



Народна банка Србије

2013

јануар–јун

ПОЛУГОДИШЊИ ИЗВЕШТАЈ

О МОНЕТАРНОЈ ПОЛИТИЦИ

2013

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: 80 примерака

ISSN 2217-6292

Уводна напомена

Годишњи извештај о монетарној политици, уз образложење свих фактора који су утицали на спровођење монетарне политике, Народна банка Србије подноси Народној скупштини најкасније до 30. јуна наредне године. Такође, Народна банка Србије најкасније до 30. септембра текуће године подноси Народној скупштини *Полугодишњи извештај о монетарној политици*, уз образложење свих фактора који су утицали на спровођење монетарне 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 2013. размотрен је и усвојен на седници Извршног одбора 10. септембра 2013. године.

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

Извршни одбор Народне банке Србије:

Јоргованка Табаковић, гувернер

Ана Глигоријевић, вицегувернер

Веселин Пјешчић, вицегувернер

Диана Драгутиновић, вицегувернер

Ђорђе Јевтић, директор Управе за надзор над финансијским институцијама

¹ Закон о Народној банци Србије, „Службени гласник РС“, бр. 72/2003, 55/2004, 85/2005 – др. закон, 44/2010 и 76/2012 (члан 71. ст. 2. и 3).

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

**СКРАЋЕНИЦЕ КОРИШЋЕНЕ
У ОВОМ ИЗВЕШТАЈУ**

БДП – бруто домаћи производ

б.п. – базни поен

СЕФТА – Уговор о слободној трговини земаља централне Европе

ДФО – друге финансијске организације

дес. – десезонирано

ЕЦБ – Европска централна банка

ЕМВИ – индекс обвезница тржишта у успону

ФЕД – Систем федералних резерви САД

Фонд ПИО – Републички фонд за пензијско и инвалидско осигурање

ХоВ – хартије од вредности

ИПЦ – индекс потрошачких цена

МДТ – међубанкарско девизно тржиште

млн – милион

млрд – милијарда

мг. – међугодишње

ММФ – Међународни монетарни фонд

НДВ – непољопривредна додата вредност

NPL – проблематични кредити

П – полугодиште

п.п. – процентни поен

СДИ – стране директне инвестиције

SDR – специјална права вучења

Т – тромесечје

Не наводе се друге општепознате скраћенице.

Садржај

Резиме	1
I. Стратешки оквир монетарне политике	3
II. Монетарна политика и остварење циљане инфлације	5
1. Монетарна политика у периоду јануар–јун 2013. године	5
2. Инструменти монетарне политике	6
Операције на отвореном тржишту	6
Депозитне и кредитне олакшице	7
Обавезна резерва	7
Операције на девизном тржишту	8
Девизни своп	8
Аукцијски краткорочни динарски кредити	8
Остале каматне стопе	8
3. Остварење циљане инфлације у периоду јануар–јун 2013. године	9
III. Макроекономски услови спровођења монетарне политике	11
1. Међународно окружење	11
2. Међународне трансакције	13
Платнобилансна кретања и девизне резерве	13
Међународна инвестициона позиција земље	15
Спољни дуг	16
3. Кретања на девизном тржишту и курс динара	18
4. Кретања на тржишту новца и капитала и кредити банака	20
Каматне стопе	20
Кретања на берзи	22
Монетарни агрегати	23
Кредити банака	24
5. Динаризација	26
6. Агрегатна тражња	27
Домаћа тражња	27
Нето екстерна тражња	28
7. Економска активност	28
8. Зараде и запосленост	30
9. Инфлациона очекивања	31
10. Фискална политика	32
Додатак 1. Писмо Народне банке Србије Влади Републике Србије због одступања инфлације од утврђеног циља	34
Списак графикана и табела	36

Резиме

Слабији инфлаторни притисци обележили су прво полугодиште 2013. године. Томе су у највећој мери допринели претходно предузете рестриктивне мере монетарне политике, смањење трошкова производње хране, ниска тражња и стабилизација девизног курса. Међугодишња инфлација је са 12,8% у јануару снижена на 9,8% у јуну. Извршни одбор Народне банке Србије очекује да ће пад међугодишње инфлације у наредном периоду бити убрзан и да ће се она до октобра вратити у границе дозвољеног одступања од циља ($4 \pm 1,5\%$) и након тога кретати у оквиру тих граница. И даље релативно висока међугодишња стопа инфлације углавном је резултат високог месечног раста потрошачких цена у другом полугодишту 2012.

Народна банка Србије је почетком године наставила да повећава степен рестриктивности монетарне политике, који је започела у јуну 2012. У јануару и фебруару референтна каматна стопа је повећана за по 25 базних поена, на 11,75%, како би се осигурало враћање међугодишње инфлације у границе дозвољеног одступања од циља у другој половини године. С обзиром на то да су ниске месечне стопе инфлације остварене у периоду новембар–март потврђивале да предузете мере монетарне политике дају резултате, Извршни одбор није мењао висину референтне каматне стопе у марту и априлу. С даљим падом инфлаторних притисака, Извршни одбор је у мају започео опрезно ублажавање монетарне политике, које је затим настављено у јуну, када је референтна каматна стопа смањена на 11%, колико тренутно износи.

