

ГОДИШЊИ ИЗВЕШТАЈ О МОНЕТАРНОЈ ПОЛИТИЦИ



Народна банка Србије

2014

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 2014. размотрен је и усвојен на седници Извршног одбора 11. јуна 2015. 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, 76/2012, 106/2012 и 14/2015.

² „Службени гласник РС“, бр. 12/2013 и 18/2015.

**СКРАЋЕНИЦЕ КОРИШЋЕНЕ
У ОВОМ ИЗВЕШТАЈУ**

БДП – бруто домаћи производ

б.п. – базни поен

десз. – 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 2014. 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
Остале каматне стопе	9
3. Остварење циљане инфлације у 2014. 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	18
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 M1, M2 и M3	26
Кредити банака	27
5. Показатељи степена динаризације	28
6. Агрегатна тражња	30
Домаћа тражња	30
Нето екстерна тражња	31
7. Економска активност	32
8. Зараде и запосленост	34
9. Инфлациона очекивања	36
10. Фискална политика	37
Додатак 1. Писмо Народне банке Србије Влади Републике Србије због одступања инфлације од утврђеног циља	39
Списак графикана и табела	41

Резиме

Ниски инфлаторни притисци, који су карактерисали претходну годину, додатно су ослабили у току 2014. Поред мера монетарне политике и агрегатне тражње, ниским инфлаторним притисцима допринели су и фактори с привременим дејством – неуобичајено низак раст регулисаних цена, пад цена примарних пољопривредних производа и снажан пад цене нафте на светском тржишту у другој половини године. Наведени фактори су у највећој мери и одредили кретање инфлације, која се током већег дела године кретала испод доње границе циља ($4 \pm 1,5\%$) – са 3,7% у јануару, међугодишња инфлација је у децембру смањена на 1,7%.

У складу с ниским инфлаторним притисцима, у 2014. години је настављено ублажавање монетарне политике, али опрезном динамиком. Опрезност у вођењу монетарне политике налагали су ризици из међународног окружења и неповољна фискална кретања, нарочито у првој половини године. Референтна каматна стопа смањена је у мају и јуну за по 50 базних поена. Такву одлуку Извршног одбора Народне банке Србије одредили су претежно снажни дезинфлаторни ефекти по основу ниске агрегатне тражње и ниски трошковни притисци. Током 2014. референтна каматна стопа је последњи пут смањена у новембру за 50 базних поена, на ниво од 8%. Извршни одбор је имао у виду ниже инфлаторне притиске, нижу пројекцију инфлације, као и доношење додатних кредитбилних мера фискалне консолидације, које би требало да смање изложеност домаће привреде ризицима из међународног окружења. Смањење референтне каматне стопе било је праћено и смањењем каматних стопа на тржишту новца и кредита.

Међународно окружење током 2014. обележили су и даље спор економски опоравак већине наших главних спољнотрговинских партнера и повећана неизвесност на међународном финансијском тржишту услед геополитичких тензија и различитог карактера монетарних политика водећих централних банака. Кретања на робним тржиштима у другој половини године обележио је снажан пад цена нафте, који је додатно ослабио ионако ниске инфлаторне притиске у међународном окружењу.

Домаћа економска активност је у 2014. у великој мери била под утицајем негативних ефеката поплава које су у мају погодиле Србију. Највеће штете од поплава претрпели су сектори енергетике и рударства. Поред тога, смањена је активност у прерађивачкој индустрији, пре свега услед споријег раста наших главних спољнотрговинских партнера. Ипак, у последњем тромесечју, захваљујући постепеном исцрпљивању негативних ефеката поплава и ниже екстерне тражње, економска активност је остварила десезонирани раст.

Посматрано с расходне стране, на кретање економске активности утицали су првенствено пад приватне потрошње и ниже приватне инвестиције. Процењује се да је нето извоз имао неутралан допринос, будући да је успоравање извоза услед поплава и ниже екстерне тражње компензовано споријим растом увоза због мера фискалне консолидације.

Позитивна кретања у текућем рачуну платног биланса настављена су и у 2014, иако су била под негативним утицајем поплава. Побољшању текућег рачуна допринели су нижи дефицит у

спољнотрговинској размени и на рачуну примарног дохотка, док је прилив по основу дознака био нижи у поређењу с претходном годином. Дефицит текућег рачуна, према новој методологији (*ВРМБ*), износио је 6,0% бруто домаћег производа, што је за 0,1 процентни поен ниже него у 2013. године. Стране директне инвестиције биле су отприлике на нивоу претходне године, прилив по основу портфолио инвестиција био је нижи, док су се по основу финансијских кредита банке и предузећа нето раздужили. Девизне резерве су биле на адекватном нивоу, и поред смањења у односу на крај претходне године. На крају године износиле су 9,9 милијарди евра, чиме су обезбеђивале покривеност шест месеци увоза робе и услуга.

Фискални дефицит на консолидованом нивоу, који укључује плаћање активираних гаранција и трошкове докапитализације банака и предузећа с већинским државним власништвом, у 2014. години је износио 6,7% бруто домаћег производа, или за 1,2 процентна поена више него у 2013. При томе, знатан део дефицита односио се на трошкове камата (3,0% бруто домаћег производа). За разлику од прве половине године када су приходи буџета били нижи од првобитно планираних, фискална кретања су у другој половини године, упркос поплавама, била повољнија. Томе су допринели ефекти предузетих мера фискалне политике у домену борбе против сиве економије и пореске евазије, као и смањење плата у јавном сектору и пензија. Захваљујући Владином програму субвенционисаних кредита, кредитна активност је у 2014. години повећана, као и учешће динарских кредита у укупним кредитима привреде и становништва.

Домаће девизно тржиште, као и већине земаља у региону, почетком 2014. године било је под знатним утицајем повећане неизвесности на међународном финансијском тржишту изазване смањењем квантитативних олакшица ФЕД-а. Након одлуке Европске централне банке да у јуну додатно ублажи

монетарну политику, инвеститори постају све заинтересованији за улагање у земље у успону, укључујући и Србију, а јављају се и апрецијацијски притисци. Међутим, у другој половини године обновљене су турбуленције на међународним тржиштима, што се негативно одразило на прилив капитала из иностранства и наш извоз. И домаћи фактори, пре свега већа тражња увозника енергената за девизама узрокована мајским поплавама, неизвесност у погледу интензитета и обухвата мера фискалне консолидације и структурних реформи додатно су ослабили динар. Истовремено, како би одржале валутну усклађеност између потраживања и обавеза, банке су у већем делу периода креирале тражњу за девизама. Притисци на динар су ослабили пред крај године, захваљујући реализацији неколико већих валутно индексираних кредита, смањеној динарској ликвидности банака и доношењу додатних мера фискалне консолидације.

Мере монетарне политике ће и у наредном периоду бити усмерене на остварење циљане инфлације од $4 \pm 1,5\%$, тј. њену трајну стабилизацију на ниском нивоу. Карактер монетарне политике превасходно ће зависити од ефеката предузетих мера фискалне консолидације и структурних реформи, као и од кретања у међународном окружењу и њиховог утицаја на домаће економске и финансијске токове, али и цене примарних производа на домаћем тржишту. Очекивано доследно спровођење мера фискалне консолидације, подржано и аранжманом из предострожности с Међународним монетарним фондом, и даље смањење екстерне неравнотеже отвориће простор да монетарна политика у већој мери допринесе опоравку економске активности. Важан предуслов одржања инфлације стабилном јесте и усидравање инфлационих очекивања на нивоу средњорочног инфлационог циља, у чему је постигнут значајан напредак – више од годину дана краткорочна и средњорочна инфлациона очекивања финансијског сектора и привреде стабилована су у границама циља Народне банке Србије.

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 трајније присуство високих стопа инфлације утиче 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 краја 2016. године неће бити завршене структурне реформе и

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.

либерализација цена, тј. номинална, реална и структурна конвергенција према Европској унији.

Треба имати у виду да је циљана инфлација средњорочни циљ, тј. да остварена инфлација може краткорочно одступати од циљане због егзогених поремећаја. Као и до сада, 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 могле изазвати додатне макроекономске поремећаје. То се односи и 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 прекомерних краткорочних осцилација на девизном тржишту, угрожености финансијске и ценовне стабилности и потребе да се заштити адекватан ниво 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 2014. години

Ублажавање монетарне политике настављено је у 2014. години опрезном динамиком. Референтна каматна стопа је смањена за укупно 150 б.п., на 8,0%.

С обзиром на то да мере монетарне политике делују с временским помаком, доносећи одлуке о висини референтне каматне стопе, Извршни одбор Народне банке Србије имао је у виду пројектовану, а не текућу инфлацију. Стога је референтна каматна стопа у **прва четири месеца 2014. задржана на непромењеном нивоу од 9,5%**. На такву одлуку Извршног одбора утицала је неизвесност на међународном финансијском тржишту изазвана пре свега геополитичким тензијама које су настале због кризе у Украјини и одлуком ФЕД-а да, након шест година стимулса америчке привреде, започне постепено смањење обима квантитативних олакшица. То је за последицу имало повећану неизвесност на финансијским тржиштима и повишен ризик за токове капитала према земљама у успону, пре свега оних с највећим дефицитом текућег рачуна.

До седнице Извршног одбора у мају, негативан утицај геополитичких тензија и смањења обима квантитативних олакшица ФЕД-а на премију ризика Србије и спољнотрговинске токове је изостао. Узимајући то у обзир, као и чињеницу да је финансијско тржиште позитивно реаговало на најављене мере фискалне консолидације Владе, Извршни одбор је у мају **смањив референтну каматну стопу на 9,0%. Даље смањење референтне каматне стопе на 8,5% уследило је у јуну**, непосредно после катастрофалних поплава које су погодили Србију. Извршни одбор је констатовао да ће,

упркос поплавама, инфлаторни притисци и убудуће остати ниски. Поред ниске агрегатне тражње, очекивало се да ниски инфлаторни притисци буду резултат смањења и стабилизације инфлационих очекивања у кратком и средњем року и релативне стабилности девизног курса. Уз то, повећана је експанзивност монетарне политике ЕЦБ-а, која је требало да позитивно делује на повећање ликвидности на међународном тржишту и тако смањи ризике из међународног окружења. Том приликом је оцењено да ће поплаве имати негативан ефекат на економску активност, посебно у енергетици, рударству и пољопривреди. Платнобилансна кретања била су неповољнија него што се очекивало, али је учешће текућег дефицита у БДП-у у 2014. било ниже него претходне године. Позитиван утицај на економску активност у наредном периоду очекивао се од започетог програма субвенционисаних кредита, радова на отклањању штета од поплава и постепеног опоравка наших главних спољнотрговинских партнера. Од Владе се очекивао наставак фискалне консолидације и структурних реформи, као и постизање аранжмана с ММФ-ом.

Због све веће неизвесности у међународном и домаћем окружењу, референтна каматна стопа је **до новембра задржана на непромењеном нивоу од 8,5%**. Будући да су и даље биле присутне, очекивало се да геополитичке тензије изазване кризом у Украјини негативно утичу на токове капитала, енергетске токове и брзину опоравка зоне евра, али и да подстакну раст цена на светским робним тржиштима. Због јаких трговинских веза, сматрало се да би продужавање периода спорог опоравка зоне евра могло имати негативан утицај на раст домаћег извоза и економске активности. Нижа екстерна тражња водила би слабијим извозним резултатима и

нешто већем спољнотрговинском дефициту у односу на очекивани.

Поред тога, неизвесност на међународном тржишту капитала била је повећана због процеса смањења експанзивности монетарне политике ФЕД-а. Одлука о завршетку програма квантитативних олакшица донета је у октобру, а прво повећање референтне каматне стопе ФЕД-а требало би да уследи у П2 2015. године. С друге стране, ЕЦБ је повећала експанзивност монетарне политике, али су ефекти на раст ликвидности банака зоне евра изостали.

Деловање екстерних фактора, заједно с неизвесношћу у погледу домаћих фискалних кретања, определили су Извршни одбор да у посматраном периоду заустави даље ублажавање монетарне политике. Висина референтне стопе није мењана упркос јаком дезинфлаторном дејству ниске агрегатне тражње, за које се очекивало да ће бити појачано новим мерама фискалне консолидације. Неповољна фискална позиција земље додатно је погоршана потребом да се отклоне штете и последице поплава, што је, уз одлагање доношења мера фискалне консолидације за крај године, повећало величину потребног фискалног прилагођавања.

Анализе макроекономских података током јесени указивале су на то да се економска активност даље успорава због негативних ефеката поплава, али и споријег од очекиваног опоравка зоне евра и наших осталих важних спољнотрговинских партнера, као и додатних мера фискалне консолидације.

На новембарској седници референтна каматна стопа је смањена за 50 б.п., на 8,0%. При доношењу такве одлуке Извршни одбор је имао у виду да се м.г. инфлација од марта 2014. године креће испод доње границе дозвољеног одступања од циља, што ће се наставити и у наредном периоду, с обзиром на то да ће већина фактора и даље деловати дезинфлаторно. Извршни одбор је истакао да очекује да ће започето спровођење мера фискалне консолидације и структурних реформи умањити негативан утицај спољних фактора који проистиче из неизвесности у погледу различитих монетарних политика ФЕД-а и ЕЦБ-а. Очекивано постизање аранжмана с ММФ-ом представљаће додатну потврду кредибилитета економске политике.

Ради подршке економској активности, Извршни одбор је најпре на седници у новембру, а затим и у децембру одлучио да смањи стопе по којима банке

обрачунавају девизну обавезну резерву. Истовремено, измењена је и структура девизне обавезне резерве тако што је повећан део који се издваја у динарима. Смањењем девизне обавезне резерве смањени су трошкови по том основу и ослобођен део кредитног потенцијала банака с циљем стимулсања њихове кредитне активности.

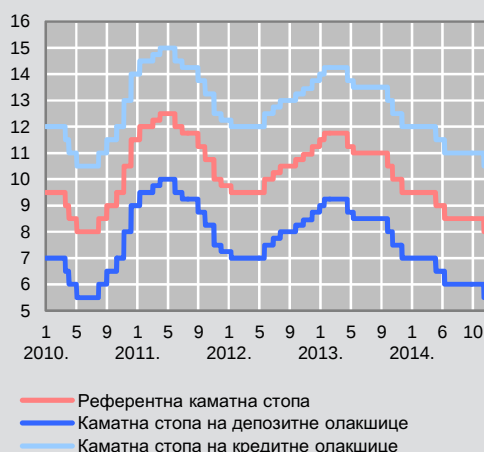
2. Инструменти монетарне политике

Основни инструмент монетарне политике Народне банке Србије је референтна каматна стопа, тј. каматна стопа која се примењује у спровођењу главних операција на отвореном тржишту. Улога референтне каматне стопе подржана је коридором каматних стопа на депозитне и кредитне олакшице и другим операцијама на отвореном тржишту. Поред основног инструмента, Народна банка Србије у спровођењу монетарне политике користи и друге инструменте монетарног регулисања, пре свега обавезну резерву и операције на девизном тржишту.

Операције на отвореном тржишту

Главне операције на отвореном тржишту Народне банке Србије током 2014. године биле су једнонедељне реверзне репо трансакције, тј. репо трансакције продаје ХоВ (повлачење ликвидности).

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



Извор: НБС.

Репо трансакције Народна банка Србије је спроводила својим ХоВ. За потребе репо продаје у 2014. години 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 2014. године организоване су 52 аукцијске репо продаје ХоВ. Аукције су организоване једном недељно по моделу варијабилне вишеструке каматне стопе. Укупна продаја ХоВ износила је 3.585,8 млрд динара. Остварени обим продаје био је нижи него у 2013. години (4.247,2 млрд динара).

Просечно стање ХоВ Народне банке Србије у портфељу банака током 2014. године је износило 70,8 млрд динара. У односу на крај 2013. године, стање тих ХоВ је крајем децембра смањено за 102,5 млрд динара, на 7,5 млрд динара.

За разлику од кретања 2013. године, обим продаје ХоВ постепено се смањивао током 2014. године, а посебно у П2. Укупна продаја ХоВ у П1 је износила 2.424,5 млрд динара, а у П2 1.161,3 млрд динара. Пад продаје ХоВ био је резултат смањења вишкова ликвидности банака, чему су у највећој мери допринеле интервенције Народне банке Србије на МДТ-у.

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



Извор: НБС.

Депозитне и кредитне олакшице

У складу са Одлуком о условима и начину депоновања вишкова ликвидних средстава банака код Народне банке Србије, банке су и у 2014. години наставиле с преконоћним депоновањем средстава код Народне банке Србије. Поменућа одлука није мењана у 2014. години.

Просечно дневно стање депонованих средстава банака код Народне банке Србије у 2014. години је износило 15,2 млрд динара, што је за 19,5 млрд динара мање него у 2013. години, када је износило 34,7 млрд динара. Максимално просечно месечно стање депонованих средстава забележено је у јануару (27,6 млрд динара), а минимално у децембру (6,6 млрд динара).

Народна банка Србије је током 2014. године наставила да примењује Одлуку о условима и начину одобравања кредита за одржавање дневне ликвидности банака на основу залог ХоВ, којом су уређене кредитне олакшице.

У посматраном периоду банке су користиле кредитне олакшице као дневни и као преконоћни кредит. Дневни кредит је коришћен у укупном износу од 74,7 млрд динара, од чега 46,5 млрд динара у Т4. Преконоћни кредит су користиле четири банке, у укупном износу од 27,6 млрд динара, и то само крајем децембра.

Обавезна резерва

Народна банка Србије је и у 2014. наставила с применом Одлуке о обавезној резерви банака код Народне банке Србије, која је усвојена у јануару 2011. године. Током 2014. године поменућа одлука је измењена два пута – у новембру и децембру.

