

ГОДИШЊИ ИЗВЕШТАЈ О МОНЕТАРНОЈ ПОЛИТИЦИ



Народна банка Србије

2013

Уводна напомена

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

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

Годишњи извештај о монетарној политици у 2013. размотрен је и усвојен на седници Извршног одбора 12. јуна 2014. 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

ЕМВИ – индекс обвезница тржишта у успону

ХоВ – хартије од вредности

ФЕД – Систем федералних резерви САД

ИПЦ – индекс потрошачких цена

МДТ – међубанкарско девизно тржиште

мг. – међугодишње

млн – милион

млрд – милијарда

ММФ – Међународни монетарни фонд

МФО – међународне финансијске организације

НДВ – непољопривредна додата вредност

NPL – проблематични кредити

П – полугодиште

п.п. – процентни поен

СДИ – стране директне инвестиције

Т – тромесечје

Не наводе се друге општепознате скраћенице.

Садржај

Резиме	1
I. Стратешки оквир монетарне политике	3
II. Монетарна политика и остварење циљане инфлације	5
1. Монетарна политика у 2013. години	5
2. Инструменти монетарне политике	6
Операције на отвореном тржишту	6
Депозитне и кредитне олакшице	7
Обавезна резерва	7
Операције на девизном тржишту	8
Девизни своп	9
Аукцијски краткорочни динарски кредити	9
3. Остварење циљане инфлације у 2013. години	9
III. Макроекономски услови спровођења монетарне политике	13
1. Међународно окружење	13
2. Међународне трансакције	15
Платнобилансна кретања и девизне резерве	15
Међународна инвестициона позиција земље	17
3. Кретања на финансијском тржишту	19
Каматне стопе	19
Премија ризика земље	22
Кретања на девизном тржишту и курс динара	23
Кретања на берзи	24
4. Новац и кредити	25
Примарни новац	25
Монетарни агрегати М1, М2 и М3	26
Кредити банака	27
5. Динаризација	28
6. Агрегатна тражња	30
Домаћа тражња	30
Нето екстерна тражња	31
7. Економска активност	31
8. Зараде и запосленост	33
9. Инфлациона очекивања	34
10. Фискална политика	36
Додатак 1. Меморандум Народне банке Србије о циљаним стопама инфлације до 2016. године	38
Додатак 2. Писмо Народне банке Влади Републике Србије због одступања инфлације од утврђеног циља	39
Списак графикана и табела	41

Резиме

Након знатног пораста у 2012, као последице лоше пољопривредне сезоне и тиме узрокованог раста цена хране, али и слабљења динара изазваног прекомерним трошењем државе у предизборном периоду, међугодишња инфлација је у 2013. години забележила знатан пад – са 12,8% у јануару на 2,2% у децембру. Веома ниски инфлаторни притисци у 2013. години резултат су добро одмерених мера монетарне политике које су допринеле релативној стабилности курса динара и паду инфлационих очекивања, као и добре пољопривредне сезоне и ниске агрегатне тражње.

Пад међугодишње инфлације током 2013. године био је праћен падом инфлационих очекивања свих сектора, тако да су се она у границе дозвољеног одступања од циља код финансијског сектора вратила у октобру, а код привреде и становништва у новембру.

Народна банка Србије је почетком 2013. наставила да повећава степен рестриктивности монетарне политике, који је започела у јуну 2012. У јануару и фебруару референтна каматна стопа је повећана за по 25 базних поена, на 11,75%, како би се осигурало враћање међугодишње инфлације у границе дозвољеног одступања од циља у другој половини године. Смиривање инфлаторних притисака утицало је на одлуку Народне банке Србије да од маја до краја године референтну каматну стопу смањи за 225 базних поена – са 11,75% на 9,5%. Иако су инфлаторни притисци били ниски, монетарна политика је опрезно ублажавана имајући у виду ризике који проистичу из потенцијалних негативних ефеката кретања на међународном финансијском тржишту на Србију, пре свега одлуку ФЕД-а о постепеном смањивању квантитативних олакшица.

Макроекономски услови спровођења монетарне политике током 2013. били су повољнији него у 2012. години. Економска активност зоне евра била је 0,4% нижа у односу на претходну годину, али је рецесија током другог тромесечја окончана. Опоравак у другој половини године показао се као одржив, што се делимично прелило и на домаће тржиште. Раст бруто домаћег производа Србије од 2,5% остварен је захваљујући опоравку пољопривредне и индустријске производње. Пољопривредна производња је у 2013. порасла 20,4%, углавном услед лоших резултата у 2012. године. То се одразило и на опоравак прехрамбене индустрије у другој половини 2013. Кључни допринос опоравку индустрије у 2013. дале су аутомобилска и нафтна индустрија. С друге стране, снажан пад сектора грађевинарства негативно је допринео економској активности са 1,0 процентних поена. Посматрано с расходне стране, раст бруто домаћег производа у потпуности је био вођен нето извозом, док је домаћа потрошња била у паду.

Позитивна кретања уочена су и на тржишту рада – стопа незапослености је, према Анкети о радној снази, смањена у односу на 2012. годину за 1,8 процентних поена, на 22,1%, а заустављен је пад и формалне и неформалне запослености.

Највећи помак је остварен у смањењу спољне неравнотеже. Текући дефицит је преполовљен у односу на 2012. годину и сведен на 5% процењеног бруто домаћег производа. Што је још важније, спољнотрговински дефицит је смањен захваљујући расту извоза. То је створило повољнију основу за одрживу екстерну позицију економије и стабилан курс динара. За разлику од 2012. године, остварен нето прилив капитала у 2013. био је већи од текућег

дефицита, што је резултирало растом девизних резерви Народне банке Србије.

Прву половину 2013. године карактерисао је раст фискалног дефицита изнад пројектованих 3,6% бруто домаћег производа због прецењених јавних прихода. Почетком октобра Влада је усвојила нов пакет мера за стабилизацију јавних финансија и опоравак привреде, којим је за 2013. предвиђен удео консолидованог дефицита у бруто домаћем производу од 5,6%, односно 5,5% у 2014, а паралелно је представљен додатан пакет мера консолидације за период од 2014. до 2016. године. У 2013. години забележен је нижи фискални дефицит од пројектованог ребалансом (4,9% бруто домаћег производа), што је последица неизвршења појединих ставки расхода у предвиђеном износу. Крајем године јавни дуг је достигао 63,6% бруто домаћег производа.

Девизни курс је током 2013. године у великој мери био под утицајем глобалних фактора. До краја маја јачао је као последица раста интересовања нерезидената за улагања у државне хартије од вредности у условима високе ликвидности на међународном тржишту капитала, рестриктивних мера монетарне политике и позитивних тенденција у спољнотрговинској размени. Крајем маја јављају се депрецијацијски притисци у Србији, као и у већини земаља у региону, пре свега због назнака могућег смањења ликвидности на међународном тржишту.

Захваљујући одлагању одлуке ФЕД-а о смањењу обима квантитативног попуштања, позитивним тенденцијама у спољнотрговинској размени, најави нових мера фискалне консолидације, паду премије ризика земље и расту улагања нерезидената у државне динарске хартије од вредности, у последњем тромесечју 2013. јавили су се апрецијацијски притисци. На нивоу године динар је депрецирао 0,8%. Народна банка Србије је доследно реаговала на девизном тржишту и спречавала како прекомерно краткорочно слабљење, тако и прекомерно краткорочно јачање динара. На нивоу године Народна банка Србије била је нето купац девиза у износу 180,0 млн евра.

Извршни одбор Народне банке Србије очекује да ће додатне мере фискалне консолидације и спровођење структурних реформи допринети већој отпорности Србије на могућу нестабилност међународног финансијског тржишта, даљем смањењу спољне неравнотеже, као и да ће позитивно утицати на перцепцију ризика улагања у Србију. Тиме би се отворио додатни простор за даље ублажавање монетарне политике. Народна банка Србије ће монетарну политику усмерену на обезбеђење стабилности цена у средњем року и даље спроводити доследно и на предвидив начин, у складу са економским кретањима и инфлаторним притисцима, што ће допринети стабилности пословног и инвестиционог амбијента.

I. Стратешки оквир монетарне политике

Потпуно циљање инфлације (енгл. *fully fledged inflation targeting*) представља монетарну стратегију Народне банке Србије почев од 2009, с тим што су елементи овог режима у праксу постепено увођени од 2006. године. У децембру 2008. Монетарни одбор Народне банке Србије³ усвојио је Меморандум о циљању (таргетирању) инфлације као монетарној стратегији, којим је и формално дефинисана примена режима инфлационог таргетирања од 1. јануара 2009. Меморандум је сачињен у складу са Споразумом Народне банке Србије и Владе 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 банака 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 октобру 2013. године усвојио циљеве за инфлацију до краја 2016.⁴ Циљеви за инфлацију утврђени су у виду јединствене вредности с дозвољеним одступањем.

Народна банка Србије је, на основу пројекције макроекономских кретања, утврдила циљеве за инфлацију на нивоу од 4,0% с дозвољеним одступањем $\pm 1,5$ п.п. за све месеце до краја 2016. године. Путања циљане инфлације одражава намеру да се стабилност цена постигне без изазивања макроекономских поремећаја. Циљана инфлација је и даље изнад нивоа квантитативне дефиниције ценовне стабилности и нивоа циљане инфлације у развијеним земљама (2,0 или 2,5%). Постављени циљ за инфлацију произлази из оцено да до 2016. године неће бити завршене структурне реформе и либерализација

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 Меморандум Народне банке Србије о циљаним стопама инфлације до 2016. године усвојен на седници Извршног одбора Народне банке Србије 18. октобра 2013. Видети Додатак 1 на стр. 38.

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, Народна банка Србије ће дозволити привремено одступање инфлације од утврђеног циља ако враћање инфлације на циљ у кратком периоду буде захтевало промене у монетарној политици које би изазвале додатне макроекономске поремећаје. То се односи на случајеве наглих промена цена примарних производа или на одступање у планираном расту цена производа које су под директним или индиректним утицајем одлука Владе.

Циљану стопу инфлације Народна банка Србије настоји да постигне 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.

Савет гувернера Народне банке Србије је на седници одржаној крајем марта 2013. године донео Стратегију управљања девизним резервама Народне банке Србије. Том стратегијом утврђују се дугорочни оквир за улагање девизних резерви, начела и основни циљеви улагања, инструменти у које се улаже, начин процене ризика и мерења приноса и извештавање о улагању девизних резерви.

Ради јачања транспарентности монетарне политике и отворене комуникације с јавношћу, Извршни одбор доноси одлуке о монетарној политици према утврђеном распореду седница 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 2013. години

У 2013. години Народна банка Србије је завршила циклус повећања и започела циклус смањења референтне каматне стопе.

На почетку 2013. Народна банка Србије је наставила да повећава степен рестриктивности монетарне политике, који је започела у јуну 2012. године. Наиме, Извршни одбор Народне банке Србије одлучио је да **референтну каматну стопу повећа у јануару и фебруару за по 25 б.п., на 11,75%**, како би се осигурало враћање м.г. инфлације у границе дозвољеног одступања од циља у другој половини године. Било је извесно да ће м.г. инфлација и у наредним месецима бити висока и знатно изнад горње границе дозвољеног одступања од циља. Истовремено, очекиван је релативно висок раст регулисаних цена у наредном периоду.

Ипак, у овом периоду висину повећања референтне каматне стопе ограничила је чињеница да су инфлаторни притисци ублажени захваљујући раније предузетим рестриктивним мерама монетарне политике, смањењу трошкова у производњи хране, ниској агрегатној тражњи, паду премије ризика и постигнутој стабилности девизног тржишта. Иако су кретања у Т4 2012. најавила почетак опоравка економске активности, није било дилеме да ће ниска агрегатна тражња и убудуће остати кључан дезинфлаторни фактор. Поред тога, очекивало се да програм фискалне консолидације покаже видније резултате у току 2013. године и пружи допринос смањивању м.г. инфлације у наредном периоду.

Процењујући да постојећи степен рестриктивности монетарне политике обезбеђује да се у одсуству

интерних и екстерних поремећаја м.г. инфлација врати у границе циља од $4 \pm 1,5\%$ у другој половини године, Извршни одбор **није мењао висину референтне каматне стопе у марту и априлу**. Ниске месечне стопе инфлације остварене у периоду новембар–март потврђивале су да предузете мере монетарне политике дају резултате.

У мају је пројекција инфлације била нижа у целом периоду пројекције у односу на пројекцију из фебруара, пре свега по основу већег од очекиваног смањења цена примарних пољопривредних производа. Очекивало се да ће добра пољопривредна сезона и повољна кретања на светском тржишту пољопривредних производа утицати на појефтинјење хране на домаћем тржишту и да ће то бити кључан дезинфлаторни фактор у кратком року. Истовремено, очекивало се да кључни дезинфлаторни фактор у средњем року и даље буде ниска агрегатна тражња, на шта су указивали успоравање кредитне активности и минималан раст зарада и пензија. Поред тога, оцењено је да ће паду м.г. инфлације и њеном повратку у границе дозвољеног одступања од циља од $4 \pm 1,5\%$ до октобра допринети и излазак из обрачуна високих месечних стопа инфлације у истом периоду 2012. године.

Узимајући у обзир смиривање инфлаторних притисака, Извршни одбор је **од маја започео ублажавање монетарне политике и референтну каматну стопу до краја године смањивањем са 11,75% на 9,5%**. Иако су инфлаторни притисци били ниски, Извршни одбор је опрезно ублажавао монетарну политику имајући у виду негативне ефекте на Србију који могу да проистекну из кретања на међународном финансијском тржишту, пре свега одлуку ФЕД-а о постепеном смањивању квантитативних олакшица.

Након смањења у мају и јуну, референтна каматна стопа у наредна три месеца није мењана. На саму најаву ФЕД-а о могућем смањењу обима квантитативних олакшица инвеститори на међународном финансијском тржишту реаговали су смањењем спремности да прихвате ризике, што је изазвало раст премије ризика и, последично, депрецијацијске притиске у већини земаља у успону, па и у Србији. Слично реакцији других централних банака у том периоду, Народна банка Србије је интервенисала на девизном тржишту како би ублажила прекомерне краткорочне осцилације девизног курса. Од краја маја до средине септембра Народна банка Србије је интервенисала продајом девиза у износу од 425,0 млн евра.

Неизвесност на међународном финансијском тржишту била је мања од септембра након одлагања одлуке ФЕД-а да смањи обим квантитативних олакшица. Позитивно је било и то што је ЕЦБ водила експанзивну монетарну политику и најављивала даљу експанзивност докле год то буде неопходно, чиме је реакција инвеститора на потезе ФЕД-а вероватно била ублажена.

Инфлаторни притисци су наставили да слабе захваљујући добро усаглашеним и одмереним мерама монетарне политике, паду цена примарних пољопривредних производа, ниској агрегатној тражњи, стабилности девизног курса и смањењу инфлационих очекивања. Међугодишња инфлација се од октобра привремено налазила испод доње границе дозвољеног одступања од циља. Смањени су били и ризици у вези с фискалним кретањима после најављених мера фискалног прилагођавања у октобру. Захваљујући томе, смањивање референтне каматне стопе је настављено у последња три месеца 2013. године, за по 50 б.п.

С обзиром на то да су у том периоду депрецијацијски притисци били замењени апрецијацијским, Народна банка Србије је интервенисала куповином 525,0 млн евра и продајом 10,0 млн евра на девизном тржишту како би ублажила прекомерне краткорочне осцилације девизног курса. Апрецијацијски притисци су, између осталог, били резултат пада премије ризика земље и повећаног интересовања нерезидената за улагања у динарске ХоВ након септембарске одлуке ФЕД-а о одлагању смањења квантитативних олакшица. Нешто већи прилив СДИ, релативно повољна кретања у спољнотрговинској размени и доношење новог пакета мера фискалне консолидације додатно су допринели апрецијацијским притисцима.

Уз претпоставку о успешном спровођењу фискалне консолидације, крајем 2013. године је закључено да ће наставак ублажавања монетарне политике у наредном периоду зависити пре свега од јачине потенцијалних негативних ефеката смањења обима квантитативних олакшица ФЕД-а на девизни курс и премију ризика земље.

2. Инструменти монетарне политике

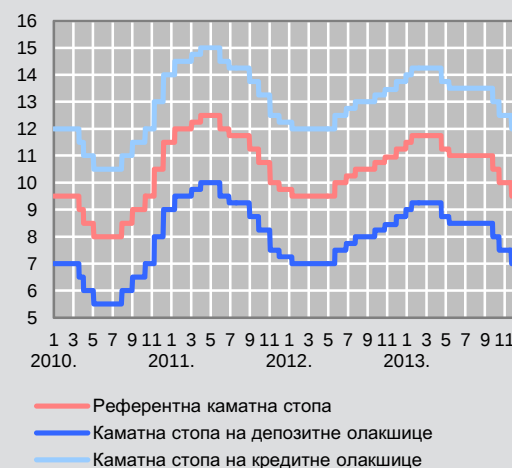
Основни инструмент монетарне политике Народне банке Србије је референтна каматна стопа, тј. каматна стопа која се примењује у спровођењу главних операција на отвореном тржишту. Улога референтне каматне стопе подржана је коридором каматних стоп на депозитне и кредитне олакшице и другим операцијама на 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

Главне операције на отвореном тржишту Народне банке Србије током 2013. године биле су једнонедељне реверзне репо трансакције, тј. репо трансакције продаје ХоВ (повлачење ликвидности).

Репо трансакције продаје хартија Народна банка Србије је спроводила својим ХоВ. За потребе репо

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



Извор: НБС.

