



Народна банка Србије

2012

јануар–јун

ПОЛУГОДИШЊИ ИЗВЕШТАЈ

О МОНЕТАРНОЈ ПОЛИТИЦИ

2012

јануар–јун

ПОЛУГОДИШЊИ ИЗВЕШТАЈ
О МОНЕТАРНОЈ ПОЛИТИЦИ

НАРОДНА БАНКА СРБИЈЕ

Београд, Краља Петра 12

Тел. 011/3027-100

Београд, Немањина 17

Тел. 011/333-8000

www.nbs.rs

Тираж: 70 примерака

ISSN 2217-6292

Уводна напомена

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

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

Полугодишњи извештај о монетарној политици – јануар–јун 2012. размотрен је и усвојен на седници Извршног одбора 6. септембра 2012. године.

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

Извршни одбор Народне банке Србије

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

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

**СКРАЋЕНИЦЕ КОРИШЋЕНЕ
У ОВОМ ИЗВЕШТАЈУ**

БДП – бруто домаћи производ

б.п. – базни поен

дсз. – десезонирано

ЕЦБ – Европска централна банка

ЕМБИ – индекс обвезница тржишта у успону

ФЕД – Систем федералних резерви САД

FISIM – услуге финансијског посредовања индиректно мерене

ХоВ – хартије од вредности

ИПЦ – индекс потрошачких цена

МДТ – међубанкарско девизно тржиште

мг. – међугодишње

млн – милион

млрд – милијарда

ММФ – Међународни монетарни фонд

НДВ – непољопривредна додата вредност

NPL – проблематични кредити

ОРЕС – Организација земаља извозница нафте

П – полугодиште

п.п. – процентни поени

СДИ – стране директне инвестиције

Т – тромесечје

Не наводе се друге општепознате скраћенице.

Садржај

I. Стратешки оквир монетарне политике	1
II. Монетарна политика и остварење циљане инфлације	3
1. Монетарна политика у периоду јануар–јун 2012. године	3
2. Инструменти монетарне политике	4
Операције на отвореном тржишту	4
Депозитне и кредитне олакшице	5
Обавезна резерва	5
Операције на девизном тржишту	6
Девизни своп	6
Аукцијски краткорочни динарски кредити	6
Остале каматне стопе	6
3. Остварење циљане инфлације у периоду јануар–јун 2012. године	6
III. Макроекономски услови спровођења монетарне политике	9
1. Међународно окружење	9
2. Међународне трансакције	11
Платнобилансна кретања и девизне резерве	11
Међународна инвестициона позиција земље	13
Спољни дуг	14
3. Кретања на девизном тржишту и курс динара	15
4. Кретања на тржишту новца и капитала и кредити банака	17
Каматне стопе	17
Кретања на берзи	19
Монетарни агрегати	19
Кредити банака	21
5. Динаризација	22
6. Агрегатна тражња	23
Домаћа тражња	24
Нето екстерна тражња	24
7. Економска активност	25
8. Зараде и запосленост	26
9. Инфлациона очекивања	28
10. Фискална политика	29
IV. Монетарна политика у наредном периоду	31
Додатак 1. Меморандум Народне банке Србије о циљаним стопама инфлације до 2014. године	33
Списак графикана и табела	35

I. Стратешки оквир монетарне политике

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

Режим циљања инфлације спроводи велики број централних банака⁴ као прагматичан одговор на недостатке других режима монетарне политике. Томе је допринело схватање да перманентно високе стопе инфлације утичу на смањење привредног раста и запослености и да фокус монетарне политике треба померити с краткорочног управљања тражњом на средњорочну ценовну стабилност, која је у основи режима циљања инфлације. Режим циљања инфлације више је оквир него скуп ригидних правила монетарне политике: у основи је нумерички циљ за инфлацију на средњи рок у оквиру кога се задржава дискреционо право у реаговању на економске поремећаје на кратак рок.

Циљ за инфлацију Народне банке Србије дефинисан је као стопа укупне инфлације (с дозвољеним одступањем) мерена годишњом процентуалном променом индекса потрошачких цена. Ради дефинисања оквира за одлучивање о монетарној политици на средњи рок и „усидравања“ и стабилизације инфлационих очекивања, Извршни одбор Народне банке Србије је у мају 2012. године усвојио циљеве за инфлацију до краја 2014.⁵ Циљеви за инфлацију утврђени су у виду јединствене вредности (с дозвољеним одступањем) за сваки месец у години, за период од 2012. до 2014, полазећи од њихове вредности на крају претходне године:

- децембар 2011. године: $4,5 \pm 1,5\%$,
- децембар 2012. године: $4 \pm 1,5\%$,
- децембар 2013. године: $4 \pm 1,5\%$,
- децембар 2014. године: $4 \pm 1,5\%$.

Народна банка Србије је, на основу пројекција макроекономских кретања, за све месеце у 2013. и 2014. години утврдила циљеве за инфлацију на нивоу од 4% с дозвољеним одступањем $\pm 1,5$ п.п. Путања циљане инфлације одражава намеру да се стабилност цена постигне постепеним смањивањем инфлације без изазивања макроекономских поремећаја. У складу с процесом постепене дезинфлације, циљана инфлација је још увек изнад нивоа квантитативне дефиниције ценовне стабилности и нивоа циљане инфлације у развијеним земљама (2,0% или 2,5%). Такође, одраз је чињенице да у Србији до 2014. године 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 Потпуно циљање инфлације је тренутно монетарна стратегија 27 централних банака, како развијених земаља тако и земаља у успону, док се још неколико централних банака налази у режиму имплицитног циљања

инфлације који претходи формалном преласку на потпуно циљање инфлације.

⁵ Меморандум Народне банке Србије о циљаним стопама инфлације до 2014. године усвојен је на седници Извршног одбора 10. маја 2012; видети Додатак 1, стр. 33.

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 шокова. Као и до сада, монетарна политика неће реаговати на примарне, већ на секундарне ефекте шокова.

Циљану стопу инфлације Народна банка Србије постиже променама референтне каматне стопе која се примењује у спровођењу репо операција. Та каматна стопа представља главни инструмент монетарне политике. Одлуке о њеној висини доносе се на основу анализе економске ситуације и оцене будућих кретања, као и средњорочне пројекције инфлације. Остали инструменти монетарног регулисања имају помоћну улогу – доприносе несметаној трансмисији

утицаја референтне каматне стопе на тржиште, као и развоју финансијских тржишта без угрожавања стабилности финансијског система.

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

Да би допринео јачању транспарентности монетарне политике и ефикасној комуникацији с јавношћу, Извршни одбор Народне банке Србије (према утврђеном распореду седница) доноси одлуке о монетарној политици и редовно обавештава јавност о остварењу утврђених циљева за инфлацију и мерама које предузима ради њиховог остваривања.

II. Монетарна политика и остварење циљане инфлације

1. Монетарна политика у периоду јануар–јун 2012. године

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

Успорен опоравак економске активности и пад инфлационих очекивања били су основни фактори који су определили одлуку Извршног одбора Народне банке Србије да у јануару референтну каматну стопу даље смањи за 25 б.п., на 9,5%. Али због неизвесности у погледу кретања у међународном окружењу, раста увозних цена и фискалне политике у земљи, циклус ублажавања монетарне политике је тиме био завршен и висина референтне каматне стопе до јуна није мењана.

Анализе које су биле основа за одлучивање Извршног одбора у наредним месецима указивале су да ће ниска агрегатна тражња и надаље бити кључни дезинфлаторни фактор. Уз то, инфлациона очекивања су у готово свим секторима била у паду. Међутим, изражена је била неизвесност у погледу кретања увозних цена. Повећани су депрецијацијски притисци због веће тражње клијената банака за девизама, повећаног трошења државе од краја прошле године, раста трговинског дефицита, смањеног прилива капитала, као и психолошких фактора подстакнутих неповољним вестима (одлагање ревизије аранжмана с ММФ-ом и одлазак компаније U.S. Steel из Србије). Поред тога, фактори попут неизвесности у погледу нове пољопривредне сезоне и фискалне политике, уз вероватно бржи раст регулисаних цена у другој

половини године, утицали су на одлуку да се референтна каматна стопа даље не смањује. Извршни одбор је истицао да је остваривање ценовне и финансијске стабилности могуће уз мању рестриктивност монетарне политике уколико фискална консолидација и структурне реформе буду ефикасније.

У јуну је Извршни одбор започео циклус повећања референтне каматне стопе, будући да су анализе указивале на нешто веће инфлаторне притиске од претпостављених у пројекцији инфлације у мајском Извештају о инфлацији. Пре свега, већи су били депрецијацијски притисци због замрзавања аранжмана с ММФ-ом, високог буџетског дефицита, ниског прилива капитала и уздржаности страних инвеститора према улагањима у условима неизвесности како у земљи – у погледу брзине формирања владе и фискалне консолидације, тако и у иностранству – у погледу разрешења дужничке кризе у зони евра. Расположиви подаци о кретањима у буџету указивали су на неочекивано висока одступања од планираних оквира. Такође, с обзиром на то да је у П1 изостао раст регулисаних цена, очекивало се да ће оне порасти у П2. Појавиле су се и назнаке да би, због неповољних временских прилика, приноси у пољопривредној производњи могли бити нижи од очекиваних.

С друге стране, процењено је да ће, након пада у Т1, БДП у наредном периоду благо расти, пре свега по основу раста нето извоза и, у мањој мери, раста финалне потрошње. Раст извоза се очекивао по основу завршетка инвестиционог циклуса и покретања производње у извозно оријентисаним гранама, пре свега аутомобилској индустрији, чији би

први ефекти требало да се испоје у П2 2012, а у пуној мери током 2013. године. У складу с тим, дезинфлаторни притисци по основу агрегатне тражње ће постепено слабити.

У току П1 Извршни одбор је у два наврата изменио Одлуку о обавезној резерви банака код Народне банке Србије – у априлу и јуну.⁶ Измене су извршене с циљем да допринесу стабилизацији кретања на девизном тржишту, стимулишу банке да прибављају дугорочнија средства финансирања и умање разлику између трошка задуживања у динарима и девизама.

Ради ублажавања прекомерних дневних осцилација девизног курса и обезбеђивања несметаног функционисања девизног тржишта, Народна банка Србије је током П1 на девизном тржишту интервенисала продајом око 1,3 млрд евра. Извршни одбор је проценио да су депресијацијски притисци у П1 били привремени и да ће претпостављена фискална консолидација и структурне реформе у наредном периоду допринети стабилизацији курса динара.

2. Инструменти монетарне политике

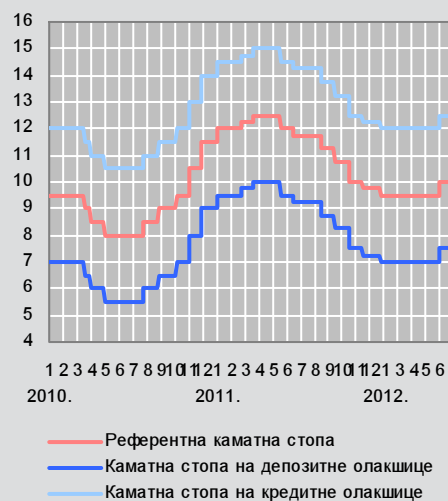
Основни инструмент монетарне политике Народне банке Србије је референтна каматна стопа, тј. каматна стопа која се примењује у спровођењу главних операција на отвореном тржишту. Поред основног инструмента, Народна банка Србије у спровођењу монетарне политике користи и друге инструменте монетарног регулисања,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

Операције на отвореном тржишту

Главне операције на отвореном тржишту Народне банке Србије током П1 2012. године биле су реверзне репо трансакције, тј. репо трансакције продаје ХоВ с роком доспећа трансакције од две недеље⁷. Улога референтне каматне стопе била је подржана коридором каматних стопа на депозитне и кредитне олакшице и другим операцијама на отвореном тржишту.

У току П1 Извршни одбор Народне банке Србије мењао је два пута висину референтне каматне стопе.

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



Извор: НБС.

Референтна каматна стопа је са 9,75% годишње, колико је износила крајем 2011, у јануару смањена за 25 б.п. Референтна каматна стопа није мењана до јуна, када је повећана за 50 б.п., на 10,0%.

Операције на отвореном тржишту Народна банка Србије је спроводила својим ХоВ. За потребе репо продаје, у П1 је емитована 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.

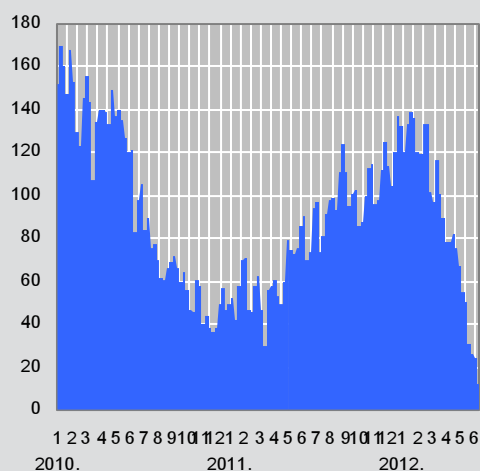
Током П1 организовано је 26 аукцијских репо продаја ХоВ. Аукције су организоване једном недељно по моделу фиксне каматне стопе. Укупна продаја ХоВ износила је 1.170,5 млрд динара. Остварени обим продаје био је мањи него у П2 2011. године (1.333,2 млрд динара).

У складу с падом продаје ХоВ Народне банке Србије, у П1 је забележен пад просечног стања у портфељу банака са 100,8 на 92,9 млрд динара. У односу на крај

⁶ Више о томе у делу о обавезној резерви банака код Народне банке Србије, стр. 5.

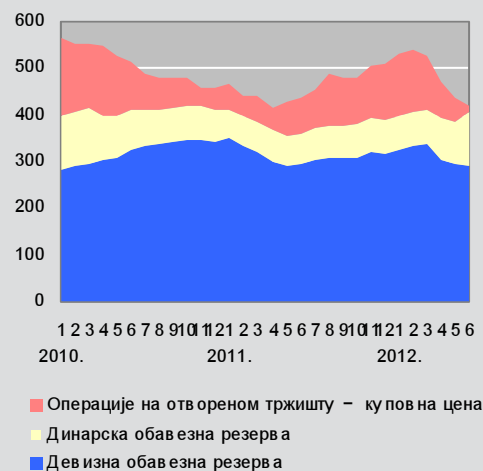
⁷ Народна банка Србије од 18. јула 2012. главне операције на отвореном тржишту спроводи путем репо трансакција куповине ХоВ с роком доспећа трансакције од једне недеље.

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



Извор: НБС.

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



Извор: НБС.

2011. године, стање ХоВ у портфељу банака је крајем јуна смањено за 108,0 млрд и износило је 12,5 млрд динара. Смањење портфеља ХоВ било је у највећој мери последица измена регулативе о обавезној резерви банака и продаје девиза Народне банке Србије на МДТ-у.

Депозитне и кредитне олакшице

Просечно дневно стање депонованих средстава банака код Народне банке Србије у П1 износило је 4,8 млрд динара. При том је минимално просечно стање забележено у мају (2,1 млрд динара), а максимално у јануару (7,8 млрд динара).

У посматраном периоду банке су користиле кредитне олакшице као дневни и као преконоћни кредит. Дневни кредит је коришћен у укупном износу од 153,6 млрд динара, док је преконоћни кредит коришћен само у јуну, у укупном износу од 19,8 млрд динара.