На новембарској седници Извршног одбора Народна банка Србије је смањила стопе девизне обавезне резерве – са 29% на 28% за обавезе рочности до две године и са 22% на 21% за обавезе рочности преко две године, при чему је истовремено повећала стопе динарског издавања девизне обавезне резерве са 32% на 34%, односно са 24% на 26%, зависно од рочности обавеза. Циљ ове мере био је да се у условима ниске инфлације додатним смањењем девизне обавезне резерве, смањењем трошкова по том основу и ослобађањем дела кредитног потенцијала стимулише кредитна активност банака. У складу с наведеним мерама, а ради подршке ефектима смањења стопе

девизне обавезне резерве, уведена је и обавеза банака да на износ позитивне разлике између оствареног просечног дневног стања издвојене и обрачунате девизне обавезне резерве у обрачунском периоду плаћају камату Народној банци Србије.

Ради додатног подстицаја кредитној активности банака, стопе девизне обавезне резерве су и у децембру смањене за по 1 п. п., на 27%, односно 20%, у зависности од рачности обавеза, док је стопа динарског издвајања девизне обавезне резерве повећана за по 2 п.п., на 36%, односно 28%, зависно од рачности извора финансирања. Поступајући тако, Народна банка Србије није одступила од опредељења да стимулише банке да се у већој мери ослањају на динарске и дугорочне изворе финансирања.

Обрачуната обавезна резерва која се издваја у динарима у 2014. години је повећана за 13,1 млрд динара (на 158,1 млрд динара), пре свега као последица повећања динарског издвајања девизне обавезне резерве услед наведене промене регулативе и депрецијације динара. Такође, раст обрачунате динарске обавезне резерве подстакнут је и порастом динарске штедње становништва и динарских депозита привреде код банака. Обрачуната обавезна

резерва која се издваја у девизама смањена је током 2014. године за 364,8 млн евра (на 2,0 млрд евра), чему је, поред смањења стопа девизне обавезне резерве, допринело и раздуживање банака према иностранству и смањење девизних обавеза банака према правним лицима.

Операције на девизном тржишту

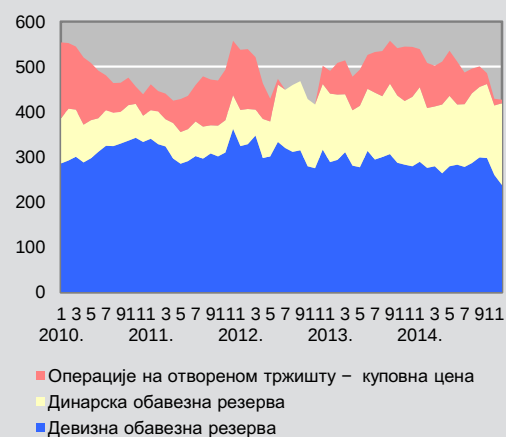
У складу с Програмом монетарне политике за 2014. годину, Народна банка Србије је наставила да спроводи режим руковођено пливајућег девизног курса. Интервенције на девизном тржишту користила је ради ублажавања прекомерних краткорочних осцилација девизног курса, очувања ценовне и финансијске стабилности и одржавања адекватног нивоа девизних резерви.

У 2014. години динар је номинално депрецирао према еврџу за 5,2%. Народна банка Србије је на МДТ-у интервенисала нето продајом 1.620,0 млн евра, при чему је продала 1.880,0 млн евра и купила 260,0 млн евра. Девизне интервенције су реализоване искључиво по тржишним условима, прихватањем курсева које су нудиле банке (улога *price taker-a*).

Депрецијацијски притисци, који су од почетка године до друге половине марта слабили динар, били су подстакнути сезонски појачаном тражњом домаћих предузећа за девизама, пре свега увозника енергената, као и турбулентним кретањима на међународном финансијском тржишту услед смањења програма квантитативних олакшица ФЕД-а. У последњим данима марта, упоредо с падом премије ризика, динар је почео да јача и Народна банка Србије је у том периоду интервенисала куповином девиза. Током Т1 Народна банка Србије је интервенисала продајом 820,0 млн евра и куповином 20,0 млн евра. У односу на крај 2013. године, динар је на крају Т1 номинално био слабији према еврџу за 0,6%.

Повећана ликвидност у зони евра, као последица повећане експанзивности монетарне политике ЕЦБ-а, пад премије ризика земље и већа понуда девиза од стране нерезидената обележили су Т2. Народна банка Србије је у Т2 интервенисала куповином 170,0 млн евра. Ипак, појава негативних вести о макроекономским и фискалним перспективама земље

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



Извор: НБС.

крајем јуна условила је нешто већу тражњу нерезидената за девизама и депрецијацијске притиске. У поређењу с крајем Т1, динар је у Т2 благо номинално депрецирао према еврџ (0,3%).

На јачање депрецијацијских притисака у П2 деловали су глобални и домаћи фактори. Геополитичка дешавања и променљива очекивања у вези с будућом монетарном политиком ФЕД-а и економским опоравком у зони евра повећали су неизвесност на међународном финансијском тржишту. Поред тога, одлагање ребаланса буџета и доношења додатних мера фискалне консолидације због поплава и раст тражње за девизама, у највећој мери услед већих плаћања по основу увоза енергената, утицали су на осетнија померања курса у овом периоду. Смањење стања кредита индексираних валутном клаузулом додатно је појачало депрецијацијске притиске, због потребе банака да куповином девиза ускладе показатеље девизног ризика⁵. Најзад, крајем године депрецијацијски притисци на динар били су подстакнути и куповином девиза ради исплате дивиденди и дела добити успешних домаћих предузећа чији су већински власници нерезиденти. У овом периоду динар је према еврџ ослабио за 4,3%, а Народна банка Србије је, како би ублажила прекомерне краткорочне осцилације курса, интервенисала продајом 1.060,0 млн евра и куповином 70,0 млн евра.

Девизни своп

Народна банка Србије је у 2014. години наставила са организовањем редовних тромесечних и двонедељних аукција своп продаје и куповине девиза за динаре, чији циљ је стимулисање развоја међубанкарске своп трговине и омогућавање банкама да ефикасније управљају својом ликвидношћу. Тромесечне своп аукције су организоване једном недељно, по тржишним условима и са ограниченим количинама. Двонедељне своп аукције, као додатна мера подршке у управљању ликвидношћу банкарског система, организоване су такође једном недељно, по тржишним условима и без унапред одређеног износа девиза који ће бити продат, односно купљен на аукцији.

У току 2014. године Народна банка Србије је организовала 100 тромесечних и 100 двонедељних своп аукција. На тромесечним аукцијама је своп продала и своп купила по 55,0 млн евра, док су на двонедељним аукцијама своп продаја и своп куповина девиза износиле по 125,0 млн евра. На крају 2014. године стање девизних потраживања и стање девизних обавеза Народне банке Србије по основу тромесечних своп аукција износили су по 24,0 млн евра, док по основу двонедељних своп аукција Народна банка Србије није имала девизне обавезе нити девизна потраживања.

Аукцијски краткорочни динарски кредити

Као меру за одржавање ликвидности банака, Народна банка Србије је до маја 2014. године једном месечно организовала аукције краткорочних динарских кредита на основу залогџ ХоВ. На аукцијама није било тражње банака за кредитима, па је Народна банка Србије почев од јуна престала са организовањем тих аукција.

Остале каматне стопе

Народна банка Србије је током 2014. године наставила са применом Одлуке о каматним стопама које Народна банка Србије примењује у поступку спровођења монетарне политике и Одлуке о начину обрачуна, наплате и плаћања камате Народне банке Србије, које су донете 2011. године.

Поменуте одлуке допуњене су у новембру 2014. године, тако што је прописана каматна стопа (тромесечни *Euribor* који важи на дан обрачуна камате увећан за 5 п.п.) по којој Народна банка Србије наплаћује камату на износ више издвојене од просечног дневног стања обрачунате девизне обавезне резерве у обрачунском периоду.

3. Остварење циљане инфлације у 2014. години

Ниски инфлаторни притисци, који су карактерисали 2013, додатно су ослабили у току 2014. године. Просечна месечна стопа инфлације у 2014. била је двоструко нижа него у 2013. и износила је 0,1%.

⁵ Приликом смањења валутно индексиране активе банке, скраћује се девизна позиција банке у валути индексирације, па банка, ради уравнотежења девизне позиције, односно показатеља девизног ризика, купује одговарајући износ девиза на девизном тржишту, што може да резултира депрецијацијским притисцима.

Поред мера монетарне политике и агрегатне тражње, ниским инфлаторним притисцима допринели су и фактори с привременим дејством – неуобичајено низак раст регулисаних цена, пад цена примарних пољопривредних производа и снажан пад цене нафте на светском тржишту у П2. Наведени фактори су у највећој мери и утицали на то да се м.г. инфлација већи део године креће испод доње границе циља ($4 \pm 1,5\%$).

Посматрано на м.г. нивоу, **инфлација је у 2014. години смањена са 3,7% у јануару на 1,7% у децембру**. Пад м.г. инфлације био је посебно изражен у П1, да би се у П2 м.г. инфлација кретала око нивоа од 2%. Након привременог повратка у границе циља у јануару, услед повећања посебне стопе ПДВ-а и редовног годишњег усклађивања акциза, м.г. инфлација се у марту спустила испод доње границе дозвољеног одступања од циља и ту се задржала до краја године. У јуну је м.г. инфлација забележила најнижи ниво у последњих 50 година (1,3%).

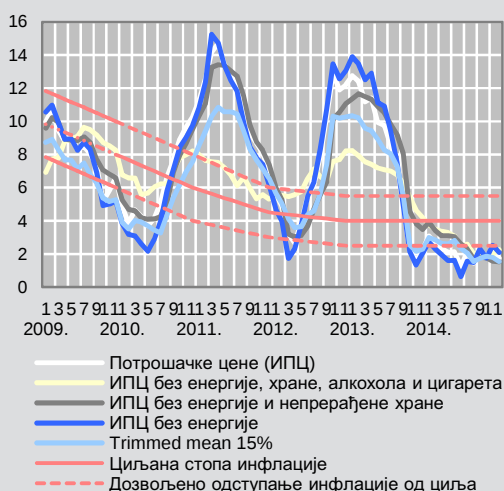
Изузев цена енергије, чији је допринос био негативан, допринос осталих компоненти инфлацији у 2014. био је позитиван. Највећи допринос имале су цене услуга и непрерађене хране.

Цене услуга су у 2014. порасле за 3,9% м.г. (допринос инфлацији 0,8 п.п.), пре свега због повећања цена туристичких пакет-аранжмана и финансијских услуга.

Цене хране су у 2014. порасле за 2,2% (допринос инфлацији 0,8 п.п.). Иако су у П1 биле у паду, **цене непрерађене хране** су у П2 забележиле израженији раст и он је у децембру износио 5,4% м.г. (допринос инфлацији 0,7 п.п.). При томе су ове цене биле доминантно под утицајем кретања цена воћа и поврћа – њихов раст је крајем године, услед ефекта ниске базе из претходне године, достигао 10,0% м.г., чиме су допринеле инфлацији са 0,8 п.п. С друге стране, цене прерађене хране су све до пред крај године биле у благом м.г. паду. На такво њихово кретање деловали су ниски трошкови сировина, пре свега услед снажног пада цена примарних пољопривредних производа (превасходно пшенице и кукуруза) на светском и домаћем тржишту од средине маја до октобра.

Позитиван допринос инфлацији по основу раста цена непрерађене хране у П2 био је у одређеној мери компензован успоравањем раста **цене енергије**. Наиме, са изласком поскупљења електричне енергије у августу 2013. из обрачуна м.г.

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



Извор: РЗС и прерачун НБС.

Табела II.3.1. Раст и доприноси компоненти
расту потрошачких цена у 2014.

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

Извор: РЗС и прерачун НБС.

инфлације, м.г. раст ових цена снижен је са око 5%, колико је просечно износио у првих седам месеци, на око 1% у просеку до краја године. Штавише, у децембру су ове цене, први пут откако се мере, исказале м.г. пад (0,3%). Поред изостанка поскупљења електричне енергије прошле године (услед чега је изостао допринос инфлацији од око 0,8 п.п., под претпоставком да би поскупљење износило 15%, како је било најављено), на успоравање раста цена енергије утицао је и снажан пад цена нафте на светском тржишту од средине године, који се одразио и на пад цена домаћих нафтних деривата. Међутим, због слабљења динара према америчком долару, пад цена деривата нафте био је мање изражен него пад светске цене сирове нафте и у децембру је износио 6,2% м.г. (допринос инфлацији -0,3 п.п.).

Успоравање м.г. раста **цена индустријских производа без хране и енергије** настављено је и у 2014. години – тај раст је снижен са 7,1% у јануару на свега 0,6% у децембру (допринос инфлацији 0,2 п.п.). На такво кретање доминантно су утицале цене цигарета, које су крајем године снижене за 8,0% по основу веће конкуренције међу произвођачима услед пада промета на тржишту дуванских производа.

Тиме је њихов м.г. раст успорен са 26,7% у јануару на 0,8% у децембру, а допринос м.г. инфлацији смањен са 1,2 п.п. на 0,0 п.п.

Регулисане цене, тј. цене чије су промене под контролом државе, прошле године су оствариле најнижи раст откако се прате – 1,1% м.г. (допринос инфлацији 0,2 п.п.). Претходних година, због потребе за постепеним отклањањем ценовних диспаритета, тај раст је у просеку износио око 10%. Тако низак раст резултат је пре свега поменутог изостанка поскупљења електричне енергије и пада цена цигарета крајем године.

Базна инфлација⁶, као део ИПЦ-а на који монетарна политика има највећи утицај, у децембру је износила 2,3% м.г. (допринос м.г. инфлацији 1,0 п.п.). Она је у току 2014. била у паду, а од августа се кретала испод доње границе дозвољеног одступања од циља. Такво кретање базне инфлације може се довести у везу с ниском агрегатном тражњом, ниском инфлацијом у међународном окружењу и релативном стабилношћу курса динара.

Како се м.г. инфлација шест месеци заредом кретала испод доње границе дозвољеног одступања од циља ($4,0 \pm 1,5\%$), **Народна банка Србије је у септембру упутила писмо Влади** у коме је образложила разлоге тог одступања. Смањење инфлаторних притисака било је резултат више фактора, а посебно ниске агрегатне тражње, релативно стабилних кретања на девизном тржишту и смањених трошковних притисака на цене хране. Док је дезинфлаторни утицај прва два фактора био у складу са очекивањима, пад трошкова у производњи хране био је већи од очекиваног. Одступању инфлације од циља додатно је допринело и одсуство корекције цена електричне енергије у протеклој години дана. Када су у питању предузете мере монетарне политике, Народна банка Србије је у писму нагласила да је смањење референтне каматне стопе настављено у 2014. години. Ипак, будући да је постојао снажан утицај геополитичких тензија на премију ризика и девизни курс, Народна банка Србије је морала бити опрезна у вођењу монетарне политике како би инфлацију трајно стабилизovala на ниском нивоу.

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



Извор: РЗС и прерачун НБС.

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

III. Макроекономски услови спровођења монетарне политике

1. Међународно окружење

Дешавања у међународном окружењу у 2014. обележили су неизвесност у погледу ефеката нормализације монетарне политике ФЕД-а, појачане геополитичке тензије изазване пре свега кризом у Украјини и снажан пад цена примарних производа од средине године. Светска привреда наставила је раст скромним и неуједначеним темпом. Опоравак од светске финансијске кризе одвијао се успореном темпом и процес послекризног прилагођавања још није завршен.

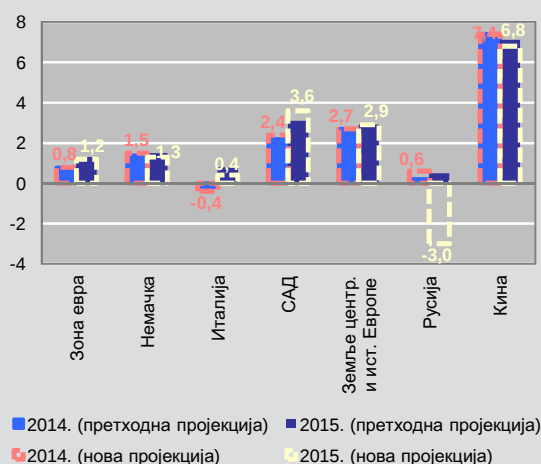
Иако се криза у Украјини негативно одразила на активност и поверење тржишних учесника, економска активност у **зони евра** је у 2014. порасла 0,9%, чиме је зона евра изашла из друге рецесије од почетка светске финансијске кризе. Раст економске активности остварен је захваљујући опоравку домаће тражње. Ситуација на тржишту рада такође се благо поправила, што потврђује смањење стопе незапослености са 11,8% почетком године на 11,4% у децембру. Раст зоне евра предводила је највећа европска привреда – Немачка (1,6%), а повећање БДП-а, иако неуједначено, забележиле су и све остале чланице зоне, изузев Италије, Кипра и Финске. Италија, која је један од наших најзначајнијих трговинских партнера, забележила је, трећу годину заредом, пад БДП-а (0,4%). С друге стране, грчка привреда је, после шест година рецесије, у 2014. остварила благ опоравак (0,8%).

Економски опоравак зоне евра отежава дуг период изузетно ниске инфлације. Мг. инфлација, која се од почетка 2013. налази испод циља од 2%, наставила је

пад и у току 2014. и у децембру се, први пут од 2009. године, спустила у негативну зону (–0,2%). Дефлација у децембру у великој мери је резултат оштрог пада цене нафте на светском тржишту, због чега се ситуација у зони евра још не сврстава у класичне дефлације, тј. у општи, продужен и самоодржив пад цена.

За разлику од зоне евра, **привреда САД** изгледа да је на путању одрживог раста. Она је у 2014. убрзала раст на 2,4% захваљујући већој потрошњи домаћинства, инвестицијама и извозу. Ситуација на тржишту рада

Графикон III.1.1. Ревизија прогноза реалног раста БДП-а за 2014. и 2015. ММФ-а (у %)



Извор: ММФ WEO (октобар 2014) и ММФ WEO Update (јануар 2015).

наставила је да се поправља, о чему сведочи пад стопе незапослености у току године са 6,6% на 5,6%, као и повећање просечног месечног броја новоотворених радних места ван пољопривреде (30% више у односу на 2013. годину). Мг. инфлација се већи део године кретала испод свог дугорочног циља од 2%. Израженији пад, због цене енергената, забележила је у децембру – на 0,8%, што је друга најнижа инфлација забележена на крају године у САД у последњих 50 година.