продаје у 2013. емитована је једна серија благајничких записа, у укупној номиналној вредности од 500,0 млрд динара. Емисија једне серије благајничких записа високе номиналне вредности наставак је праксе из претходних година која банкама омогућава да адекватније располажу хартијама у оквиру исте серије и једноставније управљају ликвидношћу.

Током 2013. године организоване су 53 аукцијске репо продаје ХоВ. Аукције су организоване једном недељно по моделу варијабилне вишеструке каматне стопе. Укупна продаја ХоВ износила је 4.247,2 млрд динара. Остварени обим продаје био је знатно виши него у 2012. години (1.273,2 млрд динара), јер је Народна банка Србије од средине јула до средине децембра 2012. године као главне операције на отвореном тржишту спроводила трансакције репо куповине ХоВ (обезбеђење ликвидности).

Просечно стање ХоВ Народне банке Србије у портфељу банака током 2013. године је износило 79,5 млрд динара. У односу на крај 2012, стање тих ХоВ је крајем децембра повећано за 70,2 млрд динара, на 110,0 млрд динара.

Обим продаје ХоВ постепено је растао током године. Раст продаје у П1 био је у највећој мери последица повећања динарске ликвидности због конверзије девизних депозита државе у динаре и њиховог трошења, док је у П2 првенствено био резултат куповине девиза Народне банке Србије на МДТ-у.

Тако је укупна продаја ХоВ у П1 износила 1.669,1 млрд динара, а у П2 2.578,1 млрд динара.

Депозитне и кредитне олакшице

У складу са Одлуком о условима и начину депоновања вишкова ликвидних средстава банака код Народне банке Србије, банке су и у 2013. години наставиле с преконоћним депоновањем средстава код Народне банке Србије. Поменућа одлука није мењана у 2013. години.

Просечно дневно стање депонованих средстава банака код Народне банке Србије у 2013. години је износило 34,7 млрд динара, што је за 21,3 млрд динара више у поређењу са 2012. годином. Минимално просечно месечно стање депонованих средстава забележено је у октобру (14,7 млрд динара), а максимално у мају (83,5 млрд динара).

Народна банка Србије је и у 2013. наставила да примењује Одлуку о условима и начину одобравања кредита за одржавање дневне ликвидности банака на основу залог ХоВ, којом су уређене кредитне олакшице. Изменама Одлуке у априлу, поред осталог, проширена је листа ХоВ које служе као колатерал при одобравању кредита за дневну ликвидност, и то динарским ХоВ без валутне клаузуле чији су издаваоци међународне финансијске институције и развојне банке или финансијске институције чији је оснивач страна држава, под условом да издаваоци тих хартија имају највиши кредитни рејтинг.

У посматраном периоду, банке су користиле кредитне олакшице као дневни кредит, у укупном износу од 40,2 млрд динара. Преконоћни кредит, у укупном износу од 0,3 млрд динара, коришћен је само у јануару.

Обавезна резерва

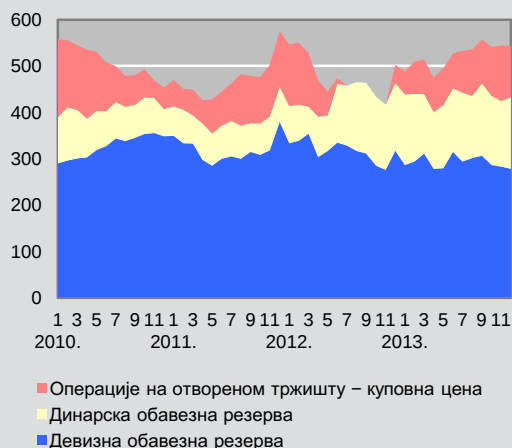
Народна банка Србије је и у 2013. наставила с применом Одлуке о обавезној резерви банака код Народне банке Србије, која је усвојена у јануару 2011. године. Током године та одлука је промењена једанпут – у јулу, када је за годину дана продужен крајњи рок важења изузећа из основице за обрачун обавезне резерве за динарске и девизне обавезе примљене из иностранства у периоду од 1. октобра 2008. до 31. марта 2010. године. У складу с тим, банке нису у обавези да обрачунавају обавезну резерву по овом основу до првобитно утврђеног рока доспећа тих обавеза, а најкасније до 31. децембра 2014. године.

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



Извор: НБС.

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



Извор: НБС.

Поступајући тако, Народна банка Србије није одступила од одређења да не проширује листу изузетака из обавезне резерве, већ је само продужила рок важења постојећег изузетка из основице за обрачун обавезне резерве.

Обрачуната обавезна резерва која се издваја у динарима у 2013. је повећана за 4,7 млрд динара, што је у највећој мери последица повећања динарских депозита привреде и становништва код банака рочности до две године. У истом периоду, обрачуната обавезна резерва која се издваја у девизама смањена је за 18,2 млн евра, највише по основу раздуживања банака према иностранству и смањења динарских обавеза банака индексираних у страном валути.

Операције на девизном тржишту

У складу с Програмом монетарне политике за 2013. годину, Народна банка Србије је наставила да спроводи режим руковођено пливајућег девизног курса. Интервенције на девизном тржишту користила је ради ублажавања прекомерних краткорочних осцилација девизног курса како у смеру апрецијације, тако и у смеру депрецијације динара према евр.

У току 2013. године Народна банка Србије је на МДТ-у интервенисала нето куповином 180,0 млн евра, при чему је у девизним интервенцијама купила 615,0 млн евра и продала 435,0 млн евра. Девизне

интервенције су реализоване искључиво по тржишним условима, прихватањем курсева које су нудиле банке (улога *price taker-a*).

Благо јачање динара, започето крајем Т3 2012, настављено је у првих пет месеци 2013. године. На благу апрецијацију динара деловали су пре свега повећање рестриктивности монетарне политике, појачано интересовање страних инвеститора за улагање у динарске државне ХоВ и смањење дефицита текућег рачуна платног биланса. Крајем априла и почетком маја апрецијацијски притисци су појачани након препоруке Европске комисије о отварању преговора о чланству Републике Србије у Европској унији. Народна банка Србије је од почетка године до 29. маја интервенисала куповином укупно 90,0 млн евра.

Депрецијацијске притиске крајем маја покренули су глобални фактори, тј. очекивања да ће ФЕД од септембра започети с постепеним смањењем обима куповине ХоВ, што је утицало на повлачење страних инвеститора из улагања у ХоВ земаља с растућим тржиштима. Додатно, слабљење динара изазвале су лоше вести у погледу стања у јавним финансијама, неизвесност у вези с фискалном консолидацијом, најаве могућег снижавања кредитног рејтинга земље, као и негативне препоруке неких страних инвестиционих банака у вези са улагањем у динар. Да би ублажила прекомерне дневне осцилације девизног курса, Народна банка Србије је од 30. маја до краја јуна интервенисала продајом укупно 305,0 млн евра. Посматрано крајем периода, динар је у П1 у односу на 2012. номинално депрецирао према евр за 0,4%.

За разлику од Т2, када су кретања на девизном тржишту била нестабилна, у Т3 је дошло до стабилизације кретања на девизном тржишту. Народна банка Србије је у том тромесечју интервенисала на МДТ-у само продајом девиза, у укупном износу од 120,0 млн евра. Посматрано крајем периода, динар је у Т3 номинално депрецирао према евр за 0,4%.

У току Т4 преовладавали су апрецијацијски притисци, који су краткотрајно били заустављени у првој декади децембра због повећане куповине девиза за увоз енергената од стране резидената. Апрецијацијски притисци резултат су пре свега пада премије ризика и повећаног улагања страних инвеститора у динарске ХоВ Републике Србије након одлагања ФЕД-ове одлуке о смањењу програма квантитативних олакшица и усвајања мера Владе о фискалној

консолидацији. Стабилном кретању курса у Т4 допринеле су интервенције Народне банке Србије – куповина 525,0 млн евра и продаја 10,0 млн евра. На крају Т4 вредност динара према еврџ била је готово непромењена у односу на крај Т3 (номинално је депрецирао за 0,03%).

На крају 2013. динар је номинално депрецирао према еврџ за 0,8% у односу на крај претходне године.

Девизни своп

Народна банка Србије је у 2013. наставила са организовањем редовних тромесечних своп аукција продаје и куповине девиза за динаре, чији циљ је стимулисање развоја међубанкарске своп трговине и омогућавање банкама да ефикасније управљају својом ликвидношћу. Аукције су организоване једном недељно, по тржишним условима и у ограниченим количинама. Као додатну меру подршке у управљању ликвидношћу банкарског система и ради превазилажења проблема у вези са ограничењима у међубанкарској трговини на тржишту новца, Народна банка Србије је почев од 22. марта 2013. једном недељно организовала и двонедељне своп аукције продаје и куповине девиза по тржишним условима.

Организоване су 104 тромесечне, као и 80 двонедељних своп аукција. На тромесечним аукцијама Народна банка Србије је своп продала 42,0 млн евра и своп купила исти износ девиза, док су на двонедељним аукцијама своп продаја и своп куповина девиза износиле по 82,0 млн евра. На крају године, стање девизних потраживања и стање девизних обавеза Народне банке Србије по основу тромесечних своп аукција износили су по 6,0 млн евра, а по основу двонедељних своп аукција по 2,0 млн евра.

Аукцијски краткорочни динарски кредити

У 2013. години Народна банка Србије је једном месечно организовала аукције краткорочних динарских кредита на основу залоге ХоВ, као меру за одржавање ликвидности банака. На аукцијама није било одобрених кредита.

3. Остварење циљане инфлације у 2013. години

Након знатног пораста у 2012. години, као последице лоше пољопривредне сезоне и тиме узрокованог раста

цена хране и слабљења динара изазваног прекомерном потрошњом државе у предизборном периоду, **мг. инфлација је у 2013. години забележила знатан пад – са 12,8% у јануару на 2,2% у децембру**. Просечна месечна стопа инфлације у 2013. износила је 0,2%. Веома ниски инфлаторни притисци у 2013. години резултат су добро одмерених мера монетарне политике које су допринеле релативној стабилности курса динара и паду инфлационих очекивања, као и добре пољопривредне сезоне и ниске агрегатне тражње.

Ипак, већи део прошле године мг. инфлација кретала се ван граница дозвољеног одступања од циља. Иако је опадала, она је до августа остала изнад горње границе циља, првенствено због високог месечног раста потрошачких цена у другој половини 2012, који се у обрачуну мг. инфлације задржава годину дана. У септембру је мг. инфлација ушла у границе циља, да би у Т4 неочекивано снажно појефтинијење воћа узроковало њено привремено спуштање испод доње границе циља.

Као и 2012. године, кретање инфлације у 2013. било је пре свега условљено кретањем цена хране – смањењу мг. инфлације од 10,6 п.п. од јануара до децембра прошле године цене хране су допринеле са 7,5 п.п. (или 71%). Уз то, **цене непрерађене хране** опале су за 6,1% (допринос инфлацији –0,8 п.п.), а **цене прерађене хране** за 0,4% (допринос инфлацији –0,1 п.п.).

Пад цена хране био је резултат врло добре прошлогодишње пољопривредне сезоне како у

Табела II.3.1. **Раст и доприноси компоненти расту потрошачких цена у 2013.**

	Стопе раста (у %)	Доприноси (у п.п.)
Потрошачке цене (ИПЦ)	2,2	2,2
Непрерађена храна	-6,1	-0,8
Прерађена храна	-0,4	-0,1
Индустријски производи без хране и енергије	5,7	1,7
Енергија	3,5	0,5
Услуге	4,5	0,9
Индикатори базне инфлације		
ИПЦ без енергије	2,0	1,7
ИПЦ без енергије и непрерађене хране	3,5	2,5
ИПЦ без енергије, хране, алкохола и цигарета	4,2	1,8
Регулисане цене	10,4	2,1

Извор: РЗС и прерачун НБС.

Србији, тако и глобално, што је утицало на пад цена пољопривредних производа. У 2013. цене примарних пољопривредних производа на домаћем тржишту снижене су за скоро 30%⁵, а малопродајне цене воћа и поврћа 7,4%. Ниски трошкови сировина у производњи хране одразили су се на пад цена прерађене хране, а дезинфлаторни утицај тих цена требало би да се задржи бар до наступања нове пољопривредне сезоне.

За разлику од цена хране, остале компоненте ИПЦ-а су забележиле раст.

Цене у оквиру групе енергије су у 2013. порасле 3,5% (допринос инфлацији 0,5 п.п.), пре свега због поскупљења електричне енергије за домаћинства, природног гаса и грејања. Највећи допринос инфлацији у оквиру ове групе дала је електрична енергија (0,7 п.п.), чија је цена у августу повећана за 10,8%. С друге стране, цене нафтних деривата су смањене.

Индустријски производи без хране и енергије забележили су у 2013. раст од 5,7% (допринос инфлацији 1,7 п.п.), који је у највећој мери био последица поскупљења цигарета и лекова. Цене цигарета повећане су 15,6% (допринос 0,7 п.п.),

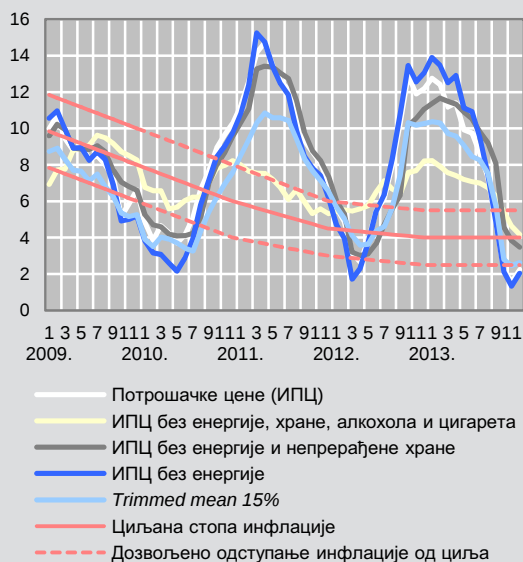
првенствено због повећања акциза, а цене лекова 14,6% (допринос 0,4 п.п.).

Цене услуга у 2013. порасле су 4,5% (допринос инфлацији 0,9 п.п.), првенствено због поскупљења услуга за одржавање и оправку станова и повећања цена туристичких аранжмана.

Регулисане цене, тј. цене чије су промене под контролом државе, порасле су 10,4% и готово у потпуности (допринос 2,1 п.п.) определиле м.г. инфлацију у 2013. (2,2%). Међутим, тај раст је био сличан оном у претходне две године и у складу је с процесом ценовне конвергенције ка земљама зоне евра. Као и у 2012. години, раст регулисаних цена у највећој мери је био вођен поскупљењем цигарета. Поред цигарета, знатнији допринос инфлацији потиче и од поскупљења електричне енергије, лекова и комуналних услуга.

Базна инфлација⁶, као део ИПЦ-а на који монетарна политика има највећи утицај, у децембру 2013. износила је 4,2% м.г. (допринос м.г. инфлацији 1,8 п.п.). Највиши ниво у 2013. достигла је у јануару (8,2% м.г.), а у границе дозвољеног одступања од циља вратила се у новембру. Успоравању м.г. базне

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



Извор: РЗС и прерачун НБС.

Графикон II.3.2. Допринос м.г. стопи раста
потрошачких цена
(у п.п.)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

⁵ Цена кукуруза на Продуктној берзи у Новом Саду у децембру 2013. била је нижа за 31% у односу на децембар 2012., а цена пшенице за 24%.

⁶ ИПЦ по искључењу цена енергије, хране, алкохола и цигарета, који представља најчешће коришћену меру базне инфлације.

инфлације допринеле су пре свега цене кућне хемије и услуге превоза путника и мобилне телефоније.

Будући да се инфлација у периоду јануар–јун 2013, тј. шест месеци заредом, кретала изнад горње границе дозвољеног одступања од циља, Народна банка Србије је, у складу са Споразумом Народне банке Србије и Владе Републике Србије о циљању (таргетирању) инфлације, писмом обавестила Владу о разлозима тог одступања, мерама које је предузела и које треба предузети да би се обезбедила ниска и стабилна инфлација у средњем року, као и о томе када се очекује повратак мг. инфлације у границе циља⁷. У писму је истакнуто да су предузете мере монетарне

политике већ дале ефекте, с обзиром на то да је инфлација у П1 износила свега 3,0%. Изнета је и процена да ће се мг. инфлација вратити у границе циља до октобра, што се и десило.

Битна карактеристика мг. инфлације у Србији протеклих неколико година јесу њене велике осцилације узроковане променама цена хране на домаћем тржишту. Имајући то у виду, Народна банка Србије ће, у сарадњи с Владом, радити на мерама чија ће примена допринети смањењу осцилирања цена пољопривредних производа и стабилизацији тржишта хране, а тиме и смањењу осцилирања укупне инфлације.

⁷ Видети Додатак 2, стр. 39.

III. Макроекономски услови спровођења монетарне политике

1. Међународно окружење

Дешавања у међународном окружењу у 2013. обележила је неизвесност око монетарне политике ФЕД-а, док је наставак раста економске активности на глобалном нивоу (3,0%) задржао сличну динамику као у 2012.

