатно допринела слабењу инфлаторних притисака у П1. С друге стране, раст мг. инфлације у П2 последица је повећања трошкова у производњи хране због лоше пољопривредне сезоне, одложеног ефекта депрецијације динара из П1, раста регулисаних цена, као и раста ПДВ-а и акциза.

Кретање инфлације у 2012. углавном је било условљено кретањем цена хране. Смањењу мг. инфлације са 7,0% у децембру 2011. на 2,7% у априлу 2012. (4,3 п.п.) цене хране су допринеле са 3,2 п.п. (или 75%). Такође, расту мг. инфлације, од априла до краја године од око 9,5 п.п., цене хране су допринеле са око 6,5 п.п. (или 68,7%).

Посматрано по компонентама ИПЦ-а, цене непрерађене хране су на нивоу целе 2012. године забележиле највећи раст (24,0%), двоструко већи од раста општег нивоа цена. Снажан раст у току

Табела II.3.1. Раст и доприноси компоненти расту потрошачких цена у 2012.

	Стопе раста (у %)	Доприноси (у п.п.)
Потрошачке цене (ИПЦ)	12,2	12,2
Непрерађена храна	24,0	3,0
Прерађена храна	11,1	2,9
Индустријски производи без хране и енергије	12,8	3,3
Енергија	8,2	1,5
Услуге	8,5	1,6
Индикатори базне инфлације		
ИПЦ без енергије	13,0	10,7
ИПЦ без енергије и непрерађене хране	11,1	7,7
ИПЦ без енергије, хране, алкохола и цигарета	8,2	3,2
Регулисане цене	9,7	2,2

Извор: РЗС и прерачун НБС.

⁷ Одлука Уставног суда Републике Србије бр. IУз-82/2009 („Службени гласник РС“, бр.73/2012).

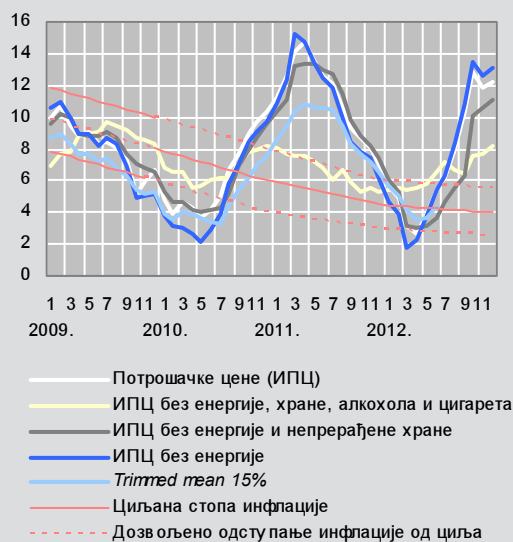
претходне године имали су и акцизни производи, као последица редовних и ванредних корекција акциза, пре свега на цигарете. Управо су поскупљења цигарета у највећој мери определила раст регулисаних цена, који је на нивоу целе године износио 9,7%.

Раст потрошачких цена у П1 је износио 5,2% (2,0% у Т1 и 3,1% у Т2) и био је одређен пре свега растом цена непрерађене хране. Цене ове групе производа порасле су за 23,3%. Њихов допринос шестомесечној инфлацији износио је 2,9 п.п., што представља више од половине укупног раста цена у П1. Највећи раст у оквиру групе забележен је код цена воћа и поврћа (32,6%), као последица неповољних временских услова. Допринос воћа и поврћа укупној шестомесечној инфлацији износио је 1,9 п.п. У оквиру групе непрерађене хране, знатан раст цена забележен је и код свежег меса, што је резултат јачања трошковних притисака по основу раста цена сточне хране и повећања увозних цена. Ради стабилизације тржишта и цена прехранбених производа, у периоду од јануара до јула на снази је била уредба Владе о ограничавању трговачких маржи у промету основних животних намирница.

Поред хране, знатан допринос расту укупне инфлације у П1 дале су и повећане цене производа кућне хемије, аутомобила и туристичких аранжмана, првенствено по основу депрецијације динара, затим цене цигарета и алкохолних пића због усклађивања акциза, као и цене нафтних деривата због раста цене сирове нафте на светском тржишту. У П1 је забележена увозна инфлација у највећој мери као последица раста увозних цена опреме и репроматеријала и номиналне депрецијације динара према еврo и долару.

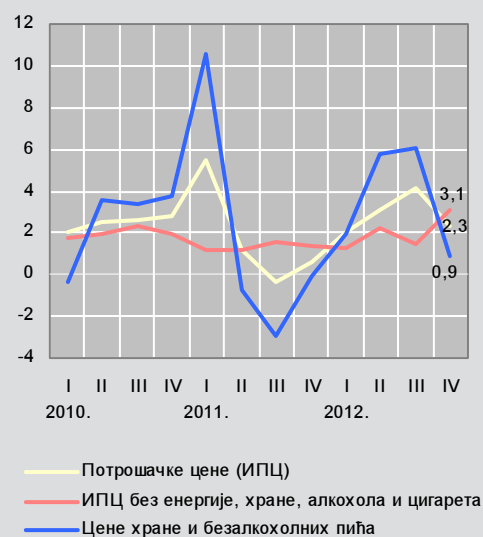
Раст потрошачких цена у П2 је износио 6,6% (4,2 у Т3 и 2,3% у Т4) и поново је био одређен растом цена хране. За разлику од П1 када су доминантан утицај имале цене непрерађене хране, највећи допринос расту ИПЦ-а у П2 дале су цене прерађене хране (10,8%, допринос ИПЦ-у 2,6 п.п.). Највећи раст у оквиру групе забележен је код цена основних животних намирница: уља, млека, млечних и месних прерађевина, пшеничног брашна и хлеба. Нешто нижи, али знатан допринос расту инфлације, дале су и цене индустријских производа без хране и енергије (8,6%, допринос ИПЦ-у 2,2 п.п.). У оквиру те категорије, највећи раст су забележиле цене цигарета (32,1%,

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



Извор: РЗС и прерачун НБС.

Графикон II.3.2. Кретање цена
(тримесечне стопе, у %)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

допринос ИПЦ-у 1,2 п.п.). У П2 су порасле и цене услуга, пре свега цене стамбено-комуналних услуга. Увозна инфлација је у П2 била нижа него у П1, највише захваљујући номиналној апрецијацији динара.

Највиши месечни раст цена у 2012. години забележен је у октобру (2,8%, 12,9% мг.) и највећим делом је био вођен растом опште стопе ПДВ-а и акциза. Директан ефекат повећања опште стопе ПДВ-а са 18% на 20% и акциза на раст ИПЦ-а у овом месецу је износио 1,1 п.п.

Базна инфлација⁸ је на крају 2012. износила 8,2% мг., што је допринос мг. расту ИПЦ-у од 3,2 п.п. На раст овог индикатора највише је утицало повећање цена производа кућне хемије, затим цена занатских и личних услуга, услуга превоза путника, путничких аутомобила, угоститељских услуга и туристичких аранжмана, услуга мобилне телефоније и фармацеутских производа (заједнички допринос ових група производа и услуга годишњој базној инфлацији износи 5,5 п.п.). Раст базне инфлације у П2 био је виши него у П1 (4,6% и 3,5%, респективно). Од јуна се мг. базна инфлација кретала изнад горње границе дозвољеног одступања од циља.

Графикон II.3.3. Допринос мг. стопи раста потрошачких цена (у п. п.)



⁸ ИПЦ по искључењу цена енергије, хране, алкохола и цигарета.

III. Макроекономски услови спровођења монетарне политике

1. Међународно окружење

Успоравање глобалне привредне активности настављено је и у 2012. години. На то је највише утицало погоршање кризе јавног дуга у зони евра.

Строге мере штедње довеле су до продубљивања рецесије у високозадуженим земљама зоне евра (Грчкој, Португалу, Шпанији и Италији). Приноси на државне обвезнице тих земаља расли су све до августа, када су званичници ЕЦБ-а изјавили да ће ЕЦБ урадити све што је неопходно за спас заједничке валуте. Од кључног значаја била је најава ЕЦБ-овог програма неограничене куповине обвезница држава чланица зоне евра на секундарном тржишту под одређеним условима (*Outright Monetary Transactions, ОМТ*). Тржишта су на те најаве позитивно реаговала – приноси на обвезнице високозадужених земаља су смањени, а отклоњена је и непосредна опасност од распада зоне евра. Међутим, рецесиони притисци су настављени и у Т4, а незапосленост је достигла рекордан ниво (11,7%). Према процени Еуростата, зона евра је у 2012. години забележила пад БДП-а од 0,6%. С друге стране, ниска агрегатна тражња и висока стопа незапослености утицале су да се инфлаторни притисци у зони евра смање – инфлација је у децембру 2012. износила 2,2% мг.

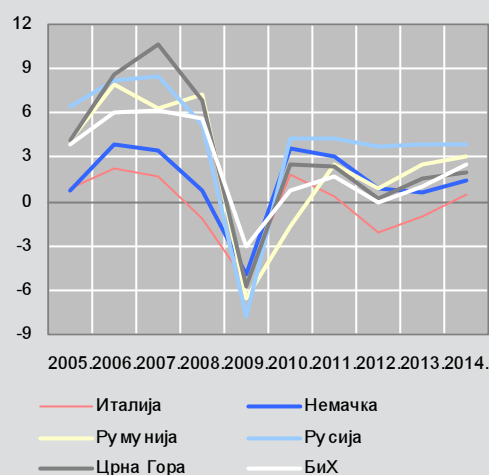
Кретање макроекономских показатеља за САД било је повољније него у зони евра. БДП је забележио раст од 2,2%, а незапосленост је у децембру смањена на 7,8% (са 8,7% крајем 2011). Такође, раст инфлације је знатно успорен, на 1,8% мг. у децембру, и поред експанзивне монетарне политике ФЕД-а.

Рецесија у зони евра битно је деловала на макроекономска кретања у централној и источној

Европи. Преливање кризе из зоне евра огледа се пре свега у смањењу екстерне тражње и СДИ, као и у смањеној доступности иностраних извора финансирања. Привредни раст у овом региону износио је 1,8%. Као најотпорнија на кризу у зони евра у региону централне Европе показала се Пољска (чији је БДП порастао 2,0%), али је и она забележила успоравање раста.

Земље азијско-пацифичког региона оствариле су у 2012. години спорији, али и даље релативно висок раст, знатно виши у односу на земље осталих региона. Успоравање раста било је последица пре свега пада

Графикон III.1.1. Кретање и пројекција БДП-а главних спољнотрговинских партнера Србије (мг. стопе, у %)



Извор: ММФ ИЕО (последњи расположиви подаци).

инострани тражње, док су главни носиоци раста, Кина и Индија, забележили повећање БДП-а од 7,8%, односно 4,5%.

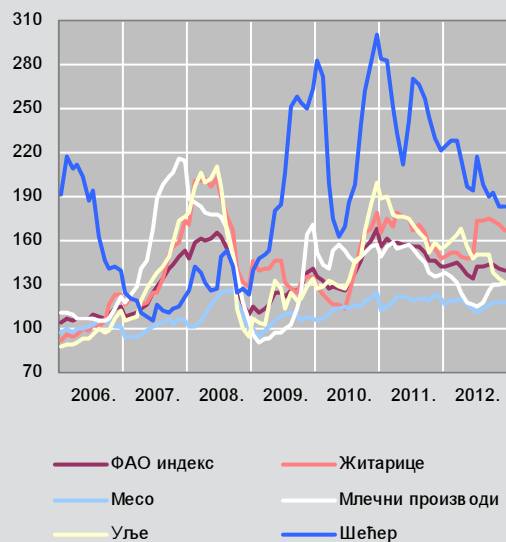
Централне банке развијених земаља и земаља региона повећале су експанзивност монетарне политике. Програм ФЕД-а *Operation Twist*, започет у септембру 2011. ради стимулсања економске активности, настављен је у 2012. и окончан крајем године. У оквиру програма квантитативних олакшица (*QE3*), ФЕД је у септембру започео куповину хипотекарних обвезница у износу од 40,0 млрд долара месечно, да би се у децембру обавезао на додатну куповину државних ХоВ у месечном износу од 45,0 млрд долара. Те мере би требало да помогну опоравку тржишта некретнина, као и да утичу на даљи пад дугорочних каматних стопа. Док је референтна каматна стопа ФЕД-а остала непромењена и у току 2012. године, ЕЦБ је у јулу референтну каматну стопу снизила са 1,0% на 0,75%. Такође, наставила је с програмом дугорочних операција рефинансирања, у оквиру којег је банкама зоне евра крајем фебруара обезбеђено додатних 529,5 млрд евра нискокаматних зајмова на рок од три године. Слично томе, ради подстицања тражње, Банка Енглеске је у току 2012,

кроз програм квантитативног попуштања, повећала куповину активе (углавном државних ХоВ) на укупан износ од 375,0 млрд фунти. У оквиру централних банака региона централне и источне Европе, по нивоу референтне каматне стопе издваја се чешка централна банка, која је ту стопу снизила на 0,05%.