Осим у погледу економских перформанси, разлике између САД и зоне евра током 2014. постале су изражајније и у области **монетарне политике**. Наиме, док је ФЕД почео са смањивањем експанзивности монетарне политике, ЕЦБ је интензивирала њено ублажавање. Одлука ФЕД-а да од почетка године започне са смањивањем програма квантитативних олакшица била је подстакнута управо побољшањем ситуације на тржишту рада и проценом да је привредни раст у САД одржив. Та одлука је почетком године у одређеној мери утицала на кретања на финансијским тржиштима у правцу одлива капитала и депрецијацијских притисака на валуте земаља у успону, међу којима је и Србија. Програм је у потпуности окончан у октобру и очекује се да би ФЕД већ у 2015. могао да почне с повећањем референтне каматне стопе.

Суочена са спорим порастом економске активности и ризиком од дефлације, ЕЦБ је током 2014, поред наставка снижавања референтне стопе, предузела и одређене неконвенционалне мере монетарне политике. Након што је, у два наврата, снизила референтну стопу на историјски минимум (на 0,15% у јуну и на 0,05% у септембру), уз увођење негативне стопе на депозитне олакшице, у септембру је спровела прве циљане дугорочне операције рефинансирања, а од Т4 почела је да откупљује и ХоВ приватног сектора (*asset backed securities* и *covered bonds*). Програм откупа ХоВ приватног сектора (који је у јануару 2015. проширен и откупом државних хартија) трајаће најмање две године и има за циљ подстицање кредитне активности. То ће у одређеној мери компензовати смањење ликвидности на међународном финансијском тржишту после окончања програма квантитативних олакшица ФЕД-а, а могло би водити и већем приливу капитала у земље у успону.

Према прелиминарним проценама, раст економске активности у региону централне и источне Европе био је на сличном нивоу као 2013. године и износио је 2,7%. Иако домаћа тражња јача у већини земаља региона, он је остао неуједначен. Тако је у случају Мађарске и Пољске убрзан (на 2,8% и 3,2%, респективно), док је у југоисточној Европи углавном успорен, делом и због обимних поплава које су погодиле првенствено Србију, Босну и Херцеговину и Хрватску. У већини земаља региона инфлација је опала као последица нижих цена хране и енергије и дезинфлаторних притисака из зоне евра, посебно код привреда чији курс је чврсто фиксиран у односу на евро. У складу с тим, централне банке земаља региона наставиле су да у 2014. ублажавају своје монетарне политике снижавањем референтних каматних стопа. Изузетак су биле турска и руска централна банка. Централна банка Турске је ту стопу у јануару повећала за чак 550 б.п. (на 10,0%), наводећи као разлог раст премије ризика и снажне депрецијацијске притиске (због смањења програма квантитативних олакшица ФЕД-а, политичке кризе у земљи и продубљивања екстерне неравнотеже), да би је до краја године снизила за укупно 175 б.п. Суочена с депрецијацијским притисцима и растом инфлације након избијања кризе у Украјини, руска централна банка је у 2014. референтну стопу повећала у шест наврата (за укупно 11,5 п.п.), при чему је највеће повећање било у децембру (са 10,5% на 17,0%).

Девизна тржишта од средине 2014. године обележио је тренд израженог јачања америчког долара, вођен очекивањем да ће се карактер монетарне политике ФЕД-а све више разликовати од монетарних политика других водећих централних банака, пре свега ЕЦБ-а и јапанске централне банке. Тако је долар, након релативне стабилности у П1, када се кретао у распону 1,35–1,40 за један евро, у периоду мај–децембар ојачао према еврџ за око 15% и годину завршио на нивоу од 1,21 долар за евро. Посматрано крајем периода, долар је у 2014. апрецирао 13,6% у односу на евро.

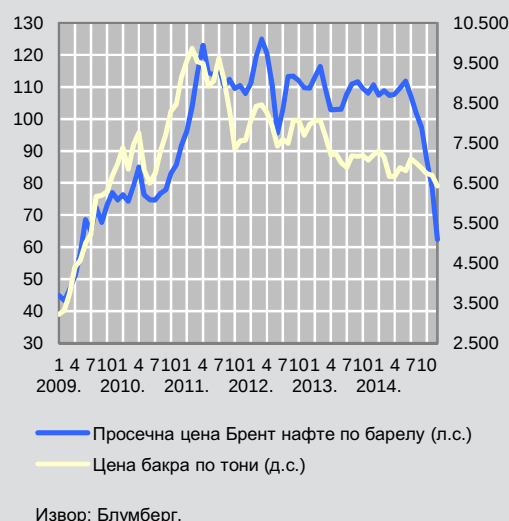
Светске цене хране, мерено ФАО индексом⁷, у 2014. су опале за 8,7%. Највише су смањене цене млека и млечних производа (34,3%), услед повећане понуде и увођења санкција Русије на увоз млека из ЕУ у П2. Поред тога, снижена је и цена уља (18,1%), шећера (7,0%) и житарица (4,9%). Једина компонента овог индекса која је забележила раст биле су цене меса

⁷ ФАО – Food Price Index.

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



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



(9,6%), које су у септембру достигле највиши историјски ниво. На такво кретање цена меса утицали су ширење епидемије болести свиња у САД у Т2 и последично нижа понуда, као и смањена понуда крупне стоке из Аустралије у Т3.

Цена нафте типа брент је у 2014. опала за 43,7%, посматрано крајем периода, при чему је њено кретање у П1 било релативно стабилно. Међутим, од средине године уследио је снажан пад, на шта су пресудно утицали знатан раст производње нафте из уљаних шкриљаца у САД, јачање долара и неспремност земаља *OPEC*-а да смање своју производњу. На крају децембра цена нафте је износила 62 долара по барелу, што је готово двоструко ниже него на крају јуна (112 долара по барелу) и најнижи забележен ниво од средине 2009. године.

Након већег раста у Т1 (9,4%), због повећане неизвесности у погледу брзине опоравка америчке привреде након што ју је погодио талас хладног времена и заоштравања геополитичких тензија у Украјини, **цена злата** је од априла започела силазни тренд. Иако је ситуација у Украјини наставила да повремено врши притисак на цену овог племенитог метала, превладало је дејство других фактора (процена да би ФЕД могао раније почети с повећањем референтне стопе, споразум између ЕЦБ-а и

централних банака Швајцарске и Шведске о координисању трансакција златом, јачање долара итд.), па је цена злата до краја године опала за око 10%. Посматрано на нивоу целе године, цена злата је опала 1,7%.

Цена бакра је у 2014. смањена за 10,8%, посматрано крајем периода. Са изузетком Т2, када је била у порасту због повећане тражње из Кине, највећег светског потрошача бакра, она је у осталим тромесечјима бележила пад. Главни фактори пада цене били су сигнали о успоравању раста кинеске привреде, јачање америчког долара и очекивање да ће ниски трошкови енергије подстаћи производњу овог метала. На крају године цена бакра је била на најнижем нивоу од новембра 2009.

2. Међународне трансакције

Платнобилансна кретања и девизне резерве

Позитивна кретања у текућем рачуну платног биланса⁸ настављена су и у 2014, иако су била под великим утицајем поплава. Побољшању текућег рачуна највише су допринели повећање суфицита на рачуну услуга и смањење дефицита на рачунима примарног дохотка и робе. Рачуни капиталних и

⁸ Подаци платног биланса су дати према *BPM6* методологији.

финансијских трансакција, за разлику од прошле године, забележили су нето одлив капитала.

За разлику од 2013. када су раније инвестиције у аутомобилску и нафтну индустрију достигле свој пуни ефекат на извоз, кретања у 2014. била су под великим утицајем поплава и смањења домаће економске активности. Ипак, текући рачун платног биланса је и у 2014. побољшан – забележен је дефицит од 2,0 млрд евра, што је за 113,6 млн евра, или 5,4%, мање него у 2013. години. Његово учешће у процењеном БДП-у смањено је на 6,0%, или за 0,1 п.п. у односу на 2013.

Текући дефицит смањен је и по основу мањег дефицита **робне размене** оствареног услед већег раста извоза од увоза. Укупан робни извоз у 2014. износио је 10,6 млрд евра, или за 126,1 млн евра више него у претходној години. Увоз је при томе повећан за 78,0 млн евра, на 14,8 млрд евра. Мада су и извозне и увозне цене смањене, спорији пад извозних цена од пада увозних (3,8% м.г. и 5,9% м.г., респективно) побољшао је однос размене за 2,2%.

Највеће повећање забележено је у извозу хране, и то пре свега житарица, меса и месних прерађевина, поврћа и воћа и млечних производа услед боље пољопривредне сезоне, али и повећаног извоза у Русију. И поред тога што је искоришћеност капацитета железаре у Смедереву била на ниском нивоу, извоз гвожђа и челика био је већи него у 2013, док је извоз обојених метала смањен, делом и због пада њихове цене на светском тржишту. Смањена активност у домаћој хемијској индустрији одразила се на мањи извоз, али и увоз хемијских производа. Позитивни ефекти ранијих СДИ у прерађивачку индустрију одсликавају се кроз настављен раст извоза електричних машина и опреме, дувана, папирне и картонске амбалаже, одеће, обуће и текстилних производа.

Наш најзначајнији извозни производ и даље су моторна возила, чији је извоз у 2014. износио 1,5 млрд евра. То је за око 100 млн евра мање него у 2013. због отежаног пласмана на иностраном тржишту у условима снажне конкуренције. Истовремено је смањен увоз делова за аутомобилску индустрију, а због ниске домаће тражње и куповне моћи грађана, нижи је увоз аутомобила из иностранства. Иако је извоз највећег појединачног произвођача – компаније „Фијат“ смањен, извоз произвођача ауто-компоненти, чија је производња готово у целости намењена иностраном тржишту, и даље расте.

Спољнотрговинска кретања енергетског сектора карактерисали су различити токови. Поплаве су практично зауставиле извоз електричне енергије у П2, тако да је у целој 2014. извоз био за 143 млн евра

Табела III.2.1. Платни биланс Републике Србије¹⁾
(у млн EUR)

	2013.	2014.
I. ТЕКУЋИ РАЧУН	-2.098,3	-1.984,7
1. Салдо робне размене	-4.158,7	-4.110,7
1.1. Извоз	10.515,0	10.641,0
1.2. Увоз	14.673,7	14.751,7
2. Салдо услуге	313,5	465,3
2.1. Извоз	3.422,0	3.809,6
2.2. Увоз	3.108,6	3.344,4
3. Салдо робе и услуга	-3.845,3	-3.645,4
3.1. Извоз робе и услуга	13.937,0	14.450,7
3.2. Увоз робе и услуга	17.782,3	18.096,1
4. Примарни доходак	-1.418,6	-1.342,6
4.1. Приходи	606,8	642,3
4.2. Расходи	2.025,5	1.984,9
од тога: камате	917,3	907,6
5. Секундарни доходак	3.165,6	3.003,3
5.1. Приходи	3.537,5	3.399,8
5.2. Расходи	371,9	396,6
III. КАПИТАЛНИ РАЧУН	15,3	6,5
IV. ФИНАНСИЈСКИ РАЧУН (без девизних резерви)	-2.326,8	91,6
1. Директне инвестиције – нето	-1.298,1	-1.236,3
1.1. Актива (потраживања)	249,7	264,2
1.2. Пасива (обавезе)	1.547,9	1.500,5
2. Портфолио инвестиције – нето	-1.882,7	-368,9
2.1. Актива (потраживања)	29,5	72,9
2.2. Пасива (обавезе)	1.912,1	441,7
3. Финансијски деривати – нето	-0,6	-6,0
3.1. Актив а (потраживања)	-6,4	-5,8
3.1. Пасива (обавезе)	-5,7	0,2
4. Остале инвестиције – нето	854,7	1.702,8
4.1. Трговински кредити	-203,8	116,4
4.1.1. Актив а (потраживања)	587,3	436,5
4.1.2. Пасив а (обавезе)	791,1	320,1
4.2. Финансијски кредити	1.285,9	756,7
4.2.1. Актив а (потраживања)	-64,3	-33,5
4.2.1.1. Дугорочни	-37,6	-36,0
4.2.1.2. Краткорочни	-26,7	2,5
4.2.2. Пасив а (обавезе)	-1.350,2	-790,2
4.2.2.1. Дугорочни	-1.091,8	-687,8
4.2.2.2. Краткорочни	-258,4	-102,4
4.3. Готов новац и депозити – нето	-227,5	829,7
4.3.1. Актив а (потраживања)	-249,6	935,2
4.3.2. Пасив а (обавезе)	-22,1	105,5
4.4. Остало	0,0	0,0
V. Средства резерви	696,7	-1.796,7
VI. ГРЕШКЕ И ПРОПУСТИ	453,0	273,1
VII. УКУПНИ БИЛАНС	-696,7	1.796,7

Извор: РЗС и НБС.

Напомена: Прелиминарни подаци.

¹⁾ По ВРМ6 методологији.

нижи него у 2013. Из истог разлога повећан је увоз електричне енергије, као и увоз угља за њену производњу. Насупрот томе, извоз нафтних деривата је повећан у односу на 2013. (око 30 млн евра), док је увоз осетно смањен (за око 100 млн евра) због модернизације капацитета у нафтној индустрији. Пад активности у хемијској и металопрерађивачкој индустрији највише је утицао на нижи увоз природног гаса, али и сировина за хемијску индустрију. Ипак, с обзиром на високо учешће енергената у укупном увозу (14,0%) и знатно мање учешће у извозу (3,7%), спољнотрговински биланс енергетског сектора је у 2014. био негативан и износио је око 1,8 млрд евра.

Највеће извозно тржиште, као и ранијих година, била је ЕУ, у коју је током 2014. пласирано око 65% укупног робног извоза. С друге стране, из ЕУ је највише увезено производа (око 63% укупног робног увоза). Поред ЕУ, као значајан спољнотрговински партнери издвајају се и земље *CEFTA* споразума, с којима Србија већ годинама бележи позитиван салдо робне размене, са учешћем од око 19% у укупном робном извозу и око 5% у укупном робном увозу у 2014. години.

Суфицит на **рачуну услуга** наставио је и у 2014. да даје позитиван допринос билансу текућег рачуна, будући да је био за 48,4% већи у односу на претходну годину. Најзначајнији допринос дале су услуге телекомуникација, компјутерске и информацијске услуге, грађевинске услуге, као и услуге дораде. У исто време, транспорт и туризам, по вредности најважније ставке у извозу и увозу услуга, забележиле су дефицит, који је био нижи од дефицита у претходној години.

На побољшање текућег рачуна утицао је и мањи дефицит на **рачуну примарног дохотка** за 5,4%, јер су приходи били нешто већи, а расходи мањи него претходне године. Приходи су повећани на 642,3 млн евра, пре свега захваљујући дохотку од СДИ, чији су приходи и чинили највећи део прихода на овом рачуну (50,3%). С друге стране, расходи су смањени на 2,0 млрд евра, пре свега због мањих расхода по основу камата од осталих инвестиција (за 102,5 млн евра, на 447,1 млн евра), али и по основу дохотка од СДИ (за 66,4 млн евра, на 1,1 млрд евра). Једино су расходи по основу дохотка од портфолио инвестиција били већи за 125,0 млн евра и износили су 379,2 млн евра.

Суфицит **секундарног дохотка** био је за 162,3 млн евра мањи у односу на 2013. годину. Смањење овог

суфицита на 3,0 млрд евра у 2014. углавном је било последица смањења нето прилива по основу дознака радника из иностранства за 296,8 млн евра, на 1,9 млрд евра. Ипак, мањи суфицит секундарног дохотка покрио је, као и претходне године, дефицит биланса робе и услуга и примарног дохотка са 60,2%.

На **рачуну капиталних и финансијских трансакција** (искључујући промену девизних резерви) у 2014. је забележен нето одлив капитала од 85,1 млн евра, за разлику од нето прилива од чак 2,3 млрд евра реализованог прошле године (пре свега по основу задуживања државе на међународном финансијском тржишту продајом еврообвезница и по основу СДИ).

Нето СДИ су биле незнатно ниже у односу на 2013. годину и износиле су 1,2 млрд евра. Међутим, позитивна је структура СДИ, тј. раст улагања у власнички капитал за 321,5 млн евра, на 951,2 млн евра, док су реинвестирана добит и међукомпанијско задуживање били мањи за 74,6 млн евра и 308,7 млн евра, респективно. Већина СДИ током посматране године остварена је у трговини, индустрији и финансијском сектору.

По основу портфолио инвестиција остварен је нето прилив од 368,9 млн евра и готово у потпуности се односи на продају државних дугорочних ХоВ нерезидентима на домаћем тржишту. Прилив је знатно мањи него у 2013. години када је држава емитовала и еврообвезнице на међународном тржишту.

По основу финансијских кредита забележено је нето раздуживање од 756,7 млн евра, за разлику од 1,3 млрд евра у 2013. Највећи део се, као и претходне године, односи на раздуживање домаћих пословних банака и Народне банке Србије (829,2 и 574,3 млн евра, респективно). Остале финансијске институције су се такође нето раздужиле (29,8 млн евра). Раздуживање по основу кредита забележено је и код предузећа, али у знатно мањем износу (85,1 млн евра) него претходне године (426,8 млн евра). Супротно томе, држава се нето задужила за 728,1 млн евра, а највећи део се односи на кредит владе Уједињених Арапских Емирата од 1,0 млрд долара, који је одобрен на десет година, уз номиналну каматну стопу од 2,0%.

Поменута кретања у текућем и финансијском рачуну смањила су **девизне резерве Народне банке Србије** у 2014. години за 1,8 млрд евра (без валутних промена, промена тржишних вредности ХоВ и цене

злата), или за 1,3 млрд евра номинално посматрано. Девизне резерве Народне банке Србије су 31. децембра 2014. године износиле 9.907,2 млн евра. Такав ниво је обезбеђивао покривеност новчане масе М1 од 278% и више од шест месеци увоза робе и услуга. Истовремено, нето девизне резерве су износиле 7.657,0 млн евра и биле су мање за 181,0 млн евра у односу на крај 2013. године.