Обавезна резерва

Одлука о обавезној резерви банака код Народне банке Србије у П1 измењена је у два наврата.

Изменама Одлуке из априла стопе девизне обавезне резерве су смањене за 1 п.п., на 29%, на обавезе рочности до две године и за 3 п.п., на 22%, на обавезе

рочности преко две године. Нелинеарно смањење стопа девизне обавезне резерве у складу је са опредељењем Народне банке Србије да путем обавезне резерве банке усмерава на коришћење дугорочних извора финансирања. Поред тога, с циљем стабилизације кретања на девизном тржишту, повећани су проценти динарског издвајања дела девизне обавезне резерве за по 5 п.п., и то на 20% на обавезе рочности до две године и на 15% на обавезе рочности преко две године.

Ради подршке стабилности финансијског система, изменама регулативе о обавезној резерви донетим у јуну прописано је да банке не обрачунавају обавезну резерву на динарске и девизне обавезе по основу средстава финансијске подршке које је обезбедила Агенција за осигурање депозита. Такође, ради дестимулисања раста динарских обавеза индексираних девизном клаузулом, стопа обавезне резерве на ову врсту обавеза банака повећана је на 50%. Да би се допринело стабилизацији кретања на девизном тржишту, повећани су проценти динарског издвајања дела девизне обавезне резерве за 7 п.п., на 27%, на обавезе рочности до две године и за 4 п.п., на 19%, на обавезе рочности преко две године.

По основу наведених измена Одлуке о обавезној резерви банака код Народне банке Србије, као и због промене динарске и девизне основице банака, динарска обавезна резерва је у П1 повећана за 46,9

млрд динара, док је девизна обавезна резерва смањена за 658,5 млн евра.

Лизинг обавезна резерва је у П1 смањена за 5,3 млн евра и у јуну је износила 45,2 млн евра.

Операције на девизном тржишту

У складу с Програмом монетарне политике за 2012. годину, Народна банка Србије је спроводила режим руковођено пливајућег девизног курса. Интервенције на девизном тржишту користила је ради ублажавања прекомерних дневних осцилација девизног курса и обезбеђивања несметаног функционисања девизног тржишта. Током П1, Народна банка Србије је на МДТ-у банкама укупно продала 1.288,8 млн евра.

Депрецијацијски притисци, започети крајем 2011. године, настављени су и током највећег дела П1 2012. У условима смањеног прилива капитала због неизвесности у земљи и иностранству, као и раста тражње клијената за девизама подстакнутог пре свега повећаним увозом енергената, динар је у Т1 номинално депрецирао у односу на евро за 6,0%. Да би обезбедила несметано функционисање девизног тржишта, Народна банка Србије је на МДТ-у у фебруару продала 188,5 млн евра, а у марту 310,0 млн евра.

Депрецијацијски притисци су настављени током Т2, а најизраженији су били у мају, када је забележена највећа месечна номинална депрецијација динара од почетка године (4,0%) и када је Народна банка Србије продала највећи износ девиза (472,7 млн евра).

У јуну су депрецијацијски притисци ублажени. Томе су, поред интервенција Народне банке Србије у претходном периоду, допринеле измене регулативе о обавезној резерви банака и повећање референтне каматне стопе. Наиме, повећање дела девизне обавезне резерве који се издваја у динарима у јуну утицало је да се банкарском сектору ослободе девизна средства и истовремено наметнуло потребу за већим динарским средствима. Потребна динарска средства банке су обезбедиле смањењем пласмана у репо хартије од вредности Народне банке Србије, али и продајом девиза на МДТ-у, чиме се додатно утицало на ублажавање депрецијацијских притисака. Стога је у јуну, посматрано на месечном нивоу, динар први пут ове године номинално апрецирао према еврџ (0,7%).

Девизни своп

Народна банка Србије је током П1 наставила са организовањем редовних своп аукција продаје и куповине девиза, чији је циљ стимулисање развоја међубанкарске своп трговине и развоја тржишта инструмената заштите од девизног ризика. Аукције су организоване једном недељно, по тржишним условима и у ограниченим количинама. Од почетка године до 30. јуна Народна банка Србије је организовала 52 аукције своп продаје и своп куповине девиза, рочности три месеца, и на њима је укупно своп продала 116,0 млн евра и своп купила 123,0 млн евра. Стање девизних потраживања Народне банке Србије по основу своп продаје девиза 30. јуна износило је 16,0 млн евра, а стање девизних обавеза по основу своп куповине девиза 36,0 млн евра.

Аукцијски краткорочни динарски кредити

У току П1 Народна банка Србије је једном месечно организовала аукције краткорочних динарских кредита на основу залогџ ХоВ, као меру за одржавање ликвидности банака. Реализована је само једна аукција, на којој је одобрено укупно 2,0 млрд динара кредита.

Остале каматне стопе

Одлука о каматним стопама које Народна банка Србије примењује у поступку спровођења монетарне политике у П1 2012. није мењана, па су релативни односи каматних стопа према референтној каматној стопи остали непромењени. Будући да је референтна каматна стопа измењена у јануару и јуну ове године, промењене су и каматне стопе које су утврђене у релативном односу према њој.

3. Остварење циљане инфлације у периоду јануар–јун 2012. године

Међугодишња инфлација се током П1 2012. године кретала у границама дозвољеног одступања од циља, изузев у априлу, када се нашла незнатно испод доње границе тог одступања (остварено 2,7%, доња граница за април 2,8%). Пад мг. инфлације, започет у мају претходне године, настављен је до априла, а након тога је уследио постепен раст, највише по основу раста цена хране. У јуну је мг. инфлација износила

5,5% и приближила се горњој граници дозвољеног одступања од циља.

Раст потрошачких цена у периоду јануар–јун износио је 5,2% (2,0% у Т1 и 3,1% у Т2) и у највећој мери био је одређен растом цена **непрерађене хране**. Цене ове групе производа порасле су за 23,3%. Њихов допринос шестомесечној инфлацији износи 2,9 п.п., што представља више од половине укупног раста у П1. Највећи раст у оквиру групе забележен је код цена воћа и поврћа (32,6%) као последица неповољних климатских услова. Допринос воћа и поврћа укупној шестомесечној инфлацији износио је 1,9 п.п. У оквиру групе непрерађене хране, знатан раст цена забележен је и код свежег меса, што је резултат јачања трошковних притисака по основу раста цена сточне хране и повећања увозних цена.

Цене прерађене хране су у П1 забележиле раст од 0,3% иако су до маја, захваљујући углавном снижењу цена производа чије су марже ограничене уредбом Владе РС, цене ове групе производа биле у паду. Главни узрок раста је повећање цена уља од сунцокрета и месних прерађевина. Посматрано по тромесечјима, цене прерађене хране су у Т1 забележиле пад од 0,7%, а у Т2 раст од 1,0%.

Цене индустријских производа без хране и енергије повећане су за 3,9% у П1 и њихов допринос

Табела II.3.1. Раст и доприноси компоненти расту потрошачких цена у П1 2012.

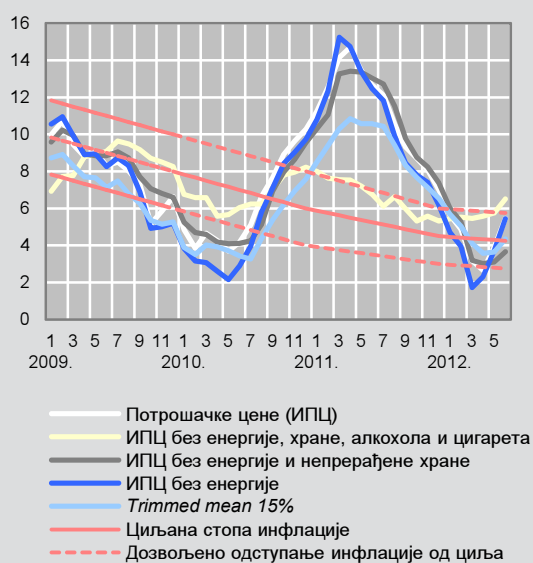
	Стопе раста (у %)	Доприноси (у п.п.)
Потрошачке цене (ИПЦ)	5,2	5,2
Непрерађена храна	23,3	2,9
Прерађена храна	0,3	0,1
Индустријски производи без хране и енергије	3,9	1,0
Енергија	3,4	0,6
Услуге	3,5	0,7
Индикатори базне инфлације		
ИПЦ без енергије	5,6	4,6
ИПЦ без енергије и непрерађене хране	2,5	1,7
ИПЦ без енергије, хране, алкохола и цигарета	3,5	1,3
Регулисане цене	1,4	0,3

Извор: РЗС и НБС.

шестомесечној инфлацији износио је 1,0 п.п. Цене ове групе производа расле су нешто бржим темпом у Т1 (2,1%) у односу на Т2 (1,7%), углавном због повећања акциза на цигарете у јануару. Поред цигарета, у оквиру ове групе већи раст су забележиле цене путничких аутомобила (због усклађивања с девизним курсом), као и производа кућне хемије.

Цене у групи енергије су у првих шест месеци повећане за 3,4%, с тим што њихов раст није био

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



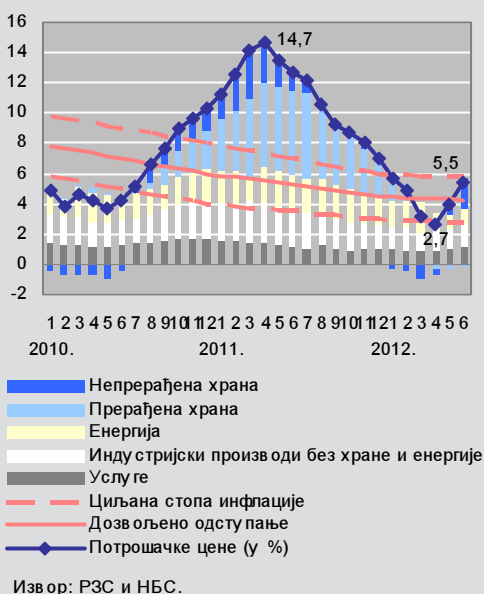
Извор: РЗС и НБС.

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



Извор: РЗС и НБС.

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



равномеран. Знатно већи раст (2,9%) остварен је у Т1, када је дошло до раста светске цене нафте. У Т2 (0,5%) светска цена нафте је пала, али је због ефекта депрецијације динара према долару изостао очекивани пад цена нафтних деривата (остварен је раст од 1,5%).

Цене услуга су у П1 порасле за 3,4%. Највећи раст у оквиру ове категорије цена забележиле су цене закупа стана и туристичких пакет-аранжмана (због усклађивања с девизним курсом). Раст цена услуга у Т1 је износио 1,2%, док је у Т2 био виши, 2,4%. Виши раст у другом тромесечју резултат је укључивања цена нових летњих аранжмана у обрачун и повећања цена транспортних услуга и услуга за одржавање и оправку станова.

ИПЦ без цена енергије, хране алкохола и цигарета (најчешће коришћена мера базне инфлације) остварио је у П1 раст од 3,5%. Највећи допринос полугодишњем расту дале су цене производа кућне хемије, закупа стана, туристичких пакет-аранжмана и путничких аутомобила, тј. цене производа и услуга које се усклађују с курсом динара. Тај индикатор остварио је у Т2 виши раст у поређењу с Т1 (2,2% и 1,3%, респективно), док је на м. нивоу убрзао раст (са 5,0% у марту на 6,8% у јуну) и крајем периода се нашао изнад горње границе дозвољеног одступања од циља.

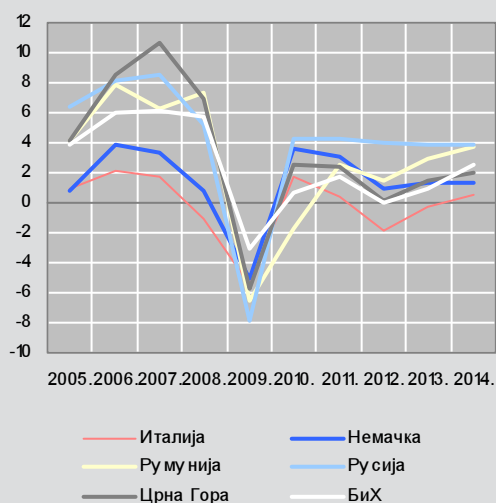
Регулисане цене су у П1 повећане за 1,4%. Раст ове групе производа и услуга у Т1 износио је 1,3% и био је резултат повећања акциза на цигарете и цена комуналних услуга. У Т2 раст регулисаних цена био је незнатан, свега 0,1%. На међугодишњем нивоу, раст регулисаних цена је успорен у односу на крај 2011. године (10,4%) и у јуну ове године је износио 2,8%.

III. Макроекономски услови спровођења монетарне политике

1. Међународно окружење

У П1 2012. године дошло је до успоравања глобалне привредне активности у односу на 2011. Томе је највише допринело погоршање кризе јавног дуга у зони евра. Након Грчке, Ирске и Португала, и Шпанија је затражила и добила помоћ од међународних кредитора у износу од око 100 млрд евра за докапитализацију проблематичних банака. Негативне прогнозе економског раста, подстакнуте политичким тензијама и изостанком трајног решења за довођење јавних финансија у одрживе оквире, утицале су да државне ХоВ високозадужених земаља зоне евра наставе да бележе високе приносе.

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



Извор: ММФ WEO (последњи расположиви и подаци).

Привреда зоне евра је, након стагнације у Т1 2012, забележила пад од 0,2% у Т2. Индикатори економског раста указују да би се то могло поновити и у Т3, чиме би регион технички ушао у рецесију, коју је, за сада, избегао. За целу 2012. годину вероватан је пад БДП-а, и то око 0,5% према прогнози *Consensus Forecast*-а, односно 0,3% према прогнози ММФ-а из јула. Инфлаторни притисци у зони евра постепено се смањују, пре свега под утицајем слабења агрегатне тражње и високе стопе незапослености (11,2% у јуну), која је највиша од формирања монетарне уније.

Кретања и пројекције макроекономских показатеља у САД повољније су у поређењу са зоном евра. Ипак, прогнозе привредног раста и незапослености су погоршане, у складу с глобалним кретањима. Незапосленост је благо смањена у односу на крај 2011, и у јуну 2012. је износила 8,2%. Раст мг. инфлације је осетно успорен и у јуну је износио 1,7%. Очекује се да ће привредни раст, према последњој прогнози ММФ-а, у 2012. години износити 2,0%. С друге стране, ризик по економију САД могао би представљати раст јавног дуга, који је достигао 101,5% БДП-а у Т1 2012, као последица мера фискалне стимулације предузетих у претходном периоду.

Криза у зони евра утиче на успоравање раста у централној и источној Европи, а у појединим земљама региона и на рецесију. Преливање кризе из зоне евра огледа се пре свега у смањењу спољне тражње и страних директних инвестиција, као и у смањеној доступности иностраних извора финансирања. Пројекција раста ММФ-а за 2012. годину свих економија у региону знатно је нижа од раста оствареног у 2011. години. За регион у целини очекује се раст од свега 1,9% у 2012, у поређењу са 5,3% у 2011. Према прогнози *Consensus Forecast*-а, у 2012. се очекује раст за Русију и Пољску, док ће Чешка, Хрватска, Словенија и Мађарска забележити пад.

Земље азијско-пацифичког региона наставиле су у Т1 привредну експанзију, која је у Т2 успорена, превасходно као последица пада спољне тражње. Очекује се да носиоци раста – економије Кине и Индије – у 2012. години остваре раст од 8,0% и 6,1%, респективно. Након пада БДП-а Јапана од 0,7% у 2011, узрокованог елементарним непогодама, ове године се за ту земљу очекује раст од 2,4%.