Курс евра према америчком долару је у току 2012. осцилирао у зависности од очекивања инвеститора у погледу ефикасног решења кризе јавног дуга у зони евра и процене ризика да поједине чланице те зоне (пре свега Шпанија и Италија) неће бити у стању да извршавају своје обавезе због неодрживо високог приноса на емитоване обвезнице. Долар је од марта до јула јачао у односу на евро због повећаног ризика у погледу опстанка зоне евра, али је, након најаве програма *ОМТ*, до краја године евро апрецирао у односу на долар. Вредност швајцарског франка одржавала се у току 2012. испод нивоа који је централна банка Швајцарске у септембру 2011. изјавила да ће бранити (1,20 евро/франак) како би заштитила домаћу економију, тј. спречила даљи раст домаће валуте.

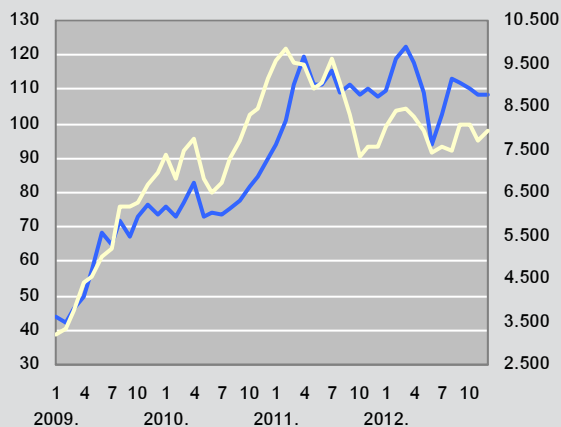
Светске цене хране, мерене индексом *FAO*⁹, биле су у децембру 2012. на приближно истом нивоу као на

Графикон III.1.2. Индекс светских цена хране (реално, 2002 – 2004 = 100)



Извор: ФАО, УН.

Графикон III.1.3. Кретање цена нафте и бакра (просечне месечне цене, у USD)



Извор: Блумберг.

⁹ Енгл. *FAO — Food Price Index*.

крају 2011. године. После одређеног повећања у Т1 и пада у Т2, цене хране су у јулу нагло порасле (6,2%), пре свега због скока цена житарица узрокованог глобално неповољним временским приликама, тј. глобално лошом пољопривредном сезоном. До краја године, кретање светских цена хране било је релативно стабилно.

Цена нафте на светском тржишту је у 2012. порасла за око 5,0%. Након релативно високог раста у Т1 (око 15,0%) изазваног погоршањем геополитичке ситуације на Блиском истоку и повећањем тражње за енергентима због хладног времена, цена нафте је у Т2 почела да пада и на крају јуна је износила свега 89,0 долара по барелу. Паду цене нафте допринело је смањење глобалне тражње условљено споријим економским опоравком земаља највећих потрошача нафте, као и повећање производње чланица *OPEC*-а. Цена нафте је поново порасла у П2, као резултат престанка опасности од распада зоне евра, очекивања опоравка глобалне привредне активности и јачања геополитичких тензија.

Светска цена злата је у 2012. имала раст од око 2,5%. У току већег дела П1 цена се одржавала на релативно високом нивоу, одражавајући склоност инвеститора ка сигурнијим облицима улагања. У П2 је уследио пад цене овог метала због јачања долара, али и смањења инфлаторних притисака на светском нивоу, будући да злато традиционално представља средство заштите вредности имовине од инфлације. Паду цене допринео је и позитиван развој догађаја у зони евра и очекиван опоравак глобалне привредне активности, што је смањило аверзију инвеститора ка ризику.

Цена бакра на светском тржишту је у току 2012. године порасла за око 5,0%. Поскупљење бакра у Т1 приписује се факторима на страни тражње – повољним индикаторима с тржишта рада САД, очекивањима да ће криза у зони евра попустити и проценама да ће Кина ублажити своју монетарну политику. Вести о успоравању привредног раста највећих потрошача бакра, Кине и САД, као и повећана забринутост око исхода дужничке кризе у зони евра, утицале су да цена бакра у Т2 опадне. Бакар је поново поскупео у П2 услед позитивног развоја догађаја у зони евра и мањег од очекиваног успоравања раста у Кини и САД.

2. Међународне трансакције

Платнобилансна кретања и девизне резерве

Дефицит текућег рачуна платног биланса у 2012. био је за 9,9% виши него у 2011. и износио је 3.155,1 млн евра. Раст тог дефицита био је последица пораста трговинског дефицита (2,8%) и дефицита на рачуну дохотка (5,3%), као и мањег прилива по основу текућих трансфера (3,4%) у односу на претходну годину. Извоз робе и услуга је растао нешто брже од раста увоза (3,8% и 3,5%, респективно), тако да је покривеност увоза робе и услуга извозом повећана (0,2 п.п.) на 62,9%. Учешће дефицита текућег рачуна у БДП-у износило је 10,5%.

У 2012. години извоз робе је достигао 8.822,3 млн евра, а увоз 14.272,1 млн евра, што у односу на 2011. представља повећање извоза од 4,5% и увоза од 3,7%. Извоз је порастао првенствено захваљујући расту извоза машина и друмских возила (пре свега аутомобила фирме „Фијат“ почев од августа 2012), хране и живих животиња. Највећи допринос расту увоза дали су сектори хемијских производа, машина и транспортних уређаја.

У оквиру финансијског рачуна, почетком 2012. дошло је до промене тренда СДИ. Држава је откупила преосталих 20% акција домаће телекомуникационе компаније „Телеком Србија“ од грчке компаније „ОТЕ“, а делимично је повлачен и капитал мобилног оператора „Теленор“, тако да је нето прилив СДИ у 2012. износио свега 231,9 млн евра. Током 2012. године, 25,3% нето прилива СДИ уложено је у трговину на велико и мало, 24,2% у прерађивачку индустрију и 13,6% у финансијски сектор.¹⁰ Нето прилив по основу портфолио инвестиција износио је 1.666,0 млн евра, што је за 2,9% више него у 2011. години.

Банке су наставиле да се раздужују по финансијским кредитима и током 2012. отплатиле су 400,9 млн евра нето. Народна банка Србије је по основу кредита ММФ-а отплатила 212,1 млн евра. С друге стране, предузећа су се нето задужила 104,9 млн евра, а Влада 261,0 млн евра.

Платнобилансна кретања утицала су да девизне резерве у 2012. забележе пад од 1.137,2 млн евра (без

¹⁰ Структура СДИ према делатностима дата је имајући у виду нова улагања. Изостављена су улагања у неколико делатности у којима је дошло до промене у структури капитала чији је нето ефекат нула.

валутних промена, промена тржишних вредности ХоВ и цене злата). На крају године девизне резерве Народне банке Србије износиле су 10.914,1 млн евра и номинално су смањене за 1.143,3 млн евра. Истовремено, нето девизне резерве су износиле 6.615,0 млн евра, или за 49,0 млн евра мање него на крају 2011. године.

Народна банка Србије је и у 2012. испунила критеријум о минималном износу нето девизних резерви који је договорен (техничким меморандумом о разумевању) с ММФ-ом. Нето девизне резерве Народне банке Србије су 31. децембра износиле 6.406,0 млн евра, што је за 2.506,0 млн евра више од минималног износа који је утврдио ММФ.¹¹

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

	2011.	2012.
ТЕКУЋЕ ТРАНСАКЦИЈЕ – САЛДО	-2.870	-3.155
ТЕКУЋЕ ТРАНСАКЦИЈЕ БЕЗ ЗВАНИЧНЕ ПОМОЋИ – САЛДО	-3.076	-3.299
1. Роба (1.1 – 1.2)	-5.318	-5.450
1.1. Извоз робе f.o.b	8.440	8.822
1.2. Увоз робе f.o.b.	-13.758	-14.272
2. Услуге (2.1 – 2.2)	163	152
2.1. Приходи	3.032	3.091
2.2. Расходи	-2.869	-2.939
3. Биланс робе и услуга (3.1 – 3.2)	-5.155	-5.297
3.1. Извоз робе и услуга	11.472	11.913
3.2. Увоз робе и услуга	-16.627	-17.211
4. Доходак	-758	-798
4.1. Приходи	428	547
4.2. Расходи	-1.186	-1.346
5. Текући трансфери	3.043	2.941
5.1. Приходи	3.394	3.281
5.2. Расходи	-351	-340
КАПИТАЛНИ РАЧУН	-3	-11
ФИНАНСИЈСКИ РАЧУН	2.694	2.883
1. Директне инвестиције – нето	1.827	232
1.1. У иностранство (потраживања)	-122	-42
1.2. У Србију (обавезе)	1.949	274
2. Портфолио инвестиције – нето	1.619	1.666
2.1. Актива (потраживања)	67	-27
2.2. Пасива (обавезе)	1.552	1.692
3. Остале инвестиције	1.049	-152
3.1. Актива (потраживања)	556	-1.023
3.2. Пасива (обавезе)	493	871
4. Средства резерви	-1.801	1.137
ГРЕШКЕ И ПРОПУСТИ	179	283
УКУПАН БИЛАНС	1.801	-1.137

Извор: НБС и РЗС.

Девизне резерве Народне банке Србије су на крају године обезбеђивале покривеност новчане масе М1 од 402,1% и увоза робе и услуга од 7,6 месеци.

У структури девизних резерви, највеће учешће имале су ХоВ, и то по основу повећања сигурности и ликвидности девизних резерви у условима светске економске кризе. Ради благовременог измиривања обавеза Народне банке Србије и државе према иностранству, као и обезбеђења расположивости девизних средстава, у складу с принципима ликвидности, девизне резерве су једним делом пласиране у краткорочне ХоВ и краткорочне депозите. Структуру девизних резерви на крају 2012. године чиниле су: иностране ХоВ 66,9%, девизна средства на рачунима у иностранству 20,5, злато (у трезору Народне банке Србије и на рачуну у иностранству) 5,7%, ефективни страни новац 5,0% и SDR код ММФ-а 1,9%.

Од продаје ХоВ Републике Србије деноминираних у еврима остварен је прилив у девизне резерве Народне банке Србије у износу од 1.944,1 млн евра, од тога је 1.389,1 млн евра било реализовано на међународном финансијском тржишту, а 555,0 млн евра на домаћем тржишту.

Прилив у девизне резерве је остварен и по основу коришћења кредита за Републику Србију, у укупном износу од 329,8 млн евра, и то од:

- Европске инвестиционе банке, у износу од 289,2 млн евра, за регионалну и општинску инфраструктуру, за развој малих и средњих предузећа, изградњу и обнову путева, мостова и школа;
- *Eurofime*, у износу од 25,8 млн евра, за финансирање железнице;
- Европске банке за обнову и развој, у износу од 14,3 млн евра, за пројекте унапређења инфраструктуре града Београда;
- Банке за развој Савета Европе, у износу од 0,5 млн евра, за реконструкцију станова на подручју погођеном клизиштима.

Девизни прилив је остварен и по основу обављања привременог платног промета с Косовом и

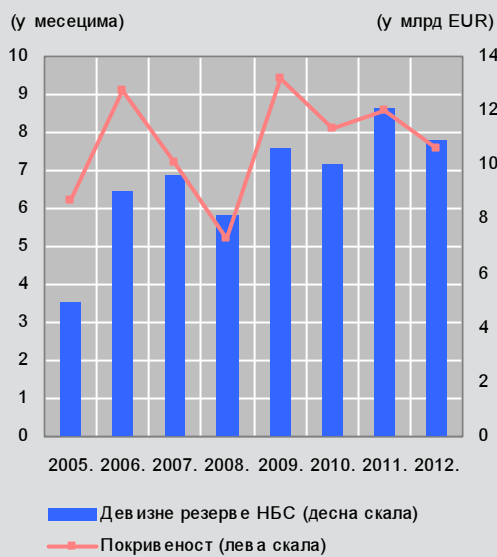
¹¹ Обрачунато по програмском курсу ММФ-а – курсна листа Народне банке Србије бр. 143 од 29. јула 2011. године.

Метохијом¹² (317,4 млн евра), као и по основу купона на иностране ХоВ (151,8 млн евра) и камата на депозите, *SDR*, рачуне по виђењу и текуће рачуне (2,8 млн евра). Девизни прилив по основу донација износио је 93,3 млн евра, а по основу приватизација 18,6 млн евра.