У структури девизних резерви, на крају 2014. године највеће учешће имале су иностране ХоВ (66,7%), затим следе девизна средства на рачунима у иностранству (24,5%), злато (5,6%), ефективни страни новац (2,7%) и SDR код ММФ-а (0,5%). 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 2014. години остварила девизни прилив од продаје ХоВ Републике Србије на домаћем финансијском тржишту у износу од 1.079,5 млн евра. Поред тога, прилив је остварен по основу коришћења кредита за Републику Србију (1.013,5

млн евра), обављања привременог платног промета с Косовом и Метохијом⁹ (365,8 млн евра) и донација (117,0 млн евра). Народна банка Србије је остварила девизни приход и по основу пласмана у иностране ХоВ и камата на девизна средства (51,1 млн евра).

У 2014. години по основу интервенција Народне банке Србије на МДТ-у забележен је девизни одлив у нето износу од 1.475,0 млн евра¹⁰. Обавезе према иностраним кредиторима у износу од 891,9 млн евра редовно су измириване. Банке су у посматраном периоду повукле девизну обавезну резерву у нето износу од 724,7 млн евра. По основу измиривања обавеза према ММФ-у, из девизних резерви Народне банке Србије је на име главнице и камате исплаћено 572,7 млн евра, а на име доспелих ХоВ Републике Србије деноминираних у еврима 423,1 млн евра. За сервисирање старе девизне штедње из девизних резерви је исплаћено 282,1 млн евра, а на име отплате дуга државе према банкама у земљи 91,1 млн евра.

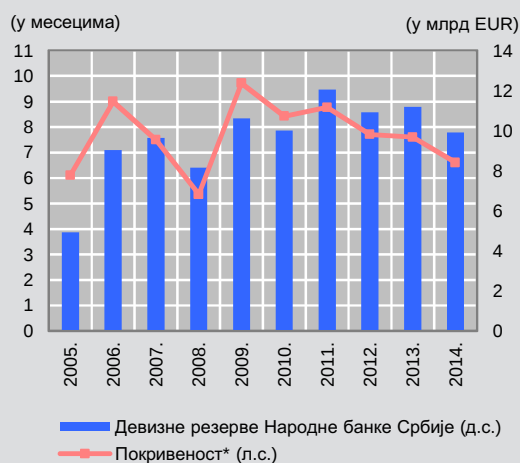
Међународна инвестициона позиција земље

Због повећања нето финансијске пасиве, које је било знатно веће од повећања нето финансијске aktive, међународна инвестициона позиција Србије као нето дужника према иностранству је у 2014. повећана за 2,1 млрд евра. Она је на крају године износила 32,9 млрд евра, или 99,6% процењеног БДП-а. Повећање је забележено по основу трансакција (1,7 млрд евра) и валутних промена (579,4 млн евра), док су промене цена и остале промене деловале у правцу њеног смањења (173,2 млн евра).

Страна нето финансијска актива Србије је у 2014. повећана за 457,5 млн евра, на 18,5 млрд евра. Повећање је уследило због валутних промена (384,4 млн евра), промена цена и осталих промена (200,4 млн евра), док су нето трансакције деловале у правцу њеног смањења (127,3 млн евра).

У оквиру нето финансијске aktive, највеће промене остварене су у осталим инвестицијама, које су повећане за 1,4 млрд евра, и девизним резервама, које су смањене за 1,3 млрд евра. Код осталих

Графикон III.2.1. Покривеност увоза девизним резервама



Извор: РЗС и НБС.

* 12-месечни покретни просеци.

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.

инвестиција, највише су повећани готов новац и депозити резидената (банака) у иностранству за 935,2 млн евра, на 4,9 млрд евра, па је и њихово учешће у укупној активи повећано на 26,3%. Поред тога, повећан је и промет по трговинским кредитима и авансима предузећа за 436,5 млн евра. С друге стране, кредити, који се већином односе на банке, смањени су за 33,5 млн евра, на 71,1 млн евра.

Директне инвестиције резидената у иностранство веће су за 264,2 млн евра, тако да су потраживања по овом основу на крају 2014. износила 2,3 млрд евра, или 12,7% укупне aktive. Портфолио инвестиције су више него дуплиране, са 56,0 млн евра на 141,3 млн евра, али и даље чине мали део укупне aktive (0,8%).

Страна нето финансијска пасива Србије је у току 2014. повећана за 2,6 млрд евра, на 51,4 млрд евра. Повећање је резултат реализованих нето трансакција од 1,6 млрд евра, као и позитивних валутних и осталих промена од 991,1 млн евра. Пораст нето трансакција настао је пре свега по основу СДИ и портфолио инвестиција.

Обавезе по основу СДИ повећане су у 2014. за 1,5 млрд евра, на 24,4 млрд евра, што представља 47,4% укупне пасиве. Повећање се у највећој мери односи на улагања у власнички капитал (1,4 млрд евра). Стање обавеза по основу власничких улагања на крају 2014. је износило 18,3 млрд евра (35,7% укупне пасиве), а по основу дужничких инструмената 6,0 млрд евра (11,7% укупне пасиве).

Обавезе по основу портфолио инвестиција повећане су у 2014. за 989,1 млн евра и чиниле су 14,4% укупне пасиве. Повећање се у потпуности односи на дугорочне дужничке државне ХоВ. Више од половине тог повећања односи се на валутне промене (547,4 млн евра), а 441,7 млн евра на нето трансакције.

У структури финансијске пасиве повећане су и обавезе резидената по основу осталих инвестиција за 79,2 млн евра и чиниле су 38,2% укупне пасиве. Повећање је уследило због валутних и осталих промена (443,9 млн евра), док су нето трансакције у

посматраном периоду деловале у правцу њеног смањења (364,6 млн евра). Смањење по основу трансакција је било код финансијских кредита (790,2 млн евра), док је повећање забележено код трговинских кредита и аванса (319,7 млн евра) и готовог новца и депозита (105,5 млн евра). Позитивне валутне промене односе се највећим делом на финансијске кредите (391,5 млн евра).

Уколико се упореди међународна инвестициона позиција на крају 2014. с позицијом на крају 2013, може се видети да је укупан бруто спољни дуг повећан за 711,6 млн евра, на 31,5 млрд евра, или 95,1% БДП-а. При томе, једино је држава повећала бруто спољни дуг за 2,1 млрд евра, на 16,2 млрд евра, док су га остали сектори смањили. Наиме, Народна банка Србије је смањила свој бруто дуг за 546,2 млн евра, на 202,3 млн евра. Смањењем од 709,1 млн евра бруто дуг банака сведен је на 3,4 млрд евра, или 10,9% укупног бруто спољног дуга. Предузећа су такође смањила свој бруто дуг за 85,4 млн евра, тако да је он на крају 2014. износио 11,7 млрд евра, или 37,1% укупног бруто спољног дуга.

3. Кретања на финансијском тржишту

Каматне стопе

Просечна репо стопа¹¹ пратила је кретање референтне стопе и крајем децембра је износила 6,2%, или за 1,4 п.п. ниже него на крају 2013.

Промет на међубанкарском преконоћном тржишту новца је у 2014. у просеку износио 2,5 млрд динара, што је преко два пута више него у претходној години. Раст промета на овом тржишту био је посебно наглашен током Т4 због смањења вишкова ликвидности банака. Каматна стопа *BEONIA* је током 2014. пратила кретање просечне репо стопе и била је у благом паду све до пред крај године. У последње две недеље децембра тражња за динарима је повећана, а банке су више користиле кредитне него депозитне олакшице, услед чега се *BEONIA* привремено приближила горњој граници коридора каматних стопа

¹¹ Стопа остварена на репо аукцијама пондерисана износом продатих ХоВ.

Народне банке Србије. Због тог раста, просечна месечна вредност каматне стопе *BEONIA* у децембру је износила 7,4%, или за 0,2 п.п. ниже него у истом периоду претходне године.

Слично кретање имале су и каматне стопе *BELIBOR*. И поред повећања у децембру, оне су на нивоу године исказале пад. Пад је био израженији за дуже рочности, што је резултирало смањењем нагиба криве приноса на међубанкарском тржишту новца. Током децембра просечне вредности каматних стопа *BELIBOR* кретале су се од 8,0% за најкраћу до 8,8% за рочност од шест месеци.

И каматне стопе на примарном тржишту динарских државних ХоВ су у 2014. опале, пре свега током П1. Пад је био израженији код стопа на ХоВ најкраћих рочности, три и шест месеци, које су смањене за 2,1 п.п. и 1,9 п.п., и крајем године су износиле 7,0% и 7,1%. Поред смањења референтне стопе, овај пад је изазвао и мали обим ових ХоВ који је понуђен на продају.

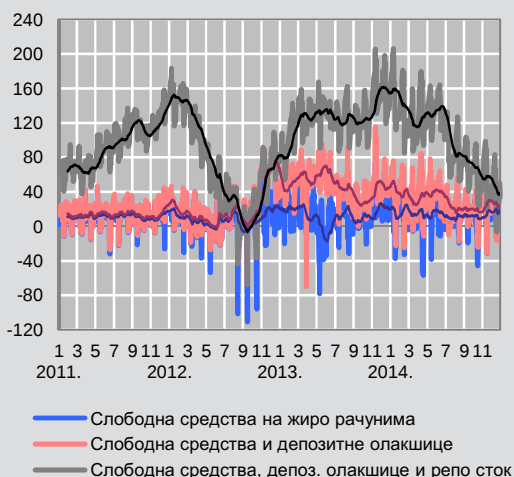
Кретање каматних стопа на ХоВ дужих рочности у великој мери је било опредељено понашањем нерезидената. Након пада у јануару, ове стопе су у фебруару и марту повећане због мањег интересовања нерезидената. Смањење интересовања, које је последица геополитичких тензија и пада обима квантитативних олакшица ФЕД-а, било је привремено

и већ од друге половине марта нерезиденти су повећали своја улагања. Каматне стопе додатно су снижене у мају и јуну у условима смањене премије ризика земље и одлуке ЕЦБ-а да повећа експанзивност монетарне политике. Током П2 стопе на ХоВ дужих рочности нису се много мењале. На аукцијама је остварена мања реализација, што је резултат мање потребе државе да се задужује продајом динарских ХоВ – због обезбеђивања иностраних извора финансирања, као и знатно мањег износа ХоВ које су доспевале до краја године (у поређењу с П1). Крајем године, услед повећане аверзије према тржиштима у успону, нерезиденти су мање куповали динарске ХоВ, при чему су, вођени вишим приносима, своја улагања усмерили у ХоВ дужих рочности (три, седам и десет година), где су купили више од половине емитованих ХоВ.

Динарска крива приноса додатно је продужена у октобру када су емитоване десетогодишње обвезнице, при чему је на аукцији постигнута стопа од 13,0%, што је само 0,3 п.п. више од стопе постигнуте на првој аукцији седмогодишњих обвезница одржаној годину и по дана раније.

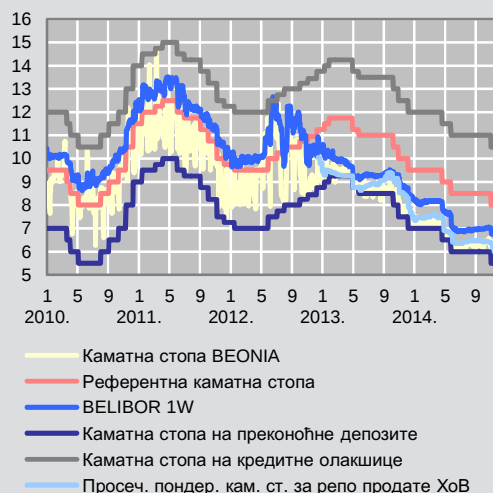
Држава је на домаћем тржишту током 2014. организовала и 26 аукција ХоВ деноминираних у еврима, при чему су у априлу први пут емитоване обвезнице за рочност од десет година по стопи од 5,5%. И на овом сегменту тржишта каматне стопе су

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



Извор: НБС.

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



Извор: Томсон Ројтерс и НБС.

биле у паду, који је био најизраженији током децембра, када је тражња премашивала понуду на аукцијама. На нивоу године, највише су смањене камате на једногодишње ХоВ (за 1,0 п.п., на 2,5%), а најмање камате на петогодишње ХоВ (за 0,1 п.п., на 5,0%).

Каматне стопе на секундарном тржишту динарских ХоВ углавном су пратиле кретање каматних стопа на примарном тржишту и крајем године кретале су се у распону од 6,9% за преосталу рочност од седам месеци до 12,0% за рочност од седам година. Укупан промет на овом тржишту у 2014. је повећан за 40,5 млрд динара и износио је 286,3 млрд динара, при чему се највише трговало ХоВ рочности од три и једне године.

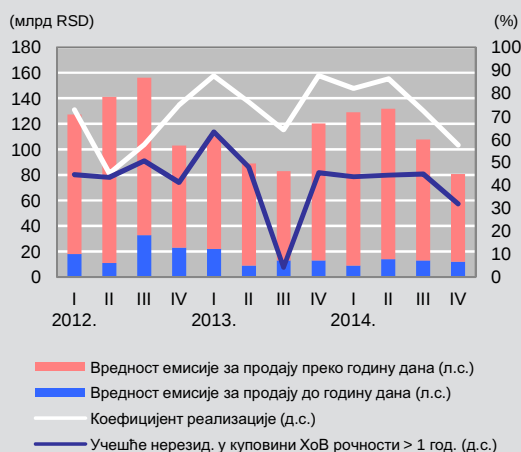
Пратећи кретање референтне каматне стопе, али и у складу с нижим каматним стопама на динарске депозите, каматне стопе на кредите у динарима смањене су током 2014. Просечна пондерисана каматна стопа на новоодобрене динарске кредите у децембру је износила 12,6%, или 4,5 п.п. ниже него крајем 2013. Смањење је било израженије код кредита привреди (3,3 п.п.), где је просечна цена кредита у децембру износила 10,9%. Иако су опадале од фебруара, каматне стопе привреди су највећи пад исказале у јуну (1,6 п.п.), када су банке почеле да одобравају субвенционисане кредите чија је стопа била ограничена на 5,45%, уз субвенцију државе од

5%. И грађани су се задуживали у динарима по нижим каматним стопама, које су смањене за 2,8 п.п., на 16,9% у децембру. Од јуна је знатно измењена и структура новоодобраних кредита у динарима у корист кредита привреди, који су јефтинији од кредита становништву. Као последица тога, пад просечне каматне стопе био је већи од пада каматних стопа на кредите привреди и становништву појединачно.

Иако су каматне стопе на све врсте динарских кредита привреди биле у паду, смањење просечне цене динарског кредитирања привреде пре свега је резултат пада каматних стопа на кредите за обртна средства (за 2,9 п.п., на 10,6%). Пад цене динарског кредитирања становништву највише је био одређен падом каматних стопа на најзаступљеније готовинске кредите и кредите за рефинансирање (за 3,0 п.п., на 16,6%), а смањена је и цена потрошачких и стамбених кредита. Народна банка Србије је у фебруару, у оквиру иницијативе за опште снижење цена банкарских производа, почела да објављује податке о трошковима коришћења прекорачења по текућим рачунима по појединачним банкама. Од тада просечна камата на ова прекорачења опада и у децембру је била нижа за 3,5 п.п. него крајем 2013.

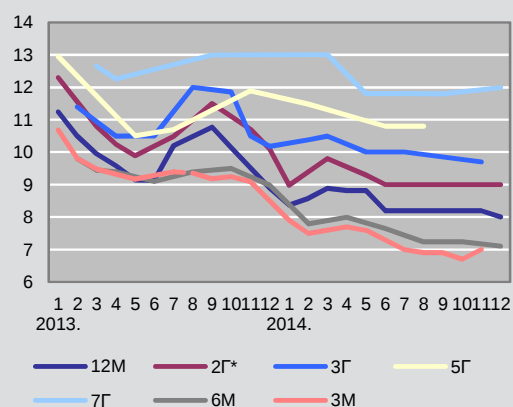
Каматна стопа на новоодобрене евроиндексиране кредите и кредите у еврима у децембру је износила 5,1% и у односу на крај 2013. године била је нижа за

Графикон III.3.3. Примарно тржиште државних ХоВ у динарима – коефицијент реализације и учешће страних инвеститора



Извор: Министарство финансија.

Графикон III.3.4. Каматне стопе на примарном тржишту државних ХоВ (на годишњем нивоу, у %)

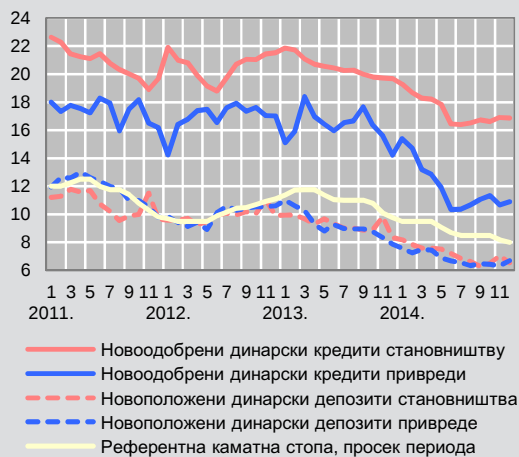


Извор: Министарство финансија.

* Искључене купонске ХоВ чија је каматна стопа везана за референтну каматну стопу НБС.

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

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

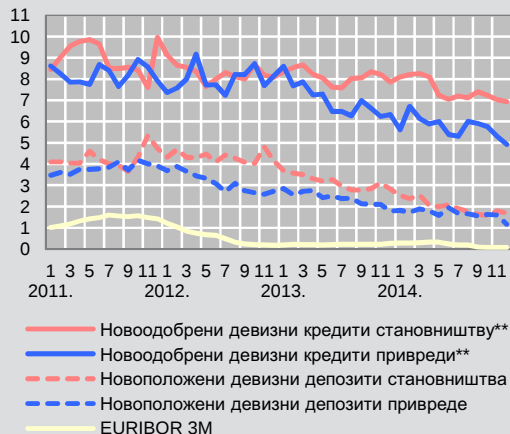


Извор: НБС.