Централне банке развијених земаља у П1 наставиле су да воде експанзивну монетарну политику. Одбор гувернера ФЕД-а одлучио је да програм *Operation Twist* буде продужен до краја 2012, с најавом да ће референтна каматна стопа бити задржана на ниском нивоу до краја 2014. Банка Енглеске је кроз квантитативно попуштање емитовала додатних 50 млрд фунти. Због погоршаних услова финансирања и несклоности банака ка новим пласманима, ЕЦБ је у фебруару ове године организовала другу аукцију трогодишњих кредита за ликвидност путем операције дугорочног рефинансирања (LTRO). Међу централним банкама у региону источне и централне Европе експанзивнију монетарну политику у П1 водиле су Румунија и Чешка, док је централна банка Пољске, због јачања инфлаторних притисака, референтну стопу повећала.

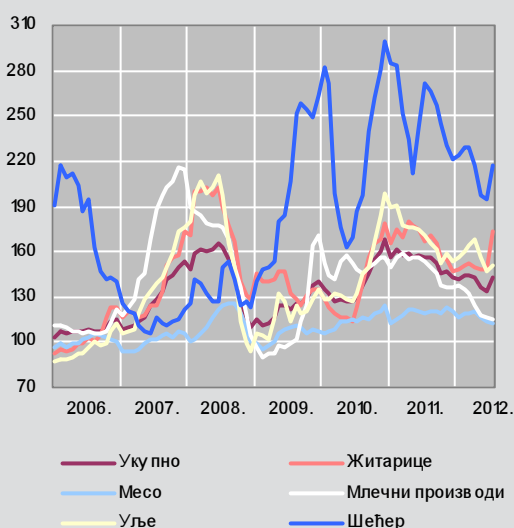
Девизни курс евра према америчком долару током Т1 одржавао се на релативно високом нивоу (у просеку 1,31 EUR/USD) због очекивања да ће се криза јавног

дуга у зони евра ефикасно решити. У Т2 је, у околностима повећане неизвесности око опстанка заједничке европске валуте, дошло до јачања америчког долара у односу на евро. Трагања инвеститора за сигурносним уточиштима осим долара имала су као резултат раст вредност јапанског јена. Централна банка Швајцарске је током П1 успешно одржавала горњу границу вредности франка од 1,20 према евра.

У П1 је настављен тренд смањења цена хране забележен крајем претходне године. То је евидентно по кретању индекса светских цена хране, који је у П1 смањен за додатних 5,9%. Крајем јуна цене примарних пољопривредних производа на светском тржишту су, због генерално лоших временских услова, почеле да расту, што је појачало притиске на раст светских цена хране.

Цена нафте је у Т1 забележила раст од 15%, да би крајем марта достигла 126 долара по барелу за нафту типа „брент“. Погоршање геополитичке ситуације на Блиском истоку и хладно време основни су фактори који су допринели расту цене нафте у Т1. Потом је цена нафте почела да пада и на крају јуна је износила свега 89 долара по барелу. Цена нафте опала је под утицајем смањене тражње на глобалном нивоу, условљене споријим опоравком од очекиваног у земљама највећим потрошачима нафте, али и повећањем производње од стране чланица ОПЕЦ-а,

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



Извор: ФАО, УН.

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



Извор: Блумберг, тржиште фјучерса и процене НБС.

* Цена нафтних фјучерса за нафту типа "у рал" израчуната је на основу историјских разлика у цени нафте типа "брент" и нафте типа "у рал".

посебно Саудијске Арабије, уз смиривање тензија на Блиском истоку.

Цена злата одржавала се на релативно високом нивоу током већег дела Т1, одражавајући склоност инвеститора ка сигурнијим облицима улагања. Пад цене овог племенитог метала који је уследио резултат је јачања долара, али и смањења инфлације на глобалном нивоу, будући да се злато традиционално сматра заштитником вредности средстава од инфлације. Пад цене допринела и је повећана понуда злата, мотивисана реализацијом профита инвеститора на основу разлике у цени.

Раст цене бакра који је остварен током Т1 приписује се факторима тражње – повољним индикаторима с тржишта рада у САД, очекивањима да ће криза у зони евра попустити и проценама да ће Кина монетарну политику ублажити. Током Т2 цена бакра је бележила пад, а највећи је био, као и у случају нафте, у мају. Такво кретање било је одређено вестима о успоравању привредног раста највећих потрошача бакра, Кине и САД, као и повећаном забринутости око дужничке кризе у зони евра.

2. Међународне трансакције

Платнобилансна кретања и девизне резерве

Дефицит текућег рачуна платног биланса је у П1 2012. повећан, пре свега због повећања трговинског дефицита. Повећан је и одлив по основу плаћања камата и повлачења добити, док је прилив од дознака смањен. По основу СДИ забележен је нето одлив капитала, а већа неизвесност на финансијским тржиштима се одразила на знатно мањи прилив капитала од портфолио инвестиција. Банке су се раздужиле према иностранству у већој мери него што је износио раст нето задужења државе и привреде. Таква кретања имала су за резултат пад девизних резерви Народне банке Србије.

Дефицит текућег рачуна платног биланса је у односу на исти период претходне године повећан за 45,3% и износио је 1.895 млн евра. Робни дефицит је повећан за 14,4% због знатно споријег раста извоза (0,5%) од раста увоза (5,7%), док је покривеност увоза извозом смањена за 3,1 индексни поен, на 59,4%. Незнатан раст извоза био је последица пада тражње на извозним тржиштима Србије, пре свега Европске уније. Кретање увоза највише је било под утицајем

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

	Јануар–јун	
	2011.	2012.
ТЕКУЋЕ ТРАНСАКЦИЈЕ – САЛДО	-1.304	-1.895
ТЕКУЋЕ ТРАНСАКЦИЈЕ БЕЗ ЗВАНИЧНЕ ПОМОЋИ – САЛДО	-1.394	-1.959
1. Роба (1.1 – 1.2)	-2.468	-2.824
1.1. Извоз робе f.o.b	4.117	4.136
1.2. Увоз робе f.o.b.	-6.585	-6.959
2. Услуге (2.1 – 2.2)	41	30
2.1. Приходи	1.352	1.414
2.2. Расходи	-1.311	-1.385
3. Биланс робе и услуга (3.1 – 3.2)	-2.427	-2.794
3.1. Извоз робе и услуга	5.469	5.550
3.2. Увоз робе и услуга	-7.896	-8.344
4. Доходак	-365	-440
4.1. Приходи	201	243
4.2. Расходи	-566	-683
5. Текући трансфери	1.487	1.339
5.1. Приходи	1.661	1.505
5.2. Расходи	-174	-165
КАПИТАЛНИ РАЧУН	-1	-7
ФИНАНСИЈСКИ РАЧУН	1.132	1.680
1. Директне инвестиције – нето	566	-138
1.1. У иностранство (потраживања)	-30	-16
1.2. У Србију (обавезе)	596	-122
2. Портфолио инвестиције – нето	766	134
2.1. Актива (потраживања)	14	-81
2.2. Пасива (обавезе)	752	215
3. Остале инвестиције	1	-332
3.1. Актива (потраживања)	309	-777
3.2. Пасива (обавезе)	-308	445
4. Средства резерви	-200	2.016
ГРЕШКЕ И ПРОПУСТИ	173	223
УКУПАН БИЛАНС	200	-2.016

Извор: НБС и РЗС.

раста увоза репроматеријала, односно струје и гаса у Т1 због неповољних временских прилика почетком године. На раст вредности увоза репроматеријала, поред пораста његовог физичког обима, знатно је утицао и раст цена енергената.

Стагнација обима спољнотрговинске размене одразила се и на бржи раст расхода (5,6%) у односу на приходе од услуга (4,6%), тако да су остварени нето приходи мањи за 11 милиона евра.

Прилив по основу камата на депозите и ХоВ повећан је за 11,0 милиона евра, углавном због пораста прихода од иностраних ХоВ. Плаћање редовних камата на инокредите (408,9 милиона евра) повећано је за 32,6 милиона евра, док је одлив по основу повлачења добити (256,3 милиона евра) повећан за 76,4 млн евра. То је у целини утицало да се негативни салдо доходака повећа на 440,2 млн евра (20,7% мг.). Нето текући трансфери (углавном дознаке) од 1.339,1 млн евра смањени су за 10%, па је покриће дефицита

биланса робе и услуга и камата нето приливом средстава по основу текућих трансфера (42,1%) знатно смањено у односу на исти период претходне године (53,5%).

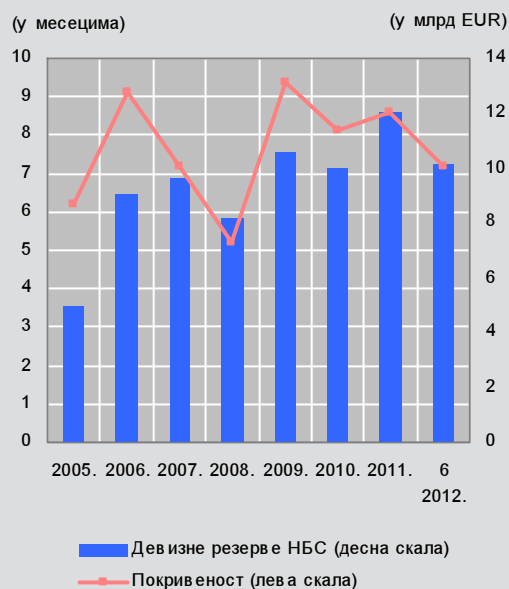
И поред солидног прилива СДИ у Србију у П1, њихов нето износ имао је негативан предзнак (–122,5 млн евра), превасходно због откупа акција од страног улагача и повлачења дела улагања у телекомуникацијама. У структури страних директних улагања преовлађивале су инвестиције у трговину на велико (29,8%), аутомобилску индустрију (17,2%) и грађевинарство (12,9%). По основу портфолио улагања остварен је мањи нето прилив (134,0 млн евра) због мање нето продаје државних ХоВ страним инвеститорима (од 224,6 млн евра).

Нето коришћење осталих инвестиција (кредита и депозита) смањено је за 331,8 млн евра. Банке су се више нето раздужиле (484,4 млн евра) него што је износило повећање задужености предузећа и државе по основу дугорочних и краткорочних кредита (247,4, односно 109,4 млн евра). Девизне резерве банака су повећане за 360,1 млн евра по основу повлачења обавезне резерве банака код Народне банке Србије.

Таква кретања у текућем и финансијском билансу утицала су на јачање депрецијацијских притисака и захтевала знатније интервенције Народне банке Србије на МДТ-у, што је и био главни разлог пада девизних резерви Народне банке Србије. Тако су током П1 девизне резерве смањене за 1.897,0 млн евра и 30. јуна износиле су 10.160,8 млн евра. Истовремено, нето девизне резерве су износиле 5.420,0 млн евра и биле су мање за 1.244,0 млн евра у односу на крај 2011. године. Народна банка Србије је у П1 испунила критеријум о минималном износу нето девизних резерви (договорен техничким меморандумом о разумевању с ММФ-ом). Последњег дана јуна нето девизне резерве Народне банке Србије су износиле 5.227,0⁸ млн евра и биле су веће за 1.127,0 млн евра од минималног износа од 4.100,0 млн евра, који је договорен с ММФ-ом за крај јуна 2012.

Девизне резерве Народне банке Србије покривале су новчану масу М1 у износу од 438%, краткорочни дуг у износу од 2.416% и 7,2 месеца увоза робе и услуга.

Графикон III.2.1. Покривеност увоза девизним резервама



Извор: НБС.

У структури девизних резерви током П1 задржано је веће учешће ХоВ у односу на средства на рачунима у иностранству из разлога повећања сигурности и ликвидности девизних резерви у условима светске финансијске кризе.

На дан 30. јуна 2012. иностране ХоВ чиниле су 71,2% девизних резерви, девизна средства на рачунима у иностранству (депозити и текући рачуни Народне банке Србије) 16,0%, злато 5,9%, ефективни страни новац 4,3% и СПВ код ММФ-а 2,6%.

Народна банка Србије је за првих шест месеци 2012. године по основу купона на иностране ХоВ остварила приход у износу од 81,3 млн евра и приход по основу камата на депозите, СПВ, рачуне по виђењу и текуће рачуне у износу од 1,7 млн евра.

Од продаје ХоВ Републике Србије деноминираних у еврима остварен је прилив у износу од 333,1 млн евра.

⁸ Обрачунато по програмском курсу ММФ-а — курсна листа Народне банке Србије бр. 143 од 29. јула 2011. године.

По основу коришћења кредита за Републику Србију, преко девизних резерви Народне банке Србије остварен је прилив у износу од 212,1 млн евра, и то за:

- општинску и регионалну инфраструктуру, изградњу обилазнице око Београда, истраживање и развој јавног сектора, обнову путева и мостова, мала и средња предузећа, обнову школа и град Београд – од Европске инвестиционе банке (202,7 млн евра);
- за финансирање железнице – од Eurofime (8,9 млн евра) и
- за реконструкцију станова на подручју погођеном клизиштима – од Банке за развој Савета Европе (0,5 млн евра).

По основу обављања привременог платног промета с Косовом и Метохијом остварен је девизни прилив у износу од 138,4 млн евра.⁹ По основу донација остварени девизни прилив је износио 36,9 млн евра, а од приватизације (по основу активирања две гаранције о раскиду уговора за продају предузећа) 17,6 млн евра.

У првих шест месеци 2012. по основу интервенција Народне банке Србије на МДТ-у забележен је одлив из девизних резерви у нето износу од 1.236,8 млн евра.¹⁰

Банке су у посматраном периоду повукле обавезну резерву у нето износу од 730,5 млн евра.

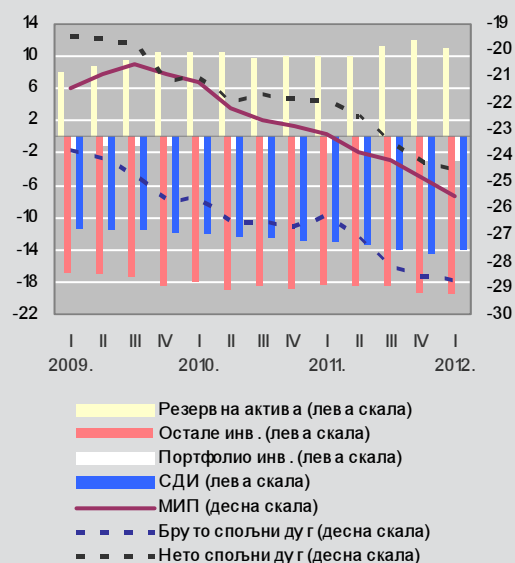
У току 2012. године редовно су измириване обавезе према инокредиторима у износу од 296,4 млн евра, док је по основу сервисирања старе девизне штедње из девизних резерви исплаћено 194,9 млн евра.

Међународна инвестициона позиција земље

Србија је током Т1 2012. године смањила страну финансијску активу за 5,9%, на 18.332,3 млн евра, а страну пасиву за 0,9%, на 43.871,4 млн евра. Тиме је негативна међународна инвестициона позиција Србије повећана за 3,0%, на 25.539,1 млн евра.

На повећање негативне нето позиције Србије за 1.033,3 млн евра утицао је нето прилив капитала по основу реализованих трансакција. Супротно томе, валутне промене, промене цена финансијских

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



Извор: НБС.