По основу интервенција Народне банке Србије на МДТ-у, из девизних резерви је у 2012. години исплаћено 1.311,3 млн евра.¹³ Такође, банке и даваоци финансијског лизинга повукли су обавезну резерву у нето износу од 898,0 млн евра, док је редовним измиривањем обавеза према инокредиторима и сервисирања старе девизне штедње повучено 651,7 млн евра и 246,1 млн евра, респективно.

Већи девизни одлив реализован је и по основу отплате дуга према ММФ-у (212,1 млн евра), исплате доспелих ХоВ Републике Србије деноминираних у еврима (204,2 млн евра) и повлачења девизних средстава Агенције за осигурање депозита у процесу преузимања Нове Агробанке а.д. (178,5 млн евра).

Графикон III.2.1. Покривеност увоза девизним резервама



Извор: НБС.

Међународна инвестициона позиција земље

Србија је током 2012. смањила страну финансијску активу за 3,2%, на 17.226,2 млн евра, док је страну пасиву повећала за 3,6%, на 44.518,9 млн евра. Тиме је негативна међународна инвестициона позиција Србије повећана за 8,4%, на 27.292,7 млн евра.

Прилив капитала по основу реализованих трансакција у износу од 3.934,4 млн евра утицао је на пораст негативне нето позиције Србије за 2.124,9 млн евра. Супротно томе, валутне промене, промене цена финансијских инструмената и остале промене утицале су на смањење негативне нето позиције Србије за 428,4 млн, 33,3 млн и 1.347,5 млн евра, респективно.

Посматрано по секторима, позитивна међународна инвестициона позиција Народне банке Србије смањена је за 8,7%, на 9.464,6 млн евра. Страна финансијска актива смањена је за 9,5%, на 10.914,2 млн евра, као последица смањења резервне aktive државе. Страна финансијска пасива смањена је за 14,1%, на 1.449,5 млн евра, по основу отплате дуга по иностраним кредитима.

Негативна нето позиција јавног сектора повећана је за 19,3%, на 11.719,3 млн евра. Страна актива јавног сектора повећана је за 7,1%, на 26,3 млн евра, због улагања у некретнине у иностранству. Страна финансијска пасива повећана је за 19,3%, на 11.745,6 млн евра. Пораст пасиве јавног сектора настао је као последица продаје евробондова на иностраном тржишту (за 1.487,5 млн евра) и пораста задужења по иностраним финансијским кредитима (за 415,6 млн евра).

Негативна нето позиција банкарског сектора смањена је за 3,9%, на 8.099,8 млн евра. Страна финансијска актива банака повећана је 23,2%, на 1.456,9 млн евра. Повећање диспонибилних резерви домаћих банака у иностранству и улагање у иностране дужничке хартије утицала су на повећање стране active банака, док је кредитирање нерезидената имало супротан ефекат. Страна финансијска пасива банака смањена је за 0,6%, на 9.556,8 млн евра. Раздуживање банака по иностраним кредитима и смањење СДИ највише су допринела смањењу пасиве банака, док су пораст

¹² Према Закону о привременом обављању одређених послова платног промета на територији СРЈ („Службени лист СРЈ“, бр. 9/01).

¹³ Реализација трансакција по основу интервенција Народне банке Србије на МДТ-у исказује се у складу с рачуноводственим правилима на дан извршења, а не на дан трговања.

портфолио улагања у дужничке хартије, конверзија иностраног дуга у капитал и пораст готовог новца и депозита нерезидената код домаћих банака деловали у супротном смеру.

Међународна инвестициона позиција осталих сектора према иностранству (пре свега привреде као највећег нето дужника) смањена је за 2,0%, на 16.938,2 млн евра. Страна финансијска актива привреде и становништва повећана је за 6,7%, на 4.828,8 млн евра. Повећање ефективног новца у „сламарицама“, пораст трговинских и финансијских кредита одобрених нерезидентима, повећање техничких резерви страних осигуравајућих друштава код домаћег осигурања, као и повећане СДИ у иностранству, утицали су на раст активе осталих сектора. Пораст активе је незнатно ублажен смањеним улагањима у дужничке нерезидентне хартије. Страна финансијска пасива привреде и становништва смањена је за 0,2%, на 21.767,0 млн евра. Пад иностране задужености по финансијским кредитима имао је највећи утицај на смањење пасиве осталих сектора. СДИ су повећане за 1,5%, због

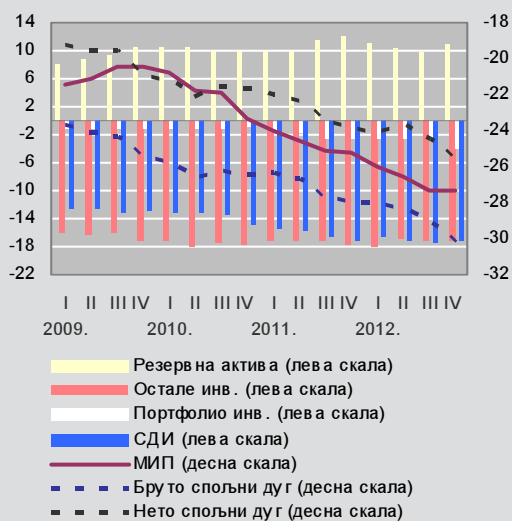
знатног повећања задужености по финансијским кредитима (915,1 млн евра) које су одобрили страни власници, конверзије дуга у капитал (202,4 млн евра) и повећаног улагања у некретнине и огранке (116,5 млн евра). С друге стране, смањење власничког капитала и реинвестиране добити (927,7 млн и 89,2 млн евра, респективно) у великој мери је неутралисало пораст СДИ.

Спољни дуг

Укупан спољни дуг Републике Србије је на крају 2012. износио 25.721,0 млн евра и у односу на крај 2011. већи је за 1.595,6 млн евра, или 6,6%. На раст спољног дуга у највећој мери је утицало задуживање државе на међународном финансијском тржишту, а у знатно мањој мери повећање спољног дуга приватног сектора.

Структура спољног дуга по оригиналној рочности побољшана је у посматраном периоду – учешће

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



Графикон III.2.3. Спољни дуг Републике Србије према сектору дужника



краткорочног дуга у укупном спољном дугу смањено је за 0,6 п.п. и на крају 2012. је износило 1,9%.

Учешће спољног дуга у процењеном БДП-у на крају 2012. је износило 85,9%, што је за 9,3 п.п. више него на крају 2011. Однос спољног дуга и 12-месечног извоза робе и услуга износио је 215,7% и у поређењу с крајем 2011. већи је за 5,7 п.п. Однос укупних отплата по спољном дугу и годишњег извоза робе и услуга повећан је у 2012. за 0,9 п.п., на 36,4%.

Спољни дуг јавног сектора¹⁴ је у 2012. повећан за 1.414,1 млн евра, или 13,1%, и на крају године је износио 12.187,3 млн евра. Тиме је његово учешће у укупном спољном дугу повећано на 47,4%, а учешће у БДП-у на 40,7%. Укупно коришћење кредита јавног сектора износило је 2.224,3 млн евра, а по основу главнице отплаћено је 670,0 млн евра.

Спољни дуг приватног сектора износио је на крају године 13.533,7 млн евра и у односу на крај 2011.

повећан је за 181,6 млн евра, или 1,4%. Његово учешће у БДП-у износило је 45,2%.

Највећа нето задужења по основу дугорочних кредита у току 2012. забележена су у прерађивачкој индустрији (798,1 млн евра) и грађевинарству (39,0 млн евра), а највећа нето раздужења у банкарском сектору (95,0 млн евра), сектору трговине на велико и мало (85,2 млн евра), саобраћају и складиштењу (60,6 млн евра) и финансијском лизингу (47,4 млн евра). Укупно коришћење дугорочних кредита приватног сектора износило је 2.673,5 млн евра, а по основу главнице отплаћено је 2.071,4 млн евра.

Спољни дуг банака (4.099,6 млн евра) смањен је за 264,5 млн евра, или 6,1%, по основу смањења краткорочних банкарских линија и депозита за 153,8 млн евра и дугорочних кредита за 110,7 млн евра. Спољни дуг предузећа (9.434,1 млн евра) повећан је за 446,1 млн евра, или 5,0%, у односу на крај 2011.

3. Кретања на девизном тржишту и курс динара

Динар је у 2012. години номинално ослабио према евр за 8,0%.

Слабљење динара било је најизраженије у првих пет месеци, када је депрецијација износила 6,0%. Депрецијацијским притисцима у овом периоду допринели су висока јавна потрошња, односно монетарни ефекти њеног финансирања екстерним задуживањем присутни од краја 2011. године¹⁵, раст текућег дефицита, раст премије ризика¹⁶ и смањен прилив страних инвестиција у условима повећане неизвесности. Наиме, поред опште неизвесности изазване рецесијом и кризом јавног дуга у зони евра, која је умањила девизни прилив (по основу извоза и могућности екстерног финансирања), у Србији су у овом периоду били присутни и додатни фактори нестабилности – прекид аранжмана с ММФ-ом у фебруару и неизвесност у вези с фискалном консолидацијом и структурним реформама.

Графикон III.2.4. Спољни дуг Републике Србије по инокредиторима (стање на дан 31. 12. 2012)



Извор: НБС.

¹⁴ Спољни дуг јавног сектора Републике Србије обухвата репрограмирани стари дуг, нови државни и државно гарантовани дуг, обавезе Народне банке Србије, нерегулисане обавезе Републике Србије по основу клириншког дуга, као и део дуга локалне самоуправе и државних фондова без гаранције државе.

¹⁵ Република Србија је 21. септембра 2011. године продала еврообвезнице у вредности од 1,0 млрд долара по каматној стопи 7,5% (купонска стопа 7,25%).

¹⁶ Показатељ премије ризика је *EMBI*.

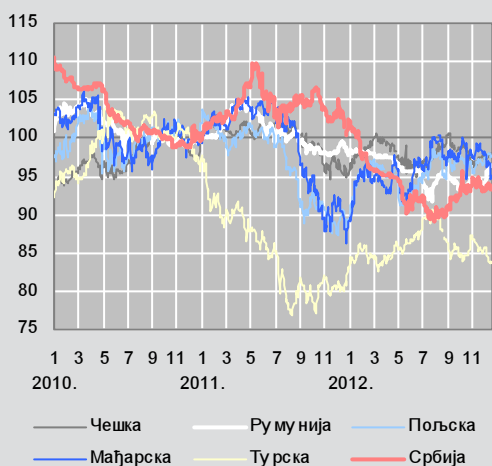
Привремена стабилизација курса динара забележена је у јуну, чему су допринеле мере монетарне политике Народне банке Србије – повећање референтне каматне стопе, први пут након 13 месеци, као и промена регулативе о обавезној резерви¹⁷. Раст премије ризика Србије, скроман прилив капитала из иностранства и погоршање кредитног рејтинга земље¹⁸ узроковани неизвесношћу у погледу фискалне консолидације утицали су да динар поново ослаби у јуну.

Од средине августа кретање курса се поново стабиловало, пре свега захваљујући мерама монетарне политике Народне банке Србије. У периоду од септембра до децембра банке су интензивно одобравале кредите у оквиру новог програма субвенционисаног кредитирања привреде, који су били претежно девизно индексирани. У ситуацији када повећавају девизно индексирани

пласмане, банке су продавале девизе на тржишту како се не би излагале девизном ризику, што је подстакло јачање динара. Поред тога, Влада је у септембру објавила програм фискалне консолидације, након чега је уследио пад премије ризика Србије, израженији него код осталих земаља у региону, па је и интересовање страних инвеститора за улагања у Србију порасло. У последња два месеца 2012. курс динара је био релативно стабилан. Ублажавању депрецијацијских притисака допринело је и смањење текућег дефицита платног биланса, које је присутно од средине године, а нарочито у новембру.

Да би обезбедила несметано функционисање девизног тржишта и ублажила прекомерне дневне осцилације курса динара, Народна банка Србије је на МДТ-у у 2012. години интервенисала продајом девиза у износу од 1.348,3 млн евра и куповином

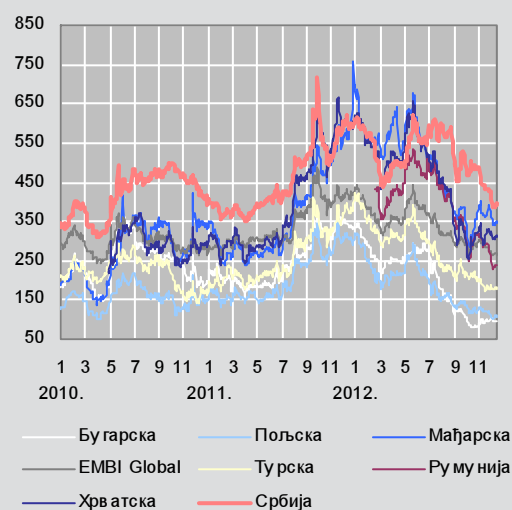
Графикон III.3.1. Кретање курсова одређених националних валута према еврџу (дневни подаци, 30. 9. 2010 = 100)



Извор: НБС и веб-сајтови централних банака.