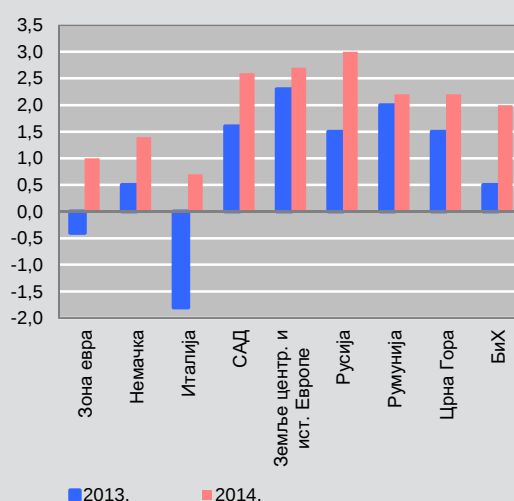
Економска активност у зони евра је у 2013. била 0,4% нижа у односу претходну годину. Након пада активности у Т1, од Т2 долази до благог опоравка и окончања рецесије. Тај опоравак, иако слаб, у П2 се показао као одржив, будући да је привредни раст забележен у већини земаља чланица, укључујући и оне високозадужене (Италија, Шпанија и Португал). Током 2013. смањени су ризици повезани с финансијским тржиштима, а настављене су и активности усмерене на формирање банкарске уније, што би требало додатно да утиче на враћање поверења у финансијски систем. Смањена економска активност резултирала је повећањем стопе незапослености, која се током целе године кретала на нивоу од око 12,0%. Висока незапосленост и ниска тражња допринеле су и смањењу инфлаторних притисака током године, тако да је м.г. инфлација пала за 1,4 п.п. и у децембру је износила 0,8%.

Краткорочну неизвесност на финансијском тржишту унело је избијање кризе у банкарском систему Кипра почетком године. Због проблема несолвентности банкарског сектора, Кипар је био принуђен да затражи финансијску помоћ од ЕЦБ-а и ММФ-а, обавезавши се заузврат на опорезивање банкарских депозита, а уведена је и строга контрола финансијских токова. Споразум између кипарских власти и међународних кредитора о финансијској помоћи постигнут је крајем марта, чиме су тензије умањене.

Привреда САД је у 2013. остварила раст од 1,9%, али је он успорен у односу на 2012, пре свега због негативних краткорочних ефеката мера фискалне штедње. Привредни раст, иако успорен, допринео је да се ситуација на тржишту рада поправи, па је стопа незапослености са 7,9%, колико је износила годину дана раније, у децембру 2013. смањена на 6,7%. Инфлаторни притисци су, слично као у зони евра, смањени и инфлација је у децембру износила 1,5% м.г.

Започети опоравак зоне евра прелио се и на **регион централне и источне Европе**, који је у 2013. забележио раст економске активности од 2,5%. Поред повећане екстерне тражње, на убрзање привредног

Графикон III.1.1. Реални раст БДП-а за 2013. и прогноза за 2014.
(у %)



Извор: ММФ WEO (октобар 2013).

раста региона повољно је деловало и монетарно попуштање ЕЦБ-а, које је омогућило већу доступност иностраних извора финансирања. Предводник раста у региону била је Турска, чија је привреда порасла 3,8% у односу на 2,2% из 2012.

Слабљење инфлаторних притисака омогућило је да ЕЦБ током 2013. додатно **ублажи монетарне услове** смањењем референтне стопе у два наврата (у мају и новембру) за по 25 б.п. То је требало додатно да подстакне опоравак економске активности, који је започет у Т2, као и да смањи ризик уласка у дефлацију, који се појавио током П2. Такође, најављена је и могућност додатног попуштања монетарне политике уколико се дефлаторни притисци интензивирају. Централна банка Енглеске је у 2013. одржавала карактер монетарне политике непромењеним, с референтном стопом на нивоу од 0,5%, уз куповину aktive у укупном износу од 375 млрд фунти. Ублажавање монетарне политике током 2013. забележено је и у већини земаља централне и источне Европе. Централне банке Мађарске, Пољске и Румуније снизиле су своје референтне стопе за по 275 б.п., 175 б.п. и 125 б.п., респективно, док је централна банка Чешке интервенцијама на девизном тржишту циљано депрецирала вредност своје валуте.

Највећу неизвесност на светском финансијском тржишту током 2013. изазвало је могуће смањење програма квантитативних олакшица ФЕД-а. Најаве о могућем почетку смањења тог програма до краја 2013. у мају и јуну узбуркале су финансијска тржишта, што

је за последицу имало колебљивост токова капитала и депрецијацијске притиске на валуте тржишта у настајању. Ипак, лошији макроекономски подаци о стању привреде од очекиваних утицали су да ФЕД у септембру одложи смањење обима квантитативног попуштања за 2014, што је умирило кретања на финансијским тржиштима.

Прву половину 2013. карактерисало је смењивање периода **јачања и слабљења курса евра према долару**. На слабљење евра утицале су банкарска криза на Кипру и неизвесност око парламентарних избора у Италији, док је јачање евра почетком године проузроковала неизвесност око решавања фискалних проблема у САД. Почев од П2 евро је континуирано јачао у односу на долар. Главни фактори тог јачања су одлагање почетка смањења програма квантитативних олакшица ФЕД-а за 2014. и постепени опоравак економије зоне евра. Посматрано крајем периода, евро је у 2013. апрецирао 4,5% у односу на долар.

Светске цене хране су, мерено ФАО индексом, у 2013. опале за 3,8%. Паду цена хране највише је допринео пад цена житарица (23,1%), који је последица рекордне жетве главних ратарских култура на глобалном нивоу. Поред њих, смањена је и цена шећера (14,3%). С друге стране, цене млека и млечних производа забележиле су снажан раст (28,9%) услед повећане тражње, пре свега с тржишта у настајању.

Цена нафте типа брент је у 2013. снижена 1,0%, посматрано крајем периода, али је током године

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.

бележила велике осцилације. Након почетног раста у јануару и фебруару изазваног повећаним оптимизмом у погледу глобалног привредног раста, цена нафте је до краја априла падала услед слабијих од очекиваних перформанси најразвијенијих привреда. Нови талас раста, који је започет у јулу због заостравања геополитичких тензија у Египту и Сирији, прекинут је у септембру након повећања неизвесности у вези с фискалним кретањима у САД. Од средине новембра цена нафте поновно расте, што је повезано с бољим макроекономским показатељима у САД и најавом почетка смањивања програма квантитативних олакшица.

Цена злата је у 2013. имала снажан пад од 28,5%. Пад цене проузроковала је мања тражња за златом због нижих инфлаторних притисака на глобалном нивоу, као и смањење неизвесности, које је резултирало преоријентацијом инвеститора ка улагањима у ризичнију активу. Средином априла, цена злата је у току недеље дана смањена чак 12,0% због најаве о могућој продаји кипарских резерви злата како би се обезбедила средства за решавање банкарске кризе.

Цена бакра је у 2013. смањена 6,6%, посматрано крајем периода, уз пад у првој и раст у другој половини године. Главни фактори смањења цене у П1 били су нижа тражња из Кине (због слабијих индикатора економског раста) и повећана производња у Чилеу, водећем произвођачу бакра. Током П2 забележен је раст цене захваљујући опоравку тражње из Кине, као и повољнијим перспективама глобалног раста.

2. Међународне трансакције

Платнобилансна кретања и девизне резерве

Упркос изазовима које намеће глобална економска криза, економија Србије је у 2013. остварила значајан помак у смањењу спољне неравнотеже. Текући дефицит је преполовљен у односу на 2012. годину и сведен на 5% процењеног БДП-а.⁸ Што је још важније, спољнотрговински дефицит је смањен захваљујући знатно бржем расту извоза од увоза. То је створило повољнију основу за одрживу екстерну позицију економије и стабилан курс динара. За разлику од 2012. године, остварен нето прилив капитала у 2013. био је

већи од текућег дефицита, што је резултирало растом девизних резерви Народне банке Србије.

Дефицит текућег рачуна платног биланса од 1,6 млрд евра у 2013. години мањи је за чак 50,1% у односу на 2012. Мањи дефицит текућег рачуна првенствено је резултат фактора на страни понуде, тј. повољних кретања у аутомобилској, нафтној и хемијској индустрији, као и ниске домаће тражње услед мера фискалне консолидације.

Извоз робе и услуга у 2013. био је виши за 21,5%, а увоз за 5,1% м. Као резултат тога, спољнотрговински дефицит је смањен за 31,5%, на 3,6 млрд евра, а покривеност увоза извозом повећана за 10,8 п.п., на 79,8%. Извоз је доминантно био вођен аутомобилском индустријом, али је пораст извоза забележила и већина осталих грана прерађивачке индустрије. Посматрано према структури прерађивачке индустрије, највећи позитиван допринос расту потиче од извоза моторних возила (14,3 п.п.). Позитиван допринос расту извоза потиче и од извоза хемијских производа (2,5 п.п.), електричне опреме (1,6 п.п.), производа од гуме и пластике (1,5 п.п.) итд. Кретање увоза у највећој мери је било под утицајем раста увоза репроматеријала намењеног пре свега производњи за извоз.

Дефицит на рачуну дохотка од 1,1 млрд евра већи је за 36,9% у односу на 2012, док је нето прилив по основу текућих трансфера од 3,2 млрд евра већи за 7,0%. Притом, најзначајнији прилив у оквиру текућих трансфера – прилив по основу нето дознака – повећан је за 9,6%, на 2,8 млрд евра. Захваљујући расту извоза, знатно мањи дефицит биланса робе и услуга и дохотка покривен је са 66,5% текућим трансферима, или за 18,5 п.п. више него 2012. године.

На финансијском рачуну платног биланса остварен је нето прилив од 2,1 млрд евра, што је за 228,4 млн евра више него 2012. године. Прилив је остварен по основу портфолио инвестиција и СДИ, док је по основу осталих инвестиција (кредити и депозити) забележен одлив.

Нето прилив по основу СДИ износио је 768,5 млн евра. Притом, страни капитал је инвестиран у Србију у нето износу од 778,5 млн евра, а домаћи капитал у иностранство у нето износу од 10,0 млн евра. Страни капитал је у највећој мери инвестиран у нашу прерађивачку индустрију (24,0%), пре свега производњу

⁸ У извештају су коришћени подаци платног биланса према методологији БПМ5.

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

	2012.	2013.
ТЕКУЋЕ ТРАНСАКЦИЈЕ – САЛДО	-3.176,5	-1.585,5
ТЕКУЋЕ ТРАНСАКЦИЈЕ БЕЗ ЗВАНИЧНЕ ПОМОЋИ – САЛДО	-3.327,2	-1.716,9
1. Роба (1.1 – 1.2)	-5.479,9	-3.978,8
1.1. Извоз робе <i>f.o.b.</i>	8.725,6	10.955,6
1.2. Увоз робе <i>f.o.b.</i>	-14.205,5	-14.934,4
2. Услуге (2.1 – 2.2)	155,9	334,4
2.1. Приходи	3.103,8	3.422,7
2.2. Расходи	-2.947,8	-3.088,2
3. Биланс робе и услуга (3.1 – 3.2)	-5.324,0	-3.644,3
3.1. Извоз робе и услуга	11.829,3	14.378,3
3.2. Увоз робе и услуга	-17.153,3	-18.022,6
4. Доходак	-799,5	-1.094,6
4.1. Приходи	538,9	485,5
4.2. Расходи	-1.338,4	-1.580,1
5. Текући трансфери	2.947,0	3.153,4
5.1. Приходи	3.285,5	3.522,7
5.2. Расходи	-338,6	-369,3
КАПИТАЛНИ РАЧУН	-10,6	10,8
ФИНАНСИЈСКИ РАЧУН	3.019,5	1.392,5
1. Директне инвестиције – нето	241,9	768,5
1.1. У иностранство (потраживања)	-42,3	-10,0
1.2. У Србију (обавезе)	284,1	778,5
2. Портфолио инвестиције – нето	1.720,5	1.916,6
2.1. Актив а (потраживања)	28,1	10,1
2.2. Пасив а (обавезе)	1.692,4	1.906,4
3. Остале инвестиције	-80,1	-595,9
3.1. Актив а (потраживања)	-936,6	-621,3
3.2. Пасив а (обавезе)	856,5	25,4
4. Средства резерви	1.137,2	-696,7
ГРЕШКЕ И ПРОПУСТИ	167,6	182,2
УКУПАН БИЛАНС	-1.137,2	696,7

Извор: РЗС и НБС.

пића (6,0%), трговину (22,1%), финансијску делатност (17,1%) и грађевинарство (11,4%).

По основу портфолио инвестиција остварен је нето прилив од 1,9 млрд евра. Портфолио инвестиције односе се пре свега на задуживање државе продајом седмогодишњих и петогодишњих еврообвезница на међународном финансијском тржишту у фебруару и новембру. Део средстава обезбеђен по основу емисије еврообвезница искоришћен је у априлу за превремену отплату дела дуга према Лондонском клубу поверилаца.

По основу осталих инвестиција забележен је нето одлив од 595,9 млн евра, за разлику од нето одлива од 80,1 млн евра у 2012. години. Притом, нето одлив у оквиру осталих инвестиција забележен је код финансијских

кредита (1,2 млрд евра), док је код трговинских кредита и готовог новца и депозита остварен прилив (400,9 млн евра и 227,5 млн евра, респективно).

Финансијски кредити из иностранства користили су се у 2013. години у укупном износу од 2,7 млрд евра, док је отплата главнице по основу дугорочних кредита износила 3,7 млрд евра. Раздужили су се сви сектори, осим државе. Као и у 2012. години, у већој мери раздужиле су се банке и Народна банка Србије. Банке су се по основу узетих кредита из иностранства нето раздужиле за 775,0 млн евра, а Народна банка Србије за 658,0 млн евра (највећим делом по основу отплате кредита ММФ-у). Предузећа су се нето раздужила за 181,4 млн евра. С друге стране, држава се по финансијским кредитима нето задужила за 433,3 млн евра, што је више него у 2012. години (209,3 млн евра).

Поменута платнобилансна кретања утицала су да девизне резерве Народне банке Србије у 2013. порасту за 696,7 млн евра (без валутних промена, промена тржишних вредности ХоВ и цене злата). Притом, нето тржишни ефекат је био негативан и износио је 422,6 млн евра, што је за резултат имало мање номинално повећање девизних резерви од 274,1 млн евра, на 11,2 млрд евра. Повећање девизних резерви Народне банке Србије обезбедило је да покриће увоза робе и услуга девизним резервама и даље буде више од седам месеци. Истовремено, нето девизне резерве од 7,8 млрд евра биле су за 1,2 млрд евра веће него у 2012. години.

У структури девизних резерви, на крају 2013. године највеће учешће имају иностране ХоВ са 68,8%, следе девизна средства на рачунима у иностранству (депозити и текући рачуни Народне банке Србије) са 23,1%, злато са 4,1%, ефективни страни новац са 2,8% и SDR код ММФ-а са 1,2%. Део девизних резерви је пласиран у краткорочне ХоВ и краткорочне депозите, у складу с принципом ликвидности, ради благовременог измиривања обавеза Народне банке Србије и државе према иностранству.

Народна банка Србије је у 2013. години остварила девизни прилив од продаје ХоВ Републике Србије у износу од 2,6 млрд евра, од чега на иностраном финансијском тржишту 1,8 млрд евра, а на домаћем тржишту 777,4 млн евра. По основу коришћења кредита за Републику Србију реализован је укупан девизни прилив од 596,6 млн евра, а по основу

Графикон III.2.1. Покривеност увоза девизним резервама



Извор: РЗС и НБС.

*12-месечни покретни просеци.

обављања привременог платног промета с Косовом и Метохијом⁹ прилив од 298,7 млн евра. Интервенције Народне банке Србије на МДТ-у у 2013. години резултирале су девизним приливом у нето износу од 110,0 млн евра¹⁰. Народна банка Србије је остварила девизни приход и по основу купона на иностране ХоВ у износу од 109,3 млн евра, а по основу камата на депозите, *SDR*, рачуне по виђењу и текуће рачуне приход у износу од 2,8 млн евра. Поред тога, девизни прилив је остварен и по основу донација у износу од 80,3 млн евра, као и од приватизације 17,8 млн евра.

Обавезе према инокредиторима током 2013. измирене су у износу од 1,1 млрд евра, од чега се 305,4 млн евра односи на превремену отплату дела дуга према Лондонском клубу поверилаца. По основу измиривања обавеза према ММФ-у, из девизних резерви Народне банке Србије је исплаћено 662,7 млн евра на име главнице и камате, а на име доспелих ХоВ Републике Србије деноминираних у еврима 506,3 млн евра. За сервисирање старе девизне штедње из

девизних резерви је исплаћено 255,0 млн евра. Банке су у 2013. повукле девизну обавезну резерву у нето износу од 325,4 млн евра. На име отплате дуга државе према банкама у земљи из девизних резерви исплаћено је 94,9 млн евра.

Међународна инвестициона позиција земље

Међународна инвестициона позиција Србије као нето дужника према иностранству повећана је у 2013. за 1,7 млрд евра и на крају године је износила 30,5 млрд евра. До повећања је дошло по основу повећања финансијске пасиве за 2,1 млрд евра, док је повећање финансијске aktive за 450,1 млн евра деловало у правцу њеног смањења.

Страна финансијска актива Србије¹¹ је у 2013. години повећана на 17,9 млрд евра као резултат реализованих нето трансакција за 1,3 млрд евра, док су негативне валутне промене, промене цена aktive и остале промене (највећим делом услед кашњења у извештавању по краткорочним трговинским кредитима) деловале у правцу њеног смањења за 165,7 млн евра, 259,5 млн евра и 439,3 млн евра, респективно.

У структури финансијске aktive, доминантно учешће од 62,6% и даље имају девизне резерве Народне банке Србије, које су у 2013. повећане за 274,6 млн евра, на 11,2 млрд евра. Готов новац и депозити резидената у иностранству чинили су 22,0% укупне aktive након смањења у 2013. за 249,5 млн евра, на 3,9 млрд евра. Директне инвестиције резидената у иностранство¹² повећане су за 46,2 млн евра и на крају 2013. године износиле су 1,8 млрд евра, или 10,2% укупне aktive. Промене су настале услед платнобилансних трансакција од 10,0 млн евра, осталих промена од 39,4 млн евра (корекција стања услед кашњења у извештавању), док су међувалутне промене од 3,2 млн евра утицале у правцу њиховог смањења. Портфолио инвестиције резидената у иностранство повећане су за 2,5 млн евра, на 108,0 млн евра, тако да и даље чине мањи део укупне aktive (0,6%). Трговински кредити

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

¹⁰ 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.