инструмената и остале промене утицале су на смањење негативне нето позиције Србије за 292,5 млн, 2,9 млн и 5,7 млн евра, респективно.

Посматрано по секторима, позитивна међународна инвестициона позиција Народне банке Србије смањена је за 9,1%, на 9.428,5 млн евра. Страна финансијска актива смањена је за 8,2%, на 11.073,1 млн евра, по основу смањења резервне активе државе. Страна финансијска пасива смањена је за 2,5%, на 1.644,5 млн евра, као последица отплате дуга по иностраним кредитима и негативних валутних промена.

Негативна нето позиција јавног сектора повећана је за 0,6%, на 9.970,8 млн евра. Улагање нерезидената у дужничке ХоВ државе повећано је за 3,6%, на 2.405,5 млн евра. Негативне валутне промене утицале су на смањење спољног дуга јавног сектора по иностраним кредитима и по коришћеним средствима алокације СПВ-а за 0,2%, на 7.116,4 млн евра, и 2,3%, на 448,9 млн евра, респективно.

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

¹⁰ Реализација трансакција по основу интервенција Народне банке Србије на МДТ-у исказује се у приливима и одливима девизних резерви Народне банке Србије два дана након извршене интервенције на МДТ-у (Т+2).

Међународна инвестициона позиција банкарског сектора као нето дужника повећана је за 0,7%, на 9.152,5 млн евра. Страна финансијска актива банака смањена је за 12,3%, на 1.297,7 млн евра. Диспонибилне резерве домаћих банака у иностранству смањене су за 233,2 млн евра. То смањење делимично је (за 51,0 млн евра) неутралисано порастом улагања у иностране дужничке ХоВ. Страна финансијска пасива банака смањена је за 1,1%, на 10.450,2 млн евра. Негативне валутне промене утицале су на смањење стања улагања нерезидената у директне и портфолио инвестиције укупно за 116,5 млн евра. Стање дуга банака по иностраним кредитима смањено је за 64,7 млн евра. Смањење је делимично (за 66,9 млн евра) неутралисано порастом готовог новца и депозита на рачунима нерезидената код домаћих банака.

Међународна инвестициона позиција осталих сектора према иностранству (пре свега привреде као највећег нето дужника) смањена је за 2,1%, на 15.844,4 млн евра. Страна финансијска актива привреде и становништва повећана је за 0,3%, на

5.961,5 млн евра. Стање улагања домаћих предузећа у иностране, углавном дужничке ХоВ повећано је за 31,6 млн евра. Стање потраживања по трговинским кредитима смањено је за 11,5 млн евра. Страна финансијска пасива привреде и становништва смањена је за 1,4%, на 21.805,9 млн евра. Стање по страним директним инвестицијама у домаћа предузећа смањено је за 3,3%, на 11.814,1 млн евра, при чему је акцијски капитал смањен за 442,4 млн, док су међукомпанијске обавезе фирми из Србије према њиховим страним власницима повећане за 22,9 млн. Портфолио улагања смањена су за 6,6%, на 420,1 млн евра. Стање дуга по иностраним финансијским кредитима повећано је за 1,4%, на 9.113,1 млн евра. Стање дуга по трговинским кредитима смањено је за 3,4%, на 458,6 млн евра.

Спољни дуг

Спољни дуг Републике Србије на крају јуна 2012. године износио је 24.085,8 млн евра и у односу на крај 2011. смањен је за 39,6 млн евра.

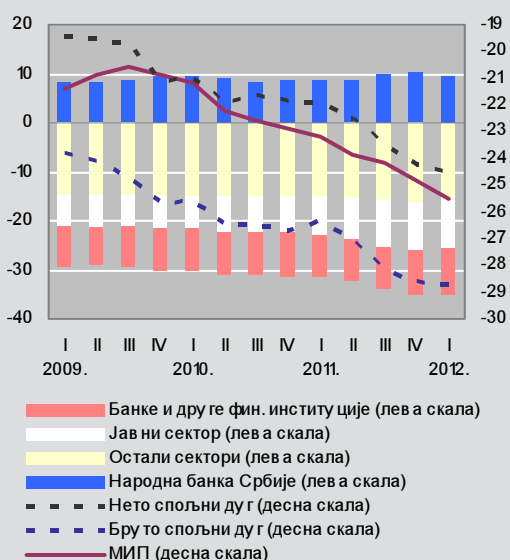
Учешће спољног дуга у процењеном БДП-у у току П1 смањено је за 1,5 п.п. и на крају јуна је износило 79,0%. Индикатор екстерне солвентности земље – однос спољног дуга и извоза робе и услуга – смањен је за 1,8 п.п., тако да је на крају јуна износио 208,5%. Однос укупних отплата по спољном дугу и извоза робе и услуга смањен је за 1,1 п.п. и на крају јуна је износио 34,4%.

Спољни дуг јавног сектора¹¹ је у П1 повећан за 258,4 млн евра, или 2,4%, и на крају јуна је достигао 11.031,7 млн евра. Порасло је учешће спољног дуга јавног сектора у укупном спољном дугу за 1,1 п.п., на 45,8%, а учешће спољног дуга јавног сектора у БДП-у је порасло за 1,6 п.п., на 36,2%.

Спољни дуг приватног сектора смањен је за 298,0 млн евра у односу на крај 2011. и на крају јуна је износио 13.054,1 млн евра. Његово учешће у БДП-у смањено је у посматраном периоду за 0,1 п.п., на 42,8%.

Спољни дуг банака (4.028,6 млн евра) смањен је за 335,5 млн евра, првенствено по основу смањења

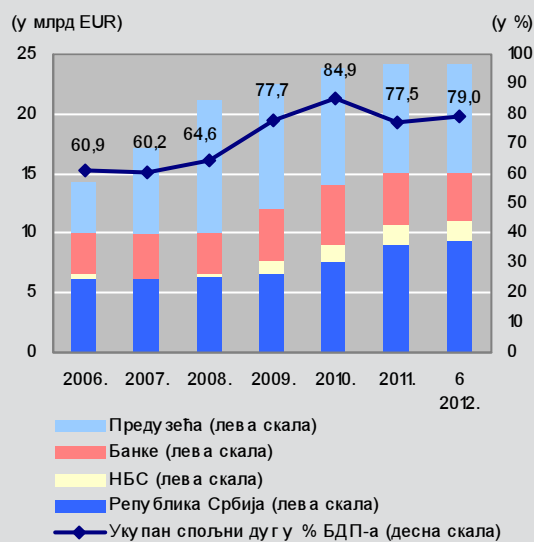
Графикон III.2.3. Међународна инвестициона позиција Републике Србије по секторима (у млрд EUR)



Извор: НБС.

¹¹ Спољни дуг јавног сектора Републике Србије, који се прати према методологији ММФ-а, обухвата репрограмирани стари дуг, нови државни и државно гарантовани дуг, обавезе Народне банке Србије, нерегулисане обавезе Републике Србије по основу клириншког дуга, као и део дуга локалне самоуправе и државних фондова без гаранције државе.

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



краткорочних банкарских линија и депозита (са 581,7 млн на 274,7 млн евра). Дугорочни дуг банака је смањен за 28,5 млн евра. Спољни дуг предузећа (9.025,5 млн евра) повећан је за 37,5 млн евра.

Највећа нето раздужења по основу дугорочних кредита (веће отплате главнице од коришћења) у току П1 забележена су у банкарском сектору (74,7 млн евра), сектору прерађивачке индустрије (22,2 млн евра), сектору финансијског лизинга (18,5 млн евра) и сектору изнајмљивања и лизинга аутомобила и лаких моторних возила (14,1 млн евра), док су највећа нето задужења (већа коришћења од отплата главнице) забележена у сектору грађевинарства (17,9 млн евра), сектору саобраћаја и складиштења (4,8 млн евра), као и сектору пољопривреде, шумарства и рибарства (4,1 млн евра).

Структура спољног дуга по оригинално уговореном доспећу је побољшана – учешће краткорочног дуга у укупном спољном дугу смањено је за 1,3 п.п. и на крају јуна је износило 1,4%.

Највећи део спољног дуга чини дуг према осталим страним кредиторима и износи 48,6% укупног спољног дуга, а односи се на дуг према страним банкама и осталим финансијским институцијама, добављачима, стратешким партнерима и осталим страним предузећима. Дуг према међународним финансијским организацијама представља 33,4% укупног дуга, консолидовани дуг према Париском клубу поверилаца 6,5%, страним владама и развојним

Графикон III.2.5. Спољни дуг Републике Србије по инокредиторима (стање на дан 30. јуна 2012)



Извор: НБС.

банкама страних влада 5,1%, дуг по основу емисије еврообвезница Републике Србије 3,3%, дуг према Лондонском клубу поверилаца 3,0% док дуг у неконвертибилној валути (клириншки дуг) износи 0,1% укупног дуга.

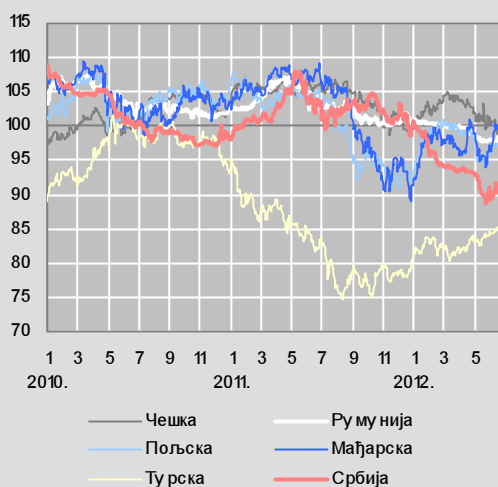
3. Кретања на девизном тржишту и курс динара

Динар је у току П1 номинално депрецирао у односу на евро за 9,7%. Слабљење домаће валуте било је нарочито изражено у првих пет месеци (укупно 10,3%), као последица повећања спољнотрговинског дефицита, повећаног трошења државе с рачуна код Народне банке Србије и смањеног прилива страних инвестиција у условима повећане неизвесности, како у земљи – у вези с фискалном консолидацијом и структурним реформама, тако и у иностранству – у вези разрешењем кризе јавног дуга у зони евра. Динар је у јуну апрецирао за 0,7%, чему су допринеле рестриктивне мере монетарне политике Народне банке Србије које су се односиле и на повећање референтне каматне стопе и повећање дела девизне обавезне резерве банака који се издваја у динарима.

Премија ризика Србије¹² се у првој половини 2012. године у великој мери кретала под утицајем глобалних фактора. До половине марта бележила је

тренд пада, што се може довести у везу са смиривањем тензија у зони евра и креирањем

Графикон III.3.1. Кретање курсева одређених националних валута према еврџу (дневни подаци, 30. 6. 2010 = 100)



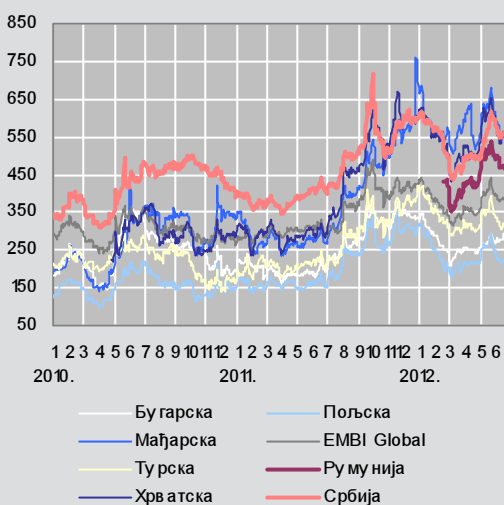
*Раст представља апрецијацију.

Извор: НБС и веб-сајтови централних банака.

ликвидности трогодишњим операцијама дугорочног финансирања ЕЦБ-а. У наредна три месеца премија ризика је повећана и на глобалном нивоу и у Србији, након што је криза у Грчкој допринела повећању неизвесности на финансијским тржиштима. Формирањем нове владе у Грчкој у јуну ублажена су страховања да ће Грчка прекинути програм са ЕУ, ММФ-ом и ЕЦБ-ом, што је умирило финансијска тржишта и утицало на пад премије ризика. Пад премије ризика у Србији у јуну био је мање изражен него у већини земаља у окружењу због повећаних ризика у вези с динамиком и јачином фискалне консолидације и структурних реформи. Она је крајем јуна износила 553 б.п., што је било приближно нивоу Хрватске.

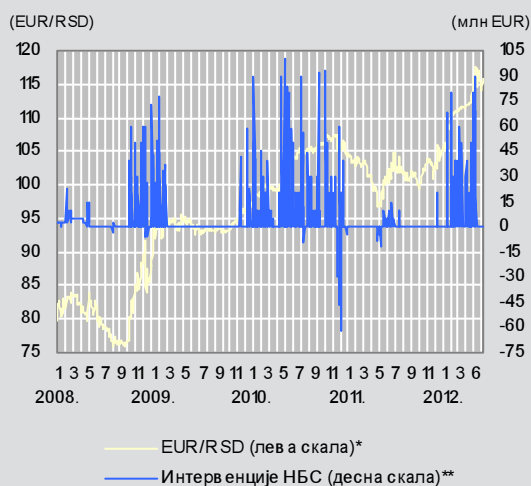
Просечна дневна трговина на МДТ-у (без Народне банке Србије) у П1 је износила 67,9 млн евра. Посматрано по месецима, у прва четири месеца је забележена тенденција смањења обима трговине на МДТ-у, док је у наредна два месеца остварен њен опоравак. Просечне дневне осцилације курса динара у односу на евро су и даље мање од осцилација већине других валута чији се курс формира слободно, нпр. чешке круне, пољског злота, мађарске форинте и турске лире.

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



Извор: JP Morgan.

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



* 1 EUR у RSD.

** + продаја; - куповина.

Извор: НБС.

¹² За мерење премије ризика користи се ЕМБИ (Emerging Markets Bond Index).

Да би обезбедила несметано функционисање девизног тржишта и ублажила прекомерне дневне осцилације курса, Народна банка Србије је током П1 на МДТ-у продала 1.288,8 млн евра.

С обзиром на слабење динара према евра и евра према долару током П1, динар је номинално депрецирао према долару за 12,2%. Уз номиналну депрецијацију ефективног курса динара (10,2%)¹³ и бржи раст домаћих цена од иностраних, у П1 је забележена реална ефективна депрецијација динара од 6,6% (6,1% према евра и 9,0% према долару).

4. Кретања на тржишту новца и капитала и кредити банака

Каматне стопе

Кретања на тржишту новца у III обележио је пад динарске ликвидности, што је имало за последицу раст динарских каматних стопа на међубанкарском тржишту новца, посебно крајем периода. Каматна стопа BEONIA остварила је раст од преко 2 п.п., па је тако након дуже времена просечна месечна вредност ове каматне стопе у

мају и јуну била већа од референтне каматне стопе Народне банке Србије. У складу са смањењем динарске ликвидности банкарског сектора, промет на преконоћном међубанкарском тржишту новца је повећан. Просечан дневни промет у П1 износио је 7,0 млрд динара и у односу на П2 2011. био је виши за 18,4%.

Каматне стопе BELIBOR свих рочности оствариле су раст, али нешто блажи за дуже рочности. На крају П1 просечне вредности каматних стопа BELIBOR кретале су се у распону од 11,4% за најкраћу рочност до 12,4% за рочност од шест месеци.