* Раст представља апрецијацију.

Графикон III.3.2. Показатељ премије ризика – EMBI по земљама (дневни подаци, у б.п.)



Извор: JP Morgan.

¹⁷ Променом регулативе везане за обавезну резерву у 2012. години ослобођена је девизна ликвидност у износу од 640,0 млн евра и повучена динарска ликвидност у износу од 69,0 млрд динара.

¹⁸ Агенција *Standard & Poor's* снижила је кредитни рејтинг Србије с ВВ на ВВ-, док је агенција *Fitch* потврдила своју досадашњу оцену ВВ-. Међутим, обе агенције су процениле да је дошло до погоршања изгледа из стабилних у негативне. Главни аргументи за снижење рејтинга, односно погоршање његових изгледа, били су погоршање фискалног и спољнотрговинског дефицита и недостатак фискалне консолидације.

5,0 млн евра. При томе, највећи део (1.288,8 млн евра) продат је у П1. Просечан дневни промет између банака на МДТ-у (без Народне банке Србије) износио је 69,0 млн евра, што је за 10,7% мање у односу на 2011. годину. Најнижи промет бележио се у периоду од марта до маја, када су и интервенције Народне банке Србије биле најинтензивније.

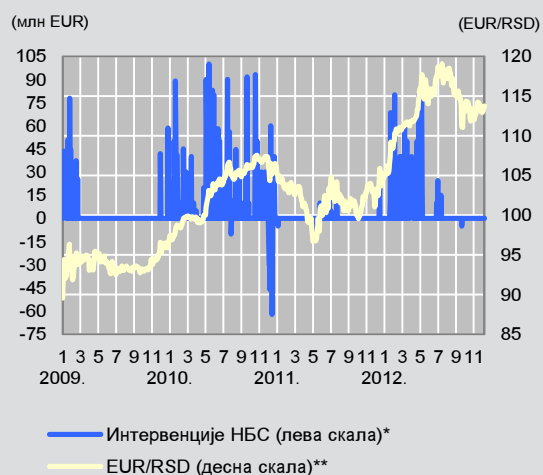
Динар је у 2012. забележио номиналну депрецијацију према долару од 6,2%. Због слабљења динара у односу на евро и долар, у 2012. години је дошло до депрецијације номиналног ефективног курса динара¹⁹ за 7,6%. Упркос таквим кретањима, због домаће инфлације од 12,2% и ниже инфлације у зони евра и САД (2,2% и 1,7%, респективно), реални ефективни курс динара је апречицао за 1,5% (1,0% према евр и 3,5% према долару).

4. Кретања на тржишту новца и капитала и кредити банака

Каматне стопе

Каматна стопа *BEONIA* се у 2012. години кретала углавном испод референтне каматне стопе. Изузетак је био период од маја до јула, када је каматна стопа *BEONIA* остварила знатно већи раст од референтне каматне стопе. На то је пре свега утицало повећање дела девизне обавезне резерве који се издваја у динарима, што се директно одразило на смањење динарске ликвидности банкарског сектора и раст тражње на преконоћном тржишту новца. Од јула, са изменом смера главних операција на отвореном тржишту у правцу креирања ликвидности, каматна стопа *BEONIA* се смањује и већ у августу спушта испод референтне каматне стопе.

Графикон III.3.3. Кретање курса динара и интервенције Народне банке Србије на девизном тржишту

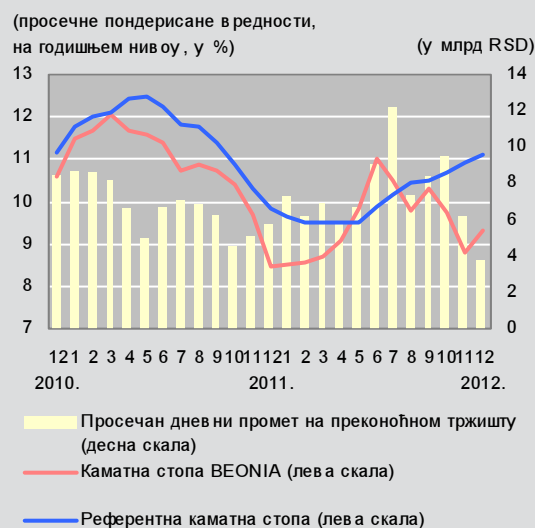


Извор: НБС.

* + продаја; - куповина.

** 1 EUR у RSD.

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



Извор: НБС.

¹⁹ Ефективни курс представља пондерисани просек курса динара према евр (пондер 0,8) и према долару (пондер 0,2).

Пораст ликвидности у Т4 допринео је да се каматна стопа *BEONIA* приближи каматној стопи на депозитне олакшице. Због повећане ликвидности банака, Извршни одбор је у децембру донео одлуку о измени смера операција на отвореном тржишту ка повлачењу ликвидности. Измењен је и метод аукција, према коме је понуда ХоВ Народне банке Србије ограничена.

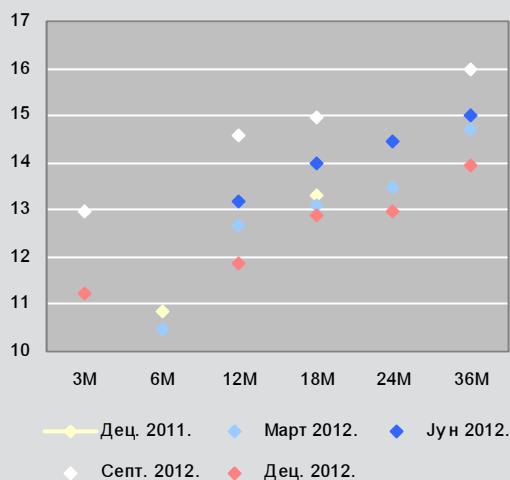
Просечан дневни промет на преконоћном тржишту виши је за 12,3% и у 2012. износио је 7,4 млрд динара. Крајем године промет је смањен и у децембру је његова просечна дневна вредност била 3,8 млрд динара.

Каматне стопе *BELIBOR* су у 2012. години имале дивергентна кретања – просечне месечне каматне стопе краћих рочности су исказале благ пад, док су просечне месечне каматне стопе дужих рочности оствариле раст. То је резултирало повећањем нагиба

криве приноса на међубанкарском тржишту новца, при чему је распон каматних стопа *BELIBOR* повећан са 1,1 п.п. у децембру 2011. на 2,5 п.п. у децембру 2012. године. Каматне стопе *BELIBOR* краће рочности кретале су се у складу с кретањем каматне стопе *BEONIA*, док су каматне стопе дужих рочности пратиле кретање референтне каматне стопе. Као последица тога, просечне вредности каматних стопа *BELIBOR* кретале су се у децембру од 9,8% за најкраћу рочност до 12,3% за рочност од шест месеци.

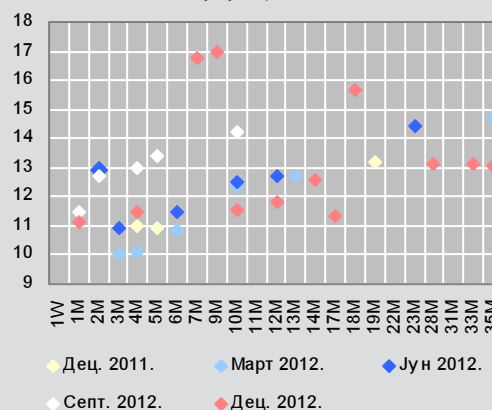
Каматне стопе на примарном тржишту државних ХоВ су почетком 2012. благо опале, што је било у складу с кретањем референтне каматне стопе. Од Т2 је уследио раст каматних стопа на државне ХоВ, који је у Т3 посебно био изражен. Од марта до септембра просечна пондерисана каматна стопа на динарске ХоВ повећана је за 2 п.п., на 15,2%. Неизвесност у погледу динамике и јачине фискалне консолидације доприносила је смањеном интересовању инвеститора и слабијој

Графикон III.4.2. Каматне стопе на примарном тржишту државних ХоВ (просечне пондерисане вредности, на годишњем нивоу, у %)



Извор: Министарство финансија и привреде.

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



Извор: Министарство финансија и привреде и Централни регистар хартија од вредности.

* Искључена трговања до два радна дана од датума салдирања примарног трговања и приказана сва трговања већа од 5,0 млн динара.

реализацији на аукцијама посебно дужих рочности. Раст каматних стопа од маја подстакло је и повећање референтне каматне стопе, али у мањој мери. После усвајања програма фискалне консолидације, од октобра је повећана тражња инвеститора за државним ХоВ, што се директно одразило на смањење каматних стопа. Тако је до децембра просечна пондерисана каматна стопа смањена за 2,6 п.п., на 12,6%. Крајем године вредности каматних стопа су се кретале у распону од 11,9% за рочност од једне године до 14,0% за рочност од три године.

Референтна динарска крива приноса је у 2012. продужена, пошто је држава први пут емитовала петогодишње динарске обвезнице. На три аукције које су одржане током године каматна стопа се кретала од 14,7% до 15,0%.

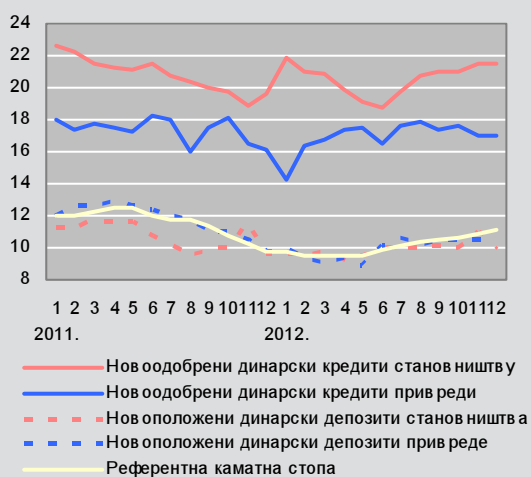
Држава је у 2012. години на домаћем тржишту емитовала и ХоВ деноминоване у еврима. У односу

на 2011, када је организовано само пет аукција²⁰, у 2012. је организовано 13 аукција за рочност од једне до две године, на којима је каматна стопа углавном осцилирала око нивоа од 6%. Ипак, у децембру је забележен знатан пад каматних стопа на аукцијама за рочност од 18 месеци и две године, при чему су оне износиле 4,9% и 5,0%, респективно.

Каматне стопе на новоодобрене динарске кредите су у 2012. повећане за 1,0 п.п. и у децембру су се кретале на нивоу од 18,2%. Раст динарских каматних стопа је остварен по основу повећања каматних стопа на кредите становништву за 1,8 п.п., на 21,5%, и по основу раста каматних стопа на кредите привреди за 0,8 п.п., на 17,0%. Раст каматних стопа на кредите привреди дугује се пре свега расту каматних стопа за остале и инвестиционе кредите.

Графикон III.4.4. Кретање каматних стопа на динарске кредите и депозите привреди и становништву*

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

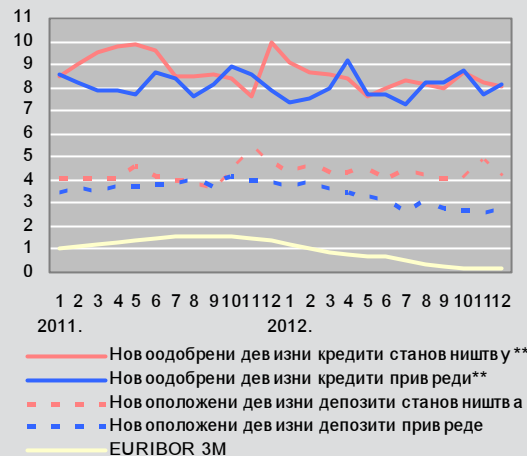


Извор: НБС.

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

Графикон III.4.5. Кретање каматних стопа на девизне кредите и депозите привреди и становништву*

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



Извор: НБС и Европска банкарска федерација (ЕБФ).

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

** У еврима и евроиндексирано.

²⁰ По једна аукција за рочност од годину дана (4,5%), 18 месеци (5,4%), три године (5,0%) и две аукције за рочност од 15 година (5,85%).