Макроекономски услови спровођења монетарне политике током првог полугодишта били су повољнији у поређењу са 2012. годином. По свему судећи, зона евра је у другом тромесечју изашла из рецесије и у наредном периоду очекује се наставак постепеног економског опоравка, који би требало да подржи и економски опоравак Србије започет крајем 2012. Раст бруто домаћег производа Србије у првом полугодишту је износио 1,4% међугодишње и био је вођен нето извозом, док је нето домаћа тражња забележила пад. Највећи негативан допринос у оквиру домаће тражње потиче од државне финалне потрошње и државних инвестиција због примене мера фискалне

консолидације. С производне стране, раст бруто домаћег производа у првом полугодишту у потпуности је одређен растом сектора разменљивих добара (пољопривреда и индустрија).

Смањивање спољне неравнотеже у току ове године брже је него што смо очекивали. Мањи дефицит текућег рачуна платног биланса за преко 50% у односу на исти период претходне године првенствено је резултат високе стопе раста извоза. Суфицит финансијског и капиталног рачуна, који је пре свега остварен по основу задуживања државе на међународном финансијском тржишту, а у мањој мери и по основу страних директних инвестиција, допринео је да девизне резерве Народне банке Србије забележе знатно мањи пад у првом полугодишту него у истом периоду 2012.

Фискални дефицит је у првом полугодишту смањен у односу на претходну годину и износи 4,6% бруто домаћег производа. Да би се обезбедило неопходно фискално прилагођавање, због подбацивања прихода у односу на план, ребаланс буџета за 2013. усвојен је већ средином године. Влада је истовремено донела и нове мере структурног прилагођавања, чије спровођење треба да ограничи раст дефицита, стабилизује јавне финансије и поправи општи привредни амбијент. Ребалансом буџета предвиђен је републички дефицит од 4,7% бруто домаћег производа, који би на консолидованом нивоу требало да резултира дефицитом од 5,2% бруто домаћег производа.

Током првог полугодишта девизни курс је био углавном стабилан. Повећање рестриктивности монетарне политике у претходном периоду, раст интересовања нерезидената за улагање у државне хартије од вредности, као и смањење дефицита текућег рачуна платног биланса, определили су благо јачање динара током првих пет месеци. Међутим, због најаве Система федералних резерви САД о могућем смањењу програма квантитативних олакшица крајем маја, смањена је спремност инвеститора да прихвате ризике, што је условило раст премије ризика и, последично, депрецијацијске притиске у скоро свим земљама региона. Ефекат у случају Србије био је појачан

неповољним оценама о стању у јавним финансијама. Како би ублажила прекомерне дневне осцилације курса, Народна банка Србије је до почетка маја интервенисала на међубанкарском девизном тржишту куповином девиза и од банака укупно купила 90,0 милиона евра, а од краја маја и током јуна на страни продаје у укупном износу од 305,0 милиона евра.

Извршни одбор очекује да ће додатне мере фискалне консолидације и спровођење структурних реформи

допринети даљем смањењу инфлаторних притисака, али и спољне неравнотеже, као и да ће позитивно утицати на перцепцију ризика улагања у Србију. Тиме би се отворио додатни простор за даље ублажавање монетарне политике. Народна банка Србије ће монетарну политику усмерену на обезбеђење стабилности цена у средњем року и даље спроводити доследно и на предвидив начин, у складу са економским кретањима и инфлаторним притисцима, што ће допринети стабилности пословног и инвестиционог амбијента.

I. Стратешки оквир монетарне политике

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

Режим циљања инфлације спроводи велики број централних банака као прагматичан одговор на недостатке других режима монетарне политике. Томе је допринело схватање да перманентно високе стопе инфлације утичу на смањење привредног раста и запослености и да фокус монетарне политике треба померити с краткорочног управљања тражњом на средњорочну ценовну стабилност, која је у основи режима циљања инфлације. Режим циљања инфлације више је оквир него скуп ригидних правила монетарне политике: у основи је нумерички циљ за инфлацију на средњи рок, у оквиру кога се задржава дискреционо право у реаговању на економске поремећаје на краatak 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 2014.⁴ Циљеви за инфлацију утврђени су у виду јединствене вредности с дозвољеним одступањем.

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

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

Циљану стопу инфлације Народна банка Србије постиже променама референтне каматне стопе која се примењује у спровођењу главних операција на

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

⁴ Меморандум Народне банке Србије о циљаним стопама инфлације до 2014. године усвојен на седници Извршног одбора 10. маја 2012.

отвореном тржишту. Та каматна стопа представља основни инструмент монетарне политике, а одлуке о њеној висини доносе се на основу анализе економске ситуације и оцене будућих кретања, као и средњорочне пројекције инфлације. Остали инструменти монетарног регулисања имају помоћну улогу – доприносе несметаној трансмисији утицаја референтне каматне стопе на тржиште, као и развоју финансијских тржишта без угрожавања стабилности финансијског система.

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

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

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

II. Монетарна политика и остварење циљане инфлације

1. Монетарна политика у периоду јануар–јун 2013. године

Током II 2013. године Народна банка Србије је завршила циклус повећања и започела опрезно циклус смањења референтне каматне стопе.

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

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

Процењујући да постојећи степен рестриктивности монетарне политике обезбеђује да се, у одсуству интерних и екстерних поремећаја, мг. инфлација врати у границе циља од $4 \pm 1,5\%$ у другој половини године, Извршни одбор Народне банке Србије **није мењао висину референтне каматне стопе у марту и априлу**. Ниске месечне стопе инфлације остварене у периоду новембар–март потврђивале су да предузете мере монетарне политике дају резултате. Такође, доношењем плана фискалне консолидације, допринос макроекономској стабилности дала је и фискална политика.