¹¹ Финансијску активу Републике Србије чине власнички капитал резидената у иностранству, потраживања од нерезидената и девизне резерве.

¹² Директне инвестиције у методологији међународне инвестиционе позиције обухватају: а) све промене у платном билансу у ставци стране директне инвестиције – власнички капитал, б) реинвестирану добит нерезидената, в) све међукомпанијске кредите и позајмице ако је давалац кредита власник више од 10% капитала корисника кредита (док су у платном билансу као СДИ обухваћене међукомпанијске позајмице и кредити код којих је утврђена намера конверзије у капитал) и г) остале промене (валутне и ценовне промене, кашњење у извештавању и сл.). Промене настале услед платнобилансних трансакција у оквиру међународне инвестиционе позиције усклађене су са СДИ у платном билансу.

су повећани за 386,8 млн евра, на 655,1 млн евра (3,7% укупне активе), док су потраживања резидената по основу финансијских кредита нерезидентима остала готово непромењена (0,6% укупне активе).

Страна финансијска пасива Србије¹³ је на крају 2013. повећана на 48,4 млрд евра. Повећање је резултат већих реализованих нето трансакција за 3,2 млрд евра, док су валутне промене и остале промене деловале у правцу њеног смањења за 315,5 млн евра и 770,8 млн евра, респективно.

Основне промене у структури финансијске пасиве током 2013. године односе се на раст обавеза по основу портфолио инвестиција (са 10,3% на 13,4% укупне пасиве) и смањење обавеза по основу финансијских кредита (са 41,6% на 37,7% укупне пасиве). Учешће обавеза по основу директних инвестиција остало је готово непромењено (44,0% укупне пасиве).

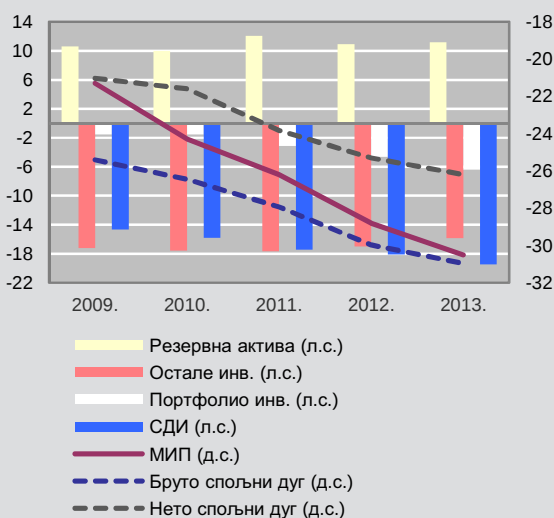
Обавезе резидената, пре свега државе, по основу портфолио инвестиција нерезидената повећане су за 1,7 млрд евра, на 6,5 млрд евра. Обавезе резидената по

основу финансијских кредита смањене су за 1,0 млрд евра, на 18,3 млрд евра. Раздужиле су се у највећој мери Народна банка Србије, као и банке и предузећа по основу дугорочних кредита. Обавезе по основу директних инвестиција веће су за 1,4 млрд евра и износе 21,3 млрд евра. Краткорочно задужење банака смањено је за 279,2 млн евра и на крају 2013. је износило 907,6 млн евра.

Посматрано по секторима, учешће државе у укупној пасиви на крају 2013. износило је 28,5%, или 13,8 млрд евра. Обавезе државе односе се на обавезе по иностраним финансијским кредитима (7,9 млрд евра), обавезе по дужничким ХоВ које су у поседу нерезидената (5,5 млрд евра) и обавезе по коришћеним средствима алокације *SDR* од ММФ-а (433,7 млн евра). Повећање пасиве државе у 2013. години за 2,2 млрд евра резултат је пре свега продаје еврообвезница на међународном финансијском тржишту.

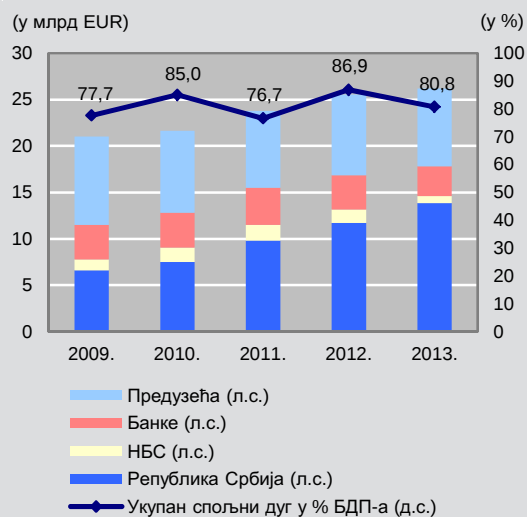
Учешће Народне банке Србије у финансијској пасиви износило је 1,5% укупне пасиве, или 748,5 млн евра. Оно се највећим делом односи на обавезе по основу

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



Извор: НБС.

Графикон III.2.3. Нето спољни дуг Републике Србије према сектору дужника



Извор: НБС.

¹³ Финансијску пасиву Републике Србије чине власнички капитал нерезидената у земљи и дуговања према нерезидентима.

дугорочног финансијског кредита ММФ-а, који је редовним отплатама током 2013. године смањен за 702,4 млн евра.

Банке су у укупној пасиви учествовале са 19,3%, или 9,3 млрд евра. Пасива банака се састоји од СДИ (4,7 млрд евра), обавеза по финансијским кредитима (3,2 млрд евра), депозита нерезидената и краткорочног задуживања (907,6 млн евра) и портфолио инвестицијама (589,4 млн евра), као и од обавеза по трговинским кредитима (0,2 млн евра). Током 2013. пасива банака је смањена за 699,0 млн евра, пре свега због смањења стања дугорочних финансијских кредита за 508,2 млн евра и готовог новаца и депозита за 279,2 млн евра, док се стање директних инвестиција повећало за 118,6 млн евра (од чега платнобилансне трансакције износе 113,6 млн евра).

Учешће предузећа у укупној пасиви износило је 50,6%, или 24,5 млрд евра. Пасиву предузећа чине пре свега СДИ (16,6 млрд евра) и обавезе по финансијским кредитима (6,5 млрд евра), следе обавезе по трговинским кредитима (915,7 млн евра), портфолио инвестицијама (403,2 млн евра) и осталим обавезама (80,5 млн евра). Повећање пасиве предузећа у 2013. од 1,4 млрд евра готово у целини резултат је повећања стања СДИ (1,3 млрд евра) због платнобилансних трансакција (664,8 млн евра), реинвестиране добити (466,5 млн евра), као и промене стања међукомпанијских кредита које нису обухваћене као СДИ у платном билансу (183,2 млн евра).

Поређење међународне инвестиционе позиције на крају 2013. с позицијом на крају 2012. говори о повећању укупног нето спољног дуга за 868,5 млн евра, на 26,2 млрд евра. Притом, повећан је нето спољни дуг државе, док је свих осталих сектора смањен. Држава је нето дуг повећала за 2,2 млрд евра, на 13,8 млрд евра. С друге стране, банке су свој нето дуг смањиле за 504,8 млн евра (на 3,2 млрд евра), а предузећа за 79,7 млн евра (на 8,4 млрд евра). Отплатом кредита од ММФ-а, Народна банка Србије је преполовила свој спољни дуг и он је на крају 2013. године износио 748,5 млн евра.

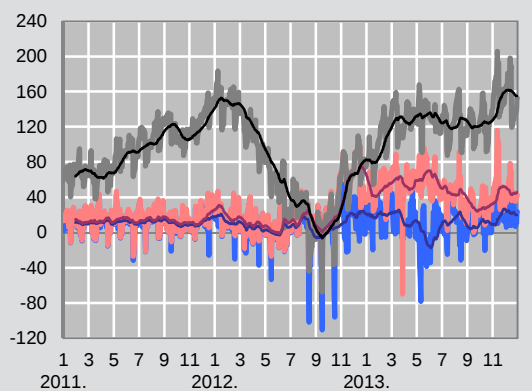
3. Кретања на финансијском тржишту

Каматне стопе

Просечна репо стопа¹⁴ је током 2013. смањена за 2,2 п.п., на 7,6%, колико је износила на крају децембра. Тај пад је био нешто већи од смањења референтне каматне стопе (1,75 п.п.) због високе ликвидности банкарског сектора. При томе, највеће одступање просечне репо стопе од референтне стопе забележено је периоду од марта до јуна, када је просечна репо стопа готово била изједначена са стопом на депозитне олакшице. Од јуна се то одступање смањује под утицајем интервенција Народне банке Србије продајом девиза на МДТ-у и повећања планираног износа повлачења ликвидности, да би се од новембра оно благо повећавало великим делом по основу интервенција куповине девиза на МДТ-у.

Промет на међубанкарском преконоћном тржишту новца знатно је смањен у односу на претходну годину.

Графикон III.3.1. Динарска ликвидност (дневна стања и покретни просеци, у млрд RSD)



Извор: НБС.

¹⁴ Стопа остварена на репо аукцијама пондерисана износом продатих ХоВ.

У 2013. у просеку је износио 1,1 млрд динара, при чему су најниже вредности забележене у Т2. Каматна стопа *BEONIA* је током целог периода пратила кретање просечне репо стопе. Њена просечна вредност је у децембру износила 7,6%, што је за 1,7 п.п. мање него у истом периоду претходне године.

Каматне стопе *BELIBOR* такође су забележиле пад, који је био израженији за дуже рочности. То је резултирало смањењем нагиба криве приноса на међубанкарском тржишту новца, при чему је распон тих каматних стопа смањен са 2,5 п.п. у децембру 2012. на 1,1 п.п. у децембру 2013. године. Током децембра, просечне вредности каматних стопа *BELIBOR* кретале су се од 8,3% за најкраћу до 9,4% за рочност од шест месеци.

Током већег дела П1 и каматне стопе на примарном тржишту динарских државних ХоВ забележиле су пад, тако да је просечна пондерисана каматна стопа на ове ХоВ смањена за 3,1 п.п. и у јуну је износила 9,5%. Смањење каматних стопа дугује се пре свега знатном инвестирању нерезидената у динарске државне ХоВ. Томе су допринели повећање ликвидности на међународном финансијском тржишту, поправљање макроекономских перформанси у Србији, као и успешна продаја еврообвезница на међународном тржишту, чиме је смањен притисак за прикупљање средстава на домаћем тржишту. Међутим, од краја маја, с најавом могућег смањења програма

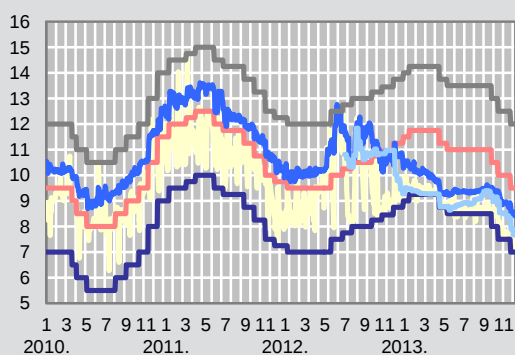
квантитативних олакшица ФЕД-а, опало је интересовање инвеститора за улагања у Србију и све земље у региону. На смањење интересовања страних инвеститора за улагање у динарске ХоВ утицале су и негативне оцене ММФ-а о стању у јавним финансијама.

Мање интересовање страних инвеститора и раст каматних стопа потрајали су све до октобра. После септембарске одлуке ФЕД-а о одлагању смањења квантитативних олакшица, новембарског снижења референтне стопе ЕЦБ-а, објаве мера фискалне консолидације српских финансија и пада премије ризика интересовање страних инвеститора почиње да расте. Поред раста улагања нерезидената, на пад каматних стопа на примарном тржишту државних ХоВ утицало је и смањење референтне стопе. Тако се, захваљујући паду каматних стопа током Т4, просечна пондерисана стопа на динарске ХоВ крајем 2013. вратила на ниво из јуна (9,5%).

Динарска крива приноса додатно је продужена пошто је држава у марту први пут емитовала обвезнице с роком доспећа седам година. На три аукције које су одржане током године каматна стопа се кретала од 12,3% до 13,0%.

Током 2013. године држава је на домаћем тржишту организовала и 17 аукција ХоВ деноминираних у еврима, при чему су у априлу први пут емитоване

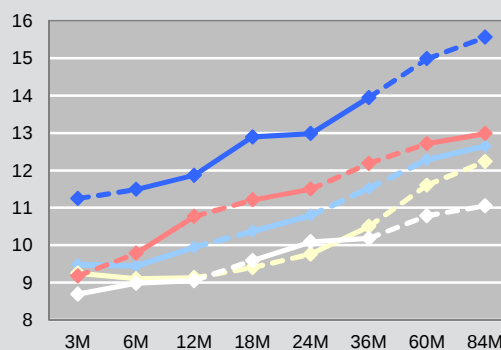
Графикон III.3.2. Кретање каматних стопа (дневни подаци, на годишњем нивоу, у %)



— Каматна стопа *BEONIA*
 — Референтна каматна стопа
 — *BELIBOR* 2W
 — Каматна стопа на преконоћне депозите
 — Каматна стопа на кредитне олакшице
 — Просеч. пондер. кам. ст. за репо продате ХоВ

Извор: Томсон Ројтерс и НБС.

Графикон III.3.3. Каматне стопе на примарном тржишту државних ХоВ (на годишњем нивоу, у %)



— Дец. 2012. — Март 2013.
 — Јун 2013. — Септ. 2013.
 — Дец. 2013.

Извор: Министарство финансија и прерачун НБС за рочности за које није било аукција у одређеном месецу.

обвезнице за рочност од пет година. И на овом сегменту тржишта је забележен пад каматних стопа, чије је кретање имало сличну динамику као и оне на динарске ХоВ. Каматне стопе на аукцијама у децембру кретале су се између 3,5% за рочност од једне године до 5,1% за рочност од пет година.

Стопе на секундарном тржишту динарских ХоВ углавном су пратиле кретање каматних стопа на примарном тржишту и током децембра кретале су се у распону од 8,7% за преосталу рочност од два месеца до 10,7% за рочност од 29 месеци. Укупан промет на том тржишту је у 2013. повећан за скоро 100 млрд динара и износио је 245,8 млрд динара, при чему се највише трговало ХоВ рочности од три и две године. Када се искључе трговања до два радна дана од датума салдирања примарног трговања, промет је износио 128,3 млрд динара.

Пратећи кретање референтне каматне стопе, али и у складу с нижим каматним стопама на динарске депозите, каматне стопе на новоодобрене динарске кредите су током 2013. године бележиле пад. Тако је просечна пондерисана каматна стопа на динарске кредите смањена за 1,1 п.п. и у децембру је износила 17,1%. При томе, каматне стопе на кредите привреди су смањене за 2,8 п.п., на 14,2%, пре свега под утицајем пада каматних стопа на кредите за обртна средства (за 3,6 п.п., на 13,5%) и на остале кредите (за 1,7 п.п., на 15,1%). Пад цене динарских кредита

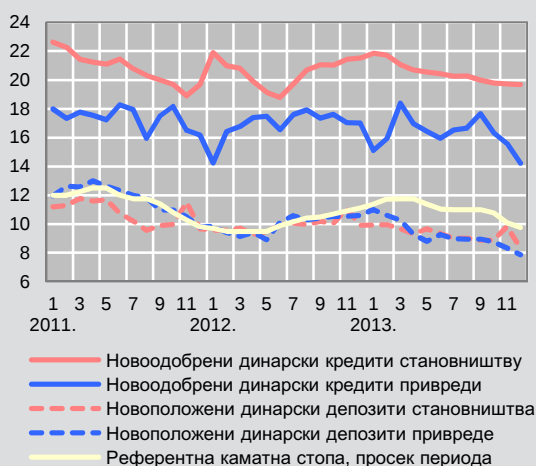
становништву (за 1,8 п.п., на 19,7%) резултат је пада каматних стопа на готовинске кредите, које су смањене за 1,9 п.п., на 19,5%, док је цена потрошачких кредита смањена за 0,2 п.п., на 23,4%.

Каматна стопа на новоодобрене евроиндексиране кредите и кредите у еврима смањена је у односу на крај 2012. године за 1,6 п.п. и у децембру је износила 6,5%, у највећој мери као резултат пада каматних стопа на кредите привреди, које су смањене за 1,8 п.п., на 6,3% у децембру. При томе, смањене су и каматне стопе на све врсте кредита, а највише за кредите за обртна средства и остале кредите. Каматне стопе на кредите становништву забележиле су мањи пад (за 0,2 п.п., на 7,9%), највише по основу пада стопа на готовинске кредите. И каматне стопе на потрошачке кредите су смањене, док је цена стамбених кредита незнатно повећана.

Просечна пондерисана каматна стопа на новоположене динарске депозите привреде смањена је у 2013. за 2,7 п.п., на 7,9% у децембру. Код становништва она је смањена за 1,6 п.п., на 8,3%, колико је износила у децембру. У новембру је та стопа привремено повећана (0,9 п.п., на 9,8%) због нешто повољнијих каматних стопа које су банке понудиле поводом Месеца штедње, пре свега за депозите рочности до једне године и преко једне до две године. То је резултирало и рекордним износом новоположених и реорочених динарских депозита у

Графикон III.3.4. Кретање каматних стопа на динарске кредите и депозите привреди и становништву*

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

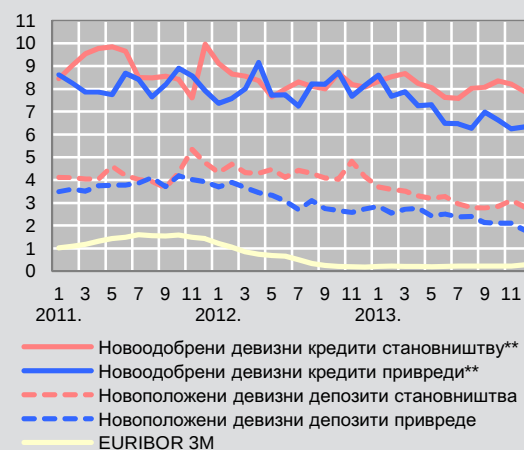


Извор: НБС.