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

Графикон III.3.6. 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 евроиндексирано.

1,4 п.п. Смањење је било нешто израженије код кредита привреди, за које је просечна камата у децембру износила 4,9%, док су стопе на кредите становништву смањене на 6,9%. Попут динарских, каматне стопе на евроиндексиране кредите привреди (за обртна средства, инвестиционе и остале намене) забележиле су пад, а једино је повећана стопа на најмање коришћене, извозне кредите. И камате на кредите становништву у девизном знаку исказале су пад и крајем 2014. су износиле 4,7% за стамбене, 5,6% за потрошачке и 10,0% за готовинске кредите.

На пад активних каматних стопа једним делом је утицало и смањење пасивних каматних стопа. То потврђују и резултати анкета Народне банке Србије о кредитној активности банака, који указују на пад трошкова извора финансирања банака. Просечне пондерисане каматне стопе на новоположене депозите су током 2014. имале најниже вредности од септембра 2010, од када се примењује важећа статистика каматних стопа.

Просечна пондерисана каматна стопа на новоположене динарске депозите привреде смањена је у 2014. за 1,1 п.п., на 6,8% у децембру. Банке нису ни у 2014. нудиле знатно повољније услове поводом Светског дана штедње, тако да су стопе на динарску и девизну штедњу у том периоду незнатно повећане, да би у децембру биле поново смањене. Тако су каматне стопе на штедњу у динарима у 2014. смањене за 1,8 п.п., на 6,5%, а стопе на орочену штедњу

становништва у еврима за 1,1 п.п., на 1,7%. Пад каматних стопа на депозите привреде у еврима био је нешто нижи (0,6 п.п.) и у децембру су ове стопе у просеку износиле 1,2%.

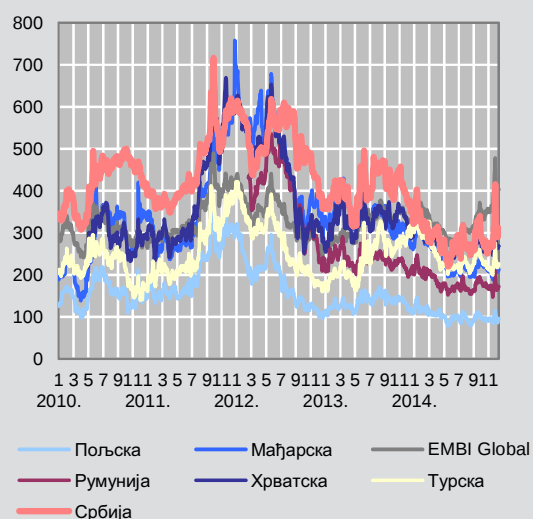
Премија ризика земље

Премије ризика већине земаља у региону, посматрано и крајем и као просек периода, мерене *EMBI*, имале су нижу вредност у односу на 2013. годину. Највећи пад премије ризика, посматрано крајем периода, забележен је за Турску (84 б.п.), док је за Србију вредност *EMBI* смањена за 62 б.п. Највећи пад просечне годишње вредности премије ризика забележен је за Србију (112 б.п.), а једино је за Турску она забележила раст (око 10 б.п.).

Након привременог раста у јануару, као реакција на одлуку ФЕД-а да започне смањење обима квантитативних олакшица, премије ризика земаља у региону су опале.

Највећи пад премије ризика земаља у региону регистрован је у мају као последица већег пада приноса на државне ХоВ тих земаља од пада приноса на америчке државне ХоВ. Тај пад је настављен и у јуну након вести о додатном ублажавању монетарне политике ЕЦБ-а. Тада је премија ризика за Србију достигла годишњи минимум (220 б.п.) и била на најнижем нивоу од новембра 2007.

Графикон III.3.7. Показатељ премије ризика – *EMBI* по земљама
(дневни подаци, у б.п.)



Извор: JP Morgan.

Крајем септембра и почетком октобра уследио је раст премија ризика, који је био одређен очекивањима у погледу нормализације монетарне политике ФЕД-а, објављивањем позитивних вести о макроекономским показатељима САД и неповољним подацима у вези са опоравком зоне евра.

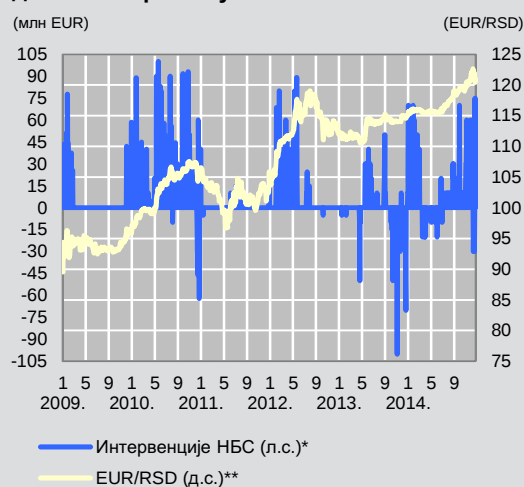
Током Т4 забележене су веће осцилације *EMBI* земаља у региону због оштрог пада цена нафте на светском тржишту, геополитичких тензија и јачања долара. Средином децембра премија ризика за Србију је достигла годишњи максимум – 416 б.п. Међутим, до краја године била је у паду и последњег дана децембра износила је 312 б.п.

Рејтинг агенција *Fitch* смањила је у јануару кредитни рејтинг Србије за један степен, на *B+*, што се није одразило на *EMBI*, јер је било компензовано најавом могућности склапања аранжмана с ММФ-ом и почетком преговора о чланству Србије у ЕУ. Почетком јула ова агенција је потврдила кредитни рејтинг Србије на нивоу *B+*, а агенција *Standard & Poor's* у априлу на нивоу *BB-*.

Кретања на девизном тржишту и курс динара

Попут већине валута земаља региона са истим режимом девизног курса, динар је у 2014. ослабио за 5,2% према евр, посматрано крајем периода, док је у

Графикон III.3.8. Кретање курса динара и интервенције Народне банке Србије на девизном тржишту



Извор: НБС.

* + продаја; - куповина.

** 1 EUR у RSD.

просеку био слабији за 3,6% него у 2013. После депрецијације у јануару, кретање курса динара према евр било је релативно стабилно све до почетка јула, када је уследио период његовог постепеног слабљења, који је трајао током већег дела П2. У складу с тим, вредности курса у 2014. кретале су се у распону од 114,8 до 122,6 динара за евр.

Слабљење динара према долару, посматрано крајем периода, износило је 16,4% и у већој мери је било последица слабљења евра према долару. Посматрано као просек периода, слабљење динара према долару је било мање изражено (3,8%).

Динар је у 2014. години претежно био изложен депрецијацијским притисцима по основу фактора из међународног, али и домаћег окружења. И поред ниског дефицита текућег рачуна, у условима скромног прилива СДИ и мањег прилива по основу мењачких послова, депрецијацијски притисци почетком године били су резултат пре свега повећане тражње увозника енергената и нерезидената за девизама. Иако очекивана, одлука ФЕД-а да од јануара започне са смањењем квантитативних олакшица узроковала је привремени раст премије ризика и појаву депрецијацијских притисака у свим земљама региона, који су били посебно изражени током јануара. Динар је у јануару ослабио за 1,1%, док су остале валуте, од којих су неке, и поред интервенција централне банке, забележиле већу депрецијацију. У Т2 су се јавили умерени

апresiasiјски притисци, којима је у великој мери допринело повећано улагање страних инвеститора у државне ХоВ. Они су у условима глобалног смањења аверзије према ризику и очекиваног додатног ублажавања монетарне политике ЕЦБ-а, у мају и јуну купили знатан износ динарских државних ХоВ на примарном тржишту и, за разлику од почетка године, били нето продавци девиза.

Средином године обновљене су турбуленције на међународним тржиштима због геополитичких тензија у Украјини, увођења санкција Русији и успоравања економског опоравка зоне евра, што се негативно одразило на прилив капитала из иностранства и наш извоз. И домаћи фактори, пре свега већа тражња увозника енергената за девизама узрокована мајским поплавама, као и неизвесност у погледу интензитета и обухвата мера фискалне консолидације и структурних реформи, додатно су ослабили динар. Истовремено, како би одржале валутну усклађеност између потраживања и обавеза, банке су у већем делу периода креирале тражњу за

девизама. Део купљених девиза искористиле су и за смањивање својих инообавеза. Поред тога, тражња за девизама повећана је и након исплате добити иностраним власницима крајем новембра и почетком децембра. Притисци на динар ослабили су пред крај године, чему су допринели реализација неколико већих валутно индексираних кредита, смањена динарска ликвидност банака и доношење додатних мера фискалне консолидације.

Већ ниске вредности промета на МДТ-у додатно су смањене током П1. Међутим, у П2 промет између банака расте и у децембру је забележена његова највећа просечна вредност (53,6 млн евра) још од јуна 2013. Ипак, и поред овог опоравка, просечан дневни промет на овом тржишту¹² у 2014. био је за 27,2% нижи него у 2013. и износио је 26,4 млн евра. И осцилирање девизног курса¹³ кретало се у складу с кретањем промета на МДТ-у, забележивши повећање током П2.

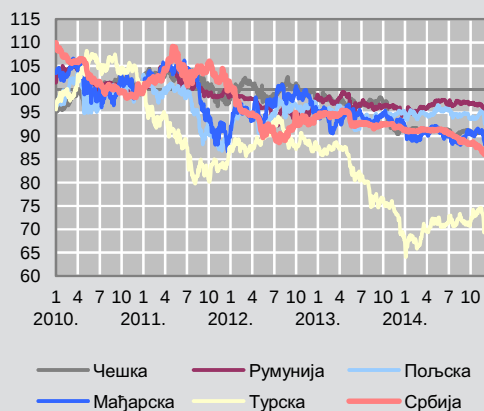
Народна банка Србије је у 2014. години интервенисала на МДТ-у и на страни куповине и на страни продаје девиза како би ублажила прекомерну краткорочну осцилацију курса динара, без намере да утиче на тренд његовог кретања. Она је укупно продала 1.880,0 млн евра (највише током Т1 и Т4), а укупно купила 260,0 млн евра (претежно током Т2).

Кретања на берзи

Индекси Београдске берзе били су у успону све до пред крај године. Почетком децембра достигли су своје највише годишње вредности, а крајем месеца индекс *BELEX15* је износио 667,0, а *BELEXline* 1.344,8 индексних поена. У 2014. остварили су раст од 19,5% и 21,7%, респективно, који је био један од највећих у региону.

Насупрот индексима, вредност укупног промета на Београдској берзи у 2014. години била је нижа у односу на раније године и резултат је мањег трговања акцијама, пре свега на *open market* сегменту. Укупан промет акцијама износио је 15,6 млрд динара, или за

Графикон III.3.9. Кретање курсева одређених националних валута према евр^{*}
(дневни подаци, 31. 12. 2010 = 100)



Извор: НБС и веб-сајтови централних банака.

* Раст представља апresiasiју.

¹² Без Народне банке Србије.

¹³ 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 Heteroskedasticity*) – метод оцено условне варијансе који приказује асиметричан ефекат позитивних и негативних поремећаја на оцено условне варијансе.

12,9 млрд динара мање него претходне године. При томе, 62% промета акцијама (9,7 млрд динара) односило се на промет најликвиднијим акцијама, које улазе у састав индексне корпе *BELEX15*.

Страни инвеститори били су нето продајци акција, у укупном износу од 0,7 млрд динара, због нето продаје акција у јануару. У свим осталим месецима они су више куповали него што су продавали акције.

За разлику од акција, укупан промет обвезницама старе девизне штедње знатно је повећан. У 2014. износио је 4,7 млрд динара, што је три пута више него у 2013. Рекордне вредности промета остварене су у априлу и јуну, а највише се трговало обвезницама серија А2014 и А2015. У односу на крај 2013, стопе приноса за серије А2015 и А2016 смањене су за по 0,9 п.п., на 2,8% и 2,9%, респективно.

Град Шабац је у децембру емитовао муниципалне обвезнице путем јавне понуде. То је додатан корак у развоју домаћег тржишта капитала, пошто је то прва

емисија такве врсте (до сада су три локалне самоуправе емитовале обвезнице, али за унапред познате купце). Емисија у вредности од 400,0 млн динара продата је у целости, уз фиксну камату од 6,0%. Ове ХоВ су индексирани у еврима, а рок доспећа је седам година. Камата ће се исплаћивати годишње, почев од прве године, а главница почев од треће године. Почетком 2015. ове обвезнице укључене су на *open market* сегмент Београдске берзе.

Током 2014. није било трговања корпоративним обвезницама на Београдској берзи.

Тржишна капитализација Београдске берзе је у 2014. години повећана за 23,9 млрд динара и крајем године је износила 796,6 млрд динара. Од тога је капитализација регулисаног тржишта повећана за 15,6 млрд динара, на 450,2 млрд динара, а капитализација МТП сегмента¹⁴ за 8,4 млрд динара, на 346,4 млрд динара. Под утицајем таквих кретања, учешће тржишне капитализације у оцењеном БДП-у повећано је за 0,6 п.п., на 20,5% крајем децембра.

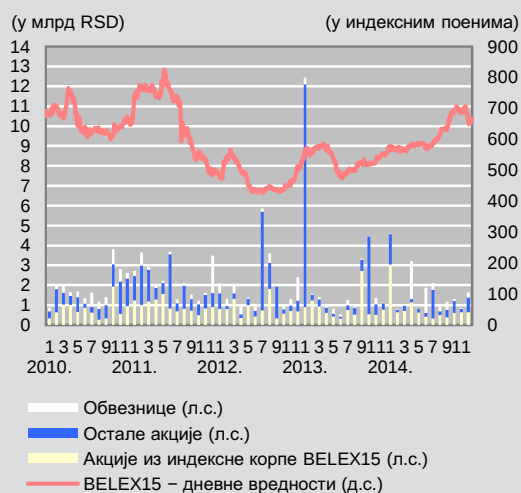
4. Новац и кредити

Примарни новац

Динарски примарни новац је у 2014. години номинално повећан за 7,6%, а реално за 5,8%. Због измена регулативе о обавезној резерви смањен је износ девизних депозита банака код Народне банке Србије, што је утицало на то да укупан примарни новац у 2014. забележи пад за 5,0% номинално и 6,6% реално. Посматрано у апсолутном износу, динарски примарни новац је повећан за 26,2 млрд динара, док су девизни депозити смањени за 58,5 млрд динара, тако да је укупан примарни новац смањен за 32,2 млрд динара.

Банке су у 2014. смањиле своје пласмане у репо ХоВ за 102,5 млрд динара, што је, уз трансакције платног промета с Косовом и Метохијом (43,0 млрд динара), највише утицало на креирање динарске

Графикон III.3.10. Индекс *BELEX15* и промет на Београдској берзи



Извор: Београдска берза.

¹⁴ МТП представља тржиште мултилатералне трговачке платформе. Организује га берза и на њему су тренутно листиране акције компанија које не испуњавају услове за листирање на регулисаном тржишту.

ликвидности. Држава је средином године знатно повећала средства на динарском рачуну, што је деловало у смеру повлачења ликвидности. Расту средстава на динарском рачуну државе у П2 доприносила је и већа наплата пореских прихода у оквиру борбе против сиве економије. Ипак, трошење државе појачано је пред крај године (у новембру, а посебно у децембру), па је држава на нивоу године деловала у смеру креирања ликвидности (29,4 млрд динара). Највећи део динарског примарног новца повучен је по основу интервенција Народне банке Србије продајом девиза на МДТ-у (174,7 млрд динара), највише током Т1 и Т4.

У структури динарског примарног новца, највећи раст током 2014. забележио је износ обрачунате обавезне резерве која се издваја у динарима (13,1 млрд динара), због измене регулативе о обавезној резерви у корист повећања дела девизне обавезне резерве која се издваја у динарима. Повећан је и износ готовог новца у оптицају (8,0 млрд динара), као и средстава на депозитима локалне самоуправе код Народне банке Србије (6,5 млрд динара). Слободне динарске резерве банака¹⁵ су смањене за 1,4 млрд динара, највише по основу мањег износа депозитних вишкова које су банке држале код Народне банке Србије.

Монетарни агрегати М1, М2 и М3

Раст динарских депозита, пре свега привреде и становништва, утицао је на то да динарска новчана маса настави раст током 2014, али је он ипак био нижи него у 2013. Током 2014. трансакциони депозити су повећани за 34,6 млрд динара, а штедни и орочени за 24,0 млрд динара, што је резултирало номиналним растом динарских монетарних агрегата М1 и М2 за 11,0% и 12,2%, респективно, док је посматрано у реалном изразу, њихов раст износио 9,1% и 10,3%, респективно. Повећани су и девизни депозити за 144,2 млн евра, тако да је најшири монетарни агрегат остварио раст од 8,6% номинално, односно 6,8% реално. На раст М3 током 2014. највише утицаја имали су куповина државних ХоВ од стране банака, а од јуна, после дуже паузе, и кредитирање приватног сектора.

¹⁵ Обухватају средства на жиро рачунима банака, готовину у благајни и преконоћне депозите банака код Народне банке Србије.