Узимајући у обзир смиривање инфлаторних притисака, Извршни одбор је **у мају и јуну одлучио да референтну каматну стопу смањи за 50 б.п. и 25 б.п., респективно, на 11,0%**. Мајска пројекција инфлације била је нижа у целом периоду пројекције у односу на пројекцију из фебруара, пре свега по основу већег од очекиваног смањења цена примарних пољопривредних производа. Очекивало се да добра пољопривредна сезона и повољна кретања на светском тржишту пољопривредних производа утичу на појефтињење хране на домаћем тржишту. Оцењено је да ће очекивани пад цена хране бити кључни дезинфлаторни фактор у кратком року, а у средњем року ниска агрегатна тражња, на шта указују успоравање кредитне активности и минималан раст зарада и пензија. Поред тога, оцењено је да ће паду мг. инфлације и њеном повратку у границе дозвољеног одступања од циља од $4 \pm 1,5\%$ до октобра допринети и излазак из обрачуна високих месечних стопа инфлације у истом периоду 2012. године.

Будући да се инфлација у периоду јануар–јун 2013. кретала изнад горње границе дозвољеног одступања

од циља, Народна банка Србије је писмом обавестила Владу о разлозима тог одступања, мерама које је предузела и које треба предузети да би се обезбедила ниска и стабилна инфлација у средњем року, као и када се очекује повратак мг. инфлације у границе циља. У писму је истакнуто да су високе мг. стопе инфлације у П1 2013. углавном биле последица високог месечног раста потрошачких цена у П2 2012, који је био вођен пре свега растом цена хране. Наглашено је да су предузете мере монетарне политике већ дале ефекте, с обзиром на то да је инфлација у П1 износила свега 3,0%, уз процене да ће се мг. инфлација вратити у границе циља до октобра.⁵

Извршни одбор очекује да ће додатне мере фискалне консолидације и спровођење структурних реформи допринети даљем смањењу инфлаторних притисака, али и спољне неравнотеже, као и да ће позитивно утицати на перцепцију ризика улагања у Србију. Тиме би се отворио додатни простор за даље ублажавање монетарне политике.

2. Инструменти монетарне политике

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

Операције на отвореном тржишту

Главне операције на отвореном тржишту Народне банке Србије током П1 биле су једнонедељне реверзне репо трансакције, тј. репо трансакције продаје ХоВ (повлачење ликвидности).

Репо трансакције продаје хартија Народна банка Србије је спроводила својим ХоВ. За потребе репо продаје у 2013. емитована је једна серија благајничких записа у укупној номиналној вредности

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

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



Извор: НБС.

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



Извор: НБС.

⁵ Видети Додатак 1, стр. 34.

Током П1 организовано је 26 аукцијских репо продаја ХоВ. Аукције су организоване једном недељно по моделу варијабилне вишеструке каматне стопе. Укупна продаја ХоВ износила је 1.669,1 млрд динара. Остварени обим продаје био је знатно виши него у П2 2012. године (102,8 млрд динара), јер је Народна банка Србије од средине јула до средине децембра 2012. године као главне операције на отвореном тржишту спроводила трансакције репо куповине ХоВ (обезбеђење ликвидности), уз остварени обим куповине од 67,5 млрд динара.

Просечно стање ХоВ Народне банке Србије у портфељу банака током П1 је износило 63,9 млрд динара. У односу на крај 2012, стање ових ХоВ је крајем јуна повећано за 35,2 млрд динара и износило је 75,0 млрд динара. Раст портфеља био је у највећој мери последица повећања динарске ликвидности због конверзије девизних депозита државе у динаре и њиховог трошења.

Депозитне и кредитне олакшице

У складу са Одлуком о условима и начину депоновања вишкова ликвидних средстава банака код Народне банке Србије, банке су и у 2013. години наставиле с преконоћним депоновањем средстава код Народне банке Србије. Поменута одлука није мењана у П1.

Просечно дневно стање депонованих средстава банака код Народне банке Србије у П1 износило је 46,1 млрд динара, што је скоро два пута више у односу на П2 2012. године (21,9 млрд динара). Минимално просечно месечно стање депонованих средстава забележено је у јануару (21,5 млрд динара), а максимално у мају (83,5 млрд динара).

Народна банка Србије је током 2013. године наставила да примењује Одлуку о условима и начину одобравања кредита за одржавање дневне ликвидности банака на основу залоге ХоВ, којом су уређене кредитне олакшице. Изменама Одлуке у априлу 2013. године, поред осталог, проширена је листа ХоВ које служе као колатерал приликом одобравања кредита за дневну ликвидност, и то динарским ХоВ без валутне клаузуле чији су издаваоци међународне финансијске институције и

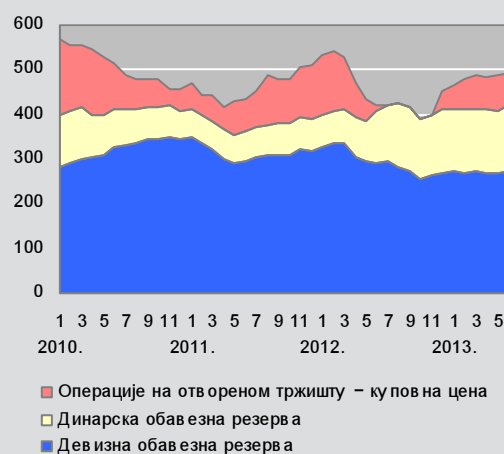
развојне банке или финансијске институције чији је оснивач страна држава, под условом да издаваоци тих хартија имају највиши кредитни рејтинг.