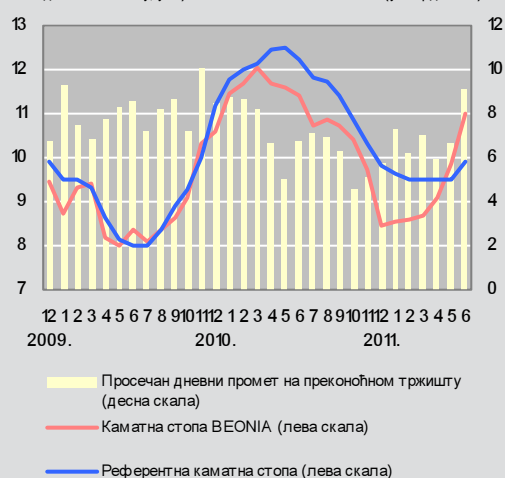
На примарном тржишту државних ХоВ током П1 нису емитоване ХоВ рочности од три месеца. Истовремено је смањиван обим емисије шестомесечних ХоВ, да би у јуну држава први пут понудила искључиво дугорочне ХоВ. Такође, почетком године држава је први пут емитовала ХоВ рочности од пет година, чиме је динарска крива приноса додатно продужена.

Извршне стопе на аукцијама државних ХоВ оствариле су раст, који је износио од 0,2 п.п. за рочност од једне године до 1,2 п.п. за рочност од две године. На крају јуна кретале су се у распону од 13,2% до 15,0%.

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

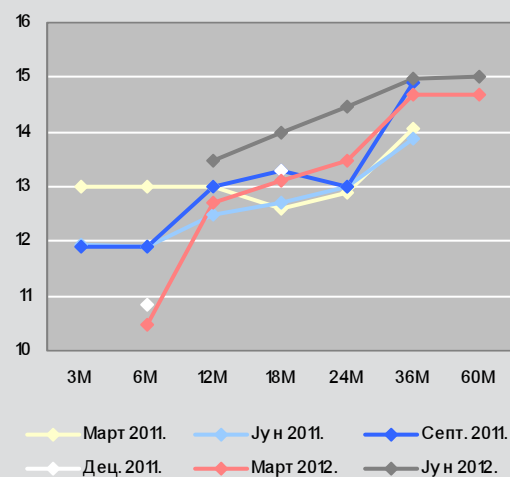
(просечне пондерисане вредности,
на годишњем нивоу, у %)

(у млрд RSD)



Извор: НБС.

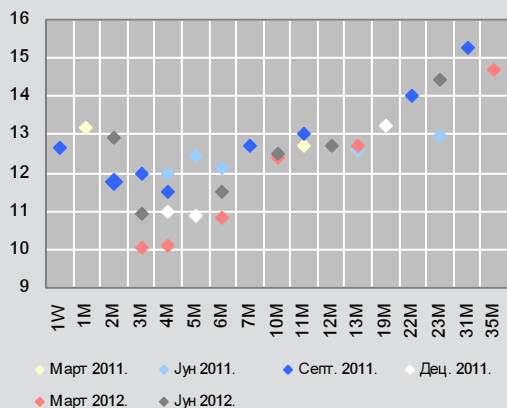
Графикон III.4.2. Каматне стопе на примарном тржишту државних ХоВ
(просечне пондерисане в редности, на годишњем нивоу, у %)



Извор: Министарство финансија и привреде.

¹³ Коришћени пондери: 0,8 за евро и 0,2 за долар.

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



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

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

Графикон III.4.4. Кретање каматних стопа на новоодобрене динарске кредите привреди и становништву*
(просечне пондерисане в редности, на годишњем нивоу, у %)



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

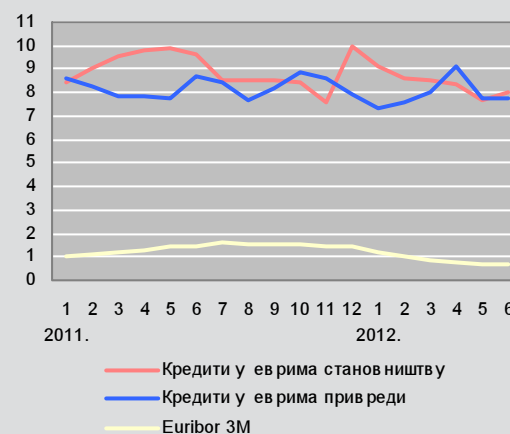
Извор: НБС.

Раст извршних стопа на државне ХоВ остварен је углавном крајем полугодишта, када су забележени мања тражња и нижи степен реализације. Просечна реализација динарских ХоВ је у П1 износила 58,3%, с тим што је у јуну смањена на свега 19,0%. Пораст извршних стопа и пад тражње за државним ХоВ дугује се расту премије ризика земље и неизвесности око динамике и јачине фискалне консолидације, али и рестриктивним мерама монетарне политике с краја посматраног периода.

Држава је у П1 наставила с повременим емисијама ХоВ деноминираних у еврима. На аукцији у фебруару, извршне стопе за рочност од годину дана износили су 5,95% и у односу на претходну аукцију исте рочности, која је одржана у фебруару 2011, биле су више за 1,5 п.п. Извршне стопе за рочност од 18 месеци повећане су за 0,9 п.п. и у јуну су се кретале на нивоу од 6,3%. У П1 држава је први пут организовала аукцију двогодишњих ХоВ деноминираних у еврима, на којој је извршна стопа износила 6,25%.

У секундарном трговању државним ХоВ стопе приноса до доспећа такође бележе раст. У јуну су се кретале у распону од 10,6% за рочност од два месеца до 14,4% за рочност од 23 месеца. Укупан обим промета на секундарном тржишту у П1 износио је 31,8 млрд динара, што представља знатно повећање у односу на П2 2011. године, када је износио 14,1 млрд динара.

Графикон III.4.5. Кретање каматних стопа на новоодобрене кредите у еврима и евроиндексиране кредите привреди и становништву*
(просечне пондерисане в редности, на годишњем нивоу, у %)



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

Извор: НБС и Европска банкарска федерација.

Каматне стопе на новоодобрене динарске кредите оствариле су током П1 благ раст од 0,2 п.п. и износили 17,3% у јуну. Раст је остварен по основу каматних стопа на динарске кредите привреди, које су повећане за 0,4 п.п., на 16,5%. У структури новоодобрених

динарских кредита привреди, повећане су каматне стопе на инвестиционе и остале кредите, док су незнатно смањене каматне стопе на кредите за обртна средства. С друге стране, смањене су каматне стопе на све врсте динарских кредита становништву, у просеку за 0,9 п.п., на 18,8%.

Просечна пондерисана каматна стопа на новоодобрене кредите у еврима и евроиндексиране кредите у јуну је износила 7,8%, што је за 0,5 п.п. мање него на крају претходне године. Код становништва, смањене су каматне стопе на потрошачке и остале кредите, док је каматна стопа на стамбене кредите повећана. Међутим, и каматне стопе на стамбене кредите су на nižем нивоу у односу на највећи део прошле године, изузев у новембру и децембру када је дошло до снижавања каматних стопа у складу с новим Законом о заштити корисника финансијских услуга. Код сектора привреде, каматне стопе на инвестиционе и извозне кредите бележе благ раст, док су каматне стопе на кредите за обртна средства смањене.

У П1 су повећане каматне стопе на најскупље облике задуживања (револвинг кредите, дуг по кредитним картицама и прекорачења по текућем рачуну) – за сектор привреде за 0,9 п.п., на 11,9%, а за сектор становништва за 0,3 п.п., на 26,0%.

На крају П1, каматне стопе на орочене динарске депозите становништва износиле су 10,0% и биле су више за 0,3 п.п. у односу на крај 2011. године, док су каматне стопе на орочене депозите у еврима и орочене депозите индексираних еврима биле ниже за 0,6 п.п. и износиле су 4,1%. Каматне стопе на динарске депозите привреде повећане су за 0,4 п.п., на 10,1%, а на нове депозите у еврима или индексираних еврима смањене за 0,8 п.п., на 3,1%.

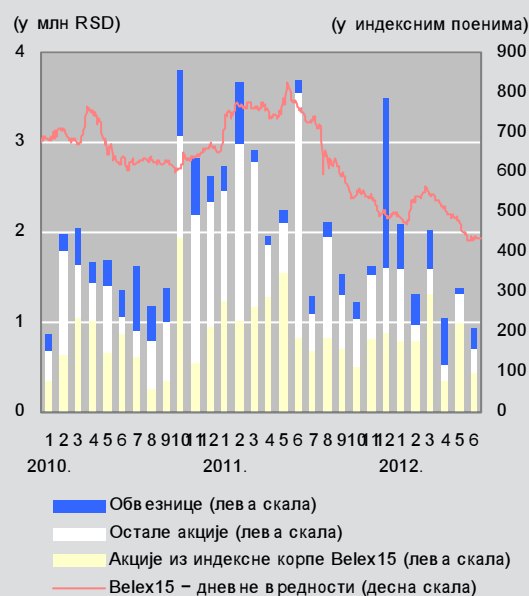
Кретања на берзи

Вредности оба индекса Београдске берзе смањене су у П1 2012. Индекс најликвиднијих акција BELEX15 смањен је за 12,6%, а општи индекс BELEXline за 9,1%.

Иако су почетком године оба индекса имала позитивне корекције вредности, у другом тромесечју је уследио пад који је поништио започети опоравак берзанског тржишта.

Пад референтних индекса Београдске берзе последица је повећане неизвесности у земљи у вези са састављањем нове владе и њеном будућом економском политиком. Такође, искључење акција Агробанке с листинга Берзе негативно се одразило на

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



Извор: Београдска берза.

акције из финансијског сектора, које су биле међу ликвиднијим на Берзи.

И спољни фактори, као што су спорији привредни раст од очекиваног и криза јавног дуга у зони евра, допринели су мањем учешћу страних инвеститора на Београдској берзи и последичном паду вредности акција. Наиме, нерезиденти су у трговању акцијама били нето купци у износу од 0,5 млрд динара, у поређењу с нето куповином акција од стране нерезидената од 4,6 млрд динара у П1 2011.

Уз смањење вредности акција, на Београдској берзи је регистрован и знатан пад промета. Тако је промет од укупно 8,8 млрд динара био готово упола мањи у односу на исти период претходне године. Ако се посматра само трговање акцијама, пад промета је био израженији и износио је 57,7%.

У трговању облигацијама старе девизне штедње порастао је промет за 42,3% у односу на П1 2011. Стопе приноса до доспећа оствариле су раст и крајем јуна су се кретале у распону од 5,4% до 5,8%, док су крајем 2011. имале вредности од 4,5 до 5,8%.

Смањење цена акција и доспеће једног дела облигација старе девизне штедње (серија А 2012) допринели су паду тржишне капитализације Београдске берзе. Она је крајем јуна износила 727,6 млрд динара и у односу на крај 2011. била је мања за 89,9 млрд динара.

Монетарни агрегати

Примарни новац

Укупан примарни новац је током П1 номинално повећан за 0,8%, док је реално смањен за 4,2%. Посматрано у апсолутном износу, укупан примарни новац је повећан за 4,6 млрд динара, а динарски примарни новац за 37,2 млрд динара.

Динарски примарни новац је креиран највећим делом по основу смањења пласмана банака у репо ХоВ. Пад пласмана био је посебно наглашен у Т2, тако да је репо стање у П1 смањено за 108,0 млрд динара. И држава је трошењем средстава с динарских и девизних рачуна код Народне банке Србије допринела креирању примарног новца. У истом смеру деловале су и

трансакције привременог платног промета с Косовом и Метохијом и девизне своп трансакције. С друге стране, примарни новац је повлачен највећим делом путем интервенција Народне банке Србије на МДТ-у.

Кад је реч о структури динарског примарног новца, готов новац у оптицају је смањен за 8,8 млрд динара у односу на крај 2011. Банкарске резерве повећане су за 43,6 млрд динара, пре свега због повећања обрачунате обавезне резерве у динарима. Депозити локалне самоуправе код Народне банке Србије су повећани за 2,4 млрд динара.

Новчани агрегати М1, М2 и М3

Убрзани раст понуде новца, започет крајем 2011. године, заустављен је током П1 2012. Пад динарских агрегата био је већи од сезонски уобичајеног, на шта је највише утицало повлачење динарске ликвидности с тржишта.

Динарски монетарни агрегати М1 и М2 су у П1 номинално смањени за 8,4% и 8,9%, а реално за 12,9% и 13,4%, респективно. Све компоненте динарске понуде новца забележиле су пад. Најмањи пад је имао готов новац у оптицају, што се може објаснити преференцијом становништва ка држању имовине у облику који је најликвиднији. Динарски трансакциони и штедни депозити су смањени (пад од 15,8 млрд динара и 18,7 млрд динара, респективно) углавном по основу трошења средстава с рачуна привреде. Смањена економска активност и стално присутан проблем неликвидности утицали су на пад средстава на рачунима привреде. Пад је забележен и на динарским рачунима становништва, и то на текућим више него на штедним. Известан раст је забележен једино на рачунима локалних нивоа власти и непрофитних и других организација.

Најшири новчани агрегат М3 је током П1 номинално повећан за 5,9%, а реално за 0,6%, чему је, уз раст девизних депозита, допринела и депрецијација динара. Раст девизних депозита превасходно је резултат раста штедне становништва, посебно израженог у мају и јуну, захваљујући у великој мери исплати овогодишње рате обвезница старе девизне штедне.

Покривеност новчане масе М3 девизним резервама Народне банке Србије смањена је са 84,1%, колико је износила крајем 2011, на 74,1% у јуну 2012, а заједно с девизним резервама банака са 89,7% на 82,3%.

Нето домаћа актива утицала је на креирање, а нето иностранна актива на повлачење М3. Кредитна

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

	Дец. 2011.	Јун 2012.	Промене у П1 2012.
Нето потраживања од иностранства	1.091.348	986.347	-105.001
Нето девизне резерве	1.091.587	985.198	-106.389
Бруто девизне резерве	1.261.730	1.176.823	-84.907
Кредити од ММФ-а	-170.143	-191.625	-21.482
Остала нето потраживања од иностранства	-239	1.149	1.388
Нето домаћа актива	-483.625	-374.004	109.621
Нето домаћи кредити НБС	-267.380	-89.333	178.047
Нето потраживања од државе ¹⁾	-147.501	-87.644	59.857
Кредити држави	1.275	1.271	-4
Депозити државе	-148.776	-88.915	59.861
Нето потраживања од банака	-120.245	-3.732	116.513
Кредити банкама	350	10.622	10.272
Репо операције	-120.550	-12.520	108.030
Друге ХоВ	-45	-1.834	-1.789
Кредити небанкарским финансијским организацијама	5.565	6.162	597
Кредити осталим секторима	2.486	2.593	107
Орочени и ограничени депозити	-7.685	-6.712	973
Остала нето актива	-216.245	-284.671	-68.426
Примарни новац	607.722	612.341	4.619
Динарски примарни новац	227.067	264.232	37.165
Готов новац у оптицају	114.190	105.344	-8.846
Банкарске динарске резерве	104.625	148.255	43.630
Обавезна резерва	71.247	118.130	46.883
Слободне резерве	33.378	30.125	-3.253
Остали депозити осталих сектора	0	6	6
Депозити локалне самоуправе	8.253	10.627	2.374
Девизни депозити банака	380.654	348.109	-32.545

¹⁾ Нису укључени органи локалне самоуправе.
Извор: НБС.

активност банака, иако успорена, највише је допринела креирању МЗ. Држава је трошењем депозита код Народне банке Србије и повећаним задуживањем код банака путем емисија ХоВ такође допринела расту МЗ. Смањење нето иностране активе Народне банке Србије негативно је утицало на креирање МЗ.