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

Графикон III.3.5. Кретање каматних стопа на девизне кредите и депозите привреди и становништву*

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



Извор: НБС и Европска банкарска федерација.

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

** У еврима и евроиндексирани.

новембру и растом стања динарске штедње за 6,7 млрд динара.

Каматне стопе на орочену штедњу становништва у еврима током 2013. године су смањене за 1,3 п.п., на 2,8%. У саопштењу поводом Светског дана штедње Народна банка Србије је позвала банке да своје напоре у привлачењу нових штедних улога усмере на побољшање услова и ширење лепезе производа, уз настојање да каматне стопе не превазилазе знатно ниво који нуде током целе године. Банке су прихватиле тај апел, па је у новембру изостао уобичајено осетнији раст каматних стопа на штедњу у еврима. Код сектора привреде каматне стопе на депозите у еврима смањене су за 0,9 п.п., на 1,8% на крају 2013. године.

Премија ризика земље

Кретање премија ризика земаља у региону било је током 2013. године у великој мери под утицајем ишчекивања и реакције међународних финансијских тржишта на монетарну политику ФЕД-а. Вредности *EMBI* за Србију су током целе године пратиле регионалну динамику, уз нешто израженије промене у оба смера у односу на друге земље због домаћих фактора, пре свега оцена о стању у јавним финансијама, најаве и предузимања мера фискалне консолидације, као и покретања преговора о чланству Србије у Европској унији.

Премија ризика већине посматраних земаља, мерена *EMBI*, последњег дана 2013. године имала је нижу вредност у односу на крај 2012. Највећи пад премије ризика забележен је за Бугарску (94 б.п.), док је за Србију вредност *EMBI* смањена за 17 б.п., на 374 б.п., колико је износила крајем године. Посматрано као годишњи просек, премије ризика свих земаља у региону су ниже у поређењу са 2012. Највећи пад просечне годишње вредности премије ризика је забележен за Мађарску (158 б.п.), а најмањи за Турску (44 б.п.). У случају Србије, просечна вредност *EMBI* је нижа за 119 б.п.

Већина земаља у региону започела је годину благим растом премије ризика, који је настављен до краја Т1.

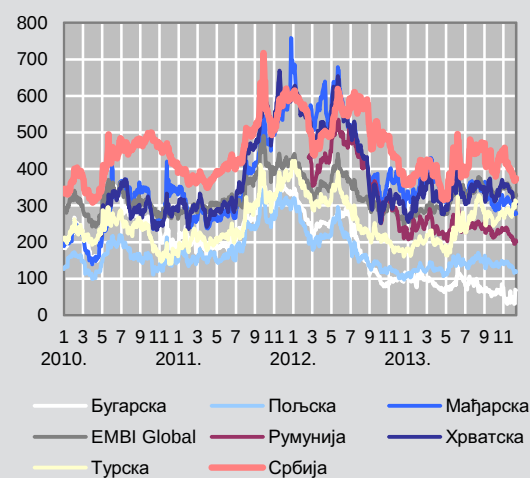
Током априла и већим делом маја премије ризика земаља у окружењу биле су у паду, да би крајем маја

тај тренд био преокренут због неизвесности у погледу будуће монетарне политике ФЕД-а. Раст је био посебно наглашен крајем јуна после најаве могућих рокова смањења и укидања квантитативних олакшица. Упоредо с тим најавама, повећану опрезност инвеститора према Србији изазвале су негативне оцене о стању српских јавних финансија.

Почетком јула сви индекси бележе пад, а највише српски под утицајем вести о покретању приступних преговора са Европском унијом и одређивања датума њиховог почетка. Нови општи раст уследио је крајем јула, такође као резултат ишчекивања новог састанка ФЕД-а, након чега се *EMBI* стабилизовао на вишем нивоу све до средине септембра. Тада је, по доношењу одлуке о задржавању постојећег обима квантитативних олакшица, уследио пад премије ризика, који је настављен и у октобру.

Крајем новембра, осетнији пад премије ризика забележен је једино у случају Србије и може се довести у везу с предузимањем мера фискалне консолидације. Упркос најави ФЕД-а да ће у јануару започети са смањењем обима квантитативних олакшица, вредности *EMBI* су током децембра биле у паду, и то по основу раста приноса на државне

Графикон III.3.6. Показатељ премије ризика – *EMBI* по земљама (дневни подаци, у б.п.)



Извор: JP Morgan.

обвезнице САД и пада приноса на еврообвезнице посматраних земаља.

Рејтинг агенција *Standard & Poor's* је два пута током 2013, у марту и октобру, потврдила кредитни рејтинг Србије на нивоу ВВ–, уз задржавање негативних изгледа. Агенција *Moody's* је у јулу доделила Србији рејтинг на нивоу В1, са стабилним изгледима, док је убрзо након тога агенција *Fitch* потврдила постојећи рејтинг Србије на нивоу ВВ–, с негативним изгледима. Ипак, агенција *Fitch* је у јануару 2014. смањила кредитни рејтинг Србије за један степен, на В+.

Кретања на девизном тржишту и курс динара

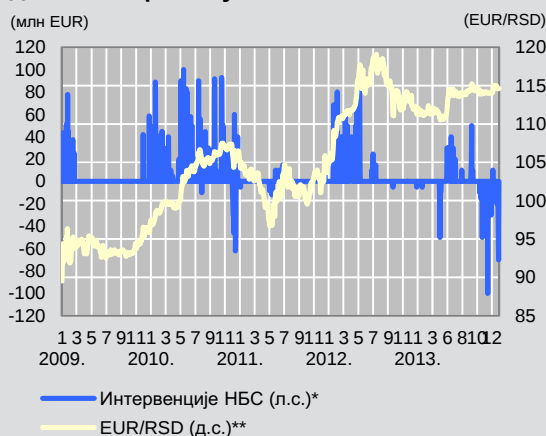
Посматрано крајем периода, динар је у 2013. години номинално ослабио према еврју за 0,8%, док је његова просечна вредност (113,1 динара за евр) била непромењена у односу на 2012. До пред крај маја динар је благо јачао, да би крајем маја и почетком јуна уследило његово слабљење. Током остатка године курс је остао релативно стабилан, али на вишем нивоу. У складу с тим, вредности курса у

2013. кретале су се у распону од 110,5 до 115,3 динара за евр.

Мање слабљење динара према еврју од јачања евра према долару утицало је да динар према долару, посматрано крајем периода, номинално апresiasi за 3,7%. У складу с таквим кретањима, номинални ефективни курс динара¹⁵ је у 2013. ојачао за 0,1%.

Фактори попут повећања рестриктивности монетарне политике, раста интересовања нерезидената за улагање у државне ХоВ и смањења дефицита текућег рачуна платног биланса определили су благо јачање (1,9%) домаће валуте током првих пет месеци. Међутим, крајем маја јавили су се депрецијацијски притисци у Србији, али и у већини земаља у региону, пре свега због деловања глобалних фактора. Наиме, најава ФЕД-а о смањењу програма квантитативних олакшица у случају повољних макроекономских показатеља у САД покренула је повлачење инвеститора с релативно ризичнијих тржишта, а тиме и с тржишта централне и источне Европе. Поред глобалних фактора, на повећану опрезност инвеститора у случају Србије деловале су и неповољне оцене о стању јавних финансија. Последишно, смањена је

Графикон III.3.7. Кретање курса динара и интервенције Народне банке Србије на девизном тржишту

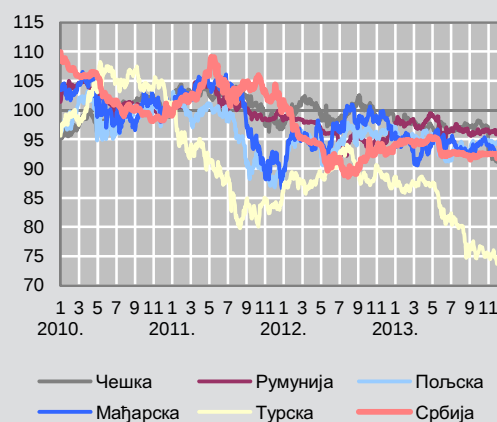


Извор: НБС.

* + продаја; - куповина.

** 1 EUR у RSD.

Графикон III.3.8. Кретање курсева одређених националних валута према еврју* (дневни подаци, 31. 12. 2010 = 100)



Извор: НБС и веб-сајтови централних банака.

* Раст представља апresiasiју.

¹⁵ Ефективни курс представља пондерисани просек курса динара према еврју (пондер 0,8) и према долару (пондер 0,2).

тражња нерезидената за динарима, а повећана тражња за девизама, што је условило слабљење домаће валуте у јуну за 2,2%.

Депрецијацијски притисци ослабили су током јула, тако да је динар благо ојачао према евр. Стабилност курса потрајала је до средине августа, када су се појавили депрецијацијски притисци подстакнути куповином девиза од стране нерезидената након исплате дивиденди НИС-а. Крајем месеца ти притисци су појачани и неизвесношћу на глобалном нивоу због ишчекивања септембарског састанка ФЕД-а и одлуке о могућем смањењу обима квантитативних олакшица. Одлука да квантитативне олакшице буду задржане на постојећем нивоу одразила се на попуштање притисака на динар у другој половини септембра. И домаћи фактори – позитивне тенденције у спољнотрговинској размени, раст задужења привреде у иностранству, нешто већи прилив СДИ, као и нето откуп ефикативности од мењача и физичких лица, додатно су определили кретање курса динара у овом периоду.

Од октобра до краја године преовладавали су апрецијацијски притисци, који су првенствено резултат повратка нерезидената на домаће тржиште ХоВ. Они су, после четворомесечне паузе, у октобру знатно повећали своја улагања у динарске ХоВ, на шта је утицао пад премије ризика како због деловања глобалних фактора, пре свега наставка непромењеног курса монетарне политике ФЕД-а, тако и захваљујући доношењу додатних мера у правцу решавања проблема домаћих јавних финансија. Апрецијацијски притисци привремено су ослабили почетком децембра услед повећане тражње за девизама ради плаћања увоза енергената.

Промет на МДТ-у је током целе године бележио ниске вредности. Просечан дневни промет између банака на овом тржишту¹⁶ износио је 36,3 млн евра, или 47,4% мање него у 2012. години. И осцилирање девизног курса¹⁷ кретало се у складу с кретањем промета на МДТ-у, тако да су у 2013. забележене најниже просечне дневне осцилације курса динара у односу на евро у последње три године.

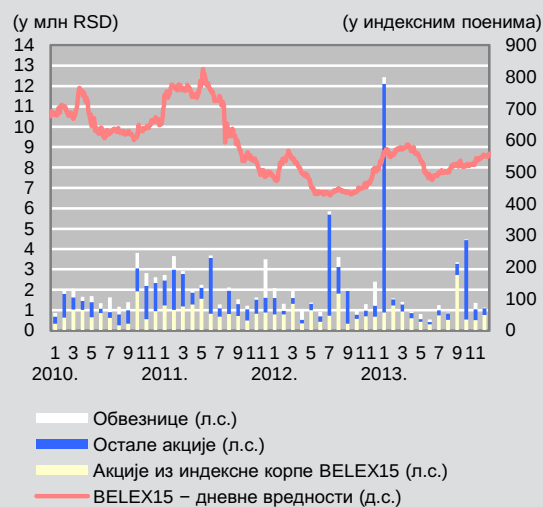
¹⁶ Без Народне банке Србије.

Кретања на берзи

Након раста у прва четири месеца, који је анулиран падом вредности у другој половини Т2, индекси Београдске берзе бележили су константан благ раст у П2. На крају 2013. индекс најликвиднијих акција *BELEX15* износио је 558,0 индексних поена, што је за 6,5% више у поређењу с крајем 2012, али и даље нешто испод максималних вредности из априла. Општи индекс акција *BELEXline* повећан је за 9,1% и последњег дана 2013. године је износио 956,0 индексних поена.

Током Т1, а посебно у јануару, цене акција на Београдској берзи су расле, тако да су на нивоу тромесечја индекси Београдске берзе остварили највећи раст вредности у региону. Ипак, позитивна очекивања инвеститора у погледу макроекономских кретања у 2013, којима је био вођен раст цена акција у току Т1, смањена су у Т2, што је утицало и на пад вредности индекса Београдске берзе. Пад цена акција делом је и последица реакције инвеститора на најаву

Графикон III.3.9. Индекс *BELEX15* и промет на Београдској берзи



Извор: Београдска берза.

¹⁷ Мерено методама *EWMA* и *EGARCH*. *EWMA* (*Exponentially Weighted Moving Average*) – метод пондерисаних покретних просека код кога се процентуалним дневним променама девизног курса додељују различити пондери за различите временске тренутке, при чему ти пондери експоненцијално опадају удаљавањем од садашњег момента. *EGARCH* (*Exponential General Autoregressive Conditional Heteroskedastic*) – метод оцене условне варијансе који приказује асиметричан ефекат позитивних и негативних шокова на оцену условне варијансе.

могућег смањења програма квантитативних олакшица. Док су индекси појединих берзи у региону, после првобитног потреса, отпочели раст у јуну, опоравак цена акција на Београдској берзи уследио је у јулу и настављен је до краја године. Раст цена акција може се довести у везу с повољним макроекономским показатељима за П2 – ниском инфлацијом, растом економске активности и извоза, као и стабилним кретањем курса динара.

Укупан промет акцијама на Београдској берзи у 2013. години је износио 28,5 млрд динара, што представља раст од 38,5% у односу на претходну годину. При томе, скоро половина тог промета реализована је у неколико трансакција блок трговања. Промет акцијама које улазе у састав индексне корпе *BELEX15* повећан је за 8,1%, на 10,3 млрд динара.

Током П1, као и у последња два месеца 2013, страни инвеститори су више куповали него што су продавали акције, али су на нивоу године они били нето продавци акција у износу од 3,1 млрд динара.

Укупан промет обвезницама старе девизне штедње износио је 1,5 млрд динара, или за 2,7 млрд динара мање него у 2012. Највише се трговало серијом обвезница које доспевају 2014, чија је стопа приноса до доспећа повећана и крајем године је износила 6,15%. Стопе приноса за серије А2015 и А2016 смањене су на 3,7% и 3,8%, респективно.

Корпоративним обвезницама трговало се само у јануару и мају, када је у четири трансакције остварен промет од 0,2 млрд динара.

Тржишна капитализација Београдске берзе је у 2013. смањена за 3,5 млрд динара и крајем године је износила 772,7 млрд динара. Учешће тржишне капитализације у оцењеном БДП-у смањено је за 1,8 п.п., на 21,3% на крају децембра 2013. године.

4. Новац и кредити

Примарни новац

Динарски примарни новац је у 2013. години номинално повећан за 11,6%, а реално за 9,2%. Због пада девизних депозита банака код Народне банке Србије, укупан примарни новац остварио је мањи

раст, и то 2,3% номинално, док је у реалном изразу био готово непромењен (раст од 0,1%). Посматрано у апсолутном износу, укупан примарни новац је повећан за 14,6 млрд динара, при чему је динарски примарни новац повећан за 35,7 млрд динара, док је девизни смањен за 21,1 млрд динара.

Динарски примарни новац је креиран по основу трансакција платног промета с Косовом и Метохијом,

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

	Дец. 2012.	Дец. 2013.	Промене у 2013.
Нето потраживања од иностранства	1.084.691	1.204.030	119.339
Нето девизне резерве	1.082.987	1.202.618	119.631
Бруто девизне резерве	1.241.197	1.282.707	41.510
Кредити од ММФ-а	-158.210	-80.089	78.121
Остала нето потраживања од иностранства	1.704	1.412	-292
Нето домаћа актива	-457.603	-562.321	-104.718
Нето домаћи кредити НБС	-197.880	-348.660	-150.780
Нето потраживања од државе*	-159.625	-236.121	-76.496
Кредити држави	1.227	1.166	-61
Депозити државе	-160.852	-237.287	-76.435
Нето потраживања од банака	-39.187	-109.912	-70.725
Кредити банкама	654	120	-534
Репо операције	-39.800	-110.000	-70.200
Друге ХоВ	-41	-32	9
Кредити небанкарским финансијским организацијама	5.391	5.245	-146
Кредити осталим секторима	2.637	2.125	-512
Орочени и ограничени депозити	-7.096	-9.997	-2.901
Остала нето актива	-259.723	-213.661	46.062
Примарни новац	627.089	641.709	14.620
Динарски примарни новац	308.757	344.460	35.703
Готов новац у оптицају	110.547	122.439	11.892
Банкарске динарске резерве	185.593	199.881	14.288
Обавезна резерва	140.322	144.989	4.667
Слободне резерве	45.271	54.892	9.621
Остали депозити осталих сектора	5	2	-3
Депозити локалне самоуправе	12.612	22.138	9.526
Девизни депозити банака	318.332	297.249	-21.083

* Нису укључени органи локалне самоуправе.

Извор: НБС.