Повећање динарских депозита, и краћих и дужих рочности, било је пре свега одређено растом средстава на рачунима привреде и становништва. Благо повећање остварила су и средства на рачунима непрофитних организација, а једино су смањени

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

	Дец. 2013.	Дец. 2014.	Промене у 2014.
Нето потраживања од иностранства	1.204.030	1.181.851	-22.179
Нето девизне резерве	1.202.618	1.179.936	-22.682
Бруто девизне резерве	1.282.707	1.198.357	-84.350
Кредити од ММФ-а	-80.089	-18.421	61.668
Остала нето потраживања од иностранства	1.412	1.915	503
Нето домаћа актива	-562.321	-572.388	-10.067
Нето домаћи кредити НБС	-348.660	-278.220	70.440
Нето потраживања од државе ¹⁾	-236.121	-256.415	-20.294
Пласмани држави	1.166	1.223	57
Депозити државе	-237.287	-257.638	-20.351
Нето потраживања од банака	-109.912	-6.889	103.023
Кредити банкама	120	625	505
Репо операције	-110.000	-7.500	102.500
Друге ХоВ	-32	-14	18
Кредити јавним предузећима	0	1.183	1.183
Кредити небанкарским финансијским организацијама	5.245	2.562	-2.683
Кредити осталим секторима	2.125	1.168	-957
Орочени и ограничени депозити	-9.997	-19.829	-9.832
Остала нето актива	-213.661	-294.168	-80.507
Примарни новац	641.709	609.460	-32.249
Динарски примарни новац	344.460	370.690	26.230
Готов новац у оптицају	122.439	130.468	8.029
Банкарске динарске резерве	199.881	211.628	11.747
Обавезна резерва	144.989	158.126	13.137
Слободне резерве	54.892	53.502	-1.390
Остали депозити осталих сектора	2	2	0
Депозити локалне самоуправе	22.138	28.592	6.454
Девизни депозити банака	297.249	238.770	-58.479

¹⁾ Нису укључени органи локалне самоуправе.

Извор: НБС.

депозити ДФО. Раст средстава на рачунима привреде, који је био изражен код предузећа из области трговине, саобраћаја и прерађивачке индустрије, делом је и резултат реализације субвенционисаних кредита током П2. Тренд раста динарске штедње становништва из 2013. настављен је све до јула, када је она достигла 40,1 млрд динара. Међутим, због релативно ниских примања становништва, тај раст је заустављен у П2. И девизна штедња становништва је повећана у 2014. за 107,6 млн евра, мада је њен раст био нижи него претходних година. Повећани су и девизни депозити осталих сектора, посебно привреде, а једино су средства на рачунима ДФО смањена.

Кредити банака

Неповољне тенденције у кредитној активности настављене су током првих пет месеци 2014. Међутим, од јуна, захваљујући обезбеђењу новог пакета субвенционисаних кредита, започет је опоравак кредитне активности. Тако је м.г. пад домаћих кредита, рачунато по програмском курсу¹⁶, успорен на 0,6% крајем 2014. Ако се из потраживања банака по основу кредита искључе потраживања банака којима су одузете дозволе за рад, домаћа кредитна активност је у децембру остварила благ м.г. раст (0,5%). Учешће домаћих кредита у процењеном БДП-у повећано је за 1,7 п.п., на 48,4%.

Кредити привреди су у 2014, рачунато по програмском курсу, смањени за 1,4%. У већем делу П1 потраживања банака по основу кредита била су у паду под утицајем неколико фактора – мањег износа новоодобрених кредита, одузимања дозволе за рад Универзал банци, доспећа раније одобрених субвенционисаних кредита и уступања кредитних потраживања лицима ван банкарског сектора. Знатно успоравање м.г. пада кредитне активности започето је у јуну, када су банке почеле да одобравају субвенционисане кредите намењене одржавању ликвидности и финансирању трајних обртних средстава.¹⁷ Према подацима Фонда за развој Републике Србије, укупно је одобрено 136,1 млрд динара ових кредита. И реализација неколико већих кредита јавним предузећима крајем Т4 такође је допринела расту кредитне активности. Током 2014. више од половине новоодобрених кредита привреди

(56%) било је намењено финансирању обртних средстава, док је због неповољне економске ситуације и неизвесности у погледу будућих кретања одобравање инвестиционих кредита било скромно (око 16%).

Резултати анкета Народне банке Србије о кредитној активности банака¹⁸ показују да су банке током 2014. поштрале кредитне стандарде привреди. Иако су трошкови финансирања смањени, стандарди су поштрени по основу процењених ризика у погледу могућности наплате потраживања и колатерала, али и неповољних очекивања о будућој економској активности. Услови задуживања предузећа били су

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

	Дец. 2013.	Дец. 2014.	Промене у 2014.
Нето потраживања од иностранства	846.701	1.036.784	190.083
Нето потраживања банака од иностранства	-357.329	-145.067	212.262
Нето домаћа актива банкарског сектора	870.180	828.659	-41.521
Нето домаћи кредити	1.919.806	2.048.254	128.448
Нето потраживања од државе	48.890	122.670	73.780
Пласмани држави	337.186	458.250	121.064
Депозити државе	-288.296	-335.581	-47.285
Потраживања од невладиних сектора	1.870.916	1.925.584	54.668
Становништво	674.534	725.455	50.921
Привреда	1.111.301	1.140.200	28.899
Др. финансијске корпорације	49.809	23.588	-26.221
Локални нивои власти	34.361	35.246	885
Непрофитне и др. организације	911	1.095	184
Остала нето актива	-1.049.626	-1.219.595	-169.969
Новчана маса М3	1.716.882	1.865.443	148.561
Новчана маса М2	547.566	614.259	66.693
Новчана маса М1	388.265	430.915	42.650
Готов новац у оптицају	122.439	130.468	8.029
Трансакциони депозити	265.826	300.447	34.621
Динарски штедни и орочени депозити	159.301	183.344	24.043
Девизни депозити	1.169.316	1.251.184	81.868

Извор: НБС.

¹⁶ Обрачунато по курсу динара према евра, швајцарском франку и долару на дан 30. септембра 2014. (тзв. програмски курс који се користи за потребе праћења аранжмана с ММФ-ом), узимајући у обзир валутну структуру потраживања по основу кредита.

¹⁷ Кредити су одобрени у динарима (без примене валутне клаузуле), уз годишњу каматну стопу од 5,45%, док држава субвенционише камату у износу

од 5%, с роком доспећа до 18 месеци и почеком до шест месеци. Највише 15% укупно одобрених кредита које је банка одобрила у оквиру овог програма може бити коришћено за рефинансирање кредита код те банке. Такође, ограничен је и износ кредита који се одобравају великим предузећима на 20% укупно одобрених кредита.

¹⁸ Поменути анкету Народна банка Србије спроводи тромесечно, од почетка 2014. године. Учешће у анкети је добровољно, а одзив је готово 100%.

повољнији услед нижих маржи и пратећих трошкова, док су захтеви банака у погледу колатерала, максималног износа и рокова отплате кредита пооштрени. С друге стране, након пада у Т1, тражња предузећа за кредитима бележила је раст до краја године. Она је потицала пре свега од малих и средњих предузећа и била је вођена потребом реструктурирања дугова и финансирања обртних средстава.

За разлику од привреде, кредити становништву су током целе године расли, мада је њихов раст успорен у Т4, што се може довести у вези с почетком примене мера фискалне консолидације. У 2014. потраживања банака по основу кредита становништву, рачунато по програмском курсу, повећана су за 3,7%, а међу новоодобреним кредитима најзаступљенији били су готовински кредити и кредити за рефинансирање. Смањена примања становништва, неповољна ситуација на тржишту некретнина и пооштрени стандарди банака разлози су због којих су се стамбени кредити одобравали у мањем износу него лане. При томе, мањи део стамбених кредита (3,7 млрд динара) односи се на субвенционисани сегмент, делом и на реализацију кредита одобрених крајем 2013. Коришћење најмање заступљених, потрошачких кредита незнатно је повећано. Грађани су се у нешто

мањој мери задуживали по основу скупљих категорија кредита (кредитних картица, минуса на текућем рачуну и револвинг кредита) него раније.

Према резултатима анкета о кредитној активности, банке су у П1 ублажавале стандарде становништву. Међутим, неке од њих су, вођене истим разлозима као и у случају привреде, супротно раније исказаним очекивањима, током П2 пооштриле стандарде. Банке су нудиле повољније рокове отплате, уз додатно снижене пратеће трошкове, а у Т4 ублажиле су и захтеве у погледу колатерала. Раст тражње, који је био присутан током целе 2014, био је вођен пре свега потребом рефинансирања постојећих обавеза, док су ниска примања становништва и неповољна ситуација на тржишту рада и некретнина негативно утицали на одлуке грађана да се задужеју.

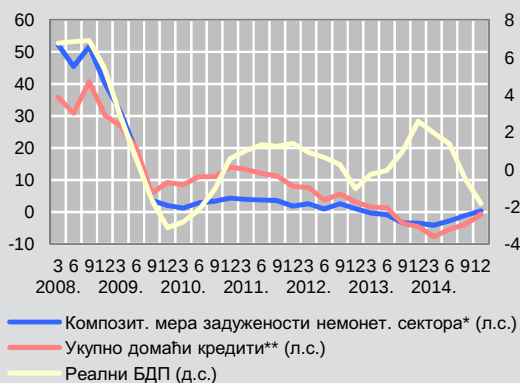
Учешће *NPL* у укупним кредитима, рачунато по бруто принципу, смањено је у 2014. за 0,2 п.п. и у децембру је износило 21,5%. Смањење овог учешћа резултат је благог раста кредитне активности и отписа и наплате дела *NPL*. При томе је учешће *NPL* код привреде повећано за 0,1 п.п., на 24,6%, а код становништва за 0,9 п.п., на 10,3%.

Међутим, и поред високог учешћа *NPL* у укупним кредитима, коефицијент адекватности капитала од 20,0% указује да стабилност домаћег банкарског сектора није нарушена. Исправка вредности укупних кредита у децембру је износила 58,9% *NPL*, а регулаторна резервисања за билансну изложеност¹⁹ и даље у потпуности покривају износ бруто *NPL* и у децембру су износила 114,5%.

5. Показатељи степена динаризације

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

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



Извор: НБС и РЗС.

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

** По програмском курсу.

¹⁹ Регулаторна резерва није рачуноводствена категорија, што значи да не пролази кроз биланс успеха, већ само служи за обрачун капитала банака. Ради се на групној основи по класама aktive за које су дефинисани износи резервисања (0%, 2%, 15%, 30% и 100%, потраживања класификованих у категорије А, Б, В, Г и Д, респективно).

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 Србије²⁰.

Током 2014. године Народна банка Србије је путем политике обавезне резерве наставила да стимулише банке да користе динарске изворе финансирања. Наиме, и поред смањења стопе девизне обавезне резерве, стопе обавезне резерве на динарске изворе и даље су ниже у односу на девизне, а Народна банка Србије не плаћа банкама камату на издвојену девизну обавезну резерву, за разлику од динарске.

Народна банка Србије је наставила и рад на даљем развоју основних инструмената заштите од девизног ризика. Током 2014. редовно су организоване

двонедељне и тромесечне своп аукције девиза. На тај начин подстиче се међубанкарска своп трговина и развој инструмената за управљање ликвидношћу и заштиту од девизног ризика.

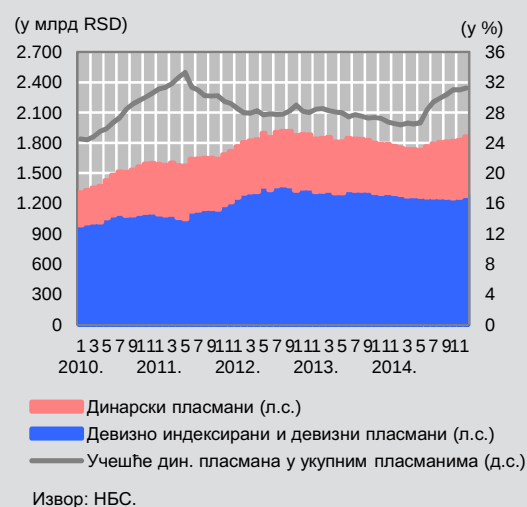
Додатни допринос расту динаризације финансијског система држава је дала у јуну 2014, када је започет нови програм субвенционисаних кредита. Ови кредити одобравани су искључиво у динарима, без примене валутне клаузуле.

У октобру 2014. године Република Србија је први пут емитовала динарску обвезницу рочности од десет година, чиме је продужена динарска крива приноса, што додатно доприноси развоју примарног и секундарног тржишта динарских ХоВ.

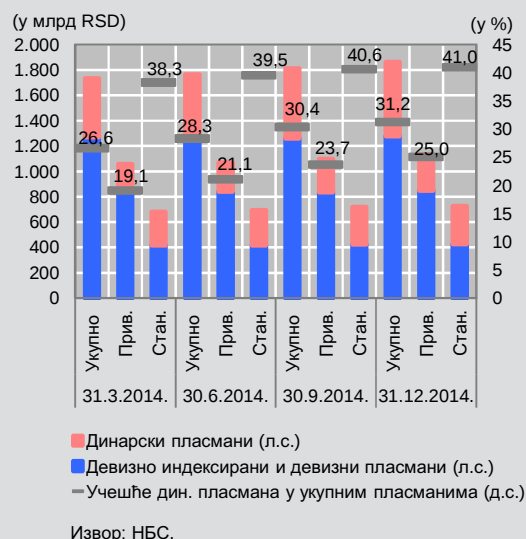
Током 2014. године степен динаризације, мерен учешћем динарских пласмана у укупним пласманима банака привреди и становништву, повећан је са 26,8%, колико је износио крајем 2013, на 31,2% крајем 2014. године.

Повећање степена динаризације у 2014. резултат је раста динарских пласмана (за 103,6 млрд динара), највећим делом услед реализације програма

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



Графикон III.5.2. Секторска структура пласмана банака



²⁰ http://www.nbs.rs/export/sites/default/internet/latinica/90/dinarizacija/MemorandumVladaDinarizacija_20120406.pdf.

субвенционисаног кредитирања, захваљујући коме је у јуну прекинут вишегодишњи тренд смањења учешћа динарских кредита привреди. С обзиром на то да су девизни и валутно индексирани пласмани привреди забележили пад, учешће динарских пласмана у укупним пласманима привреде је током 2014. године повећано за 5,0 п.п., на 25,0% крајем године.

И код сектора становништва забележен је већи раст динарских пласмана (за 41,5 млрд динара), углавном по основу готовинских кредита, док су девизни и валутно индексирани пласмани становништву остварили знатно скромнији раст (9,6 млрд динара). Због тога је степен динаризације пласмана становништву повећан за 3,1 п.п. и крајем године је износио 41,0%.

Уколико се искључи ефекат промене девизног курса²¹, степен динаризације је са 26,8% на крају 2013. порастао на 32,4% у децембру 2014. године.

6. Агрегатна тражња

Агрегатна тражња је у 2014. смањена 1,8%, претежно по основу пада приватне потрошње и инвестиције. Нето извоз је имао благ негативан допринос кретању агрегатне тражње, финална потрошња државе деловала је неутрално, док су једини позитиван допринос дале државне инвестиције.

Посматрано по тромесечјима, агрегатна тражња је стагнирала у Т1 (0,1% дсз.), да би услед поплава и успоравања екстерне тражње исказала пад у Т2 и Т3 (0,9% и 1,4% дсз., респективно). Крајем године су, међутим, забележена позитивна кретања, тако да је БДП у Т4 порастао 0,4% дсз., захваљујући пре свега опоравку нето извоза.

Домаћа тражња

Предузете мере фискалне консолидације смањиле су у 2014. домаћу тражњу за 1,5%. Међу компонентама домаће тражње, мерама штедње је највише била погођена потрошња домаћинстава, која је опала 1,3%, уз негативан допринос кретању укупне тражње од 1,0

п.п. На нижу потрошњу домаћинстава указује пре свега нижи увоз потрошних добара, као и реални пад главних извора потрошње – масе зарада и пензија и дознака из иностранства.

Приватне инвестиције су и у 2014. наставиле пад (4,8%) и негативно су допринеле укупној тражњи са

Табела III.6.1. Расподела БДП-а у 2014.

	Стопе раста (у %)	Доприноси расту БДП-а (п.п.)
БДП, у сталним ценама претходне године	-1,8	-1,8
Домаћа тражња	-1,5	-1,6
Укупна финална потрошња	-1,0	-1,0
Приватна потрошња	-1,3	-1,0
Државна потрошња	0,1	0,0
Инвестиције	-3,5	-0,7
Инвестиције у фиксне фондове	-2,7	-0,5
Приватне инвестиције	-4,8	-0,8
Државне инвестиције	13,6	0,3
Промене у залихама	-	-0,2
Нето извоз (извоз – увоз)	-1,3	-0,2

Извор: РЗС и прерачун НБС.

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



²¹ По сталном курсу из децембра 2013. године.

0,8 п.п. Такво кретање потврђује пре свега пад увоза опреме, као и ефективних часова рада у грађевинарству. С друге стране, позитивни сигнали о могућем опоравку инвестиција у наредном периоду стижу из грађевинарства, које је забележило знатан раст у Т4, као и по основу раста производње домаћих машина и опреме и грађевинског материјала.

Финална потрошња државе је у 2014. практично стагнирала (раст од 0,1%). Расходи за зараде су били нижи због забране запошљавања у јавном сектору и увођења солидарног пореза, а од новембра и услед смањења плата од 10%. С друге стране, издаци за куповину робе и услуга били су виши него претходне године, делом и због помоћи становништву из поплавлених подручја.

Једина компонента домаће тражње која је позитивно допринела укупној тражњи у 2014. биле су инвестиције државе. Њихов раст је износио 13,6%, уз позитиван допринос од 0,3 п.п. Раст државних инвестиција може се објаснити повећаним издвајањима за санацију инфраструктуре оштећене у поплавама, као и намирењем кашњења у капиталним издацима.

Нето екстерна тражња

Спорији раст наших главних спољнотрговинских партнера успорио је реални раст извоза на 3,9% у 2014. (у односу на 21,3% у 2013). Такође, ниска домаћа тражња и мере фискалне консолидације условиле су спорији раст реалног увоза робе и услуга (3,3% у 2014. у односу на 5,0% у 2013), али је снажније реално успоравање спречио повећан увоз енергената услед последица поплава и ниже увозне цене због снажног пада цена нафте и примарних производа на светском тржишту. Иако је реални извоз растао брже, веће учешће реалног увоза у БДП-у утицало је на то да допринос нето извоза укупној тражњи у 2014. буде благо негативан (0,2 п.п.).