Каматна стопа на новоодобрене евроиндексиране кредите и кредите у еврима у децембру је износила 8,1%, или за 0,1 п.п. мање него на крају 2011. године. При томе, каматне стопе на кредите привреди незнатно су повећане (0,2 п.п.) у 2012. и у децембру су износили 8,1%. Каматне стопе на кредите становништву смањене су за 1,9 п.п., на 8,1%. Пошто се највећи део (85%) новоодобраних евроиндексираних кредита и кредита у еврима односи на кредите привреди, пад каматних стопа на кредите становништву није се у већој мери одразио на кретање укупне каматне стопе на ове кредите.

Каматне стопе на орочену штедњу становништва у еврима у 2012. години смањене су за 0,6 п.п., на 4,2%. Уколико се посматра новембар као месец штедње, каматне стопе су у просеку износили 4,8% у 2012, а у истом периоду претходне године 5,3%. Каматне стопе на штедњу у динарима благо су повећање и крајем године су износили 9,9%. Код сектора привреде каматне стопе на орочене динарске депозите су повећане 0,8 п.п. на 10,6%, док су каматне стопе на депозите у еврима смањене за 1,2 п.п., на 2,7%, на крају 2012. године.

Кретања на берзи

После раста у прва два месеца 2012, индекси Београдске берзе су у наредна четири месеца забележили континуиран пад. Индекс најликвиднијих акција *BELEX15* смањен је у П1 за 12,6%, а општи индекс акција *BELEXline* за 9,1%. Таква кретања могу се довести у везу пре свега са изборним циклусом и неизвесношћу око брзине и интензитета фискалне консолидације. Такође, искључење акција Агробанке с листинга Берзе негативно се одразило на акције из финансијског сектора, које су биле међу ликвиднијим на Београдској берзи.

Међутим, након стагнације у Т3, на крају године остварен је снажан раст цена акција. На нивоу целе године индекси *BELEX15* и *BELEXline* порасли су 5,0% и 2,9%, респективно. Раст цена акција може се повезати с позитивним очекивањима инвеститора у погледу макроекономских кретања у 2013. години – растом привредне активности, смањењем инфлације и

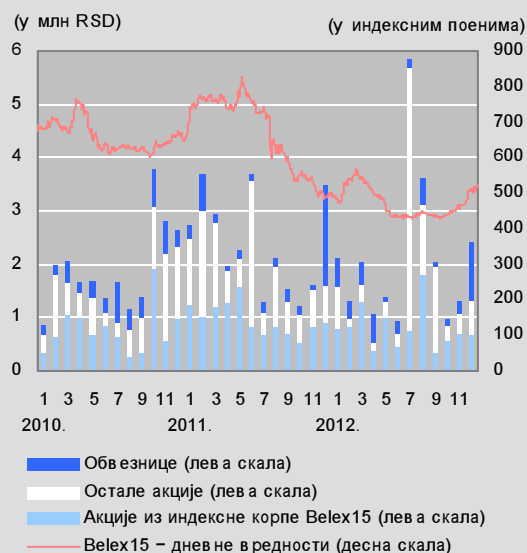
растом извоза. Доношење програма фискалне консолидације такође је допринело позитивној перцепцији Србије.

Укупан промет акцијама у 2012. износио је 20,7 млрд динара, или 14,9% мање у односу на претходну годину. Уколико се посматрају само акције које улазе у састав индексне корпе *BELEX15*, промет је смањен за 17,7%, на 9,5 млрд динара.

Укупан промет обвезницама старе девизне штедње износио је 4,3 млрд динара, што је за 2,7% више него у 2011. години. Највише се трговало серијом обвезница које доспевају 2013. године (40,6% укупног трговања). Стопе приноса до доспећа смањене су и на крају 2012. кретале су се на нивоу од 4,5% за све серије обвезница изузев серије која доспева у 2014. години (4,8%), док су на крају 2011. имале вредност од 4,5% до 5,8%.

У новембру је, путем јавне понуде на берзи, одржана прва примарна продаја дугорочних динарских обвезница једне банке, што представља даљи корак у развоју тржишта капитала. Укупна вредност продатих

Графикон III.4.6. Индекс *BELEX15* и промет на Београдској берзи



Извор: Београдска берза.

обвезница износила је 1,5 млрд динара и до краја Т4 укупно секундарно трговање овим ХоВ износило је 0,2 млрд динара.

Тржишна капитализација Београдске берзе је у 2012. смањена за 41,3 млрд динара и крајем године је износила 776,2 млрд динара. Учешће тржишне капитализације у оцењеном БДП-у на крају децембра смањено је за 2,9 п.п., на 22,9%.

Монетарни агрегати

Примарни новац

Укупан примарни новац је у 2012. години номинално повећан за 3,2%, односно реално је смањен за 8,0%. Посматрано у апсолутном износу, укупан примарни новац је повећан за 19,4 млрд динара, при чему је динарски примарни новац повећан за 81,7 млрд динара, док је девизни смањен за 62,3 млрд динара.

Динарски примарни новац је креиран пре свега по основу трошења државе и смањења пласмана банака у репо ХоВ, а повлачен интервенцијама Народне банке Србије на МДТ-у. Држава је у највећој мери допринела расту динарске ликвидности (94,8 млрд динара), тако што је део средстава с девизног рачуна конвертовала у динаре и трошила их. Трошење државе је посебно било наглашено у Т4, када су по основу емисије еврообвезница средства на девизним рачунима повећана за близу 1,4 млрд евра. На раст динарског примарног новца утицало је и смањење стања репо ХоВ за 80,8 млрд динара на нивоу целе године. У току првих седам месеци динарски примарни новац је креиран углавном по основу смањења пласмана банака у репо ХоВ (120,6 млрд динара). Током друге половине децембра, када је Народна банка Србије поново прешла на реверзне репо операције, повучено је 39,8 млрд динара. Ипак, највећи део примарног новца повучен је интервенцијама Народне банке Србије на МДТ-у (149,0 млрд динара), пре свега у току П1 (139,3 млрд динара).

Када је реч о структури динарског примарног новца, банкарске резерве су у 2012. години повећане за 81,0 млрд динара, првенствено због

раста обавезне резерве обрачунате у динарима у току Т2 и Т3. Слободне резерве банака такође су повећане, и то претежно у Т4, када су банке због вишка ликвидности депоновале знатно већи износ код Народне банке Србије. Средства на рачунима локалне самоуправе повећана су за 4,4 млрд динара, док је готов новац у оптицају смањен за 3,6 млрд динара.

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

	Дец. 2011.	Дец. 2012.	Промене у 2012.
Нето потраживања од иностранства	1.091.348	1.084.625	-6.723
Нето девизне резерве	1.091.587	1.082.921	-8.666
Бруто девизне резерве	1.261.730	1.241.131	-20.599
Кредити од ММФ-а	-170.143	-158.210	11.933
Остала нето потраживања од иностранства	-239	1.704	1.943
Нето домаћа актива	-483.625	-457.537	26.088
Нето домаћи кредити НБС	-267.380	-197.880	69.500
Нето потраживања од државе ¹⁾	-147.501	-159.625	-12.124
Кредити држави	1.275	1.227	-48
Депозити државе	-148.776	-160.852	-12.076
Нето потраживања од банака	-120.245	-39.187	81.058
Кредити банкама	350	654	304
Репо операције	-120.550	-39.800	80.750
Друге ХоВ	-45	-41	4
Кредити небанкарским финансијским организацијама	5.565	5.391	-174
Кредити осталим секторима	2.486	2.637	151
Орочени и ограничени депозити	-7.685	-7.096	589
Остала нето актива	-216.245	-259.657	-43.412
Примарни новац	607.722	627.088	19.366
Динарски примарни новац	227.067	308.756	81.689
Готов новац у оптицају	114.190	110.547	-3.643
Банкарске динарске резерве	104.625	185.593	80.968
Обавезна резерва	71.247	140.322	69.075
Слободне резерве	33.378	45.271	11.893
Остали депозити осталих сектора	0	5	5
Депозити локалне самоуправе	8.253	12.612	4.359
Девизни депозити банака	380.654	318.332	-62.322

¹⁾ Нису укључени органи локалне самоуправе.

Извор: НБС.

Новчани агрегати М1, М2 и М3

Понуда новца је у 2012. години успорила свој номинални раст, док је посматрано у реалном износу смањена.

Динарски монетарни агрегат М1 номинално је повећан за 5,1%, док је М2 смањен за 1,5%. Истовремено, М1 и М2 су забележили реални пад од 6,3% и 12,2%, респективно. Пад готовог новца у оптицају износио је 3,6 млрд динара. Динарски трансакциони депозити повећани су за 18,6 млрд,

највише због раста средстава на рачунима привреде. На пад штедних и орочених депозита (22,2 млрд динара) утицало је у највећој мери смањење средстава на рачунима привреде. Таква кретања на рачунима привреде могу се објаснити потребом предузећа да средства држе у форми најликвиднијих депозита, као и смањеном економском активношћу и стално присутним проблемом отежане наплате потраживања.

Најшири новчани агрегат М3 номинално је повећан за 9,4%, док је реално смањен за 2,5%. Девизни депозити код банака остварили су раст од 558,7 млн евра, првенствено по основу раста девизне штедње становништва (588,5 млн евра). Раст је посебно био изражен у мају и јуну захваљујући исплати рате обвезница старе девизне штедње, као и у новембру, када су грађани, иако банке нису нудиле стимулативне услове поводом Светског дана штедње, полагали више средстава на штедњу него у претходним месецима.

Покривеност новчане масе М3 девизним резервама Народне банке Србије смањена је са 84,1%, колико је износила на крају 2011, на 75,6% у децембру 2012. Када се укључе и девизне резерве банака, овај показатељ је смањен са 89,7% на 82,9%.

Кретање понуде новца у 2012. години у већој мери су определили домаћи фактори. Иако успорена, кредитна активност банака, пре свега кредитирање привреде и становништва, и интензивно задуживање државе на домаћем тржишту путем емисије ХоВ деловали су на креирање М3. Држава је монетизовала део девизних средстава прикупљених по основу продаје еврообвезница с рачуна код Народне банке Србије и у тој мери допринела креирању новчане масе. И поред интензивног трошења, стање депозита државе код Народне банке Србије је на крају 2012. више него на крају 2011, па су и девизне резерве земље повећане. Повећање нето иностране aktive банака (већи раст потраживања од иностранства од раста иностраних обавеза) такође је, али у мањој мери, деловало у смеру креирања М3.

Кредити банака

Успоравање раста кредитне активности настављено је и у 2012. Према композитној мери²¹, када се искључи ефекат промене девизног курса²², кредитна активност

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

	Дец. 2011.	Дец. 2012.	Промене у 2012.
Нето потраживања од иностранства	670.091	673.020	2.929
Нето потраживања банака од иностранства	-421.257	-411.604	9.653
Нето домаћа актива банкарског сектора	830.354	968.783	138.429
Нето домаћи кредити	1.817.841	2.053.181	235.340
Нето потраживања од државе	29.538	95.099	65.561
Кредити држави	199.356	291.586	92.230
Депозити државе	-169.818	-196.488	-26.670
Кредити осталим резидентним секторима	1.788.303	1.958.084	169.781
Кредити другим финансијским организацијама	43.758	45.601	1.843
Кредити привреди	1.115.437	1.225.605	110.168
Кредити становништву	602.630	653.586	50.956
Кредити локалним нивоима власти	25.714	31.731	6.017
Кредити непрофитним и другим организацијама	765	1.561	796
Остала нето актива	-987.487	-1.084.398	-96.911
Новчана маса М3	1.500.444	1.641.804	141.360
Новчана маса М2	487.914	480.717	-7.197
Новчана маса М1	293.694	308.699	15.005
Готов новац у оптицају	114.190	110.547	-3.643
Трансакциони депозити	179.504	198.152	18.648
Динарски штедни и орочени депозити	194.220	172.019	-22.201
Девизни депозити	1.012.530	1.161.087	148.557

Извор: НБС.

²¹ Као показатељ укупног задуживања, обухвата домаће кредитирање приватног сектора, јавних предузећа и локалних нивоа власти, као и директно задуживање предузећа у иностранству.

²² Обрачунато по курсу динара према еврау на дан 31. августа 2008, уз претпоставку да су сви девизни и девизно индексирани кредити одобрени у еврима.

је повећана за 1,5%. Раст је остварен захваљујући расту домаћих кредита. Њихово учешће у БДП-у повећано је за 2,1 п.п. и износило је 55,8%.

Ако се искључи ефекат промене курса, домаћи кредити су остварили раст од 3,5%. Номинално, укупни домаћи кредити банака су повећани за 167,8 млрд динара, док без ефекта промене девизног курса то повећање износи 56,6 млрд динара. Раст кредитне активности је успорен и код кредита привреди и код кредита становништву.