У посматраном периоду банке су користиле кредитне олакшице као дневни и као преконоћни кредит. Дневни кредит је коришћен у укупном износу од 21,2 млрд динара, а преконоћни кредит у укупном износу од 0,3 млрд динара, и то само у јануару.

Обавезна резерва

Народна банка Србије је и у 2013. наставила с применом Одлуке о обавезној резерви банака код Народне банке Србије, која је усвојена у јануару 2011. године. Током П1 није било измена Одлуке. Од почетка године поменута одлука је измењена једанпут – у јулу, када је за годину дана продужен крајњи рок важења изузећа из основице за обрачун обавезне резерве за динарске и девизне обавезе примљене из иностранства у периоду од 1. октобра 2008. до 31. марта 2010. године. У складу с тим, банке нису у обавези да обрачунавају обавезну резерву по овом основу до првобитно утврђеног рока доспећа тих обавеза, а најкасније до 31. децембра 2014. године. Поступајући тако, Народна банка Србије није

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



Извор: НБС.

одступила од опредељења да не проширује листу изузетака из обавезне резерве, већ је само продужила рок важења постојећег изузетка из основице за обрачун обавезне резерве.

Обрачуната обавезна резерва која се издваја у динарима повећана је у П1 за 4,1 млрд динара, а обрачуната обавезна резерва која се издваја у девизама за 26,8 млн евра.

Операције на девизном тржишту

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

Током П1 Народна банка Србије је на МДТ-у укупно банкама продала 305,0 млн евра и од банака купила 90,0 млн евра. Девизне интервенције су реализоване искључиво по тржишним условима, прихватањем курсева које су нудиле банке (улога *price taker-a*).

Благо јачање динара, започето крајем Т3 2012, настављено је у Т1 2013. Народна банка Србије је у Т1 интервенисала само два пута, у јануару и фебруару, и то куповином укупно 10,0 млн евра. На благу апresiasiцију динара утицали су пре свега повећање рестриктивности монетарне политике, појачано интересовање страних инвеститора за улагање у државне ХоВ и смањење дефицита текућег рачуна платног биланса.

Крајем априла и почетком маја апresiasiцијски притисци су појачани, након препоруке Европске комисије о отварању преговора о чланству Републике Србије у Европској унији. Народна банка Србије је у том периоду интервенисала куповином укупно 80,0 млн евра.

Депresiasiцијске притиске крајем маја покренули су глобални фактори, тј. очекивања да ће ФЕД од септембра започети с постепеним смањењем обима куповине ХоВ, што је утицало на повлачење страних инвеститора из улагања у валуте земаља с растућим тржиштима. Поред тога, на слабљење динара додатно су утицале лоше вести у погледу стања у јавним финансијама. Да би ублажила прекомерне дневне осцилације девизног курса, Народна банка Србије је

од краја маја до краја јуна интервенисала продајом укупно 305,0 млн евра.

На крају П1 динар је номинално депresiasiрао према еврау за 0,4% у односу на крај претходне године.

Девизни своп

Народна банка Србије је у П1 наставила са организовањем редовних тромесечних своп аукција продаје и куповине девиза за динаре, чији циљ је стимулисање развоја међубанкарске своп трговине и омогућавање банкама да ефикасније управљају својом ликвидношћу. Аукције су организоване једном недељно, по тржишним условима и у ограниченим количинама. Као додатну меру подршке у управљању ликвидношћу банкарског система и ради превазилажења проблема у вези са ограничењима у међубанкарској трговини на тржишту новца, Народна банка Србије од 22. марта 2013. једном недељно организује и двонедељне своп аукције продаје и куповине девиза по тржишним условима.

Током П1 Народна банка Србије је организовала 50 тромесечних и 28 двонедељних своп аукција. На тромесечним аукцијама је своп продала 30,0 млн евра и своп купила исти износ девиза, док су на двонедељним аукцијама своп продаја и своп куповина девиза износиле по 53,0 млн евра. Стање девизних потраживања и стање девизних обавеза Народне банке Србије на крају П1 по основу тромесечних своп аукција износили су по 4,0 млн евра, а по основу двонедељних своп аукција по 5,0 млн евра.

Аукцијски краткорочни динарски кредити

У току П1 Народна банка Србије је једном месечно организовала аукције краткорочних динарских кредита на основу залоге ХоВ, као меру за одржавање ликвидности банака. На аукцијама није било одобрених кредита.

Остале каматне стопе

У поступку спровођења монетарне политике, Народна банка Србије је током 2013. године наставила да примењује одлуку о каматним стопама и одлуку о начину обрачуна, наплате и плаћања камате које су донете 2011. године.

3. Остварење циљане инфлације у периоду јануар–јун 2013. године

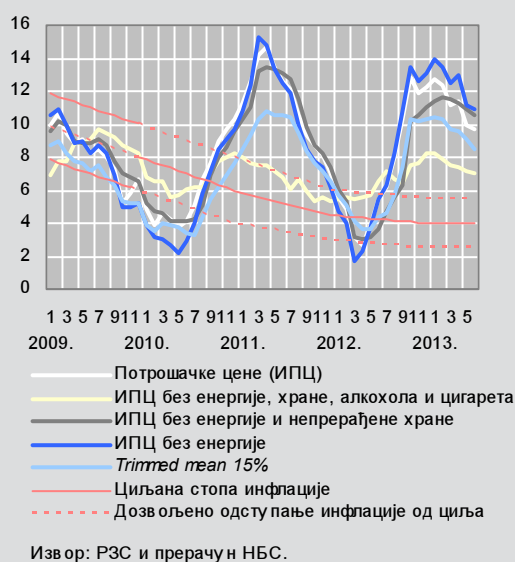
У П1 2013. забележено је знатно смањење инфлаторних притисака у односу на П2 2012. Слабији инфлаторни притисци утицали су и на пад мг. инфлације, која је са 12,8% у јануару снижена на 9,8% у јуну.