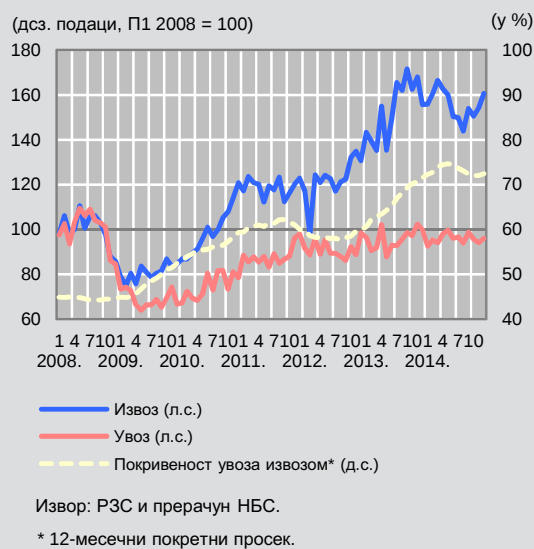
Ипак, позитивни сигнали у правцу опоравка нето извоза регистровани су у Т4. Реални раст извоза робе и услуга у Т4 је повећан 4,7% дсз. по основу убрзања раста БДП-а зоне евра. Поред тога, реални ефективни курс динара је од средине године депрецирао,

повећавајући тако ценовну конкурентност домаћег извоза. Укупна депрецијација реалног ефективног курса динара је у 2014. износила 6,0%, чему је допринела номинална депрецијација²² од 7,6%, која је донекле неутралисана бржим растом домаћих цена у односу на стране цене (1,7%).

Робни извоз изражен у еврима је у 2014. повећан 1,2%, пре свега услед раста извоза пољопривредних и прехранбених производа после успешне пољопривредне сезоне. Најзначајнији извозни пољопривредни производ у 2014. био је кукуруз, кога је извезено рекордних 2,4 млн тона, или троструко више него у 2013. Поред тога, раст робног извоза забележен је и у другим извозно оријентисаним гранама – електричној опреми, нафтним дериватима и дуванским производима. С друге стране, међу већим извозним гранама по смањењу робног извоза истичу се моторна возила (4,8%) и хемијски производи (14,6%).

Робни увоз исказан у еврима је у 2014. повећан 0,5%, при чему се целокупно повећање односи на раст увоза неklasификоване робе, док је увоз осталих категорија био у паду. Пад увоза репроматеријала износио је 4,8% и последица је смањене економске

Графикон III.6.2. Робна размена у еврима



²² Геометријски просек номиналних курсева EUR/RSD и USD/RSD, с пондерима 0,8 и 0,2, респективно.

активности, делом узроковане и поплавама. Увоз опреме је смањен 8,2%, што указује на одлагање инвестиција услед неизвесности у погледу будућих економских кретања на светском тржишту, која је преовладала у већем делу године. Такође, мере фискалне консолидације, које су се одразиле на пад извора потрошње, утицале су на 3,0% нижи увоз потрошних добара.

Дефицит текућег рачуна наставио је да се смањује и у 2014. је износио око 2,0 млрд евра, или 6,0% БДП-а. При томе, спољнотрговински дефицит је био нижи за 5,2% услед бржег раста извоза робе и услуга од њиховог увоза, а покривеност увоза извозом је благо повећана (0,9 п.п.), на 72,4%²³ у децембру. На крају 2014. робни извоз се налазио 57,1% изнад преткризног нивоа²⁴, а увоз 6,0% испод тог нивоа.

7. Економска активност

Кретање БДП-а у 2014. одвијало се под великим утицајем поплава које су у мају погодиле Србију, на шта указује и динамика његовог кретања током године. Након стагнације БДП-а у Т1 (0,1% дсз.), уследио је снажан пад у Т2 и Т3 (0,9% и 1,4% дсз., респективно), који је прекинут у Т4 (раст од 0,4% дсз.). Укупан пад БДП-а на нивоу 2014. износио је 1,8% и на крају Т4 био је 2,4% нижи у односу на период пре кризе²⁵. Економска активност, мерена НДВ-ом, такође је смањена у 2014. (2,4%) и крајем године била је 1,6% нижа од свог преткризног нивоа.

Економска активност је у 2014. смањена пре свега због пада индустријске производње (1,5 п.п.), која је највише била погођена последицама поплава. Поред тога, нижа активност је забележена и у сектору трговине. На другој страни, раст активности у секторима саобраћаја, пољопривреде, информисања и комуникација и грађевинарству ублажио је пад БДП-а.

Бруто додата вредност у индустрији је у 2014. смањена за 7,1%, на шта су пресудан утицај имали сектори рударства и енергетике, који су претрпели највеће штете од поплава. Поред директне штете које су поплаве оставиле на производним постројењима, велики су и губици у производњи настали због немогућности да се делови производних капацитета

користе током санације. На нивоу године, пад физичког обима производње у рударству износио је 16,7%, а у енергетици 20,1%.

Прерађивачка индустрија је у мањој мери била изложена директним негативним ефектима поплава, тако да је пад њеног физичког обима производње у 2014. износио 1,4%. Смањена производња је

Табела III.7.1. Економска активност у 2014.

	Стопе раста (у %)	Доприноси расту БДП-а (п.п.)
БДП	-1,8	-1,8
Пољопривреда, шумарство и рибарство	0,8	0,1
Рударство	-19,0	-0,3
Прерађивачка индустрија	-1,7	-0,3
Снабдевање ел. енергијом, гасом, паром и климатизација	-22,5	-0,7
Снабдевање водом; управљање отпадним водама	-20,0	-0,2
Грађевинарство	0,9	0,0
Трговина на велико и мало; поправка моторних возила	-3,0	-0,3
Саобраћај и складиштење	4,5	0,2
Услуге смештаја и исхране	-10,0	-0,1
Информисање и комуникације	1,8	0,1
Финансијске делатности и делатности осигурања	-3,5	0,0
Пословање некретностима	-2,0	-0,1
Стручне, научне и техничке делатности	-1,9	-0,1
Административне и помоћне услугне делатности	-1,9	0,0
Државна управа и одбрана; обавезно социјално осигурање	0,2	0,0
Образовање	0,2	0,0
Здравствена и социјална заштита	0,2	0,0
Уметност; забава и рекреација	2,2	0,0
Остале услужне делатности	2,2	0,0
Делатност домаћинства као послодавца; произв. за сопст. потребе	2,2	0,0
Бруто додата вредност	-2,0	-1,7
Порези минус субвенције на производе	-0,6	-0,1
Извор: РЗС и прерачун НБС.		

²³ Мерено 12-месечним покретним просеком.

²⁴ П1 2008.

²⁵ П1 2008.

претежно последица споријег раста наших главних спољнотрговинских партнера, који се одразио на успоравање активности у извозно оријентисаним гранама. Ту се пре свега мисли на аутомобилску и нафтну индустрију, које су, након снажног раста у 2013, забележиле благ пад у 2014. (2,9% и 1,7%, респективно). Знатан пад физичког обима производње забележен је и у хемијској индустрији, производњи производа од метала, текстила и коже. Раст физичког обима производње је, с друге стране, остварен у производњи машина и опреме, прехрамбеној индустрији захваљујући доброј пољопривредној сезони и производњи основних метала након покретања високе пећи у железари у Смедереву.

Пољопривредна производња је у 2014. забележила раст бруто додате вредности од 0,8%. Томе је у највећој мери допринела рекордна производња кукуруза и соје, која је повећана 35,6% и 19,6%, респективно, у односу на претходну сезону. Дobar род кукуруза и соје водио је паду њихових цена, што се позитивно одразило и на већу активност у сточарству од 3,0%. Производња пшенице је, с друге стране, смањена 11,3%, пре свега услед високе базе из претходне године²⁶. Пад производње забележен је и у

повртарству, воћарству и виноградарству, који су претрпели знатне штете од поплава.

Бруто додата вредност у грађевинарству је у 2014. порасла 0,9% по основу активности на отклањању штета од поплава. Повећану активност у грађевинарству потврђује и раст физичког обима производње грађевинског материјала (3,1%) и прераде дрвета (12,5%), као и већи број издатих грађевинских дозвола (1,4%) и изведених радова (0,4%) у 2014.

Највећи позитиван допринос расту БДП-а у 2014. потиче од сектора саобраћаја (0,2 п.п.). Раст физичког обима услуга у саобраћају износио је 22,1% и резултат је пре свега повећаног физичког обима услуга у ваздушном саобраћају (66,9%). С друге стране, услед оштећења пруга изазваних мајским поплавама, физички обим услуга у железничком саобраћају био је нижи 5,2%. Поред саобраћаја, позитиван допринос БДП-у наставио је да пружа и сектор информисања и комуникација, чија је бруто додата вредност у 2014. порасла 1,8%.

Бруто додата вредност у сектору трговине смањена је 3,0% у 2014, уз негативан допринос БДП-у од 0,3 п.п. То је последица пада промета у трговини на велико

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



Графикон III.7.2. Кретање показатеља економске активности (дсз. подаци, П1 2008 = 100)



²⁶ Производња пшенице је у 2013. забележила историјски максимум од 2,7 млн тона.

(4,0%), док је промет у трговини на мало порастао (2,0%). Од осталих услужних сектора, пад активности забележен је у угоститељству, финансијским делатностима и пословању некретнинама. У већини сектора повезаних с делатношћу државе остварен је благ раст.

8. Зараде и запосленост

Кретање зарада у 2014. карактерисао је знатно нижи номинални раст у односу на претходни период²⁷, тако да су оне, и поред знатног успоравања инфлације, реално смањене. Нешто већи пад забележен је код реалне нето зараде исплаћене у оквиру јавног сектора (1,0%) у односу на реалну нето зараду ван јавног сектора (0,7%). Већи пад зараде у јавном сектору забележен је и по основу мера фискалне консолидације, односно смањења плата запослених у јавном сектору од 10% почев од новембра. Такође, пад економске активности у 2014. и висока незапосленост смањили су простор за евентуални раст зарада ван јавног сектора.

Највиши раст реалне зараде у оквиру различитих делатности регистрован је код информисања и комуникација (14,2%). Реална зарада је повећана и у

секторима административних и помоћних услужних делатности, грађевинарству, прерађивачкој индустрији и снабдевању електричном енергијом, гасом и паром. На другој страни, у секторима пољопривреде, трговине, саобраћаја, као и у државној управи, образовању и здравству, дошло је до смањења реалне нето зараде.

Просечна исплаћена номинална нето зарада у Републици Србији у 2014. износила је 44.530 динара и била је виша 1,4% у односу на 2013. После неуспешних преговора између синдиката и послодаваца о утврђивању нове минималне зараде, Влада је у септембру донела одлуку о повећању минималне цене рада на 121 динар по сату, без пореза и доприноса за обавезно социјално осигурање, с почетком примене од 1. јануара 2015.

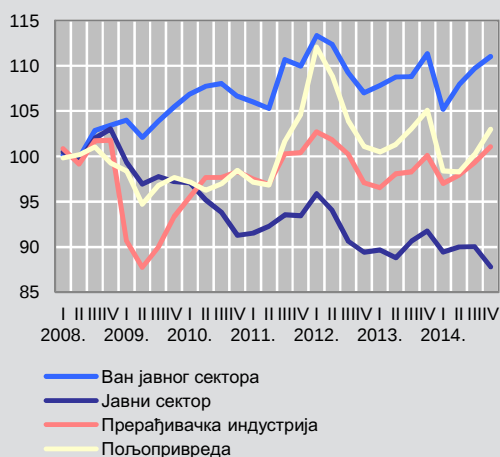
Током 2014. делимично је смањена трошкова конкурентност домаће индустрије, будући да су јединични трошкови рада порасли за 8,3%. Ипак, највећи део овог раста последица је деловања привремених фактора, пре свега поплава које су знатно утицале на пад продуктивности у индустрији. То потврђује и знатно виши раст јединичних трошкова рада у рударству (30,8%) и енергетици (19,4%) у односу на прерађивачку индустрију (4,3%), која је најмање била изложена последицама поплава.

Ситуација на тржишту рада је, према подацима Анкете о радној снази, наставила да се побољшава и у 2014. Стопа незапослености је у Т4 смањена на 16,8%, што је за 3,3 п.п. ниже у односу на октобар 2013. Поред тога, повећана је и стопа запослености (на 40,4%), при чему се то повећање пре свега дугује расту неформалне запослености, која је у 2014. порасла 3,9 п.п. Стопа партиципације²⁸ је током 2014. смањена за 1,0 п.п., делом и због повећаног броја захтева за превремено пензионисање пред подизање старосне границе за одлазак у пензију.

Укупан број незапослених на крају 2014. био је нижи за 106.875 лица у односу на 2013. Стопа незапослености је нарочито смањена међу младом популацијом (15–24 године) – са 49,1% у октобру 2013. на 41,9% у Т4 2014. Побољшана је ситуација и у погледу дугорочно незапослених, будући да је

Графикон III.8.1. Кретање реалних нето зарада

(дсз. подаци, П1 2008 = 100)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

²⁷ Номинална зарада је у 2014. порасла 1,4%, док је просечан раст у периоду 2009–2013. износио 8,6%.

²⁸ Мерена као учешће активних (запослених и незапослених) у укупном броју радно способних лица (15–64 године).

њихово учешће у укупном броју незапослених лица смањено за 9,2 п.п., на 66,5%.

Према Анкети, број запослених је у 2014. повећан за 65.044 лица, при чему је највећи број њих запослен у областима делатности домаћинства као послодавца, пољопривреди и трговини, што би могло да указује на сезонски карактер раста запослености. Број запослених лица порастао је и у секторима образовања, здравствене и социјалне заштите, административним делатностима и државној управи. Повећан број запослених у рударству може се повезати с додатним ангажовањем људи за отклањање последица од поплава. Пад броја запослених лица је, с друге стране, забележен у секторима с високим учешћем додате вредности – прерађивачкој индустрији, грађевинарству, саобраћају, информисању и комуникацијама и финансијским делатностима.

За разлику од 2013, број формално запослених²⁹ је у 2014. повећан за 1.668 лица. Повећање запослености у потпуности је резултат раста код правних лица (5.075 лица), док је број самосталних предузетника смањен за 3.407 лица. Формална запосленост је највише порасла у области трговине. Број формално запослених лица повећан је и у сектору информисања и комуникација, прерађивачкој индустрији, саобраћају и стручним, научним и техничким делатностима, које су, према Анкети, исказале пад броја запослених. Супротна кретања у односу на податке из Анкете забележена су и у области образовања, здравствене и социјалне заштите и државној управи, у којима је формална запосленост смањена. Таква супротна кретања могу се објаснити методолошким разликама између два извора података, као и доминантном улогом неформалне запослености у креирању токова на тржишту рада у 2014.

Смањење незапослености, према Анкети о радној снази, потврђују и подаци Националне службе за запошљавање, по којима је број незапослених у 2014. смањен за 27.640 лица и у децембру је износио 741.906 лица. У прилог паду незапослености говори и кретање броја прималаца новчане накнаде за незапослене, који је у децембру износио 55.735 лица, што је за 7.847 лица мање него на крају 2013.

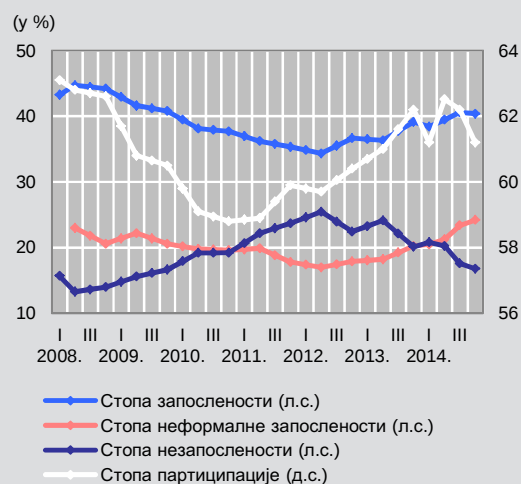
Унапређењу ситуације на тржишту рада у наредном периоду допринеће и нови Закон о раду, који је усвојен средином 2014. Најбитније измене односе се на продужење максималног трајања уговора на одређено време на две године, увођење флексибилнијих форми рада – рад од куће и рад с непуним радним временом, као и исплату отпремнина и обрачун минулог рада према стажу проведеном код последњег послодавца. Ове измене требало би да смање трошкове новог запошљавања и повећају флексибилност токова на тржишту рада.

Табела III.8.1. Кретања запослености и незапослености
(у хиљадама, стање крајем периода)

	2011.	2012.	2013.	2014.
Број формално запослених лица	1.738,5	1.724,3	1.703,3	1.705,0
Пољопривредници (према АРС)	402,5	430,3	450,8	450,5
Укупан број запослених	2.141,1	2.154,6	2.154,1	2.155,5
Број незапослених лица	745,2	761,5	769,5	741,9
Први пут траже запослење	270,2	264,4	267,1	256,3
Била у радном односу	475,0	497,1	502,4	485,6

Извор: РЗС и Национална служба за запошљавање.

Графикон III.8.2. Показатељи тржишта рада према Анкети о радној снази



²⁹ Истраживање РАД, које спроводи Републички завод за статистику.

9. Инфлациона очекивања

Ниска инфлација и ниски очекивани инфлаторни притисци током 2014. године стабилизовали су инфлациона очекивања финансијског сектора и привреде у границама циља Народне банке Србије. Финансијски сектор од октобра, а привреда од новембра 2013. очекују да ће инфлација за 12 месеци унапред бити у границама циља. Постигнута стабилизација не само краткорочних већ и средњорочних инфлационих очекивања умањује трошкове постизања ценовне стабилности у наредном периоду.

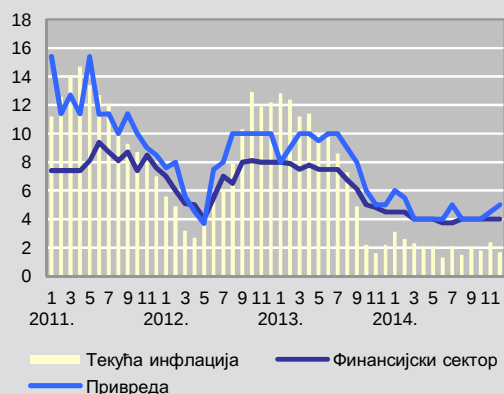
Према анкети агенције Блумберг, инфлациона очекивања финансијског сектора за годину дана унапред спустила су се у јануару 2014. на ниво циља (4,0%). У наредна два месеца су њихова очекивања привремено била нешто виша (4,6% и 5,0%, респективно), а онда су до краја године била стабилна на нивоу од 4,5%.