трошења државе и интервенција Народне банке Србије на МДТ-у претежно куповином девиза, а повлачен репо операцијама. Држава је током већег дела године, осим у октобру и новембру када је највећи део средстава добијених по основу продаје динарских ХоВ задржала на динарским рачунима, утицала на раст динарске ликвидности, пре свега тако што је конвертовала средства с девизног рачуна у динаре и трошила их. Осим репо трансакцијама, велики део ликвидности креиране током П1 повучен је интервенцијама Народне банке Србије на МДТ-у углавном током јуна, а у мањој мери и у септембру. Ипак, на нивоу године, интервенције на МДТ-у су деловале у смеру креирања ликвидности, првенствено под утицајем куповине девиза на МДТ-у током Т4.

У структури динарског примарног новца, највећи раст током 2013. забележио је готов новац у оптицају (11,9 млрд динара). Слободне динарске резерве банака¹⁸ повећане су за 9,6 млрд динара, а обрачуната обавезна резерва за 4,7 млрд динара. Износ средстава на депозитима локалне самоуправе код Народне банке Србије повећан је за 9,5 млрд динара.

Монетарни агрегати М1, М2 и М3

Изражен раст трансакционих депозита, пре свега привреде, подстакао је убрзање раста динарског дела понуде новца током 2013. Тако су динарски монетарни агрегати М1 и М2 номинално повећани за 25,8% и 13,9%, респективно. Истовремено, убрзао се и њихов реални м.г. раст, који је у децембру износио 23,1% и 11,5%, респективно. Истовремено, девизни депозити су остали скоро непромењени, тако да је најшири монетарни агрегат остварио најмањи раст – 4,6% номинално, односно 2,3% реално.

Посматрано по компонентама новчане масе М3, највише су порасли динарски трансакциони депозити (за 67,7 млрд), у највећој мери због раста средства на рачунима становништва и предузећа из области снабдевања електричном енергијом, гасом и паром. Истовремено, штедни и орочени депозити исказали су пад од 12,7 млрд динара, на шта је највише утицало смањење средстава на рачунима привредних друштава. Позитиван тренд раста динарске штедне становништва постојао је током целе године. Тако је динарска штедна становништва на крају 2013.

износила 33,7 млрд динара, што је скоро двоструко више него на крају 2012. Износ укупних девизних депозита готово да није промењен у 2013, при чему су депозити привреде највише смањени, док је раст девизне штедне становништва био знатно нижи него ранијих година. Смањење инфлације, релативно стабилан курс динара, али и повољније каматне стопе и порески третман динарске штедне у поређењу с девизном определили су грађане да у 2013. дају предност штедњи у динарима.

Раст нето иностране активе, првенствено пад инообавеза, деловао је на креирање, а пад нето домаће активе на повлачење М3. Држава је задуживањем на

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

	Дец. 2012.	Дец. 2013.	Промене у 2013.
Нето потраживања од иностранства	673.086	846.701	173.615
Нето потраживања банака од иностранства	-411.604	-357.329	54.275
Нето домаћа актива банкарског сектора	968.718	870.180	-98.538
Нето домаћи кредити	2.053.182	1.919.806	-133.376
Нето потраживања од државе	95.098	48.890	-46.208
Кредити држави	291.586	337.186	45.600
Депозити државе	-196.488	-288.296	-91.808
Кредити осталим резидентним секторима	1.958.084	1.870.916	-87.168
Кредити становништву	653.586	674.534	20.948
Кредити привреди	1.225.605	1.111.301	-114.304
Кредити другим финансијским корпорацијама	45.601	49.809	4.208
Кредити локалним нивоима власти	31.731	34.361	2.630
Кредити непрофит. и др. организацијама	1.561	911	-650
Остала нето актива	-1.084.464	-1.049.626	34.838
Новчана маса М3	1.641.805	1.716.882	75.077
Новчана маса М2	480.718	547.566	66.848
Новчана маса М1	308.699	388.265	79.566
Готов новац у оптицају	110.547	122.439	11.892
Трансакциони депозити	198.152	265.826	67.674
Динарски штедни и орочени депозити	172.019	159.301	-12.718
Девизни депозити	1.161.087	1.169.316	8.229

Извор: НБС.

¹⁸ Обухватају средства на жиро рачунима банака, готовину у благајни и преконоћне депозите банака код Народне банке Србије.

домаћем тржишту путем емисије ХоВ, као и у мери у којој је монетизовала девизна средства добијена по основу емисије еврообвезница, деловала у смеру креирања МЗ. Ипак, током Т4 она је већи део средстава који је добила задуживањем на међународном и домаћем тржишту крајем године задржала на рачунима код Народне банке Србије, тако да у том периоду није у већој мери деловала на кретање МЗ. Народна банка Србије је током 2013. била нето купац девиза по основу привременог платног промета с Косовом и Метохијом и на МДТ-у, што је такође утицало на раст МЗ. Смањено кредитирање невладиног сектора, пре свега привреде, за разлику од претходних година, у 2013. негативно је деловало на кретање МЗ.

Покривеност новчане масе МЗ девизним резервама Народне банке Србије је у 2013. смањена за 0,9 п.п., на 74,7% у децембру. Када се укључе и девизне резерве банака, тај показатељ је смањен са 82,9% на 80,8%. Вредност монетарног мултипликатора за М1 је повећана за 0,1 п.п., на 1,1, док је за М2 она остала непромењена (1,6) у односу на децембар 2012. Раст трансакционих депозита утицао је да брзина оптицаја динарских монетарних агрегата буде смањена, док је за МЗ она остала скоро иста као у 2012.

Кредити банака

После дугог периода успореног раста, кредитна активност од средине 2013. бележи м.г. пад. Тиме се Србија придружила групи земаља централне и источне Европе које већ неко време бележе негативне стопе раста кредита. Пад кредита утицао је да њихово учешће у оцењеном БДП-у у 2013. буде смањено за 6,4 п.п., на 50,0%.

Искључујући ефекат промене девизног курса¹⁹, потраживања банака од домаћих немонетарних сектора по основу кредита у 2013. смањена су за 5,0%, или за 85,3 млрд динара. При томе, пад кредитне активности забележен је код привреде, док су кредити становништву наставили да расту успореним темпом. Смањење потраживања по основу кредита последица је деловања неколико фактора: мањег износа новоодобрених кредита под утицајем смањене понуде, али и тражње, одузимања дозвола за рад проблематичним банкама, доспећа

раније одобрених субвенционисаних кредита, а делом и уступања кредитних потраживања лицима ван банкарског система.

Банке су се у 2013. ослањале на домаће изворе финансирања кредитне активности. Највећи део средстава обезбеђен је по основу раста динарских депозита, пре свега становништва²⁰. Оне су држале и нешто мањи износ средстава код Народне банке Србије по основу обавезне резерве у девизама, а део средстава су обезбедиле и по основу повећања капитала. С друге стране, банке су давале предност неризичним пласманима тако да су повећавале своја улагања у репо и државне ХоВ, што се, уз њихово нето раздуживање према иностранству, негативно одразило на кредитну активност. Наиме, иако су у 2013. потраживања банака од иностранства смањена, и то великим делом под утицајем смањеног кредитирања нерезидената, износ раздуживања банака према инокредиторима надмашио је овај пад потраживања.

Уколико се искључи ефекат промене курса, кредити привреди су у 2013. смањени за 107,6 млрд динара, или 10,7%. Прелиминарни резултати пилот-анкете о кредитној активности, коју је Народна банка Србије спровела почетком 2014. године, показују да се

Графикон III.4.1. Кредитна активност и БДП (мг. стопе, у %)



Извор: НБС и РЗС.

¹⁹ Обрачунато по курсу динара према евр у дан 31. августа 2008, уз претпоставку да су сви девизни и девизно индексирани кредити одобрени у еврима.

²⁰ Раст депозитне базе и опадање кредита утицали су на пад односа кредита и депозита (*LTD* коефицијент), који је у децембру 2013. износио 115,9%.

узроци таквих кретања налазе у смањеној понуди, али и смањеној тражњи за кредитима. Понуда кредита смањена је највише услед повећане перцепције ризика у погледу могућности наплате потраживања. Највише је опала тражња предузећа за кредитима за капиталне инвестиције, док тражња за кредитима за обртна средства и реструктурирање дуга расте. То потврђује и чињеница да су кредити за обртна средства чинили скоро половину новоодобрених кредита привреди у 2013. У односу на 2012, када је постојао значајан стимуланс субвенционисаног кредитирања, у 2013. је одобрено 25% мање нових кредита. Поред доспећа субвенционисаних кредита, пад потраживања последица је и одузимања дозвола за рад Развојној банци Војводине и Привредној банци Београд и искључивања њихових потраживања из биланса банкарског сектора. Једним делом, на пад је утицало и уступање доспелих потраживања банака лицима ван финансијског система. Ипак, дугорочно посматрано, уступање доспелих потраживања треба да допринесе расту кредитне активности путем смањења капиталних захтева за кредитни ризик и наплате дела вредности уступљених потраживања.

За разлику од привреде, потраживања банака по основу кредита становништву су у 2013. повећана за 19,0 млрд динара, или 4,0%. При томе, међу новоодобреним кредитима и даље су најзаступљенији готовински кредити и кредити за рефинансирање. Мање одобравање стамбених кредита резултат је пооштрених критеријума банака, али и најаве завршетка програма субвенционисаног кредитирања, будући да буџетом за 2014. годину нису предвиђена средства за ове намене. Од скупљих категорија кредита, грађани су користили револвинг кредите у мањој, а прекорачења на текућим рачунима у већој мери, док је задуживање по кредитним картицама на сличном нивоу као у 2012.

Банке су у 2013. одобриле 43,8 млрд динара субвенционисаних кредита, при чему се највећи део (35,0 млрд динара) односи на кредите за ликвидност и обртна средства одобрене током Т1. За разлику од програма субвенционисаног кредитирања привреде, који је окончан у марту, субвенционисано стамбено кредитирање настављено је током целе године, при чему је укупно одобрено 8,8 млрд динара ових кредита.

Учешће *NPL* у укупним кредитима, рачунато по бруто принципу, повећано је у 2013. за 2,7 п.п., на 21,4% у децембру. При томе, учешће *NPL* код привреде је повећано за 5,3 п.п., на 24,5%, а код становништва за 0,9 п.п., на 9,4%.²¹ Раст *NPL* је био мање изражен током Т2 и Т4 делом због одузимања дозвола за рад Развојној банци Војводине и Привредној банци Београд, а делом и због преноса доспелих потраживања лицима ван финансијског сектора. Према подацима које су доставиле Народној банци Србије, банке су током 2013. пренеле 32,1 млрд динара доспелих кредита лицима ван финансијског сектора.

И поред високог учешћа *NPL* у укупним кредитима, коефицијент адекватности капитала од око 20% указује да стабилност домаћег банкарског сектора није нарушена. Исправка вредности укупних кредита у децембру је износила 55,8% *NPL*, а регулаторна резервисања за билансну изложеност у потпуности покривају износ бруто *NPL* и у децембру су износила 113,8%.

5. Динаризација

Стратегија динаризације у Србији заснива се на активностима које се могу објединити у три међусобно повезана стуба. Први стуб укључује активности усмерене на успостављање 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 Србије²².

²¹ Уколико се укључе предузетници, кашњење у отплати кредита повећано је за 0,8 п.п. и износи 10,7%.

²² http://www.nbs.rs/export/sites/default/internet/latinica/90/dinarizacija/MemorandumVladaDinarizacija_20120406.pdf.

Извршни одбор Народне банке Србије је у новембру 2013. године усвојио Одлуку о условима и начину обављања кредитних послова са иностранством у динарима. Том одлуком је домаћим предузећима и банкама омогућено да под флексибилнијим условима користе и отплаћују динарске кредите које су одобриле МФО и развојне банке или финансијске организације чији су оснивачи чланице Европске уније и Организације за економску сарадњу и развој. Очекује се да ће та мера допринети побољшању услова динарског кредитирања привреде и банака, већој употреби динарских извора финансирања, као и повећању кредитне и економске активности. Наведене мере ће на тај начин подржати процес динаризације финансијског система Србије, што ће се позитивно одразити на ефикасност монетарне политике и стабилност финансијског система.

Кредити МФО могу бити финансирани из средстава прибављених примарном продајом дугорочних динарских ХоВ на домаћем примарном тржишту, па се очекује да издавање ових хартија позитивно делује на развој тржишта динарских ХоВ.

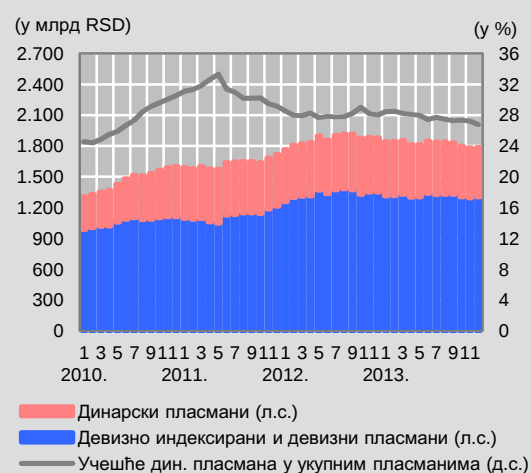
Комплементарно с поменутом одлуком, у априлу је измењена регулатива којом се уређују монетарне

операције Народне банке Србије, тако да су динарске ХоВ без валутне клаузуле које су емитовале МФО с највишим кредитним рејтингом уврштене у портфељ ХоВ којима се врше операције на отвореном тржишту Народне банке Србије. Уз то, оне представљају прихватљив колатерал при одобравању кредита Народне банке Србије за дневну ликвидност и краткорочних кредита на бази залог ХоВ. На тај начин банке су додатно подстакнуте да у својим портфељима држе динарске ХоВ које су емитовале МФО за финансирање кредита, што додатно доприноси развоју тржишта капитала.

Такође, банке су и путем политике обавезне резерве стимулисане да користе динарске изворе финансирања. Наиме, и даље су знатно ниже стопе обавезне резерве на динарске изворе у односу на девизне и Народна банка Србије плаћа банкама камату само на издвојену динарску обавезну резерву.

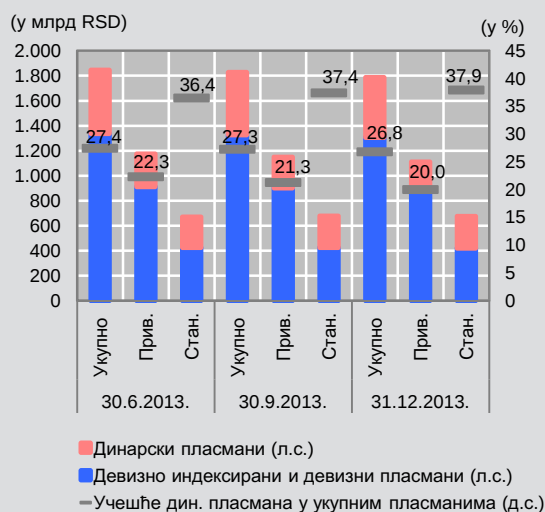
Настављен је и рад на даљем развоју основних инструмената заштите од девизног ризика. Тако је, поред редовног организовања тромесечних своп аукција девиза, Народна банка Србије крајем марта започела са организовањем двонедељних своп аукција девиза како би подстакла међубанкарске своп

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



Извор: НБС.

Графикон III.5.2. Секторска структура пласмана банака



Извор: НБС.

трговине и развој инструмената за управљање ликвидношћу и заштиту од девизног ризика.

У марту 2013. године први пут је емитована динарска обвезница Републике Србије рочности седам година, чиме је продужена динарска крива приноса, што је додатно допринело развоју примарног и секундарног тржишта динарских ХоВ.

Као основни показатељ степена динаризације финансијског система, Народна банка Србије користи учешће динарских пласмана у укупним пласманима банака привреди и становништву.²³ У 2013. години степен динаризације је смањен са 28,0%, колико је износио крајем 2012, на 26,8% крајем 2013. године. Смањење степена динаризације резултат је већег смањења динарских пласмана у односу на девизне и девизно индексиране пласмане (за 48,2 и 45,3 млрд динара, респективно). Комплетан пад динарских пласмана односио се на сектор привреде (за 74,3 млрд динара), што је добрим делом резултат мањег одобравања нових кредита и доспећа раније одобрених динарских кредита, делимично из програма субвенционисаног кредитирања државе. Код становништва је забележен раст стања динарских пласмана (за 26,1 млрд динара), у највећој мери по основу готовинских кредита.

Тиме је степен динаризације код сектора привреде у 2013. години смањен (за 4,2 п.п., на 20,0%), док је код сектора становништва повећан (за 2,8 п.п., на 37,9%). Уколико се искључи ефекат промене девизног курса²⁴, степен динаризације бележи пад са 28,0% на крају 2012. на 26,9% у децембру 2013.

6. Агрегатна тражња

Раст агрегатне тражње је у 2013. износио 2,5% и у потпуности је био вођен нето извозом. Снажан допринос нето извоза остварен је захваљујући активирању ранијих инвестиција у аутомобилској и нафтној индустрији, а додатни допринос у П2 потиче и од опоравка извоза пољопривредних производа. С друге стране, све компоненте домаће тражње биле су у паду, при чему је пад био најизраженији код државних инвестиција.

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



Извор: РЗС.

Табела III.6.1. Расподела БДП-а у 2013.

	Стопе раста (у %)	Доприноси расту БДП-а (п.п.)
БДП, у сталним ценама претходне године	2,5	2,5
Домаћа тражња	-2,2	-2,6
Укупна финална потрошња	-1,5	-1,5
Приватна потрошња	-1,5	-1,1
Државна потрошња	-1,7	-0,3
Инвестиције	-5,3	-1,2
Инвестиције у фиксне фондове	-7,7	-1,7
Приватне инвестиције	-2,2	-0,4
Државне инвестиције	-35,8	-1,3
Промене у залихама	-	0,5
Нето извоз (извоз – увоз)	25,7	5,1

Извор: РЗС.