Укупан раст потрошачких цена у периоду јануар–јун износио је 3,0% (1,1% у Т1 и 1,8% у Т2) и у највећој мери био је одређен растом цена **непрерађене хране**. Цене ове групе производа порасле су за 13,3%, а њихов допринос шестомесечној инфлацији износио је 1,7 п.п., што представља више од половине укупног раста цена у П1. Највећи раст у оквиру групе забележен је код цена воћа и поврћа (23,5%), као последица смањене понуде због лошијег прошлогодишњег рода и неповољних временских прилика у првој половини јуна.

Цене прерађене хране су у П1 забележиле раст од 0,6%, уз допринос ИПЦ-у од 0,1 п.п. Посматрано по тромесечјима, ове цене су у Т1 порасле 1,1%, док је у Т2 уследио пад од 0,4%, захваљујући нижим трошковним притисцима у производњи хране. Највећи допринос расту цена у оквиру ове групе производа потиче од поскупљења месних прерађевина.

Знатно успоравање раста у односу на П2 2012. забележено је и код **цена индустријских производа без хране и енергије**, које су у П1 порасле 2,6% (допринос ИПЦ-у 0,8 п.п.). Цене ове групе производа расле су нешто бржим темпом у Т1 (1,7%) због раста цена акцизних производа (цигарете и алкохол), док је раст у Т2 (0,9%) био одређен пре свега поскупљењем лекова.

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



Табела II.3.1. Раст и доприноси компоненти расту потрошачких цена у П1 2013.

	Стопе раста (у %)	Доприноси (у п.п.)
Потрошачке цене (ИПЦ)	3,0	3,0
Непрерађена храна	13,3	1,7
Прерађена храна	0,6	0,1
Индустријски производи без хране и енергије	2,6	0,8
Енергија	-1,1	-0,2
Услуге	2,5	0,5
Индикатори базне инфлације		
ИПЦ без енергије	3,7	3,1
ИПЦ без енергије и непрерађене хране	2,0	1,4
ИПЦ без енергије, хране, алкохола и цигарета	2,4	1,0
Регулисане цене	3,7	0,7

Извор: РЗС и прерачун НБС.

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



Цене у групи енергије су у П1 пале за 1,1% (допринос ИПЦ-у $-0,2$ п.п.), при чему је знатно већи пад забележен у Т2 ($-0,9\%$) него у Т1 ($-0,2\%$). Највећи негативан допринос овој групи имало је смањење цена нафтних деривата узроковано падом светских цена нафте, док је у супротном смеру деловало повећање цене природног гаса у фебруару. Паду ових

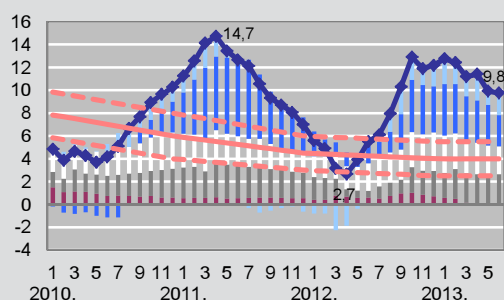
цена у П1 допринело је и одлагање корекције цене електричне енергије за август.

Цене услуга су у П1 порасле 2,5% (допринос ИПЦ-у 0,5 п.п.). Највећи раст у оквиру ове категорије цена забележиле су цене туристичких аранжмана и телефонских услуга. Раст цена услуга у Т1 је износио 0,6%, док је у Т2 био виши (1,8%). Виши раст у Т2 у највећој мери је последица укључивања цена нових летњих аранжмана у обрачун и њиховог усклађивања с девизним курсом.

ИПЦ без цена енергије, хране алкохола и цигарета (најчешће коришћена мера базне инфлације) од почетка године налази се у континуираном паду на мг. нивоу (са 8,2% у јануару на 7,1% у јуну). Овај индикатор је у П1 порастао 2,4%, при чему је већи раст забележен у Т2 (1,7%) него у Т1 (0,7%). Највећи допринос полугодишњем расту дале су цене лекова, закупа стана, производа кућне хемије и услуга мобилне телефоније.

Раст **регулисаних цена** у П1 износио је 3,7%. Највећи део раста забележен је у Т1 (2,9%), због повећања акциза на цигарете и раста цена лекова, комуналних услуга и природног гаса. У Т2 је забележен знатно нижи раст (0,7%), што је и у највећој мери последица поновног усклађивања цена лекова. На мг. нивоу, раст регулисаних цена је убрзан у односу на крај 2012. године (9,4%) и у јуну ове године је износио 12,1%.

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



Извор: РЗС и прерачун НБС.

III. Макроекономски услови спровођења монетарне политике

1. Међународно окружење

Према прелиминарној оцени Еуростата, зона евра је у Т2, након шест узастопних тромесечја у којима је бележила пад БДП-а, изашла из рецесије, остваривши благ раст економске активности (0,3% дсз.). Тај раст је био вођен растом њених највећих економија – Немачке и Француске, док је БДП Грчке, Италије и Шпаније и даље у паду. До краја текуће и током 2014. године очекује се наставак постепеног економског опоравка зоне евра, на шта би највише требало да утиче опоравак екстерне тражње из САД и тржишта у успону. С друге стране, због мера фискалне консолидације у појединим чланицама зоне евра и високе незапослености, домаћа тражња ће и даље бити ниска. У овом тренутку ЕЦБ, ММФ и *Consensus Forecast* имају исту прогнозу пада БДП-а зоне евра у 2013. години – 0,6%.