У периоду од септембра до новембра м.г. раст кредита привремено је убрзан због интензивног одобравања субвенционисаних кредита привреди. Са исцрпљивањем средстава за субвенционисано кредитирање, раст кредитне активности се од децембра успорава. Успоравање тог раста делом је и последица одузимања дозволе за рад и покретања стечаја над Новом Агробанком, чиме је највећи део потраживања по основу кредита пребачен на Агенцију за осигурање депозита, тј. искључен из биланса банкарског система.

У 2012. години банке су се ослањале на домаће изворе финансирања. Највећи део средстава обезбеђен је по основу раста девизних депозита, пре свега девизне штедње становништва. Девизна средства која су ослобођена по основу измене регулативе о обавезној резерви банке су делом искористиле за раздуживање према иностранству, док су део задржале на рачунима у иностранству. Измена Одлуке о обавезној резерви и захтев за повећање динарско издвајање девизне обавезне резерве нису утицали на смањење кредитне активности, будући да су банке неопходна динарска средства обезбедила првенствено смањењем улагања у репо ХоВ.

Потраживања банака по основу кредита привреди номинално су повећана за 113,2 млрд динара, а искључујући ефекат промене курса за 41,8 млрд динара. Раст кредита привреди био је најизраженији од септембра до новембра услед интензивног одобравања субвенционисаних кредита. Кредити за обртна средства били су и у 2012. најзаступљенији међу кредитима који се одобравају привреди. Одобравање инвестиционих кредита настављено је сличном динамиком као у 2011. години, а настављен је и раст њиховог учешћа у структури одобрених кредита. Највише кредита је пласирано у секторе саобраћаја и индустрије. Предузећа из сектора трговине кредитирана су у нешто мањој мери него претходне године. Негативне тенденције у грађевинској индустрији одразиле су се и на пад потраживања банака према предузећима из овог сектора.

Потраживања банака по основу кредита становништву номинално су повећана за 49,9 млрд динара, а без ефекта промене курса за 13,5 млрд динара. У оквиру кредита становништву, најзаступљенији међу новоодобреним кредитима били су стамбени кредити, мада их је одобрено мање него у претходној години. Грађани су користили готовинске кредите у нешто већој, а потрошачке у нешто мањој мери него у 2011. Задуживање становништва по основу најскупљих видова кредитирања – коришћења кредитних картица и минусног салда на текућим рачунима – на сличном је нивоу као раније.

Графикон III.4.7. Учешће кредита у БДП-у и раст кредитне активности*



На субвенционисаном сегменту кредитног тржишта у периоду од јануара до августа забележен је нижи обим активности. Одобрено је 12,7 млрд динара тих кредита, од чега се већи део односио на субвенционисане стамбене кредите (5,9 млрд динара) и пољопривредне кредите (5,5 млрд динара). У септембру је започет нови програм субвенционисања кредита привреди – за ликвидност, обртна средства и извоз. За само два и по месеца колико су трајала средства одређена за те намене, банке су одобриле око 124,3 млрд динара тих кредита, због чега је забележен привремен опоравак кредитне активности у том периоду. У току 2012. укупно је одобрено око 140,3 млрд динара субвенционисаних кредита. Програм субвенционисаног стамбеног кредитирања настављен је и у 2013. години.

Способност отплате кредита, мерена учешћем *NPL* у укупним кредитима, незнатно је побољшана у 2012. Укупно учешће *NPL*, рачунато по бруто принципу, смањено је за 0,4 п.п., на 18,6% (по нето принципу 10,4%). Одузимање дозволе за рад Новој Агробанци и искључивање већег дела њених потраживања из укупних потраживања банкарског система смањило је то учешће. Посматрано по секторима, учешће *NPL* код привреде је смањено за 3,1 п.п., на 19,2%. Кашњење становништва у отплати кредита повећано је за 0,5 п.п. и на крају године је износило 8,5%.²³

5. Динаризација

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

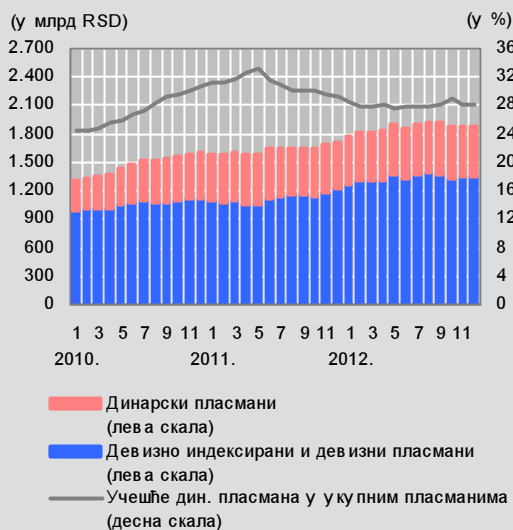
Препознајући потребу да се већом употребом динара у финансијском систему подигне ниво финансијске

стабилности земље, умањи ризик од промене девизног курса у најрањивијим секторима привреде, ојача ефикасност монетарне политике и тиме помогне стварању предуслова за одржив и снажан привредни развој, Народна банка Србије и Влада су у априлу 2012. године потписале Меморандум о стратегији динаризације финансијског система Србије²⁴. Меморандумом су дефинисани инструменти, мере и активности који ће се предузимати ради јачања поверења у динар и његову већу употребу у финансијском систему.

Народна банка Србије је у 2012. години наставила да, при одобравању кредита за одржавање дневне ликвидности и краткорочних динарских кредита банкама, као залогу прихвата искључиво динарске ХоВ Републике Србије и Народне банке Србије. Такође, Народна банка Србије и даље предност даје динарским изворима финансирања банака путем знатно ниже стопе обавезне резерве на динарске изворе средстава банака у односу на девизне.

Ради заштите од девизног ризика, Народна банка Србије је заинтересована да интензивно сарађује с

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



Извор: НБС.

²³ Уколико се укључе предузетници, кашњење у отплати кредита повећано је за 0,7 п.п. и износи 9,9%.

²⁴ http://www.nbs.rs/export/sites/default/internet/latinica/90/dinarizacija/MemorandumVladaDinarizacija_20120406.pdf.

банкарским сектором на увођењу и развоју основних инструмената заштите од девизног ризика. У том смислу, Народна банка Србије је у 2012. години редовно организовала тромесечне своп аукције девиза како би подстакла међубанкарске своп трговине и развој инструмената за управљање ликвидношћу и заштиту од девизног ризика.

У јануару је Влада први пут емитовала обвезнице петогодишње рочности, чиме је продужена динарска крива приноса, доприносећи тако развоју примарног и секундарног тржишта динарских ХоВ. Такође, у октобру је повећана пореска стопа на приход од камате по основу девизне штедње са 10% на 15%, док је динарска штедња и даље ослобођена пореза.

Поменуте мере допринеле су да у мају буде издата и прва дугорочна (трогодишња) динарска банкарска обвезница, као и да у новембру прва дугорочна (двогодишња) обвезница буде примарно продата на Београдској берзи.

Као основни показатељ за праћење степена динаризације финансијског система, Народна банка

Србије користи учешће динарских пласмана у укупним пласманима банака привреди и становништву.²⁵ У току 2012. године степен динаризације је смањен са 29,2%, колико је износио на крају 2011, на 28,0% на крају 2012. Смањење степена динаризације резултат је већег раста девизних и девизно индексираних пласмана (136,5 млрд динара) од раста динарских пласмана (25,3 млрд динара). Ако се искључи ефекат промене девизног курса²⁶, степен динаризације је порастао са 29,2% на 29,7%.

Посматрано по секторској структури, степен динаризације је повећан код сектора становништва (са 32,6% на 35,1%), док је код сектора привреде смањен (са 27,3% на 24,2%). Уколико се искључи ефекат промене девизног курса, код сектора становништва бележи се раст степена динаризације од 4,5 п.п., на 37,1%, док се код сектора привреде бележи његов пад од 1,6 п.п., на 25,7%. Пад степена динаризације код привреде делом је последица већег одобравања девизно индексираних субвенционисаних кредита у току Т4.

6. Агрегатна тражња

Према подацима Републичког завода за статистику, БДП Републике Србије је у 2012. години опао за 1,7%.

Паду БДП-а је највише допринео пад укупне финалне потрошње, пре свега домаћинства. Укупне инвестиције су такође биле у паду, док је нето извоз порастао.

Домаћа тражња

Допринос домаће тражње паду БДП-а у 2012. години износио је -2,0 п.п. Пад домаће тражње последица је истовременог пада потрошње домаћинства и приватних инвестиција. С друге стране, финална државна потрошња и државне инвестиције оствариле су раст и дале позитиван допринос домаћој тражњи, нарочито у П1, на шта указује висок раст расхода за куповину добара и услуга и капиталних расхода.

Графикон III.5.2. Секторска структура пласмана банака



Извор: НБС.

²⁵ Видети Извештај о динаризацији финансијског система Србије, који Народна банка Србије тромесечно објављује на свом веб-сајту: <http://www.nbs.rs/internet/cirilica/90/dinarizacija/index.html>.

²⁶ По сталном курсу из децембра 2011. године.

Нето екстерна тражња

Бржи реални раст извоза робе и услуга од раста увоза у 2012. години (4,5% наспрам 2,3%) резултирао је позитивним доприносом нето екстерне тражње и ублажавањем пада БДП-а.

Извоз робе изражен у еврима повећан је за 4,5% м.г. Због успоравања економске активности код главних спољнотрговинских партнера Србије, извоз је у првој половини године имао успоренији раст, који је надокнађен у Т4 (12,6% м.г.), у највећој мери због повећања производње у аутомобилској индустрији. Највише су се извозили храна, моторна возила и основни метали, а најважнија извозна тржишта била су Немачка, Италија и Босна и Херцеговина.

Раст увоза робе израженог у еврима (3,6%) био је спорији од раста извоза. У оквиру увоза доминирао је, као и раније, увоз средстава за репродукцију (61,1% укупног увоза). Највећи раст у односу на претходну годину забележио је увоз средстава за репродукцију, првенствено као резултат увозних

Табела III.6.1. Расподела БДП-а у 2012.

	Стопе раста (у %)	Доприноси расту БДП-а (п.п.)
БДП, у сталним ценама претходне године	-1,7	-1,7
Домаћа тражња	-1,6	-2,0
Укупна финална потрошња	-1,2	-1,2
Инвестиције	-3,2	-0,8
Нето извоз (извоз – увоз)	1,0	0,3

Извор: РЗС и НБС.

инпута извозно оријентисаних сектора привреде (аутомобилска и нафтна индустрија). Увоз опреме исказао је м.г. пад, пре свега због високе базе из претходне године. На крају 2012. године извоз робе био је 19,5% изнад преткризног нивоа²⁷, а увоз робе 8,6% испод тог нивоа.

7. Економска активност

Економска активност је у 2012. забележила пад од 1,7%, у највећој мери као последица веома лоших резултата у пољопривредној производњи због суше (допринос паду БДП-а –1,5 п.п.). Негативан допринос економској активности дали су индустријска производња (–0,1 п.п.) и грађевинарство (–0,3 п.п.), док је највећи раст активности забележен у сектору информисања и комуникација (0,8 п.п.).

Посматрано на тромесечном нивоу, БДП је у Т1 забележио пад (–2,0% дсз.). У Т2 је регистрован опоравак од 1,3% дсз. Пад је поново забележен у Т3 (–1,1% дсз.), да би у Т4 економска активност стагнирала (раст од 0,1% дсз.). Позитивни сигнали у кретању економске активности уочени у последњим месецима 2012. резултат су започете експанзије аутомобилске индустрије и опоравка производње нафтних деривата (након пуштања у рад модернизоване рафинерије нафте у Панчеву).

Према подацима Републичког завода за статистику, сектор пољопривреде је у 2012. имао пад бруто

Графикон III.6.1. Доприноси годишњој стопи раста БДП-а – расходна страна



Извор: РЗС и НБС.

²⁷ П1 2008. године.

додате вредности од око 17% због лоших временских услова, који су се неповољно одразили на производњу већине пољопривредних култура. Посматрано по културама, највећи пад је забележен у производњи кукуруза (45%).

Пад бруто додате вредности индустријске производње последица је пада бруто додатне вредности у секторима рударства (1,8%) и снабдевања електричном енергијом, гасом и паром (7,1%), што се негативно одразило на кретање БДП-а. С друге стране, позитивна кретања су забележена у прерађивачкој индустрији, чији процењени годишњи раст износи 1,1%.

Индикатор физичког обима индустрије смањен је у 2012. години. У оквиру прерађивачке индустрије, највећи негативан допринос кретању физичког обима укупне индустрије потиче од производње основних метала (као последица обустављања производње у смедеревској железари), док позитиван допринос долази од производње металских производа осим машина, као и од

производње гуме и пластике. Позитиван допринос индустрији у другој половини године дала је производња моторних возила.