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

	Дец. 2011.	Јун 2012.	Промене у П1 2012.
Нето потраживања од иностранства	670.091	602.490	-67.601
Нето потраживања банака од иностранства	-421.257	-383.857	37.400
Нето домаћа актива банкарског сектора	830.353	986.144	155.791
Нето домаћи кредити	1.817.840	2.074.490	256.650
Нето потраживања од државе	29.538	135.828	106.290
Кредити држави	199.356	262.948	63.592
Депозити државе	-169.818	-127.120	42.698
Кредити осталим резидентним секторима	1.788.303	1.938.662	150.359
Кредити другим финансијским организацијама	43.758	47.890	4.132
Кредити привреди	1.115.437	1.199.382	83.945
Кредити становништву	602.630	656.379	53.749
Кредити локалним нивоима власти	25.714	33.576	7.862
Кредити непрофитним и другим организацијама	765	1.435	670
Остала нето актива	-987.488	-1.088.346	-100.858
Новчана маса МЗ	1.500.444	1.588.633	88.189
Новчана маса М2	487.914	444.606	-43.308
Новчана маса М1	293.694	269.036	-24.658
Готов новац у оптицају	114.190	105.344	-8.846
Трансакциони депозити	179.504	163.692	-15.812
Динарски штедни и орочени депозити	194.220	175.570	-18.650
Девизни депозити	1.012.530	1.144.027	131.497

Извор: НБС.

Кредити банака

Успоравање раста кредитне активности настављено је током П1 2012. Тако је према композитној мери¹⁴, искључујући ефекат промене девизног курса, кредитна активност у П1 повећана за 0,9%¹⁵. Највећи део тог раста остварен је захваљујући расту домаћих кредита.

Током П1 учешће домаћих кредита у БДП-у повећано је за 3,4 п.п., на 57,6%, а благи раст прекограничног задуживања предузећа утицао је на повећање учешћа ових кредита у БДП-у за 0,7 п.п., на 29,6%.

Искључујући ефекат промене курса, раст домаћих кредита је износио 1,2%. Номинално, укупни домаћи кредити банака су повећани за 142,5 млрд динара, док без ефекта промене девизног курса ово повећање износи свега 3,7 млрд динара. Раст кредитне активности успорен је у свим секторима. У јуну је код привреде забележен пад. Део тог пада последица је и отписа једног дела ненаплативих потраживања од привреде код неколико банака.

Банке су се превасходно ослањале на домаће изворе финансирања. Највећи део средстава обезбеђен је по основу раста депозита, пре свега девизне штедне становништва. Део од 108,1 млрд динара, колико су банке током П1 повукле из репо стока, коришћен је за финансирање кредитне активности, док је остатак искоришћен за издвајање обавезне резерве у динарима и куповину девиза на МДТ-у. Девизна средства ослобођена по основу измене регулативе о обавезној резерви банке су делом искористиле за раздуживање према иностранству, док су део задржале на рачунима у иностранству.

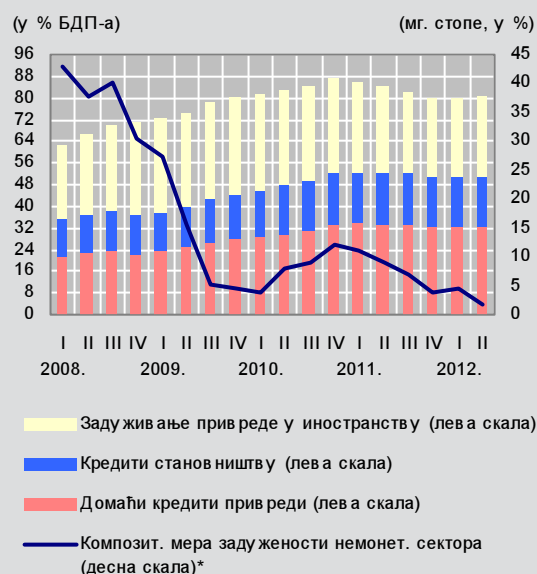
Потраживања банака по основу кредита привреди у П1 су номинално повећана за 82,2 млрд динара, а искључујући ефекат промене курса смањена су за 7,5 млрд динара. Раст кредитирања привреде остварен је током Т1, док је током Т2 дошло до пада кредитирања. Кредити за обртна средства су и у П1 били најзаступљенији међу кредитима који се одобравају привреди. Одобравање инвестиционих кредита такође је било задовољавајуће, посебно у Т1, и учешће инвестиционих кредита у структури одобрених кредита наставља да се повећава. Највише кредита пласирано је у сектор саобраћаја. Предузећа из области индустрије и грађевинарства кредитирана су у мањој мери, највећим делом због лоших временских прилика почетком године.

Након пада у Т1, кредитирање становништва у Т2 је повећано. Тако су потраживања банака по основу кредита становништву у П1 номинално повећана за 52,9 млрд динара, док је повећање искључујући

¹⁴ Као показатељ укупног задуживања, обухвата домаће кредитирање приватног сектора, јавних предузећа и локалних нивоа власти, као и директно задуживање предузећа у иностранству.

¹⁵ Обрачунато по курсу динара према еврџу на дан 31. августа 2008, уз претпоставку да су сви девизни и девизно индексирани кредити одобрени у еврџима.

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



* Кредити невладиним секторима искључујући ефекат промене курса.

Извор: НБС.

ефекат промене курса износило 8,1 млрд динара. У оквиру кредита становништву, најзаступљенији међу новоодобреним кредитима били су стамбени кредити. Повећано је такође задужевање по основу потрошачких и готовинских кредита, што се може довести у везу и са благим падом каматних стопа на ове кредите. Задужевање становништва по основу најскупљих видова кредитирања – коришћења кредитних картица и минусног салда на текућим рачунима – на сличном је нивоу као и раније.

На субвенционисаном сегменту тржишта запажа се релативно низак степен активности у поређењу с претходним годинама. Од почетка године, банке су одобриле 8,7 млрд динара субвенционисаних кредита, већим делом током Т2. Субвенционисаних кредита је највише одобрено за пољопривреду (4,4 млрд динара). Будући да су средства предвиђена буџетом за субвенционисање стамбених кредита и кредита за унапређење енергетске ефикасности потрошена у П1, у наредном периоду ће доћи до успоравања раста ових

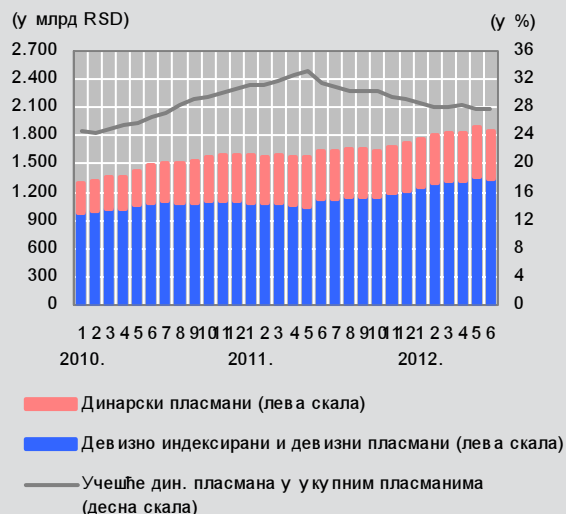
категорија кредита, изузев у случају да се ребалансом буџета одобре додатна средства за ове намене.

Способност отплате кредита, мерена учешћем NPL у укупним кредитима, незнатно је погоршана (за 0,5 п.п.) у П1. Укупно учешће NPL, рачунато по бруто принципу, у јуну је износило 19,5% (по нето принципу 11,5%). Посматрано по секторима, учешће NPL код привреде је смањено за 1,0 п.п., на 21,4%. Кашњење становништва у отплати кредита повећано је за 0,5 п.п. и у јуну је износило 8,4%.¹⁶ Ипак, и поред високог учешћа NPL, стабилност банкарског сектора је на задовољавајућем нивоу, на шта указују други релевантни показатељи – коефицијент адекватности капитала, који је у јуну износио 17,2%, и покриће обрачунатом резервом за процењене губитке по билансним ставкама, које је у истом месецу износило 124,4%.

5. Динаризација

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

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



Извор: НБС.

¹⁶ Ако се укључе предузетници, кашњење у отплати кредита је непромењено и износи 9,9%.

¹⁷ http://www.nbs.rs/export/sites/default/internet/latinica/90/dinarizacija/MemorandumVladaDinarizacija_20120406.pdf.

Графикон III.5.2. Секторска структура пласмана банака

Извор: НБС.

активности усмерене ка успостављању макроекономског окружења које карактерише ниска и стабилна инфлација, стабилан финансијски систем и одржив привредни раст. Други стуб обухвата мере усмерене на активно промовисање динарских инструмената и тржишта, с посебним акцентом на развој тржишта динарских обвезница. Трећи стуб је оријентисан на унапређење заштите од постојећих девизних ризика у небанкарском сектору и дестимулисање даљег јачања тих ризика.

Препознајући потребу да се већом употребом динара у финансијском систему подигне ниво финансијске стабилности земље, умањи ризик од промене девизног курса у најрањивијим секторима привреде, ојача ефикасност монетарне политике и тиме помогне стварању предуслова за одржив и снажан привредни развој, Народна банка Србије и Влада Републике Србије су у априлу 2012. године потписале Меморандум о стратегији динаризације финансијског система Србије.¹⁷

¹⁷ Као додатни показатељи за праћење степена динаризације финансијског система користе се: учешће динарских кредита у укупним новоодобреним кредитима привреди и становништву, учешће динарских депозита у укупним депозитима привреде и становништва и учешће динарског дуга у укупном

Као основни показатељ за праћење степена динаризације финансијског система, Народна банка Србије користи учешће динарских пласмана у укупним пласманима банака привреди и становништву.¹⁸ На крају јуна 2012. године степен динаризације (мерен учешћем динарских пласмана у укупним пласманима одобреним привреди и становништву) смањен је са 29,2%, колико је износио на крају 2011, на 27,8%. Смањење степена динаризације последица је мањег раста динарских и већег раста девизних и девизно индексираних пласмана. Учешће динарских пласмана код привреде смањено је за 2,6 п.п., док је код становништва повећано за 0,9 п.п. Искључујући ефекат промене девизног курса¹⁹, степен динаризације је повећан за 0,7 п.п. и износи 29,9%. Смањењу степена динаризације допринело је и успоравање раста субвенционисаних динарских кредита.

6. Агрегатна тражња

Агрегатна тражња забележила је пад у Т1 и раст у Т2 2012 – стопа раста БДП-а Републике Србије износила је дсз. –0,6% у Т1 и 0,6% у Т2.

Пад агрегатне тражње у Т1 последица је пада екстерне тражње и благог раста домаће тражње, захваљујући пре свега расту државне потрошње. Пад нето извоза, услед раста увоза и пада извоза, негативно је утицао на раст БДП-а са 1,0 п.п., док је позитиван допринос домаће тражње износио 0,4 п.п.

Процењује се да је нето екстерна тражња у Т2 забележила раст (10,3% дсз.) по основу раста извоза и пада увоза. С друге стране, домаћа тражња бележи пад (1,2% дсз.), пре свега по основу пада инвестиционе активности приватног сектора. Са становишта утицаја на раст БДП-а (0,6% дсз.), процењује се да позитиван допринос нето екстерне тражње износи 2,0 п.п., а негативан допринос домаће тражње 1,4 п.п.

Према подацима Републичког завода за статистику, БДП је на међугодишњем нивоу забележио пад од 1,3% у Т1 и 0,6% у Т2. Пад је у Т1 био одређен падом домаће тражње, пре свега инвестиција, као и падом нето екстерне тражње. У Т2 је настављен

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

¹⁹ По курсу из децембра 2011. године.

Табела III.6.1. Расподела БДП-а у П1 2012.

	Тромесечне стопе раста (у %)		Доприноси трмес. расту БДП-а (п.п.)	
	2012.			
	T1	T2*	T1	T2*
БДП, у сталним ценама претходне године	-0,6	0,6	-0,6	0,6
Домаћа тражња	0,3	-1,2	0,4	-1,4
Укупна финална потрошња	1,8	0,6	1,7	0,5
Инвестиције	-5,4	-8,4	-1,3	-1,9
Нето извоз (извоз - увоз)	-5,2	10,3	-1,0	2,0

* Процена НБС.
Извор: РЗС и НБС.

негативан допринос домаће тражње кретању БДП-а, док се уочава благ позитиван допринос нето екстерне тражње.

Домаћа тражња

Домаћа тражња је у Т1 остварила незнатан дсз. раст (допринос 0,4 п.п), док је у Т2, према процени Народне банке Србије, опала (допринос -1,4 п.п.).

Раст домаће тражње у Т1 био је резултат раста финалне потрошње, и то у највећој мери раста потрошње државе, док су укупне инвестиције смањене. У оквиру укупних инвестиција позитиван

допринос дале су инвестиције државе, на шта указује висок раст капиталних расхода државе.

На пад домаће тражње у Т2 утицао је пад инвестиција узрокован падом приватних инвестиција. Укупна финална потрошња бележи благ раст захваљујући расту државне потрошње, што потврђује висок раст расхода државе за куповину добара и услуга. С друге стране, потрошња домаћинстава бележи благ пад, на шта указује пад промета у трговини на мало и процењени пад личне потрошње, коју прати Анкета о потрошњи домаћинстава.

Нето екстерна тражња

У Т1 је забележен реални дсз. пад извоза робе и услуга (1,4%) и реални дсз. раст увоза (0,8%), због чега је спољнотрговинска размена негативно утицала на БДП (допринос -1,0 п.п.).

Робни извоз изражен у еврима опао је за 0,4% дсз., превасходно као последица неповољних временских услова у фебруару. У оквиру извоза, највећи пад забележили су основни метали и хемикалије и хемијски производи. С друге стране, евидентиран је раст извоза пољопривредних производа и електричне опреме. Најважнија извозна тржишта била су Немачка, Босна и Херцеговина и Италија.

Робни увоз изражен у еврима повећан је за 2,5% дсз., а на његову структуру су утицали неповољни временски услови. Евидентиран је пораст увоза репроматеријала због пораста увоза енергената. Увоз опреме и потрошних добара је смањен.

За разлику од Т1, нето екстерна тражња је у Т2 позитивно допринела расту БДП-а (допринос 2,0 п.п.) по основу реалног раста извоза (3,5%) и пада увоза робе и услуга (1,2%).

Робни извоз изражен у еврима је у Т2 остварио дсз. раст од 5,8%, при чему су највећи раст имали пољопривредни производи, електрична опрема, металски и прехранбени производи. Знатан раст извоза пољопривредних производа, пре свега кукуруза, резултат је извоза који није могао бити реализован у Т1 због ледостаја. Због смањења производње у црној металургији, евидентиран је пад код извоза основних метала.

Пад робног увоза у Т2 (2,7% дсз.) једним делом рефлектује и заокруживање инвестиционог циклуса пре свега у аутомобилској индустрији, с обзиром на то да је највећи пад евидентиран код увоза опреме и

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



* Процена НБС.

Извор: РЗС и НБС.

средстава за репродукцију. Посматрано према економској намени ЕУ, све категорије увоза, осим трајних производа за широку потрошњу, бележе пад. Највећи пад је био код енергије и интермедијарних производа.