Пад економске активности зоне евра у претходном периоду прелио се и на тржиште рада, па је стопа незапослености у марту забележила рекордно висок ниво од 12,1%, на којем је остала и у току Т2. Висока стопа незапослености и ниска агрегатна тражња допринеле су слабљењу инфлаторних притисака, тако да се мг. инфлација у зони евра од почетка године налази испод 2,0%. Очекивани ниски ценовни притисци у средњем року, инфлациона очекивања која су чврсто усидрена испод 2,0% и неповољна економска кретања навели су ЕЦБ да у мају додатно снизи референтну каматну стопу за 0,25 п.п., на 0,5%, што представља њен историјски

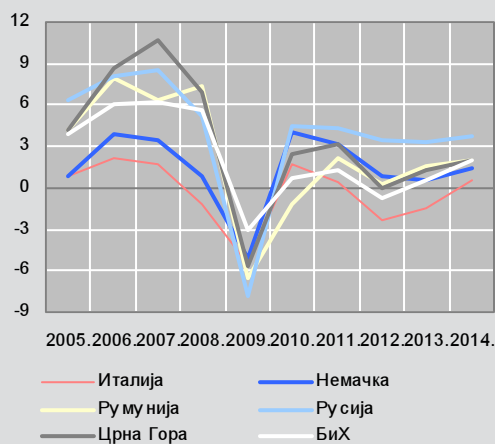
најнижи ниво. Челници ЕЦБ-а очекују да ће на том нивоу остати дуже време.

За разлику од ЕЦБ-а, ФЕД је у мају најавио могућност смањења обима квантитативних олакшица⁶ од краја 2013. и окончање тог програма средином 2014. уколико се процени да је економски раст одржив. Таква најава ФЕД-а изазвала је нестабилност на светском финансијском тржишту, тј. инвеститори су одреаговали смањењем изложености према ризичнијим тржиштима. Крајем маја и почетком јуна дошло је до раста приноса на државне обвезнице, раста премије ризика и депрецијације скоро свих валута земаља у региону.

Економска активност САД наставила је да расте у првој половини 2013, упркос негативном ефекту мера фискалне штедње и ограниченој екстерној тражњи. На тај раст утицало је даље повећање тражње домаћинстава и предузећа, уз наставак опоравка тржишта стамбених некретнина. Према *Consensus Forecast*-у, америчка економија би ове године требало да забележи повећање БДП-а од 1,5%. Иако су индикатори на тржишту рада наставили да се побољшавају, стопа незапослености (7,6% у јуну) још се налази изнад нивоа на којем је била пре кризе. Међугодишња инфлација је наставила да успорава (делом због пада цене енергије и увозних цена), односно и даље се креће испод дугорочног циља ФЕД-а (2,0%). Иако је најавио могућност смањења обима квантитативних олакшица, ФЕД и даље остаје при ставу да неће повећавати референтну каматну

⁶ У оквиру овог програма, ФЕД је месечно откупљивао 40,0 млрд долара хипотекарних ХоВ и 45,0 млрд долара дугорочних државних ХоВ.

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



Извор: ММФ WEO (последњи расположиви подаци).

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



Извор: FAO, УН.

стопу докле год је стопа незапослености виша од 6,5%, пројектована инфлација за наредну годину до две године нижа од 2,5%, а дугорочнија инфлациона очекивања и даље чврсто усидрена.

Краткорочне перспективе раста земаља централне и источне Европе благо су погоршане у П1. Према *Consensus Forecast*-у и ММФ-у, овај регион ће у 2013. остварити раст БДП-а сличан оном из 2012. године (2,1%). За Чешку, Хрватску и Словенију предвиђа се пад БДП-а и у 2013, док би, за разлику од њих, Мађарска ове године требало да забележи раст БДП-а.

Ниска агрегатна тражња и ниже цене сировина утицале су на слабљење инфлаторних притисака у региону централне и источне Европе, на шта су централне банке Пољске, Мађарске и Турске реаговале наставком ублажавања монетарне политике.

У П1 су се смењивали периоди јачања и слабљења евра према долару. Евро је у јануару јачао због неизвесности око решавања проблема „фискалне литице“ у САД, да би у фебруару и марту ослабио због слабијих од очекиваних економских перформанси зоне евра, резултата парламентарних избора у Италији и избијања банкарске кризе на Кипру. Захваљујући постигнутом договору између

кипарских власти и међународних кредитора око решавања проблема у кипарским банкама, евро је почетком априла ојачао, а томе су додатно допринели и подаци с тржишта рада у САД, који су били лошији него што се очекивало. Након смањења референтне каматне стопе ЕЦБ-а, у мају је евро поново ослабио према долару. Изостанак даљег ублажавања монетарне политике ЕЦБ-а условио је његово јачање у првој половини јуна, тј. до објављивања саопштења ФЕД-а о могућем смањивању обима квантитативних олакшица у наредном периоду, након чега је вредност евра према долару опала. Посматрано крајем периода, евро је у П1 ослабио према долару за 0,9%.