Негативан допринос кретању БДП-а долази и од сектора грађевинарства, који је забележио смањење бруто додате вредности од 7,5%, на шта указује пад производње неметалних минерала.

Позитиван допринос кретању економске активности потиче од раста бруто додате вредности сектора информисања и комуникација (10,3%).

Упркос расту реалног промета у трговини на велико, у сектору трговине је регистрован благ пад бруто додате вредности од 0,4% због смањења промета у трговини на мало од око 5,8%.

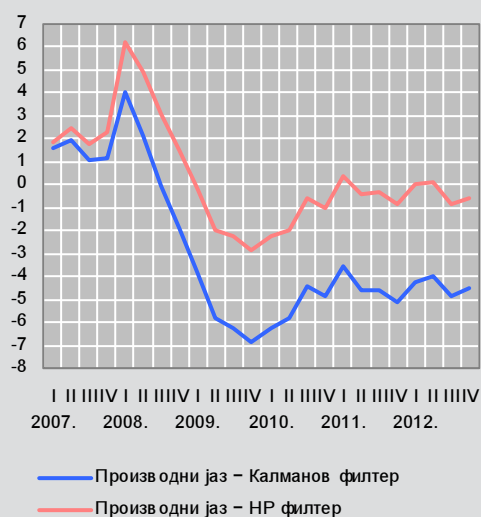
Према процени Народне банке Србије, производни јаз је у 2012. на истом нивоу као и у 2011. години, па се дезинфлаторни притисци по основу ниске агрегатне тражње процењују као и даље снажни.

Графикон III.7.1. Доприноси годишњој стопи раста БДП-а – производна страна (у п.п.)



Извор: РЗС и НБС.

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



Извор: НБС.

Табела III.7.1. Економска активност у 2012.

	Стопе раста (у %)	Доприноси расту БДП-а (п.п.)
БДП	-1,7	-1,7
Пољопривреда, шумарство и рибарство	-17,1	-1,5
Рударство	-1,8	0,0
Прерађивачка индустрија	1,1	0,1
Снабдевање ел. енергијом, гасом, паром и климатизација	-7,1	-0,2
Снабдевање водом; управљање отпадним водама	2,7	0,0
Грађевинарство	-7,5	-0,3
Трговина на велико и мало; поправка моторних возила	-0,4	0,0
Саобраћај и складиштење	0,6	0,0
Услуге смештаја и исхране	-1,8	0,0
Информисање и комуникације	10,3	0,8
Финансијске делатности и делатности осигурања	4,4	0,1
Пословање некретнинама	0,5	0,0
Стручне, научне и техничке делатности	2,2	0,1
Административне и помоћне услугне делатности	-1,5	0,0
Државна управа и одбрана; обавезно социјално осигурање	3,2	0,1
Образовање	1,4	0,0
Здравствена и социјална заштита	-1,1	0,0
Уметност; забава и рекреација	0,3	0,0
Остале услужне делатности	2,1	0,0
Делатност домаћинства као послодавца; произв. за сопст. Потребе	-4,0	0,0
Бруто додата вредност делатности	-1,4	-1,2
<i>FISIM</i>	4,6	0,1
Бруто додата вредност	-1,5	-1,3
Порези минус субвенције на производе	-2,8	-0,5

Извор: РЗС и НБС.

зараде су порасле за 1,1%, што је убрзање у односу на 2011. годину (0,2%). Реалан раст нето зарада је остварен у приватном сектору (1,7%), док је у јавном сектору забележен пад (0,7%). На основу кретања зарада од почетка кризе могло би се закључити да је у приватном сектору, за разлику од јавног, до прилагођавања дошло пре свега путем смањења запослености.

Посматрано по делатностима, највећи раст зарада остварен је у пољопривреди, шумарству и рибарству, као и у информисању и комуникацијама.

Просечна номинална нето зарада запослених у Републици Србији у 2012. износила је 41.377 динара, док је просек у јавном сектору износио 46.551 динара.

Продуктивност рада у индустрији је у 2012. години смањена за 2,6%, због већег пада индустријске производње (3,3%) од смањења броја запослених лица у индустрији (0,7%). Раст реалних бруто зарада у индустрији (3,4%) и пад продуктивности резултирали су растом јединичних трошкова рада у индустрији од 6,1%.

Негативни трендови на тржишту рада настављени су и у 2012. години. Према подацима Националне службе за запошљавање, број незапослених у децембру 2012. био је већи за 16.299 лица у односу на исти период претходне године (2,2%). Овај раст је последица пре свега раста броја лица којима је престао радни однос (4,6%).

Према подацима Републичког завода за статистику, број запослених у децембру 2012. године мањи је за 15.750 (0,9% мг.) у односу на децембар претходне године. Највећи пад броја запослених забележен је код предузетника (5,1% мг.)²⁸, док је запосленост код правних лица стагнирала (-0,1% мг.). Посматрано по делатностима, највећи пад је забележен код пољопривреде, шумарства и рибарства (3,0% мг.), док је највећи раст запослености остварен у сектору стручних, научних, иновационих и техничких делатности (9,3% мг.) и сектору административних и помоћних услужних делатности (6,6% мг.).

Према подацима из Анкете о радној снази, стопа незапослености је у октобру 2012. износила 22,4%,

8. Зараде и запосленост

Укупне номиналне нето зараде су у 2012. години оствариле раст од 9,0%. Раст номиналних нето зарада био је нешто бржи у приватном него у јавном сектору (9,6% и 7,0%, респективно). Реалне нето

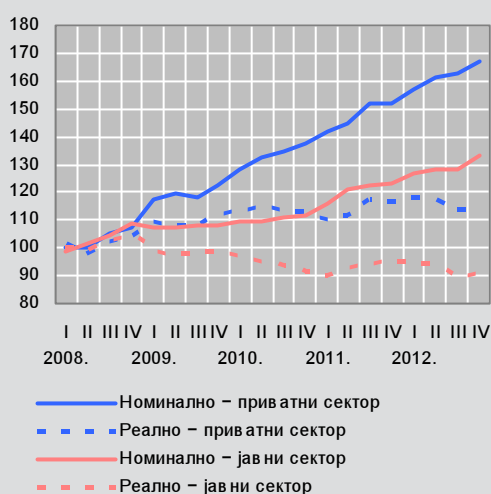
²⁸ Податке о приватним предузетницима и запосленима код њих Републички завод за статистику добија од Републичког фонда за здравствено осигурање.

или за 1,3 п.п. мање него у новембру 2011. На смањење незапослености утицао је пад броја незапослених лица која запослење траже краће од

једне године (смањење за 30.812 лица). Стопа формалне запослености је повећана са 35,3% у новембру 2011. на 36,7% у октобру 2012. године, а стопа неформалне запослености са 17,8% на 18,0%. У октобру је стопа дугорочне незапослености смањена са 17,6% на 17,4%. Међутим, позитивни резултати Анкете о радној снази не могу се довести у везу са осталим кретањима у економији.

Графикон III.8.1. Кретање просечних нето зарада

(дсз. подаци, П1 2008 = 100)



Извор: РЗС.

9. Инфлациона очекивања

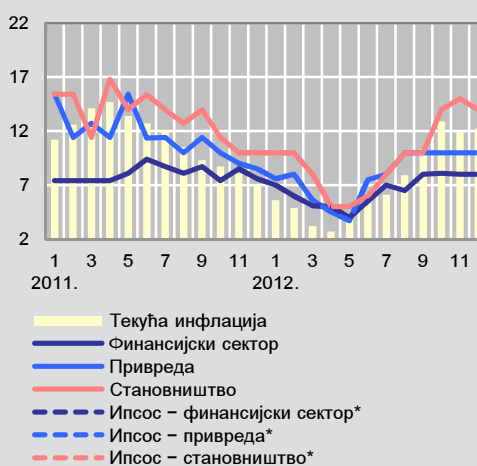
Пад инфлационих очекивања, започет у последњем тромесечју 2011, настављен је све до маја 2012, када су инфлациона очекивања свих сектора забележила најниже вредности од када се анкете спроводе. У мају су се инфлациона очекивања свих сектора први пут истовремено нашла у границама дозвољеног одступања од циља. Најстабилнија у овом периоду била су очекивања финансијског сектора, која су у првих пет месеци, према анкети агенције Блумберг, смањена са 6,0% на 5,5%, а према анкети агенције Ипсос са 7,0% на 4,0%. Истовремено, код осталих сектора обухваћених анкетом агенције Ипсос дошло је до већих промена у погледу инфлационих

Графикон III.8.2. Стопе активности, формалне и неформалне запослености према Анкети о радној снази



Извор: РЗС.

Графикон III.9.1. Текућа инфлација и инфлациона очекивања 12 месеци унапред – по секторима (мг. стопе, у %)



Извор: Галуп и Стратеџик, Ипсос и НБС.

*Агенција Ипсос од новембра 2011.

очекивања – код привреде до смањења са 8,5% на 3,7%, а код становништва са 10,0% на 5,0%. Резултати агенција показују да је утицај текуће инфлације на инфлациона очекивања израженији код сектора привреде и становништва него код финансијског сектора.

Упоредо с растом текуће инфлације, од јуна долази до раста очекиване инфлације код свих сектора. Ипак, тај раст је био знатно мањи од раста мг. инфлације осим код становништва. Најумереније повећање очекиване инфлације забележено је код финансијског сектора. Према анкети агенције Блумберг, инфлациона очекивања финансијског сектора су постепено расла до септембра, у октобру су имала једнократни пад, са 7,4% на 7,2%, да би у новембру била повећана на ниво од 8,0%, на ком су и остала до краја године. И према анкети агенције Ипсос, инфлациона очекивања финансијског сектора су од септембра стагнирала на истом нивоу. Привреда, која је у мају исказала најнижа очекивања од свих сектора, већ у јуну их је ревидирала навише, са 3,7% на 7,5%, до августа даље на 10,0%, а потом их је задржала на том нивоу до краја године. Са своје најниже вредности у мају од 5,0%, инфлациона очекивања становништва су до децембра порасла на 14,0%.

Упркос расту мг. инфлације, на крају године је заустављен раст инфлационих очекивања, што би

могло да указује на повећање кредибилитета економске политике.

Иако су инфлациона очекивања крајем године стабилизована, и даље је изражена дисперзија одговора испитаника, што говори о њиховој неизвесности у погледу будуће инфлације. Најмање неслагање о томе колика ће бити инфлација за годину дана забележено је код испитаника финансијског сектора, али је и оно било високо у другој половини године. Дисперзија је највише била изражена код становништва. Она је на високом нивоу од августа прошле године, а може се довести у везу с пољопривредним шоком и растом цена хране.

10. Фискална политика

Консолидовани буџет у 2012. години је забележио дефицит од 217,4 млрд динара, или 6,4% БДП-а, што је за 1,4 п.п. више него у 2011. Реалан раст буџетских расхода знатно је већи од раста прихода. Укупно остварени приходи су износили 1.405,4 млрд динара и у односу на 2011. годину реално су виши за 0,6%. Реални раст прихода резултат је виших прихода од доприноса за социјално осигурање (1,9%), пореза на добит (35,0%) и пореза на доходак грађана (2,1%). Иако је стопа ПДВ-а повећана у октобру за 2%, реални приходи од ПДВ-а су на нивоу године стагнирали.

Укупни расходи су износили 1.622,8 млрд динара и у односу на претходну годину реално су повећани за 3,5%. Реално су повећани расходи за запослене (2,2%), отплате камата (41,9%) и расходи за куповину робе и услуга (1,5%). Реални раст у односу на претходну годину забележен је и код субвенција (30,4%) и капиталних расхода (5,9%).

Раст консолидованих расхода био је неуравнотежен у току године. Укупни расходи су у П1 реално повећани за 9,0% мг., док су у П2 реално смањени за 1,2% мг. Расходи за запослене и куповину робе и услуга такође су знатно реално порасли у П1 (6,7% и 10,1% мг., респективно), да би у П2 забележили реалан пад (–1,2% и –1,8% мг., респективно). Обрнут тренд забележен је код расхода за камате, који су брже реално расли у П2 (56,9% мг.) него у П1 (24,9% мг.). Таква кретања су, с једне стране, последица фискалне експанзије у првој половини 2012. и првих ефеката фискалне консолидације у другој половини године и, с друге стране, знатног убрзања инфлације у П2 у односу на П1.

Графикон III.9.2. Очекивана и циљана инфлација 12 месеци унапред – финансијски сектор (мг. стопе, у %)



Извор: Блумберг и НБС.