Закључно с П1 2012. године, извоз робе је био 13,5% изнад преткризног нивоа²⁰, а увоз робе 14,4% испод тог нивоа.

7. Економска активност

Пад БДП-а у Т1 2012. (−0,6% дсз., −1,3% мг.) последица је у највећој мери оштрог пада индустријске производње због неповољних временских прилика у фебруару, као и због једномесечног прекида рада у црној металургији. Поред пада индустријске производње, највећи негативан допринос кретању БДП-а потиче и од пада активности у сектору пољопривредне производње. НДВ је у Т1 остварила дсз. раст од 0,5%, док је на мг. нивоу забележила пад (−0,8%).

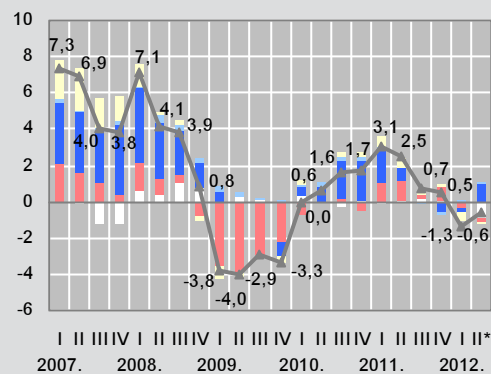
Физички обим индустријске производње забележио је пад од 4,7% дсз. због пада обима производње у свим секторима: у прерађивачкој индустрији, рударству и сектору снабдевања електричном енергијом, гасом и паром.

У оквиру прерађивачке индустрије највећи дсз. пад активности забележен је у производњи основних метала, производњи кокса и деривата нафте, производњи основних фармацеутских производа и препарата, производњи хемикалија и хемијских производа и у производњи дуванских производа. Највећи дсз. раст обима производње остварен је у производњи производа од гуме и пластике и производњи осталих саобраћајних средстава.

Према процени Народне банке Србије, економска активност је у Т2 исказала благ опоравак – раст БДП-а за 0,6% дсз. и раст НДВ за 0,8% дсз. Међугодишње посматрано, БДП је у Т2 успорио пад на −0,6%, док је НДВ забележила раст од 0,6%.

Опоравак економске активности резултат је опоравка индустријске производње, који се пре свега може приписати ниској бази из Т1.

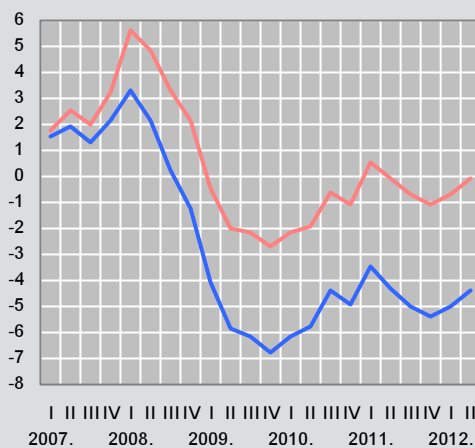
Графикон III.7.1. Доприноси мг. стопи раста БДП-а – производна страна (у п.п.)



* Процена НБС.

Извор: РЗС и НБС.

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



Извор: НБС.

²⁰ П1 2008. године.

Физички обим индустријске производње порастао је 4,0% дсз. у Т2, захваљујући расту физичког обима прерађивачке индустрије и рударства. Сектор снабдевање електричном енергијом, гасом и паром забележио је пад у Т2.

Табела III.7.1. Економска активност у П1 2012.

	Тромесечне стопе раста (у %)		Доприноси трмес. расту БДП-а (п.п.)	
	2012.			
	T1	T2*	T1	T2*
БДП	-0,6	0,6	-0,6	0,6
Пољопривреда, шумарство и рибарство	-6,8	-2,7	-0,6	-0,2
Рударство	-5,0	-0,8	-0,1	0,0
Прерађивачка индустрија	-4,4	6,5	-0,5	0,7
Снабдевање ел. енергијом, гасом, паром и климатизација	-6,4	-4,8	-0,2	-0,1
Снабдевање водом; управљање отпадним водама	0,7	0,8	0,0	0,0
Грађевинарство	0,7	-0,8	0,0	0,0
Трговина на велико и мало; поправка моторних возила	1,0	0,9	0,1	0,1
Саобраћај и складиштење	-1,8	1,4	-0,1	0,1
Услуге смештаја и исхране	-2,9	1,9	0,0	0,0
Информисање и комуникације	1,4	2,2	0,1	0,2
Финансијске делатности и делатности осигурања	2,0	-0,6	0,1	0,0
Пословање некретнинама	1,6	0,0	0,2	0,0
Стручне, научне и техничке делатности	0,1	2,2	0,0	0,1
Административне и помоћне услужне делатности	-0,8	3,4	0,0	0,0
Државна управа и одбрана; обавезно социјално осигурање	0,7	0,7	0,0	0,0
Образовање	0,1	0,5	0,0	0,0
Здравствена и социјална заштита	-0,2	0,4	0,0	0,0
Уметност; забава и рекреација	-0,5	0,5	0,0	0,0
Остале услужне делатности	0,4	-0,3	0,0	0,0
Делатност домаћинства као послодавца; произв. за сопст. потребе	-0,7	0,8	0,0	0,0
Бруто додата вредност делатности	-0,5	0,3	-0,4	0,3
FISIM	2,6	-1,9	0,1	-0,1
Бруто додата вредност	-0,6	0,6	-0,5	0,5
Порези минус субвенције на производе	-0,4	0,8	-0,1	0,1

* Процена НБС.
Извор: РЗС и НБС.

У оквиру прерађивачке индустрије, највећи дсз. раст активности остварен је у производњи кокса и деривата нафте и производњи основних метала, док је највећи дсз. пад обима производње забележен у производњи осталих саобраћајних средстава.

Током П1 негативни производни јаз је смањен. Ипак, производни јаз је још увек отворен, тако да и у наредном периоду можемо очекивати дезинфлаторне притиске по основу агрегатне тражње. Међутим, с обзиром на то да у условима кризе потенцијални БДП може бити прецењен (због еродирања производних капацитета и смањења радних способности лица која су незапослена дуго времена), постоји могућност да је стварни производни јаз мањи од процењеног. На то указује и оцена негативног производног јазу добијена применом *Hodrick–Prescott*-овог филтера (*HP* филтер), која је нижа у поређењу са оценом добијеном применом Калмановог филтера. У том случају дезинфлаторни притисци по основу агрегатне тражње могли би бити слабији од процењених.

8. Зараде и запосленост

Током Т1 2012. дошло је до пораста зарада – оне су номинално и реално биле више у односу на последње тромесечје 2011. године и у приватном и у јавном сектору. У Т2 номиналне зараде су биле више, а реалне ниже у односу на претходно тромесечје.

Нето зараде су у Т1 номинално биле више за 4,9% дсз., а реално за 4,0% дсз. Реални раст зарада је остварен у свим делатностима, с тим што је највећи био у сектору пословања некретнинама. Реалне нето зараде у приватном сектору порасле су за 2,2% дсз., а у јавном за 2,1% дсз.

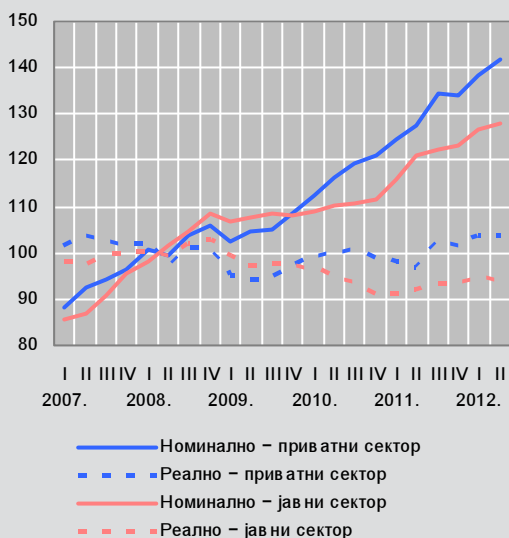
Према дсз. подацима, номиналне нето зараде у Т2 повећане су у односу на претходно тромесечје за 1,5%. Притом је већи раст остварен у приватном (3,1%) него у јавном сектору (1,1%). Реалне нето зараде су, након раста у Т1, смањене за 1,4%, због пада реалних нето зарада у јавном сектору (1,8%). У приватном сектору су реалне нето зараде имале скроман раст (0,2%). Посматрано по делатностима, нето зараде су у већини сектора реално опале у односу на Т1. Највећи пад бележи се у сектору пољопривреде, шумарства и рибарства, као и у сектору рударства.

Просечна номинална нето зарада у П1, према подацима Републичког завода за статистику, износила је 40.354 динара.

Успорен опоравак економске активности одразио се на наставак негативног тренда на тржишту рада. Као што се и очекивало, подаци из Анкете о радној снази из априла 2012. неповољнији су у односу на Анкету из новембра 2011. године. Стопа незапослености, тј.

поређењу с новембарским подацима, учешће оних који су незапослени четири године и дуже повећано је за 3,0 п.п. и износи 44,4%. Стопа дугорочне незапослености повећана је на 19,9% у априлу, са 17,6% у новембру 2011.

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



Извор: РЗС.

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



Извор: РЗС.

учешће незапослених у укупном броју активних становника²¹, у априлу је износила 25,5% и повећана је за 1,8 п.п. у односу на новембар. Број незапослених је био већи за 44.961 лице и износио је 736.802. Имајући у виду кретања у реалном сектору, не може се очекивати да ће резултати наредне анкете, у октобру 2012, показати смањење незапослености. Такав тренд присутан је и у другим земљама у региону и у великој мери зависи од економског опоравка зоне евра.

Међу показатељима кретања на тржишту рада посебно је неповољно даље повећање ионако високе дугорочне незапослености, тј. незапослености од годину дана и дуже. Учешће незапослених годину дана и дуже у укупном броју незапосленог становништва повећано је на 78,1% у априлу 2012. у односу на 74,0% у новембру 2011. Притом, у

Укупан број запослених (у формалној и неформалној економији)²², према априлској Анкети о радној снази, износио је 2.157.618 лица, што је за 66.890 лица мање у односу на новембар 2011. Тиме је стопа запослености, тј. учешће запослених у укупном броју становника старости 15 и више година, смањена за 1,0 п.п. и износи 34,3%. Највеће смањење запослености забележено је код основних једноставних занимања (за 39.346 лица). Посматрано по секторима, до највећег пада запослености дошло је у пољопривреди, прерађивачкој индустрији и грађевинарству.

Повећање броја незапослених и даље је мање од пада броја запослених, што указује на то да је један број људи постао неактиван и одустао од тражења посла. Стога је настављено смањење стопе активности, тј. учешћа активних становника у укупном броју становника старог 15 и више

²¹ Активно становништво (радну снагу) чине сва запослена и незапослена лица стар 15 и више година.

²² Према Анкети о радној снази, запосленим се сматра свако лице које је у посматраној седмици најмање један сат обављало неки плаћен посао (у новцу

година. Стопа активности је у априлу 2012. смањена за 0,2 п.п. у односу на новембар 2011. и износи 46,1%.

Априлска Анкета о радној снази бележи и пад стопе неформалне запослености.²³ Стопа неформалне запослености смањена је са 17,8% колико је износила у новембру 2011. на 17,0% у априлу 2012.

9. Инфлациона очекивања

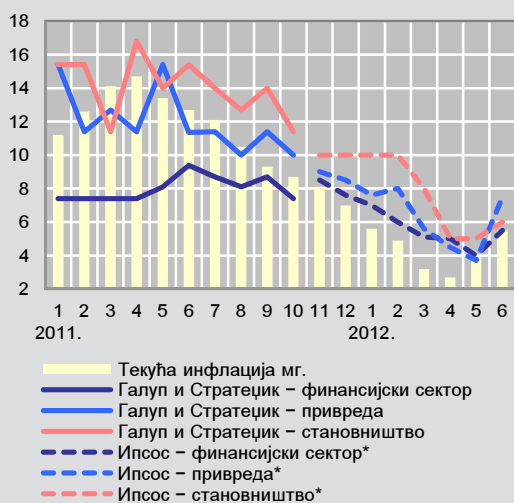
Смањивање инфлационих очекивања за 12 месеци унапред настављено је у првих пет месеци 2012. године код свих сектора и она су за мај 2013. била на најнижем нивоу од када се анкете спровode. Инфлациона очекивања свих сектора у мају су први пут била у границама дозвољеног одступања од циља. Упоредо с падом инфлационих очекивања дошло је до повећања њихове дисперзије, што се може довести у везу с неизвесношћу која је постојала у погледу брзине формирања Владе, као и доношења,

интензитета и имплементације програма фискалне консолидације. Инфлациона очекивања свих сектора су од јуна почела да расту.

Према анкети агенције Блумберг, инфлациона очекивања финансијског сектора су током Т1 2012. бележила пад – са 6,0% у децембру 2011. на 5,8% у марту. У априлу су повећана на 6,2%, а потом у мају смањена на ниво горње границе дозвољеног одступања од инфлационог циља (5,5%). У јуну су инфлациона очекивања финансијског сектора повећана на 6,0%.

Резултати анкете коју спроводи агенција Ипсос показују да је током првих пет месеци код свих сектора настављен пад инфлационих очекивања, а да је у јуну дошло до њиховог раста. Представници финансијског сектора су од краја прошле године до марта своја очекивања кориговали наниже са 7,6% на 5,1%, чиме су се очекивања овог сектора спустила унутар граница дозвољеног одступања од циља. У априлу и мају инфлациона очекивања су додатно смањена на ниво инфлационог циља (5,0% и 4,0%,

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



* Агенција Ипсос од новембра 2011.

Извор: Галуп и Стратеџик, Ипсос и НБС.

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



Извор: Блумберг, НБС.

или натури), као и лице које је имало запослење, али је у тој седмици било одсутно с посла. У запослене раднике укључују се и индивидуални пољопривредници, као и помажући чланови домаћинства којима рад у домаћинству представља једини извор средстава за живот. Према томе, у Анкети се не узима у обзир формални статус лица које се анкетира, него се радни статус тог лица одређује на основу стварне активности коју је оно обављало у посматраној седмици.

²³ Неформална запосленост (рад „на црно“) обухвата запослене у нерегистрованим фирмама или у регистрованим фирмама али без формалног уговора о раду и без социјалног и пензијског осигурања, као и неплаћене помажуће чланове домаћинства.

респективно), али су у јуну повећана до горње границе дозвољеног одступања од циља (5,5%).

Привреда је од децембра прошле до маја ове године своја инфлациона очекивања кориговала наниже (са 8,5% на 3,7%), а у јуну их повећала (7,5%). Инфлациона очекивања становништва, која су најчешће виша од очекивања других сектора, у истом периоду су такође смањена (са 10,0% на 5,0%), док су у јуну повећана (6,0%).

10. Фискална политика

Дефицит консолидованог буџета, према методологији ММФ-а, у П1 2012. износио је 110,3 млрд динара и достигао је ниво од 7,1% БДП-а. Према квантитативним критеријумима извршења договореним с ММФ-ом, планирани консолидовани дефицит за посматрани период износи 61,0 млрд динара, а за целу 2012. годину 152,0 млрд динара.

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



Извор: Министарство финансија и привреде.

Консолидовани приходи у првих шест месеци износе 655,4 млрд динара и реално су виши за 4,0% у односу на исти период претходне године. Такво кретање резултат је реалног раста прихода од пореза на доходак, пореза на добит, наплате ПДВ-а и наплате доприноса за социјално осигурање.