Светске цене хране⁷ су у П1 незнатно опале (0,4%). Посматрано по компонентама, највећи допринос паду потиче од житарица, чије су цене смањене за 5,7%. С друге стране, у марту и априлу забележен је знатан раст цена млека и млечних производа (27,5%), узрокован пре свега смањеном понудом због дуготрајне суше на Новом Зеланду, једном од највећих светских извозника млечних производа.

Цена уралске нафте опала је за око 6,0%. Због већег оптимизма тржишних учесника у вези са опоравком глобалне привреде, цена је расла до почетка фебруара. Затим је до краја априла опала за више од

⁷ Мерењем FAO — Food Price Index.

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



Извор: Блумберг.

15,0%, првенствено због споријег од очекиваног економског раста у најразвијенијим земљама и погоршања перспективе глобалног економског раста, али и политичке неизвесности након избора у Италији, заоштравања банкарске кризе на Кипру и повећања залиха нафте у САД. У мају и јуну је кретање цене нафте било релативно стабилно (100–105 долара за барел).

Цена злата на светском тржишту забележила је у П1 снажан пад (20,3%), у највећој мери као резултат смањења инфлаторних притисака на глобалном нивоу и мање тражње за златом, будући да се оно традиционално користи као средство заштите од инфлације. Такође, на пад ове цене утицале су и најаве (у првој половини априла) о могућој продаји кипарских резерви злата како би се обезбедила средства потребна за решавање банкарске кризе.

Цена бакра на светском тржишту је у П1 опала за 12,0%, при чему је њен пад био израженији у Т2 него у Т1. Динамика кретања цене бакра у Т1 била је веома слична кретању цене нафте, што показује да су исти фактори одређивали равнотежу на оба тржишта, док су главни узроци смањења ове цене у Т2 биле нижа тражња из Кине (због слабијих индикатора економског раста) и повећана производња у Чилеу, водећем произвођачу бакра.

2. Међународне трансакције

Платнобилансна кретања и девизне резерве

Смањење спољне неравнотеже обележило је П1 2013. Мањи дефицит текућег рачуна платног биланса првенствено је резултат раста извоза. Смањен је и одлив по основу плаћања камата и повлачења добити, док је прилив од дознака повећан. У оквиру финансијског рачуна, највећи нето прилив капитала остварен је по основу задуживања државе на међународном финансијском тржишту. Прилив капитала забележен је и по основу СДИ, док су банке, предузећа и Народна банка Србије смањили своје кредитне обавезе према иностранству. Таква кретања резултирала су знатно мањим падом девизних резерви Народне банке Србије него у истом периоду претходне године.

Дефицит текућег рачуна у П1 (902,5 млн евра) у односу на исти период претходне године смањен је за 52,9% и износио је 5,7% процењеног БДП-а. Робни дефицит је смањен за 24,7% због знатно бржег раста извоза (20,2%) од увоза (1,9%), док је покривеност увоза извозом повећана за 10,6 п.п., на рекордних 69,9%⁸. Раст извоза био је најизраженији у аутомобилској индустрији. Осетније повећање извоза остварено је и у хемијској индустрији, производњи производа од гуме и пластике и електричне опреме, што такође доприноси смањењу спољне неравнотеже. Кретање увоза у највећој мери је било под утицајем раста увоза репроматеријала, намењеног пре свега производњи за извоз.

На раст остварених нето прихода од услуга од 83,1 млн евра највише је утицао пораст прихода од услуга у области комуникација (22,6%) и инвестиционих радова у иностранству (24,8%).

Прилив по основу камата на депозите и ХоВ смањен је у П1 за 23,0 млн евра, углавном због пада прихода од иностраних ХоВ. Плаћање редовних камата на иностране кредите смањено је за 72,7 млн евра, а одлив по основу повлачења добити за 51,3 млн евра. Истовремено, одлив за плаћање камата на ХоВ повећан је за 118,9 млн евра. То је у целини утицало да се негативни салдо доходака смањи на 433,1 млн евра (1,6% мг.). Нето текући трансфери (углавном дознаке) од 1,6 млрд евра повећани су за 16,5%, па је покриће дефицита биланса робе и услуга и камата

⁸ 12-месечни покретни просек.

нето приливом средстава по основу текућих трансфера у П1 знатно повећано (66,0%) у односу на исти период претходне године (41,5%).

Нето прилив остварен по основу СДИ у П1 је износио 294,4 млн евра. Највише је инвестирано у трговину (29,8%), финансијску делатност (18,9%) и производњу пића (11,0%). По основу портфолио инвестиција остварен је нето прилив од 1.054,9 млн евра. Од тога се највећи део (1,1 млрд евра) односио на прилив од емисије седмогодишњих еврообвезница Републике Србије на међународном финансијском тржишту у фебруару. Део средстава обезбеђен по основу емисије еврообвезница искоришћен је за превремену отплату дела дуга према Лондонском клубу поверилаца.