Према анкети агенције Ипсос, с нивоа од 4,5% у прва два месеца 2014. године, инфлациона очекивања финансијског сектора су у марту смањена на ниво циља. На том нивоу су остала све до јуна, када су

додатно смањена на 3,8%, колико су износила и у јулу. Након тога су повећана на ниво централне вредности циља за инфлацију (4,0%) и нису се мењала до краја године³⁰. Инфлациона очекивања привреде су се кретала у границама циља током целе године, изузев у јануару, када су била повећана на 6,0%. Наиме, у фебруару су смањена на 5,5%, а затим у марту на ниво циља, на коме су и остала до краја године, осим у јулу и децембру, када су износила 5,0%.

Инфлациона очекивања за наредну годину дана порасла су једино код становништва. Међутим, поред чињенице да су очекивања становништва, по правилу, виша од очекивања финансијског сектора и привреде, који су боље информисани о макроекономским кретањима, треба имати у виду да је код становништва дошло и до методолошке измене анкете. До мартовске анкете испитаници су се изјашњавали о будућој инфлацији након што би били упознати с податком о текућој инфлацији. Међутим, од марта им се не саопштава податак о текућој инфлацији, што је било пресудно да њихова очекивања у марту износе 8,0%, а од априла 10,0%, наспрам фебруарских 5,0%. Од испитаника из сектора становништва сада се тражи да наведу стопу инфлације за коју мисле да је остварена у претходној

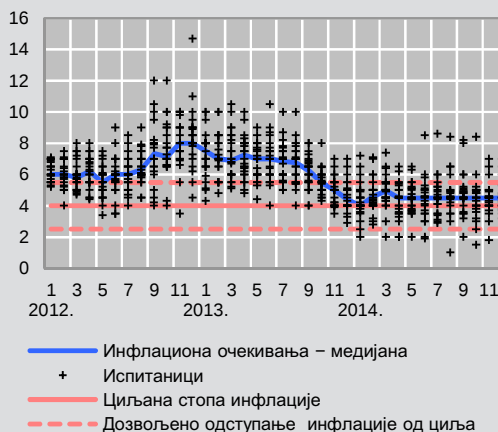
Графикон III.9.1. Текућа инфлација и инфлациона очекивања 12 месеци унапред* (мг. стопе, у %)



Извор: Галуп, Ипсос, Нинамедиа и НБС.

* Агенција Нинамедиа од децембра 2014, а агенције Ипсос и Галуп у претходном периоду. Анкета није спроведена у новембру 2014.

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



Извор: Блумберг и НБС.

³⁰ Анкету о очекивањима економских субјеката од децембра 2014. спроводи агенција Нинамедиа клипинг д.о.о. Нови Сад, у складу с досадашњом методологијом.

години дана (перципирана инфлација). Имајући у виду да је та стопа инфлације, која је знатно виша од остварене, изнад или једнака стопи коју становништво очекује за годину дана унапред, и кретање инфлационих очекивања становништва се може позитивно оценити. То потврђују и квалитативно исказана инфлациона очекивања становништва, с обзиром на тренд повећања броја испитаника који очекују да ће за годину дана унапред цене остати исте или да ће се благо повећати у односу на оне који очекују да ће цене бити знатно више.

Средњорочна инфлациона очекивања, тј. очекивана инфлација за две године унапред, финансијског сектора и привреде налазила су се у границама циља од увођења овог питања у марту 2014. и нису се мењала до јуна. Тада је финансијски сектор смањio своја очекивања са 4,5% на 4,0% и на том нивоу их је, уз минимална одступања, задржао до краја године. Привреда је своја инфлациона очекивања у јуну повећала са 4,0% на 5,0%, а у јулу на 6,0%. Након тога, њена инфлациона очекивања била су нижа и до краја године су се кретала од 4,0% до 5,0%.

Након ниског нивоа крајем прошле године, дисперзија одговора испитаника свих сектора је у П1 повећана. Објашњење мањег слагања очекивања појединачних испитаника вероватно се налази у неизвесности у вези са ефектом поплава на инфлацију. Дисперзија је до краја године код свих сектора смањена захваљујући дужем периоду ниске текуће инфлације и очекиваним ниским инфлаторним притисцима.

10. Фискална политика

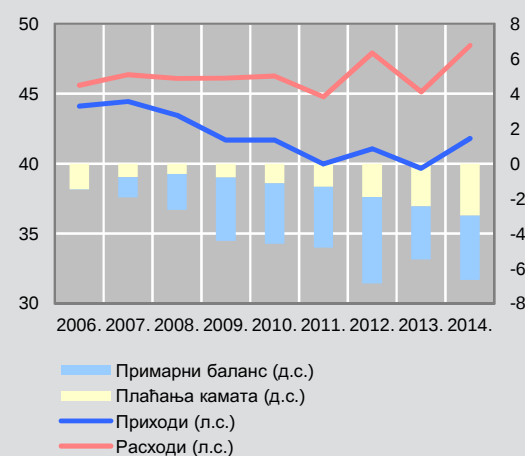
Како би се зауставио раст јавног дуга и обезбедила одрживост јавних финансија, у 2014. години је настављено спровођење фискалне консолидације. За разлику од пакета мера усвојеног крајем 2012. године, који се углавном односио на приходну страну буџета, сада је предвиђено да се смањење дефицита заснива првенствено на прилагођавању с расходне стране. Као главне мере фискалне консолидације предвиђени су смањење плата у јавном сектору и пензија и рационализација јавног сектора, пре свега кроз унапређење и корпоративизацију пословања у

јавним предузећима. На приходној страни буџета, као приоритет одређена је борба против сиве економије и пореске евазије. Поред тога, од 1. јануара 2014. ступило је на снагу повећање посебне стопе ПДВ-а са 8% на 10%³¹, као и стопе по којој се опорезује промет и увоз персоналних рачунара и њихових компоненти са 8% на 20%.

Консолидовани буџет у 2014. години забележио је дефицит у висини од 258,1 млрд динара, или 6,7% БДП-а, што је за 1,2 п.п. више него у 2013. При томе, знатан део дефицита односио се на трошкове камата (3,0% БДП-а). Дефицит буџета Републике Србије износио је 246,9 млрд динара, или 6,4% БДП-а.

Консолидовани приходи у 2014. износили су 1.620,8 млрд динара и у односу на 2013. годину реално су били већи за 3,2%. Највећи реални раст остварили су приходи по основу пореза на добит (17,5%) и приходи од ПДВ-а (5,4%). Већи приходи по основу пореза на добит могу се довести у везу с новом, вишом пореском стопом (повећање са 10% на 15%), која се од 2013. године примењује код пореза на добит правних лица, док је раст прихода по основу ПДВ-а у целини био резултат виших прихода по основу робе из увоза. Ови приходи су порасли (8,1% реално), док су

Графикон III.10.1. Буџетски приходи, расходи и резултат (у % БДП-а)



Извор: Министарство финансија и НБС.

³¹ По посебној стопи опорезује се, између осталог, промет хлеба и других пекарских производа, млека и млечних производа, брашна, шећера, јестивог уља од сунцокрета, кукуруза, уљане репице, соје и маслине, јестиве масноће животињског и биљног порекла и меда.

приходи по основу ПДВ-а на домаћу робу смањени (0,9% реално). Процењује се да су таква кретања претежно била условљена поплавама које су се десиле у мају прошле године, смањењем домаће производње, повећаним увозом услед програма субвенционисаних кредита, као и депрецијацијом динара у П2.

Највећи реални пад у оквиру прихода забележен је код прихода по основу пореза на доходак грађана (8,1%) и царина (6,5%). Поред рецесионих тенденција у домаћој привреди, на смањење прихода од пореза на доходак утицало је и повећање неопорезивог дела зараде и смањење пореза на зараде³² (са 12% на 10%) из маја 2013. Ипак, овај пад је већим делом био компензован растом прихода од доприноса за социјално осигурање (2,1%) као резултат повећања стопе доприноса за пензијско и инвалидско осигурање (са 22% на 24%), такође у мају 2013. Када је реч о царинама, приходи по овом основу смањују се из године у годину услед наставка примене Споразума о стабилизацији и придруживању са ЕУ, с којом Србија обавља највећи део спољнотрговинске размене, и прошле године су чинили свега 1,9% укупних јавних прихода. Ипак, с обзиром на то да се усклађивање царинских стопа приводи крају, у наредним годинама може се очекивати заустављање пада прихода од царина.

Иако су приходи по основу акциза у 2014. реално порасли (1,6%), то је у целини био резултат већих прихода од акциза на нафтне деривате, тј. увођења маркирања горива, чиме се, између осталог, елиминише сиво тржиште. Остале категорије акциза забележиле су реални пад, који је био највећи у случају акциза на дуванске прерађевине и доводи се у везу и са даље присутним нелегалним тржиштем резаног дувана.

Консолидовани расходи у 2014. износили су 1.878,9 млрд динара и у односу на претходну годину реално су били већи за 5,2%. Највише су порасли расходи по основу активираних гаранција (267,8%) и отплате камата (19,3%), док је по основу предузетих мера фискалне консолидације раст расхода за запослене и пензије заустављен. Од новембра су, уместо тзв.

„солидарног пореза“ на натпросечне зараде, на снагу ступиле мере смањења плата у јавном сектору и пензија. Тим мерама предвиђено је линеарно смањење плата од 10% (плате веће од 25.000 динара) у сектору опште државе, али и у јавним предузећима и другим ентитетима јавног сектора и прогресивно умањење пензија за 22% (пензије веће од 25.000 динара), односно за 25% (на део пензије већи од 40.000 динара). Наведене мере допринеле су томе да расходи по основу пензија у 2014. реално стагнирају у односу на претходну годину, док су расходи за плате запослених у јавном сектору опали за 3,2%.

Реално повећање у односу на 2013. забележено је и код субвенција (13,2%), капиталних расхода (12,6%) и расхода за куповину робе и услуга (5,0%).

Основни извори финансирања буџетског дефицита били су кредит Уједињених Арапских Емирата (1,0 млрд долара), први део кредита Руске Федерације (300,0 млн долара) и појачано задуживање на домаћем финансијском тржишту. Дуг државе по основу динарских ХоВ емитованих на домаћем тржишту повећан је у току 2014. за 117,1 млрд динара (на 550,6 млрд динара), а дуг по основу ХоВ деноминираних у еврима за 629,3 млн евра (на 1,8 млрд евра).

Укупан дуг Републике Србије повећан је у 2014. за 2,6 млрд евра и на крају године је износио 22,8 млрд евра.³³ Истовремено, учешће тог дуга у БДП-у³⁴ повећано је за чак 11,4 п.п., на 71,0%, чиме је убрзан његов раст изнад законом прописане границе од 45%. Процењује се да је око 5,0 п.п. наведеног повећања последица израженог јачања америчког долара од средине 2014. Око 80% јавног дуга на крају 2014. било је деноминирано у инострану валуту, при чему се 41,7% дуга односило на дуг у еврима, а 31,5% на дуг у доларима.

Према нашој оцени, потребно је наставити спровођење фискалне консолидације и структурних реформи не само ради смањења задуживања јавног сектора већ и побољшања услова задуживања приватног сектора и адекватније прерасподеле ресурса.

³² Приходи по основу пореза на зараде чине готово три четвртине прихода од пореза на доходак грађана.

³³ Дуг опште државе (који, према Закону о буџетском систему, поред дуга централног нивоа власти (Република Србија) обухвата и негарантовани дуг локалног нивоа власти) износио је на крају 2014. године 23,2 млрд евра (72,3% БДП-а).

³⁴ Процењени БДП у 2014. години.

Додатак 1. Писмо Народне банке Србије Влади Републике Србије због одступања инфлације од утврђеног циља**НАРОДНА БАНКА СРБИЈЕ**

ГУВЕРНЕР

КГ.50.38 22/9/14.

Београд, 12. септембар 2014. године

ВЛАДИ РЕПУБЛИКЕ СРБИЈЕ**Г. Александру Вучићу, председнику Владе**

Поштовани г. Вучићу,

У складу са Споразумом о циљању (таргетирању) инфлације (тачка 6. став 4), који је закључен између Владе Републике Србије и Народне банке Србије, а усвојен на седници Владе Републике Србије 19. децембра 2008. године, обраћам Вам се поводом тога што се инфлација у протеклих шест месеци кретала испод доње границе дозвољеног одступања од циља. С тим у вези желимо да укажемо на разлоге због којих је дошло до овог одступања, мере које ће бити предузете да се инфлација у средњем року одржи у границама дозвољеног одступања од циља, као и наша очекивања у погледу времена у коме ће се инфлација вратити у те границе.

Међугодишња инфлација у периоду од марта до августа 2014. године бележила је вредности испод доње границе дозвољеног одступања од циља ($4,0 \pm 1,5\%$) и у августу је износила 1,5%. Смањење инфлаторних притисака у претходном периоду резултат је више фактора, а посебно очекивано ниске агрегатне тражње, релативно стабилних кретања на девизном тржишту и смањених трошковних притисака на цене хране. Док је дезинфлаторни утицај прва два фактора био очекиван, пад трошкова у производњи хране био је изнад наших очекивања. Поред тога, одступању инфлације од циља додатно је допринело и одсуство корекције цена електричне енергије у протеклој години дана.

Просечна међугодишња инфлација у периоду од марта до августа 2014. године износила је 1,9%, при чему је допринос хране био негативан и износио је 0,9 процентних поена. Добре пољопривредне сезоне у 2013. и 2014. години условиле су да се светске и домаће цене примарних пољопривредних производа нађу на нижем нивоу него што је очекивано, па је њихов дезинфлаторни утицај на цене хране био јачи него у нашим ранијим пројекцијама.

На континуирано кретање инфлације испод доње границе дозвољеног одступања од циља утицао је и изостанак корекције цена електричне енергије, који смо очекивали у трећем тромесечју. У вези с тим обраћали смо се и Влади Републике Србије с предлогом да се корекција цена електричне енергије сваке године обавља по унапред дефинисаном критеријуму и у истом месецу, а ради стабилизације кретања међугодишњих стопа инфлације.

Извршни одбор Народне банке Србије предузео је све што је у његовој надлежности како би се инфлација у средњем року вратила у оквире дозвољеног одступања од циља. Смањење степена

рестриктивности монетарне политике, започето већ у мају 2013, настављено је и у 2014. години. Референтна каматна стопа је од маја 2013. до јуна 2014. снижена са 11,75% на 8,50%, док се извршна стопа на једнонедељне репо операције Народне банке Србије креће око 6,5%. Имајући у виду да је дезинфлаторни утицај појединих фактора привремен (пре свега ниских трошковних притисака на цене хране), као и да постоји снажан утицај геополитичких тензија на премију ризика и девизни курс, Народна банка Србије мора бити опрезна у вођењу монетарне политике, у настојању да инфлацију трајно стабилизује на ниском нивоу, уз одржавање финансијске стабилности.

Извршни одбор Народне банке Србије очекује повратак инфлације у границе дозвољеног одступања од циља до краја 2014. и њено кретање у оквиру тих граница током 2015. године. Повратку инфлације у границе циља допринеће ишчезавање дезинфлаторних притисака по основу цена хране, очекивана корекција цена електричне енергије и раст цена увозних производа.

У остваривању циљева монетарне политике, Народна банка Србије ће, као и до сада, поступати одговорно у настојању да допринесе стварању стабилног и предвидивог пословног и инвестиционог амбијента.

С поштовањем,



Др Јергованка Табаковић

Ко:

- г. Расиму Љајићу, потпредседнику Владе и министру трговине, туризма и телекомуникација
- г. Душану Вујовићу, министру финансија
- г. Снежани Богосављевић-Бошковић, министру пољопривреде и заштите животне средине

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	11
III.1.1.	Ревизија прогноза реалног раста БДП-а за 2014. и 2015. ММФ-а	13
III.1.2.	Индекс светских цена хране	15
III.1.3.	Кретање цена нафте и бакра	15
III.2.1.	Покривеност увоза девизним резервама	18
III.3.1.	Динарска ликвидност	20
III.3.2.	Кретање каматних стопа	20
III.3.3.	Примарно тржиште државних ХоВ у динарима – коефицијент реализације и учешће страних инвеститора	21
III.3.4.	Каматне стопе на примарном тржишту државних ХоВ	21
III.3.5.	Кретање каматних стопа на динарске кредите и депозите привреди и становништву	22
III.3.6.	Кретање каматних стопа на девизне кредите и депозите привреди и становништву	22
III.3.7.	Показатељ премије ризика – <i>EMBI</i> по земљама	23
III.3.8.	Кретање курса динара и интервенције Народне банке Србије на девизном тржишту	23
III.3.9.	Кретање курсева одређених националних валута према евр	24
III.3.10.	Индекс <i>BELEX15</i> и промет на Београдској берзи	25
III.4.1.	Кредитна активност и БДП	28
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.6.2.	Робна размена у еврима	31
III.7.1.	Доприноси годишњој стопи раста БДП-а – производна страна	33
III.7.2.	Кретање показатеља економске активности	33
III.8.1.	Кретање реалних нето зарада	34
III.8.2.	Показатељи тржишта рада према Анкети о радној снази	35
III.9.1.	Текућа инфлација и инфлациона очекивања 12 месеци унапред	36
III.9.2.	Циљана инфлација и инфлациона очекивања 12 месеци унапред – финансијски сектор	36
III.10.1.	Буџетски приходи, расходи и резултат	37

Табеле

II.3.1.	Раст и доприноси компоненти расту потрошачких цена у 2014.	10
III.2.1.	Платни биланс Републике Србије	16
III.4.1.	Биланс Народне банке Србије	26
III.4.2.	Монетарни преглед	27
III.6.1.	Расподела БДП-а у 2014.	30
III.7.1.	Економска активност у 2014.	32
III.8.1.	Кретања запослености и незапослености	35