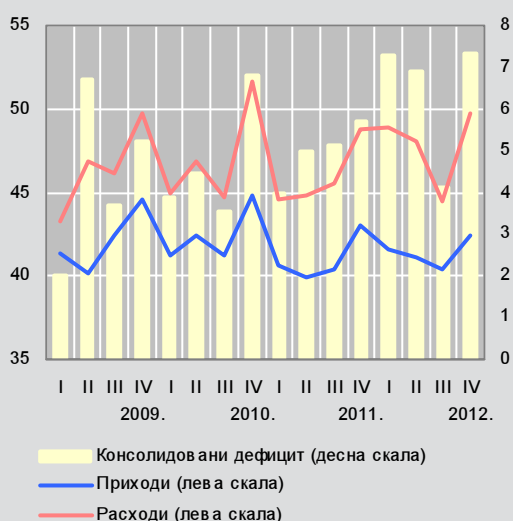
Буџетски дефицит у 2012. делом је финансиран домаћим задуживањем, што је за резултат имало нешто мањи ефекат фискалне политике на тражњу. Тржишна вредност укупно продатих државних динарских ХоВ износила је 284,7 млрд динара (уз повећање најдуже рочности са 36 на 60 месеци). Истовремено, вредност продатих евроиндексираних ХоВ на домаћем тржишту износила је 63,6 млрд динара.

Поред задуживања на домаћем, држава се задужила и на међународном тржишту капитала – јавни спољни дуг је повећан за 156,9 млрд динара (од тога, по основу продаје еврообвезница за 149,1 млрд динара).

Према процени Народне банке Србије, учешће јавног дуга је у 2012. години повећано за 11,1 п.п., на 59,3%, што је знатно изнад законом прописане границе од 45%.

Влада је у октобру 2012. почела са спровођењем мера фискалне консолидације, које би на средњи рок требало да доведу до смањења учешћа јавног дуга у БДП-у. Према Фискалној стратегији, усвојеној у новембру 2012, предвиђено је смањење учешћа консолидованог дефицита у БДП-у на 3,6% у 2013, затим на 1,9% у 2014. и на 1,0% у 2015. години. Међутим, будући да је већ сада извесно прекорачење планираног буџетског дефицита у 2013. години, неопходне су нове мере фискалне консолидације како би се обезбедила дугорочна одрживост јавних финансија.

Графикон III.10.1. Консолидовани приходи, расходи и дефицит
(у % БДП-а)



Извор: Министарство финансија и привреде.

Додатак 1. Одлука о утврђивању програма монетарне политике Народне банке Србије у 2013. години и Програм монетарне политике Народне банке Србије у 2013. години

На основу члана 14. став 1. тачка 1. Закона о Народној банци Србије ("Службени гласник РС", бр. 72/2003, 55/2004, 85/2005 – др. закон, 44/2010, 76/2012 и 106/2012), Извршни одбор Народне банке Србије доноси

**О Д Л У К У
О УТВРЂИВАЊУ ПРОГРАМА МОНЕТАРНЕ ПОЛИТИКЕ
НАРОДНЕ БАНКЕ СРБИЈЕ У 2013. ГОДИНИ**

1. Утврђује се Програм монетарне политике Народне банке Србије у 2013. години, који је саставни део ове одлуке.

2. Ова одлука објављује се у "Службеном гласнику РС" и ступа на снагу 1. јануара 2013. године.

ИО НБС бр. 48
14. децембра 2012. године
Београд

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

др Јоргованка Табаковић, с.р.

ПРОГРАМ МОНЕТАРНЕ ПОЛИТИКЕ НАРОДНЕ БАНКЕ СРБИЈЕ У 2013. ГОДИНИ

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

2. Монетарна политика Народне банке Србије у 2013. години засниваће се на Меморандуму Народне банке Србије о монетарној стратегији¹ и Меморандуму Народне банке Србије о циљаним стопама инфлације до 2014. године².

3. Циљ монетарне политике Народне банке Србије у 2013. години изражен је нумерички – као **годишња процентуална промена индекса потрошачких цена**. Циљана инфлација износи $4,0\% \pm 1,5$ п.п., што је изнад нивоа квантитативне дефиниције ценовне стабилности и нивоа циљане инфлације у развијеним земљама (2,0% или 2,5%). Постављени циљ за инфлацију заснован је на оцени да у овом периоду неће бити завршене структурне реформе и либерализација цена, тј. номинална, реална и структурна конвергенција према Европској унији.

4. Извршни одбор Народне банке Србије доносиће одлуке о монетарној политици које ће бити усмерене на постизање ниске и стабилне инфлације у средњем року.

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 г) извештајем о стабилности финансијског система и д) 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 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 до 2014. године усвојен је на седници Извршног одбора Народне банке Србије 10. маја 2012. 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. Ако се ефекти глобалне кризе и у будућности буду преносили на домаћи банкарски систем и привреду, 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. 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.

Додатак 2. Писмо Народне банке Влади Републике Србије због одступања инфлације од утврђеног циља**НАРОДНА БАНКА СРБИЈЕ**
ГУВЕРНЕР

КГ. Бр. 137/1/13

Београд, 17. јануар 2013. године

ВЛАДИ РЕПУБЛИКЕ СРБИЈЕ
Господину Ивици Дачићу, председнику Владе

Уважени господине Дачићу,

Инфлација се у протеклих шест узастопних месеци кретала изнад горње границе дозвољеног одступања од циља. Због тога желимо да, у складу са Споразумом о циљању (таргетирању) инфлације између Владе Републике Србије и Народне банке Србије (тачка 6. став 4), објаснимо разлоге због којих је инфлација изнад наведене горње границе и да Вас упознамо с мерама које смо до сада предузели и онима које се морају предузети да би се обезбедила ниска и стабилна инфлација у средњем року, а и да изнесемо наша очекивања кад је у питању време у коме ће се инфлација вратити у оквире дозвољеног одступања од циља.

Међугодишња инфлација је од априла до децембра 2012. године забележила раст са 2,7% на 12,2%. У јулу 2012. године инфлација је први пут премашила горњу границу дозвољеног одступања од циља када је износила 6,1%. Извршни одбор Народне банке Србије процењује да је раст инфлације у протеклом шестомесечном периоду пре свега последица изузетно високог раста цена хране, као и депрецијације динара и ефеката повећања пореза на додату вредност и акциза.

Од 9,5 процентних поена колико је износио раст међугодишње инфлације од априла до децембра 2012. године – на допринос раста цена хране односи се 6,6 процентних поена. То значи да је на инфлацију у том периоду пресудно утицао раст ових цена, који је био последица ниске пољопривредне производње услед дуготрајне суше и знатног раста светских цена примарних пољопривредних производа, али и специфичности тржишта хране у Србији. С обзиром на високо учешће хране у индексу потрошачких цена – 38,8%, инфлација у Србији је на ценовне шокове ове групе производа посебно осетљива. Поред тога, због затечених неодговарајућих системских решења, цене хране код нас су знатно нестабилније него у земљама у окружењу, што се види и из њиховог вишег раста у наведеном периоду.

Расту инфлације, преко раста увозних цена, допринело је и слабљење динара у првој половини 2012. године, које је у највећој мери било последица високе јавне потрошње, што је, уз неповољна кретања у међународном окружењу и изборну неизвесност у земљи, условило и раст премије ризика.

Поред тога, октобарско повећање стопе пореза на додату вредност и акциза, према нашим проценама, додатно је допринело једнократном расту инфлације, и то са 1,1 процентних поена.

Народна банка Србије је, ради обуздавања инфлаторних притисака, у последњих седам месеци поштрила монетарну политику – повећавајући референтну стопу са 9,5% на 11,25% и повлачећи динарску ликвидност променом смера главних операција и структуре обавезне резерве банака. Наведене мере су већ допринеле стабилизацији на девизном тржишту, а њихово пуно дејство на инфлацију очекује

се у текућој години. Међутим, с обзиром на привременост утицаја ценовних шокова, као и чињеницу да је привреда и даље у рецесији, реакција монетарне политике је била усредсређена на постизање стабилности цена у средњем року.

Извршни одбор Народне банке Србије предузеће све што је у његовој надлежности да се инфлација у средњем року врати у оквире дозвољеног одступања од циља. Ако не дође до непредвиђених инфлаторних притисака, очекујемо да ће инфлација почети да пада од другог тромесечја 2013. године и да ће се крајем године вратити у границе дозвољеног одступања од циља (циљ за крај 2013. године је $4 \pm 1,5\%$). Наше очекивање кад је у питању будуће кретање инфлације подразумева позитиван утицај спровођења планираних мера фискалне консолидације на макроекономску и финансијску стабилност.

Брзина враћања инфлације ка циљу ће у великој мери зависити и од предстојеће пољопривредне сезоне. Ако она буде просечна, знатно смањење инфлације очекује се већ од другог тромесечја 2013. године. Евентуално лошија пољопривредна сезона од уобичајене могла би да успори процес смањења инфлације.

Уважавајући да је природа актуелних инфлаторних притисака пресудно одређена нестабилношћу на тржишту хране, сматрамо да би без одлагања требало утврдити и реализовати системске мере које би допринеле стабилизацији овог тржишта и смањењу нестабилности цена хране. Поред тога, изузетно је важно да Влада утврди средњорочни оквир корекција регулисаних цена. Уз одржавање планиране политике зарада у јавном сектору и пензија, овим би се допринело повећању ефикасности мера монетарне политике и избегле би се 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, узимајући у обзир инструменте који су јој на располагању, у наредном периоду проценити да ли је потребно додатно заоштравање монетарне политике да би се обезбедило враћање инфлације на циљ у средњем року.

С поштовањем,



Директор Народне банке Србије
Др Драгољуб Табаковић

Ко: - Потпредседнику Владе и министру спољне
и унутрашње трговине и телекомуникација, Расиму Љаљићу
- Министру финансија и привреде, Млађану Динкићу
- Министру пољопривреде, шумарства и водопривреде, Горану Кнежевићу

Списак графикана и табела

Графикони

II.2.1.	Референтна каматна стопа и коридор каматних стопа	5
II.2.2.	Стање продатих/купљених ХоВ Народне банке Србије	5
II.2.3.	Обим стерилизације ликвидности инструментима монетарне политике	6
III.3.1.	Кретање цена (мг. стопе, у %)	8
III.3.2.	Кретање цена (тримесечне стопе, у %)	9
III.3.3.	Допринос мг. стопи раста потрошачких цена	10
III.1.1.	Кретање и пројекција БДП-а главних спољнотрговинских партнера Србије	11
III.1.2.	Индекс светских цена хране	12
III.1.3.	Кретање цена нафте и бакра	12
III.2.1.	Покривеност увоза девизним резервама	15
III.2.2.	Међународна инвестициона позиција Републике Србије по инструментима	16
III.2.3.	Спољни дуг Републике Србије према сектору дужника	16
III.2.4.	Спољни дуг Републике Србије по инокредиторима	17
III.3.1.	Кретање курсева одређених националних валута према евр	18
III.3.2.	Показатељ премије ризика – <i>EMBI</i> по земљама	18
III.3.3.	Кретање курса динара и интервенције Народне банке Србије на девизном тржишту	19
III.4.1.	Кретања на преконоћном међубанкарском тржишту новца и кретање референтне каматне стопе	19
III.4.2.	Каматне стопе на примарном тржишту државних ХоВ	20
III.4.3.	Крива приноса на секундарном тржишту државних ХоВ	20
III.4.4.	Кретање каматних стопа на динарске кредите и депозите привреди и становништву	21
III.4.5.	Кретање каматних стопа на девизне кредите и депозите привреди и становништву	21
III.4.6.	Индекс <i>BELEX15</i> и промет на Београдској берзи	22
III.4.7.	Учешће кредита у БДП-у и раст кредитне активности	25
III.5.1.	Учешће динарских пласмана у укупним пласманима банака привреди и становништву	26
III.5.2.	Секторска структура пласмана банака	27
III.6.1.	Доприноси годишњој стопи раста БДП-а – расходна страна	28
III.7.1.	Доприноси годишњој стопи раста БДП-а – производна страна	29
III.7.2.	Производни јаз	29
III.8.1.	Кретање просечних нето зарада	31
III.8.2.	Стопе активности, формалне и неформалне запослености према Анкети о радној снази	31
III.9.1.	Текућа инфлација и инфлациона очекивања 12 месеци унапред – по секторима	31
III.9.2.	Очекивана и циљана инфлација 12 месеци унапред – финансијски сектор	32
III.10.1.	Консолидовани приходи, расходи и дефицит	33

Табеле

III.3.1.	Раст и доприноси компоненти расту потрошачких цена у 2012.	8
III.2.1.	Платни биланс Републике Србије	14
III.4.1.	Биланс Народне банке Србије	23
III.4.2.	Монетарни преглед	24
III.6.1.	Расподела БДП-а у 2012.	28
III.7.1.	Економска активност у 2012.	30

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