Домаћа тражња

Домаћа тражња је у 2013. смањена 2,2%, што је последица пада финалне потрошње и инвестиција у фиксне фондове. Истовремено, раст је забележен код инвестиција у обртна средства (промена у залихама).

²³ 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>.

²⁴ По сталном курсу из децембра 2012. године.

Пад укупне финалне потрошње је у 2013. износио 1,5% (допринос укупној тражњи –1,5 п.п.) и у већој мери је резултат смањења приватне потрошње од 1,5% (допринос –1,1 п.п.). На смањење приватне потрошње упућује већина показатеља – подаци из анкете о потрошњи домаћинства, реални пад промета у трговини на мало и пад прихода од ПДВ-а. Такође, главни извори потрошње домаћинства, зараде и социјални трансфери, забележили су реални пад у 2013.

Мере фискалне консолидације утицале су на смањење државне потрошње од 1,7% (допринос укупној тражњи –0,3 п.п.), на шта указују пад масе зарада у јавном сектору и смањење расхода за куповину робе и услуга.

Инвестиције у фиксне фондове су у 2013. смањене 7,7%, уз негативан допринос укупној тражњи од 1,7 п.п. На то смањење је у највећој мери деловао снажан пад државних инвестиција од 35,8% (допринос укупној тражњи –1,3 п.п.), који је, као и у случају државне потрошње, последица примене мера фискалне консолидације. Инвестиције приватног сектора у фиксне фондове су опале за 2,2% и негативно допринеле укупној тражњи са 0,4 п.п. Пад инвестиција може се довести у везу са смањеном активношћу у грађевинарству, што показује и кретање основних показатеља ове области – вредност уговорених и изведених радова и ефективни часови рада.

Позитиван допринос домаћој тражњи у 2013. (0,5 п.п.) потиче од повећања инвестиција у обртна средства. Раст физичког обима је забележен код залиха интермедијарних и капиталних производа у индустрији, пре свега код угља, производа од гуме и пластике и хемијских производа. Добра пољопривредна сезона допринела је и повећању залиха пољопривредних производа.

Нето екстерна тражња

Кретања у спољнотрговинској размени су у 2013. била веома позитивна, будући да је извоз робе и услуга забележио знатно бржи реални раст (16,6%) од увоза (2,0%). Као резултат тога, дефицит текућег рачуна

смањен је са 10,7% БДП-а у 2012. на 5,0% у 2013, уз позитиван допринос укупној тражњи од 5,1 п.п.

Робни извоз изражен у еврима је у 2013. порастао 25,6%, уз снажан раст извоза најзначајнијих грана прерађивачке индустрије. Предводник раста била је аутомобилска индустрија, чији је извоз повећан чак 181,6%, а знатно повећање остварили су и извоз хемијских производа, нафтних деривата, производа од гуме и пластике, електричне опреме и одевних предмета. Међутим, повремени прекиди у раду смедеревске железаре одразили су се на смањење извоза основних метала, док је лоша пољопривредна сезона у 2012. утицала на мањи извоз пољопривредних производа у 2013.

Робни увоз изражен у еврима је у 2013. повећан 5,1% и у највећој мери је резултат раста увоза репроматеријала од 6,4%. С друге стране, увоз средстава за рад је смањен 7,8%, док је увоз потрошних добара стагнирао.

Земље Европске уније и *CEFTA* споразума и Русија су и у 2013. задржале статус најзначајнијих спољнотрговинских партнера Србије. Највише робе је извезено у Италију, Немачку, Босну и Херцеговину, Русију и Црну Гору, док је највише робе увезено из Италије, Немачке, Русије и Кине.

Повољни спољнотрговински токови у 2013. одразили су се и на побољшање показатеља спољнотрговинске позиције. Покривеност увоза робе и услуга њиховим извозом, мерена 12-месечним покретним просеком, повећана је у 2013. за 10,8 п.п. и у децембру је износила 79,8%. Такође, робни извоз изражен у еврима у децембру се налазио 45,0% изнад преткризног нивоа²⁵, а робни увоз 5,4% испод од тог нивоа.

7. Економска активност

Економска активност је у 2013. порасла за 2,5% захваљујући опоравку пољопривредне (1,4 п.п.) и индустријске производње (1,0 п.п.). Позитиван допринос потиче и од активности у сектору информисања и комуникација (0,5 п.п.). С друге

²⁵ Ниво из П1 2008. године.

стране, снажан пад сектора грађевинарства негативно је допринео економској активности (−1,1 п.п.).

Посматрано по тромесечјима, у Т1 је остварен снажан раст економске активности од 2,5% дес., који је резултат наставка експанзије аутомобилске и нафтне индустрије започете крајем 2012. Након тога уследио је пад од 0,5% дес. у Т2. Убрзање раста индустријске производње у Т3 позитивно је допринело расту економске активности од 1,4%, док је у Т4 регистрован пад економске активности од 0,6%.

Пољопривредна производња је у 2013. порасла 20,2%, надокнадивши тако лоше резултате из претходне године. Остварен је раст производње свих главних пољопривредних култура, при чему је раст био најизраженији код кукуруза (67,2%) и пшенице (40,2%). Добри резултати у пољопривреди допринели су опоравку производње прехранбене индустрије у другој половини године.

У 2013. дошло је и до опоравка индустријске производње, чија је бруто додата вредност порасла 5,4%. Раст је остварен у свим секторима индустрије, при чему је највећи раст регистрован у снабдевању електричном енергијом, гасом и паром (8,1%). Бруто додата вредност сектора рударства је повећана 5,5%, а прерађивачке индустрије 4,8%.

Опоравак индустријске производње у 2013. био је вођен растом аутомобилске и нафтне индустрије, чији

је физички обим повећан 139,8% и 48,1%, респективно. Поред те две области, запажен раст физичког обима производње забележен је и у хемијској индустрији и производњи електричне опреме. Пад физичког обима индустријске производње регистрован је у производњи рачунара, машина и производа од гуме и пластике.

Највећи негативан допринос БДП-у у 2013. потиче од пада активности у сектору грађевинарства (25,7%). Пад активности био је изражен у П1, док је у П2 тај пад успорен, што је у складу с кретањем физичког обима производње производа од неметалних минерала, који користимо као показатељ кретања у грађевинарству.

Тренд раста из претходних година задржао је сектор информисања и комуникација, чија је бруто додата вредност у 2013. порасла 10,8%.

У сектору трговине је током 2013. забележен пад активности од 1,4%, али је слично као у грађевинарству, он био израженији у П1. То показује и кретање промета у трговини на мало, чији је м.г. пад из тромесечја у тромесечје континуирано успоравао, док је у Т4 забележен и м.г. раст.

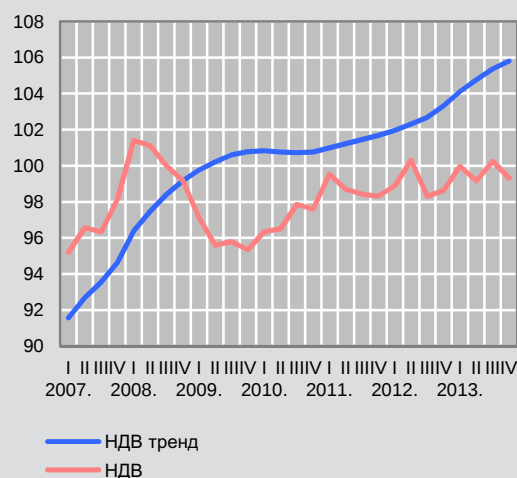
Остали услужни сектори имали су дивергентна кретања у 2013. Сектор саобраћаја и већина сектора повезаних с делатношћу државе остварили су благ раст, док је пад активности забележен у секторима

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



Извор: РЗС.

Графикон III.7.2. Производни јаз (Т3 2008 = 100)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

финансијских услуга и здравственој и социјалној заштити.

Тренд НДВ-а је континуирано растао у 2013, што се може објаснити повећањем производних потенцијала привреде по основу активирања ранијих инвестиција у аутомобилској и нафтној индустрији. Економска активност, мерена НДВ-ом, забележила је спорији раст у односу на свој тренд, што је довело до продубљивања негативног производног јаза, односно додатног интензивирања дезинфлаторних притисака по основу ниске тражње.

Табела III.7.1. Економска активност у 2013.

	Стопе раста (у %)	Доприноси расту БДП-а (п.п.)
БДП	2,5	2,5
Пољопривреда, шумарство и рибарство	20,2	1,4
Рударство	5,5	0,1
Прерађивачка индустрија	4,8	0,7
Снабдевање ел. енергијом, гасом, паром и климатизација	8,1	0,3
Снабдевање водом; управљање отпадним водама	3,8	0,0
Грађевинарство	-25,7	-1,1
Трговина на велико и мало; поправка моторних возила	-1,4	-0,1
Саобраћај и складиштење	3,2	0,2
Услуге смештаја и исхране	-0,4	0,0
Информисање и комуникације	10,8	0,5
Финансијске делатности и делатности осигурања	-1,3	0,0
Пословање некретнинама	0,1	0,0
Стручне, научне и техничке делатности	2,8	0,1
Административне и помоћне у служне делатности	-0,7	0,0
Државна у права и одбрана; обавезно социјално осигурање	2,0	0,1
Образовање	1,0	0,0
Здравствена и социјална заштита	-0,6	0,0
Уметност; забавна и рекреација	0,7	0,0
Остале у служне делатности	-23,7	-0,3
Делатност домаћинства као послодавца; произв. за сопст. потребе	-12,6	0,0
Бруто додата в редност делатности	2,4	2,1
FISIM	-2,3	-0,1
Бруто додата в редност	2,5	2,1
Порези минус субвенције на производе	2,4	0,4

Извор: РЗС.

8. Зараде и запосленост

Раст номиналне нето зараде је у 2013. био нижи у односу на инфлацију, тако да је реална нето зарада смањена 1,5%. Пад реалне зараде забележен је у јавном сектору (2,5%), док је просечна реална зарада у приватном сектору благо повећана (0,5%).

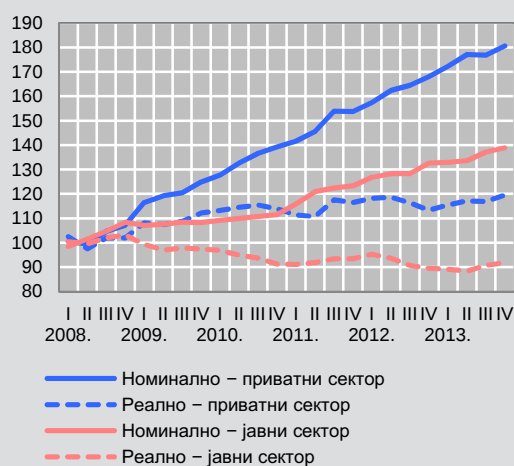
Посматрано по делатностима, значајнији раст реалне зараде забележен је једино у секторима информисања и комуникација и стручним, научним, иновационим и техничким делатностима, док су зараде у трговини и пословању некретнинама стагнирале. Смањење реалне зараде забележено је у грађевинарству, пољопривреди, финансијској делатности и делатности осигурања, као и у свим секторима индустрије.

Просечна номинална нето зарада у Републици Србији је у 2013. износила 43.948 динара, док је просек у јавном сектору био 48.942 динара.

Бржи раст продуктивности у односу на бруто реалне зараде водио је паду јединичних трошкова рада у индустрији од 5,2% у 2013, односно побољшању трошковне конкурентности привреде Србије. Слично смањење јединичних трошкова рада забележено је и у прерађивачкој индустрији (4,8%), која производи највећи део разменљивих добара.

У 2013. су забележена повољнија кретања показатеља на тржишту рада. Стопа незапослености

Графикон III.8.1. Кретање просечних нето зарада (дсз. подаци, П1 2008 = 100)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

је, према подацима из октобра, износила 20,1% и била је за 2,3 п.п. нижа у односу на октобар 2012. Такође, порасла је стопа запослености за 2,5 п.п., на 39,1%, али се већи део тог раста односи на повећање неформалне запослености (2,4 п.п.). Раст стопе активности у истом периоду износио је 1,7 п.п., што указује да смањење незапослености није последица изласка дела запослених с тржишта рада и преласка у неактивна лица.

Број незапослених смањен је у 2013. за 61.921 лице, али је незапосленост и даље висока међу „рањивим“ категоријама – младом популацијом (49,1%) и онима који посао траже дуже од годину дана (75,7% укупног броја незапослених).

Запосленост је повећана за 94.910 лица, при чему се брже повећавао број радника с непуним радним временом (70.881 лице) него број радника који раде пуно радно време (24.029 лица). Посматрано по делатностима, раст запослености је у претходној години дана највећи у пољопривреди (27.384 лица), што се може довести у везу с бољим резултатима овог сектора у 2013. и већим ангажовањем сезонских радника у периоду спровођења анкете. Број запослених повећан је и у секторима информисања и комуникација (14.968 лица) и прерађивачкој индустрији (4.662 лица) који су, поред пољопривреде, највише допринели расту економске активности. Пад броја запослених забележен је у секторима трговине, услугама смештаја и исхране и здравству и социјалној заштити.

Формална запосленост је у 2013. смањена за 21.239 лица, при чему је већи пад запослености био код правних лица (16.556 лица) него код предузетника (4.683 лица). Смањење броја формално запослених лица резултат је пада броја запослених у приватном сектору за 28.060 лица, док је запосленост у јавном сектору повећана за 6.821 лице.

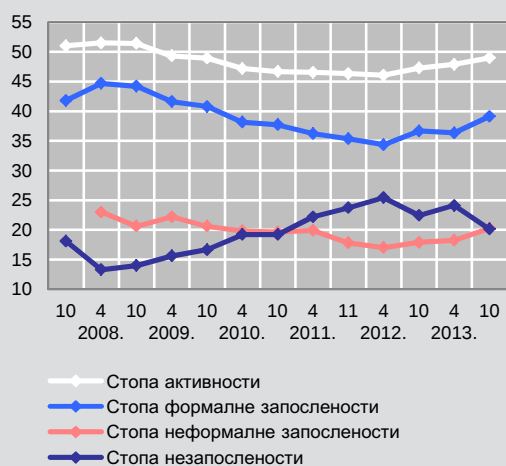
Према подацима Националне службе за запошљавање, број незапослених је у 2013. повећан за 1,1%, или 8.060 лица, и у децембру је износио 769.546 лица. И поред повећања броја незапослених, смањен је број прималаца новчане накнаде за незапосленост за 3.100 лица. То се може довести у везу с повећањем дугорочне незапослености, будући да је најдужи период примања ове накнаде 12 месеци.

9. Инфлациона очекивања

Пад мг. инфлације током 2013. године био је праћен падом инфлационих очекивања свих сектора, тако да су се она вратила у границе дозвољеног одступања од циља код финансијског сектора у октобру, а код привреде и становништва у новембру. Највеће смањење забележено је код становништва, што се могло и очекивати с обзиром на то да су очекивања становништва била виша и да се у већој мери формирају под утицајем текуће инфлације него код других сектора. Најблажи пад инфлационих очекивања забележен је код финансијског сектора, будући да су она била најнижа и да се генерално крећу у ужем распону.

Према анкети агенције Блумберг, инфлациона очекивања финансијског сектора, која су на крају 2012. године износила 8,0%, смањена су до марта на 6,9%. У априлу су повећана на 7,3%, а потом у мају смањена на 7,0% и на том нивоу су остала и у јуну. Након тога, финансијски сектор је константно смањивао своја инфлациона очекивања, да би од октобра сматрао да ће се инфлација за годину дана унапред налазити у границама циља. Наиме, након јулског и августовског смањења за по 0,1 п.п., очекивања финансијског сектора су убрзала пад за 0,5 п.п. у септембру и 0,8 п.п. у октобру. До знатног пада очекивања је дошло упркос најављеном повећању посебне стопе ПДВ-а, будући да су истовремено најављене нове мере фискалне консолидације. Захваљујући том паду, инфлациона очекивања финансијског сектора су се у октобру нашла на горњој граници дозвољеног одступања од циља – 5,5%. У

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



Извор: РЗС.

новембру и децембру додатно су смањена на 5,0% и 4,4%, респективно. Тиме су инфлациона очекивања финансијског сектора, према анкети агенције Блумберг, током 2013. смањена за 3,6 п.п.

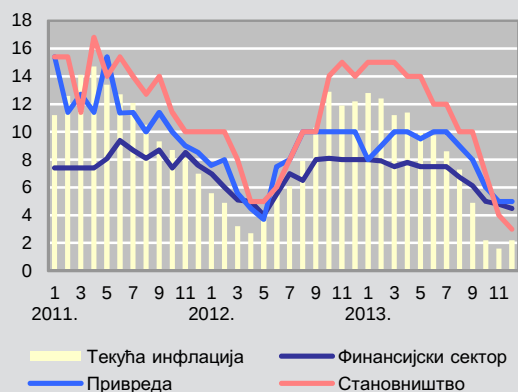
Слично смањење инфлационих очекивања финансијског сектора бележи се и према анкети агенције Ипсос – укупно 3,5 п.п. у 2013. години. Наиме, она су током Т1 смањена са 8,0% на 7,5%, да би у априлу забележила једнократан раст на 7,8%, који је анулиран у мају, када су поново износила 7,5%. Очекивања су на том нивоу остала и наредна два месеца. Након тога је пад инфлационих очекивања убрзан – за по 0,7 п.п. у августу и септембру, а затим за додатни 1,1 п.п. у октобру – на 5,0%. Тако су се очекивања финансијског сектора, и према агенцији Ипсос, у октобру нашла у границама дозвољеног одступања од циља. У новембру су инфлациона очекивања финансијског сектора даље пала на 4,8%, а у децембру на 4,5%.