Консолидовани расходи у првих шест месеци износе 765,8 млрд динара и реално су виши за 9,2% у односу на исти период претходне године. Посматрано по структури, све категорије расхода бележе реални раст, а посебно дискрециони расходи државе, и то: субвенције (64,8%), капитални расходи (33,8%) и расходи за куповину добара и услуга (7,6%).

Током П1 настављено је финансирање државе емисијом динарских државних ХоВ. Почетком године држава је први пут емитовала ХоВ рочности од пет година, чиме је динарска крива приноса додатно продужена. Обим емисије шестомесечних ХоВ је смањиван, да би у јуну држава, такође први пут, понудила искључиво дугорочне ХоВ. Номинална вредност укупно продатих динарских записа у П1 износила је 165,5 млрд динара, а стање дуга по овом основу је на крају П1 у односу на крај 2011. године повећано за 78,3 млрд динара и износило 291,4 млрд динара.

Настављене су такође емисије државних ХоВ деноминираних у еврима. Номинална вредност укупно продатих ХоВ деноминираних у еврима у П1 2012. износила је 354,3 млн евра, а стање дуга по овом основу је на крају П1 2012. повећано у односу на крај 2011. године за 142,7 млн евра и износило је 675,5 млн евра.

Стање укупног јавног дуга је на крају јуна порасло на 15,3 млрд евра, или 54,7% БДП-а, што представља пораст од 7,0 п.п. у односу на крај 2011. године. Спољни јавни дуг је износио 9,1 млрд евра²⁴, а унутрашњи дуг 6,1 млрд евра. Валутна структура јавног дуга се и даље мењала у пожељном смеру – ка већој деноминацији у домаћој валути – у великој мери услед емитовања динарских државних ХоВ. Динарски део јавног дуга је на крају П1 износио 17,1% (у односу на 14,4% с краја 2011).

²⁴ Јавни спољни дуг Републике Србије исказан по методологији Министарства финансија не обухвата обавезе Народне банке Србије, нерегулисане обавезе Републике Србије укључујући клириншки дуг, као ни део дуга локалне самоуправе и државних агенција без гаранције државе.

IV. Монетарна политика у наредном периоду

Монетарна политика Народне банке Србије у наредном периоду засниваће се на Меморандуму Народне банке Србије о монетарној стратегији²⁵ и Меморандуму Народне банке Србије о циљаним стопама инфлације до 2014. године²⁶, а спроводиће се према Програму који је Извршни одбор Народне банке Србије утврдио крајем 2011. године²⁷.

Мере монетарне политике Народне банке Србије ће и даље бити усмерене на постизање циљане инфлације у средњем року. Основни инструмент монетарне политике биће референтна каматна стопа, тј. каматна стопа која се примењује у спровођењу главних операција на отвореном тржишту. С обзиром на пад ликвидности банака, коме су допринеле измене регулативе о обавезној резерви банака и интервенције Народне банке Србије на МДТ-у од почетка 2012. године, главне операције на отвореном тржишту од 18. јула 2012. више нису репо трансакције продаје (повлачења ликвидности) него репо трансакције куповине ХоВ (креирања ликвидности).²⁸

Новину не представља само промена главних операција у смеру обезбеђења ликвидности већ и спровођење аукција по методи варијабилне вишеструке каматне стопе, и то са утврђеном најнижом каматном стопом коју понуда банке може да садржи да би била примљена у обраду. Та каматна стопа је референтна каматна стопа Народне банке Србије, коју Извршни одбор утврђује на исти начин као и до сада. Она ефикасно сигнализира карактер монетарне политике и представља доњу границу за

каматне стопе у главним операцијама. Рок доспећа репо трансакција куповине ХоВ је једна недеља (од пет до девет дана).

Променом главних операција на отвореном тржишту у смеру обезбеђења ликвидности, као и скраћење рочности трансакција с две недеље на једну недељу Народна банка Србије ефикасније контролише количину динарске ликвидности на тржишту. Међутим, Народна банка Србије не искључује могућност да у случају повећане динарске ликвидности банкарског сектора промени смер главних операција у правцу повлачења и стерилизације вишкова ликвидности.

Народна банка Србије ће свој основни инструмент, референтну каматну стопу, мењати на доследан и предвидив начин, зависно од економских кретања и пројекција инфлације. Поред тога, она ће, као и до сада, користити и остале расположиве инструменте монетарног регулисања да би се циљ утврђен за инфлацију на средњи рок остварио.

Кретање референтне каматне стопе у наредном периоду зависиће првенствено од динамике и јачине фискалне консолидације, аранжмана с ММФ-ом и од кретања цена хране и њиховог утицаја на инфлациона очекивања. Одређени ризици односе се и на развој ситуације у међународном окружењу.

Актуелан раст цена примарних пољопривредних производа на светским берзама, у околностима

²⁵ Усвојен на седници Монетарног одбора Народне банке Србије 22. децембра 2008. године.

²⁶ Усвојен на седници Извршног одбора Народне банке Србије 10. маја 2012. године; видети Додатак 1, стр. 33.

²⁷ Одлука о утврђивању програма монетарне политике Народне банке Србије у 2012. години, „Службени гласник РС“, бр. 93/2011.

²⁸ Одлука о утврђивању главних операција на отвореном тржишту, „Службени гласник РС“, бр. 67/2012.

великог варирања цена хране на домаћем тржишту и дуготрајне суше, одразиће се и на раст домаћих цена хране у наредном периоду. То ће, уз раст увозних и регулисаних цена, као и ефекат ниске прошлогодишње базе, условити умерен пораст м.г. инфлације, која ће се од јула кретати изнад горње границе дозвољеног одступања од циља. Инфлација ће наставити да расте у наредном периоду и у П1 2013. године требало би да достигне максимум. Након тога ће уследити њен пад, а повратак у границе дозвољеног одступања од циља очекује се до краја 2013. године. Ниска агрегатна тражња ће и даље бити главни фактор који ће успоравати раст цена у средњем року.

Дуготрајна суша ће се неповољно одразити како на инфлацију, тако и на економску активност. Лошији резултати пољопривредне производње од очекиваних основни су разлог кориговања наниже пројекције раста БДП-а за ову годину, са 0,5% на -0,5%. Такође, због ниже процене БДП-а у зони евра за наредну годину, коригована је наниже и оцена раста БДП-а за 2013, са 3,0% на 2,5%. Највећи допринос расту БДП-а, као и до сада, очекује се по основу нето извоза.

У складу са очекиваном фискалном консолидацијом и структурним реформама, које ће допринети смањењу екстерне неравнотеже, у наредном периоду би требало да дође до смиривања депрецијацијских притисака. У сарадњи с Владом РС, Народна банка Србије ће и даље доприносити унапређењу тржишта динарских државних ХоВ и развоју динарског тржишта новца, истовремено промовишући већу употребу динара у финансијском систему.

Стабилан и конкурентан финансијски систем представља предуслов ефикасног деловања трансмисионог механизма монетарне политике и постизања циљане инфлације. Народна банка Србије ће предузимати све неопходне мере да би обезбедила постојање здравих и ефикасних финансијских институција и поверење у укупан финансијски систем. Тиме ће доприносити јачању отпорности на ризике својствене финансијском пословању, као и на потресе из окружења.

Додатак 1. Меморандум Народне банке Србије о циљаним стопама инфлације до 2014. године

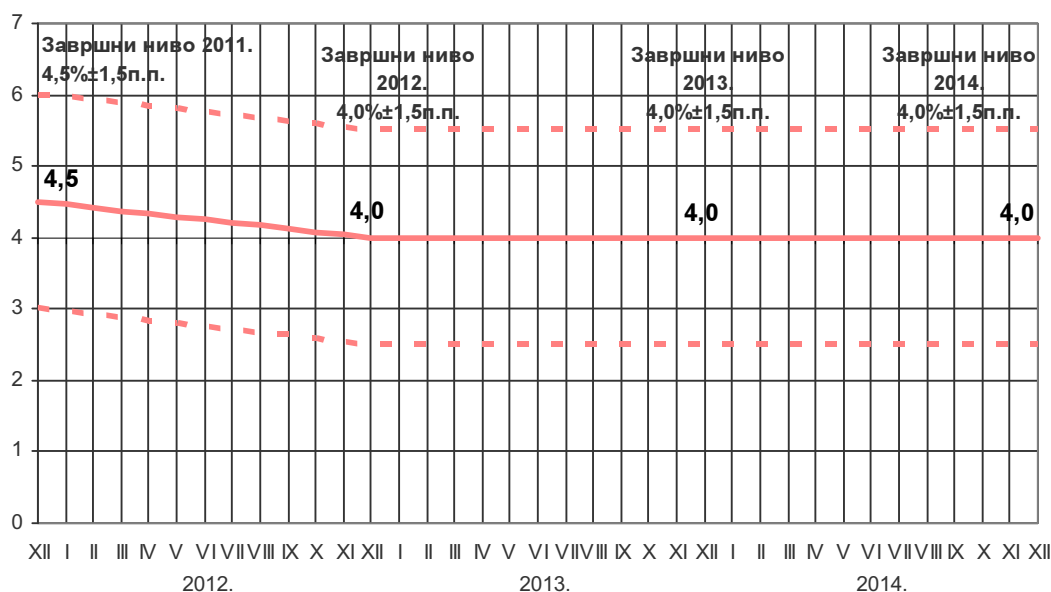
Меморандум Народне банке Србије о циљаним стопама инфлације до 2014. године²⁹

Ради дефинисања оквира за одлучивање о монетарној политици на средњи рок и усидравања и стабилизације инфлационих очекивања, Извршни одбор Народне банке Србије овим меморандумом утврђује циљ за инфлацију у 2013. и 2014. години.

У складу са Споразумом Народне банке Србије и Владе Републике Србије о циљању (таргетирању) инфлације³⁰ и Меморандумом Народне банке Србије о монетарној стратегији³¹, којима се Народна банка Србије обавезала да, у сарадњи с Владом РС, утврђује циљане стопе инфлације, Извршни одбор Народне банке Србије одредио је **циљане стопе укупне инфлације (с дозвољеним одступањем), мерене годишњом процентуалном променом индекса потрошачких цена**, за период од 2012. до 2014. године, полазећи од њихове вредности на крају претходне године:

- децембар 2011. године: 4,5% с дозвољеним одступањем $\pm 1,5$ п.п.,
- децембар 2012. године: 4% с дозвољеним одступањем $\pm 1,5$ п.п.,
- децембар 2013. године: 4% с дозвољеним одступањем $\pm 1,5$ п.п.,
- децембар 2014. године: 4% с дозвољеним одступањем $\pm 1,5$ п.п.

Циљана стопа инфлације с дозвољеним одступањем за период
од 2011. до 2014. године



Циљеви за инфлацију утврђени су у виду јединствене вредности (с дозвољеним одступањем) за сваки појединачни месец у години (видети графикон). Циљеви за инфлацију у 2012. години који су утврђени раније³² нису мењани.

²⁹ Меморандум је усвојен на седници Извршног одбора НБС 10. маја 2012. године.

³⁰ Споразум је усвојен на седници Владе Републике Србије 19. децембра 2008. године.

³¹ Меморандум је усвојен на седници Монетарног одбора НБС 22. децембра 2008. године.

³² Видети Меморандум Народне банке Србије о утврђивању циљане стопе инфлације за период од 2010. до 2012. године.

Народна банка Србије је утврдила циљеве за инфлацију у 2013. и 2014. години за све месеце на нивоу од 4% с дозвољеним одступањем $\pm 1,5$ п.п. на основу пројекција макроекономских кретања.

Путања циљане инфлације одражава намеру да се постигне стабилност цена без изазивања макроекономских поремећаја. Циљана инфлација у 2013. и 2014. години ће и даље бити изнад нивоа квантитативне дефиниције ценовне стабилности и нивоа циљане инфлације у развијеним земљама (2,0% или 2,5%). Постављени циљ за инфлацију заснован је на оцени да до 2014. године неће бити завршене структурне реформе и либерализација цена, тј. номинална, реална и структурна конвергенција према Европској унији.

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

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

Списак графикана и табела

Графикони

II.2.1.	Референтна каматна стопа и коридор каматних стопа	4
II.2.2.	Стање продатих ХОВ Народне банке Србије	5
II.2.3.	Обим стерилизације ликвидности инструментима монетарне политике	5
II.3.1.	Кретање цена (мг. стопе, у %)	7
II.3.2.	Кретање цена (тримесечне стопе, у %)	7
II.3.3.	Допринос мг. стопи раста потрошачких цена	8
III.1.1.	Кретање БДП-а главних спољнотрговинских партнера Србије	9
III.1.2.	Индекс светских цена хране	10
III.1.3.	Кретање цена нафте и бакра	10
III.2.1.	Покривеност увоза девизним резервама	12
III.2.2.	Међународна инвестициона позиција Републике Србије по инструментима	13
III.2.3.	Међународна инвестициона позиција Републике Србије по секторима	14
III.2.4.	Спољни дуг Републике Србије према сектору дужника	15
III.2.5.	Спољни дуг Републике Србије по инокредиторима	15
III.3.1.	Кретање курсева одређених националних валута према евр	16
III.3.2.	Показатељ премије ризика – ЕМВІ по земљама	16
III.3.3.	Кретање курса динара и интервенције Народне банке Србије на девизном тржишту	16
III.4.1.	Кретања на преконоћном међубанкарском тржишту новца и кретање референтне каматне стопе	17
III.4.2.	Каматне стопе на примарном тржишту државних ХоВ	17
III.4.3.	Крива приноса на секундарном тржишту државних ХоВ	18
III.4.4.	Кретање каматних стопа на новоодобрене динарске кредите привреди и становништву	18
III.4.5.	Кретање каматних стопа на новоодобрене кредите у еврима и евроиндексираним кредитима привреди и становништву	18
III.4.6.	Индекс BELEX15 и промет на Београдској берзи	19
III.4.7.	Учешће кредита у БДП-у и раст кредитне активности	22
III.5.1.	Учешће динарских пласмана у укупним пласманима банака привреди и становништву	22
III.5.2.	Секторска структура пласмана банака	23
III.6.1.	Доприноси тримесечној стопи раста БДП-а – расходна страна	24
III.7.1.	Доприноси мг. стопи раста БДП-а – производна страна	25
III.7.2.	Производни јаз	25
III.8.1.	Кретање просечних нето зарада	27
III.8.2.	Стопе запослености, незапослености и активности према Анкети о радној снази	27
III.9.1.	Текућа инфлација и инфлациона очекивања 12 месеци унапред – по секторима	28
III.9.2.	Очекивана и циљана инфлација 12 месеци унапред – финансијски сектор	28
III.10.1.	Консолидовани приходи, расходи и дефицит	29

Табеле

II.3.1. Раст и доприноси компоненти расту потрошачких цена у П1 2012.	7
III.2.1. Платни биланс Републике Србије	11
III.4.1. Биланс Народне банке Србије	20
III.4.2. Монетарни преглед	21
III.6.1. Расподела БДП-а у П1 2012.	24
III.7.1. Економска активност у П1 2012.	26

CIP - Каталогизација у публикацији
Народна библиотека Србије, Београд

336.71

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

Два пута годишње. - Варијантни наслов:
Полугодишњи извештај о монетарној политици.
- Има издање на другом језику: Annual
Monetary Policy Report (National Bank of
Serbia) = ISSN 2217-6535
ISSN 2217-6292 = Годишњи извештај о
монетарној политици (Народна банка Србије)
COBISS.SR-ID 185198604