Привреда је у јануару смањила инфлациона очекивања за 2,0 п.п., на 8,0%, да би их у наредна два месеца повећала за по 1,0 п.п. и тиме вратила на децембарских 10,0%. На истом нивоу очекивања су остала и у наредних неколико месеци, осим у мају, када су износила 9,5%. Израженији пад очекивања привреде започет је у августу. Она су тада смањена за 1,0 п.п., као и у септембру, а потом чак за 2,0 п.п. у октобру, на 6,0%. У новембру и децембру су очекивања привреде додатно смањена на 5,0%, чиме су се нашла у границама дозвољеног одступања од циља.

Инфлациона очекивања становништва су у 2013. години у највећој мери смањена, за 11,0 п.п. Притом, највећи пад је забележен у Т4. Наиме, очекивања овог сектора су у јануару повећана за 1,0 п.п., на 15,0%, и на том нивоу су остала до марта. Након тога су почела да се смањују – за 3,0 п.п. у Т2 и за додатних 2,0 п.п. у Т3, на 10,0%. У Т4 њихов пад је био посебно изражен – за по 3,0 п.п. у октобру и новембру, а затим за још 1,0 п.п. у децембру, на 3,0%. То је најнижи ниво инфлационих очекивања становништва од када се та анкета спроводи.

Знатна дисперзија одговора испитаника с почетка 2013. смањена је до краја године код свих сектора. Највеће смањење дисперзије забележено је код инфлационих очекивања становништва – након максимума у априлу, до краја године је константно смањивана, али је и даље највећа од свих сектора. Према обе анкете, неслагање о томе колика ће инфлација бити за годину дана унапред и даље је најмање код испитаника финансијског сектора. Дисперзија испитаника финансијског сектора према анкети Блумберг била је мања него према анкети Ипсос током целе године. Међутим, у децембру су, због знатног смањења дисперзије према анкети Ипсос, дисперзије испитаника финансијског сектора према обе анкете биле на сличном нивоу. Међу испитаницима из сектора привреде дисперзија очекивања је, након повећања у јулу, у наредним месецима знатно смањена, али је и даље изражена.

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



Извор: Галуп, Ипсос и НБС.

* Агенција Ипсос од новембра 2011, а агенција Галуп у претходном периоду.

Графикон III.9.2. Циљана инфлација и инфлациона очекивања 12 месеци унапред – финансијски сектор (мг. стопе, у %)



Извор: Блумберг и НБС.

10. Фискална политика

Прву половину 2013. године обележио је подбачај прихода у односу на план, због чега је Влада у јулу усвојила ребаланс буџета. Ребалансом је био предвиђен републички дефицит у висини од 4,7% БДП-а, који је на консолидованом нивоу требало да резултира дефицитом од 5,2% БДП-а.²⁶ Уштеде на расходној страни постигнуте су пре свега смањењем капиталних расхода и субвенција и изменом стопа пореза на зараде (смањење са 12% на 10%) и доприноса за пензијско и инвалидско осигурање (повећање са 22% на 24%), чиме су смањене потребе за дотацијама Фонду за пензијско и инвалидско осигурање из буџета. Заједно с ребалансом буџета, Влада је усвојила план за спровођење пакета структурних реформи, као и план ограничења раста плата у јавном сектору и пензија до краја 2014. године.

На почетку октобра Влада је усвојила нов пакет мера за стабилизацију јавних финансија и опоравак привреде. Најзначајније предложене краткорочне мере биле су повећање посебне стопе пореза на

додату вредност, увођење „солидарног пореза“ на изнадпросечна примања у јавном сектору и уштеде у набавци робе и услуга. Такође, предложено је реструктурирање јавних предузећа и смањење субвенција, рефинансирање раније узетих скупљих кредита јефтинијим кредитима и побољшање пословног амбијента.

Консолидовани буџет је у 2013. години забележио дефицит у висини од 178,7 млрд динара, или 4,9% БДП-а, што је за 1,6 п.п. мање него у 2012. Истовремено, дефицит буџета Републике Србије износио је 173,7 млрд динара (4,8% БДП-а).

Консолидовани приходи у 2013. износили су 1.467,9 млрд динара и у односу на 2012. годину реално су били нижи за 3,1%. Највећи реални пад забележили су приходи од царина (15,7%) и пореза на доходак грађана (12,4%). Учешће прихода од царина у укупним јавним приходима, које је у 2013. износило 2,2%, смањује се из године у годину као последица наставка примене Прелазног трговинског споразума са Европском унијом. Приходи од ПДВ-а такође су били реално нижи у односу на претходну годину (3,9%), као и непорески приходи (9,9%). С друге стране, реални раст је остварен код прихода од акциза, пореза на добит и доприноса.

Консолидовани расходи су у 2013. износили 1.646,5 млрд динара и у односу на претходну годину реално су опали 5,9%. Све категорије расхода су смањене у реалном изразу, осим расхода за отплату камата, који су реално повећани 28,6%. Највеће реално смањење забележено је код дискреционих расхода државе – капиталних расхода (38,3%), субвенција (16,6%) и расхода за куповину робе и услуга (6,7%). Расходи за плате запослених у јавном сектору и пензије реално су смањени за 2,8%, односно 2,5%.

Извршење расхода државе посебно је било успорено крајем године. Посматрано по тромесечјима, јавни расходи су у Т4 први пут у последњих десет година забележили номинални м.г. пад (4,4%). Највеће одступање наниже у односу на процену дату у *Фискалној стратегији за 2014. с пројекцијама за 2015. и 2016. годину*, која је усвојена крајем

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



Извор: Министарство финансија и НБС.

²⁶ Закон о буџету за 2013. који је усвојен крајем 2012. године, предвиђао је дефицит републичког буџета од 3,3% БДП-а и дефицит консолидованог буџета од 3,6% БДП-а.

новембра, забележено је код капиталних расхода и расхода за запослене (за 26,8 млрд динара, односно 8,6 млрд динара).

Средства потребна за финансирање буџетског дефицита, набавку финансијске имовине и отплату доспелих кредитних обавеза била су обезбеђена задуживањем државе на домаћем и међународном финансијском тржишту. Дуг државе по основу динарских ХоВ емитованих на домаћем тржишту повећан је у току 2013. за 83,2 млрд динара (на 453,9 млрд динара), при чему је најдужа рочност тих хартија повећана с пет на седам година, а дуг по основу ХоВ деноминираних у еврима за 234,2 млн евра (на 1,2 млрд евра).

Ипак, највећи део потребних финансијских средстава држава је обезбедила задуживањем на међународном финансијском тржишту. У фебруару је држава продала седмогодишњу еврообвезницу (*Eurobond 2020*) у износу од 1,5 млрд долара, а у децембру и петогодишњу еврообвезницу (*Eurobond 2018*) у

износу од 1,0 млрд долара. Притом, део средстава од продаје еврообвезнице *Eurobond 2020* искористила је за превремену отплату половине дуга према Лондонском клубу поверилаца (400,0 млн долара). Узимајући у обзир и дуг по основу претходно емитованих еврообвезница (*Eurobond 2017* и *Eurobond 2021*), стање јавног дуга по овом основу је на крају 2013. износило 3,8 млрд евра (повећање од 1,7 млрд евра у односу на крај 2012).

Укупан јавни дуг Републике Србије повећан је у 2013. за 2,4 млрд евра, на 20,1 млрд евра.²⁷ То повећање је водило расту учешћа јавног дуга у БДП-у²⁸ за 3,6 п.п., на 63,6%, што је знатно изнад законом прописане границе од 45%. У односу на крај 2012. године, валутна структура јавног дуга измењена је у правцу раста учешћа динарског дуга и дуга деноминираних у доларима у укупном дугу и смањења учешћа дуга деноминираних у еврима. Динарски део јавног дуга повећан је у 2013. за 1,3 п.п. (на 20,3%), а доларски за 4,9 п.п. (на 27,7%), док је учешће дуга деноминираних у еврима смањено за 5,0 п.п. (на 45,9%).

²⁷ Према методологији Министарства финансија.

²⁸ Процењени БДП у 2013. години.

Додатак 1. Меморандум Народне банке Србије о циљаним стопама инфлације до 2016. године

Меморандум Народне банке Србије о циљаним стопама инфлације до 2016. године¹

Ради дефинисања оквира за одлучивање о монетарној политици на средњи рок и „усидравања“ и стабилизације инфлационих очекивања – Извршни одбор Народне банке Србије овим меморандумом утврђује циљ за инфлацију у 2015. и 2016. години.

У складу са *Споразумом Народне банке Србије и Владе Републике Србије о циљању (таргетирању) инфлације*² и *Меморандумом Народне банке Србије о монетарној стратегији*³, којима се Народна банка Србије обавезала да, у сарадњи с Владом, утврђује циљане стопе инфлације – Извршни одбор Народне банке Србије одредио је **циљану стопу укупне инфлације (с дозвољеним одступањем), мерене годишњом процентуалном променом индекса потрошачких цена**, за период од децембра 2015. до децембра 2016. године у висини од 4% с дозвољеним одступањем $\pm 1,5$ п.п.

Циљеви за инфлацију утврђени су у виду јединствене вредности с дозвољеним одступањем. Циљеви за инфлацију у 2013. и 2014. години који су утврђени раније – нису мењани⁴.

Народна банка Србије је утврдила циљеве за инфлацију у 2015. и 2016. години на нивоу од 4% с дозвољеним одступањем $\pm 1,5$ п.п.

Путања циљане инфлације одражава намеру да се постигне стабилност цена без изазивања макроекономских поремећаја. Циљана инфлација у 2015. и 2016. години ће и даље бити изнад нивоа квантитативне дефиниције ценовне стабилности и нивоа циљане инфлације у развијеним земљама (2,0% или 2,5%). Постављени циљ за инфлацију произлази из оцене да до 2016. године неће бити завршене структурне реформе и либерализација цена, односно номинална, реална и структурна конвергенција према Европској унији.

Потребно је имати у виду да је циљана инфлација средњорочни циљ, тј. да остварена инфлација може краткорочно одступати од циљане услед егзогених шокова. Народна банка Србије ће дозволити привремено одступање инфлације од утврђеног циља ако враћање инфлације на циљ у кратком периоду буде захтевало такве промене у монетарној политици које би изазвале додатне макроекономске поремећаје. То се односи на случајеве наглих промена цена примарних производа или на одступања у планираном расту цена производа које су под директним или индиректним утицајем одлука Владе.

Народна банка Србије, у сарадњи с Владом, може мењати утврђене циљеве за инфлацију. Такве измене биће предузимане само у изузетним околностима, а образлагаће их Народна банка Србије.

¹ Меморандум је усвојен на седници Извршног одбора Народне банке Србије 18. октобра 2013. године.

² Споразум је усвојен на седници Владе 19. децембра 2008. године.

³ Меморандум је усвојен на седници Монетарног одбора Народне банке Србије 22. децембра 2008. године.

⁴ Видети Меморандум Народне банке Србије о утврђивању циљане стопе инфлације за период од 2012. до 2014. године.

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

ГУВЕРНЕР

КГ. Ср 137/2/13.

Београд, 12. јула 2013. године

ВЛАДИ РЕПУБЛИКЕ СРБИЈЕ**Г. Ивици Дачићу, председнику Владе**

Поштовани г. Дачићу,

Инфлација се у протеклих шест узастопних месеци кретала изнад горње границе дозвољеног одступања од циља. Стога Вам се, у складу са Споразумом о циљању (таргетирању) инфлације закљученим између Владе и Народне банке Србије (тачка 6. став 4), обраћамо – да бисмо објаснили разлоге због којих је инфлација изнад те горње границе, упознали Вас с мерама које смо до сада предузели и које би требало предузети да би се обезбедила ниска и стабилна инфлација у средњем року, као и нашег очекивања у погледу времена у коме ће се инфлација вратити у оквире дозвољеног одступања од циља.

Међугодишња инфлација у периоду од јануара до јуна 2013. године бележила је вредности изнад горње границе дозвољеног одступања од циља, али и пад са 12,8% у јануару на 9,8% у јуну. У првој половини 2013. године међугодишње стопе инфлације су високе углавном због високог месечног раста потрошачких цена у другој половини 2012. године. Раст инфлације у другој половини 2012. године, са 6,1% у јулу на 12,2% у децембру, у највећој мери последица је изузетно високог раста цена хране. Од 6,1 процентног поена, колико је износио раст међугодишње инфлације у овом периоду, на допринос цена хране односила су се 4,0 процентна поена. Према нашим очекивањима, паду инфлације са 12,8% у јануару на 9,8% у јуну такође су пресудно допринеле цене хране (1,9 процентних поена).

Узроци високих осцилација цена хране су у ниској пољопривредној производњи и знатном расту цена хране у 2012. години у свету, али и у специфичностима тржишта хране у Србији. Због затечених системских решења – цене хране у Србији су знатно нестабилније у односу на земље у окружењу, чему доприноси и њихово високо учешће у индексу потрошачких цена, а то онда знатно доприноси осцилацијама укупне инфлације. Поред хране, расту инфлације допринело је и повећање стопе пореза на додату вредност и акциза у октобру 2012. године, чији су ефекти, према нашим проценама, једнократни и њихов допринос расту инфлације износи 1,1 процентни поен. Такође, инфлаторни притисци по основу увозних трошкова су били високи, услед ефеката слабења динара у првој половини године.

Извршни одбор Народне банке Србије предузео је мере из своје надлежности да се инфлација у средњем року врати у оквире дозвољеног одступања од циља. Повећање степена рестриктивности монетарне политике, започето у јуну 2012. године, настављено је и почетком 2013. године. Референтна каматна стопа је у јануару и фебруару повећана за по 25 базних поена – на 11,75%. С обзиром на природу фактора који су утицали на раст инфлације (шокови на страни понуде), референтна каматна стопа је повећавана ради спречавања њихових секундарних ефеката, тј. њиховог преливања на остале цене. Предузете мере монетарне политике већ су дале ефекте – инфлација је у првој половини године износила свега 3,0%. Процењујући да ће се, у одсуству интерних и екстерних шокова, међугодишња инфлација у границе циља од $4\pm 1,5\%$ вратити до октобра, референтна каматна стопа је у мају и јуну смањена, и тренутно износи 11,0%.

Мере монетарне политике које ће Народна банка Србије доносити у наредном периоду биће усмерене на обезбеђење стабилности цена у средњем року. Повећању ефикасности монетарне политике у постизању ниске и стабилне инфлације допринеће доследно спровођење фискалне консолидације и структурних реформи, као и мере економске политике усмерене на стабилизацију тржишта хране, јачање конкуренције и транспарентност планова и механизма корекција регулисаних цена. Народна банка Србије монетарну политику и даље спроводити доследно и на предвидив начин, у складу са економским кретањима и инфлаторним притисцима, што ће допринети стварању стабилнијег пословног и инвестиционог амбијента.

С поштовањем,



Др Јоргованка Табаковић

Ко:

- г. Расиму Љајићу, потпредседнику Владе и министру спољне и унутрашње трговине и телекомуникација
- г. Млађану Динкићу, министру финансија и привреде
- г. Горану Кнежевићу, министру пољопривреде, шумарства и водопривреде

Списак графикана и табела

Графикони

II.2.1.	Референтна каматна стопа и коридор каматних стопа	6
II.2.2.	Стање продатих/купљених ХоВ Народне банке Србије	7
II.2.3.	Обим стерилизације ликвидности инструментима монетарне политике	8
III.3.1.	Кретање цена (мг. стопе, у %)	10
III.3.2.	Допринос мг. стопи раста потрошачких цена	10
III.1.1.	Реални раст БДП-а за 2013. и прогноза за 2014.	13
III.1.2.	Индекс светских цена хране	14
III.1.3.	Кретање цена нафте и бакра	14
III.2.1.	Покривеност увоза девизним резервама	17
III.2.2.	Међународна инвестициона позиција Републике Србије	18
III.2.3.	Нето спољни дуг Републике Србије према сектору дужника	18
III.3.1.	Динарска ликвидност	19
III.3.2.	Кретање каматних стопа	20
III.3.3.	Каматне стопе на примарном тржишту државних ХоВ	20
III.3.4.	Кретање каматних стопа на динарске кредите и депозите привреди и становништву	21
III.3.5.	Кретање каматних стопа на девизне кредите и депозите привреди и становништву	21
III.3.6.	Показатељ премије ризика – <i>EMBI</i> по земљама	22
III.3.7.	Кретање курса динара и интервенције Народне банке Србије на девизном тржишту	23
III.3.8.	Кретање курсева одређених националних валута према евр	23
III.3.9.	Индекс <i>BELEX15</i> и промет на Београдској берзи	24
III.4.1.	Кредитна активност и БДП	27
III.5.1.	Учешће динарских пласмана у укупним пласманима банака привреди и становништву	29
III.5.2.	Секторска структура пласмана банака	29
III.6.1.	Доприноси годишњој стопи раста БДП-а – расходна страна	30
III.7.1.	Доприноси годишњој стопи раста БДП-а – производна страна	32
III.7.2.	Производни јаз	32
III.8.1.	Кретање просечних нето зарада	33
III.8.2.	Стопе активности, формалне и неформалне запослености према Анкети о радној снази	34
III.9.1.	Текућа инфлација и инфлациона очекивања 12 месеци унапред – по секторима	35
III.9.2.	Циљана инфлација и инфлациона очекивања 12 месеци унапред – финансијски сектор	35
III.10.1.	Консолидовани приходи, расходи и дефицит	36

Табеле

II.3.1.	Раст и доприноси компоненти расту потрошачких цена у 2013.	9
III.2.1.	Платни биланс Републике Србије	16
III.4.1.	Биланс Народне банке Србије	25
III.4.2.	Монетарни преглед	26
III.6.1.	Расподела БДП-а у 2013.	30
II.7.1.	Економска активност у 2013.	33

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