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

	Јануар–јун	
	2012.	2013.
ТЕКУЋЕ ТРАНСАКЦИЈЕ – САЛДО	-1.916	-903
ТЕКУЋЕ ТРАНСАКЦИЈЕ БЕЗ ЗВАНИЧНЕ ПОМОЋИ – САЛДО	-1.979	-965
1. Роба (1.1 – 1.2)	-2.844	-2.142
1.1. Извоз робе f.o.b	4.136	4.971
1.2. Увоз робе f.o.b.	-6.980	-7.113
2. Услуге (2.1 – 2.2)	29	113
2.1. Приходи	1.414	1.524
2.2. Расходи	-1.385	-1.411
3. Биланс робе и услуга (3.1 – 3.2)	-2.814	-2.030
3.1. Извоз робе и услуга	5.550	6.495
3.2. Увоз робе и услуга	-8.365	-8.525
4. Доходак	-440	-433
4.1. Приходи	243	248
4.2. Расходи	-683	-681
5. Текући трансфери	1.339	1.560
5.1. Приходи	1.505	1.737
5.2. Расходи	-165	-176
КАПИТАЛНИ РАЧУН	-7	7
ФИНАНСИЈСКИ РАЧУН	1.805	832
1. Директне инвестиције – нето	-128	294
1.1. У иностранство (потраживања)	-16	-17
1.2. У Србију (обавезе)	-112	312
2. Портфолио инвестиције – нето	189	1.055
2.1. Актива (потраживања)	-26	-35
2.2. Пасива (обавезе)	215	1.089
3. Остале инвестиције	-271	-543
3.1. Актива (потраживања)	-778	-506
3.2. Пасива (обавезе)	507	-37
4. Средства резерви	2.016	26
ГРЕШКЕ И ПРОПУСТИ	118	63
УКУПАН БИЛАНС	-2.016	-26

Извор: РЗС и НБС.

Нето одлив по основу осталих инвестиција (кредита и депозита) у П1 је повећан за 271,9 млн евра, на 543,2 млн евра. Нето раздужење банака (378,7 млн евра), предузећа (145,1 млн евра) и Народне банке Србије (298,1 млн евра) било је веће од нето задужења државе по том основу (203,8 млн евра). Девизне резерве банака су смањене за 77,0 млн евра.

Остварен суфицит финансијског и капиталног рачуна од 839,3 млн евра покрио је у највећој мери дефицит текућег рачуна, што је допринело стабилизацији девизног курса. Платнобилансна кретања утицала су да девизне резерве у П1 забележе пад од 26,4 млн евра (без валутних промена, промена тржишних вредности ХоВ и цене злата). Истовремено, нето тржишни ефекат је био негативан и износио је 215,3 млн евра, што је резултирало номиналним смањењем девизних резерви од 241,8 млн евра. На крају јуна девизне резерве Народне банке Србије износиле су 10,7 млрд евра. У истом периоду, нето девизне резерве од 6,7 млрд евра биле су за 129,0 млн евра веће у односу на крај 2012.

Девизне резерве Народне банке Србије су на крају јуна покривале новчану масу М1 од 371% и више од седам месеци увоза робе и услуга.⁹

У структури девизних резерви највеће учешће имају иностране ХоВ. Оне су чиниле 71,8% укупних девизних резерви на крају јуна, следе девизна средства на рачунима у иностранству (депозити и текући рачуни Народне банке Србије) са 17,6%, злато са 4,4%, ефективни страни новац са 4,7% и SDR код ММФ-а са 1,5%. Део девизних резерви је пласиран у краткорочне ХоВ и краткорочне депозите, у складу с принципом ликвидности, ради благовременог измиривања обавеза Народне банке Србије и државе према иностранству.

Од продаје ХоВ Републике Србије деноминираних у еврима остварен је прилив у износу од 1,5 млрд евра, од чега је на иностраном финансијском тржишту остварен девизни прилив у износу од 1,1 млрд евра, а на домаћем тржишту 354,7 млн евра.

По основу коришћења кредита за Републику Србију остварен је укупан девизни прилив у износу 183,3 млн евра.

⁹ Мерено просечном вредношћу увоза робе и услуга у последњих 12 месеци.

По основу обављања привременог платног промета с Косовом и Метохијом¹⁰ остварен је девизни прилив у износу од 133,0 млн евра, а по основу донација 41,5 млн евра.

Народна банка Србије је остварила девизни приход по основу купона на иностране ХоВ у износу од 58,3 млн евра, а по основу камата на депозите, *SDR*, рачуне по виђењу и текуће рачуне приход у износу од 2,0 млн евра.

Обавезе према иностраним кредиторима у износу од 657,3 млн евра редовно су измириване, од чега је у априлу на име превремене отплате дела дуга према Лондонском клубу поверилаца исплаћено 305,4 млн евра (400 млн долара).

У првих шест месеци 2013. године Народна банка Србије је на МДТ-у интервенисала продајом 305,0 млн евра и куповином 90,0 млн евра, чиме је забележен одлив из девизних резерви у нето износу од 215,0 млн евра¹¹.

По основу измиривања обавеза према ММФ-у, из девизних резерви Народне банке Србије је исплаћено 301,7 млн евра на име главнице и камате,

а на име доспелих ХоВ Републике Србије деноминираних у еврима 204,9 млн евра. За сервисирање старе девизне штедње из девизних резерви је исплаћено 203,1 млн евра.

Банке су у посматраном периоду повукле обавезну девизну резерву у нето износу од 93,8 млн евра. На име отплате дуга државе према банкама у земљи из девизних резерви исплаћено је 45,0 млн евра.

Међународна инвестициона позиција земље

Међународна инвестициона позиција Србије као нето дужника према иностранству повећана је током П1 за 2,4 млрд евра и на крају јуна је износила 30,1 млрд евра. До повећања је дошло по основу смањења финансијске aktive за 176,6 млн евра и повећања финансијске пасиве за 2,2 млрд евра.

Страна финансијска актива Србије на крају јуна је износила 17,1 млрд евра. У структури active доминантно учешће од 62,6% имале су девизне резерве Народне банке Србије, које су у П1 смањене за 241,8 млн евра, на 10,7 млрд евра. Готов новац и депозити банака у иностранству чинили су 24,1%

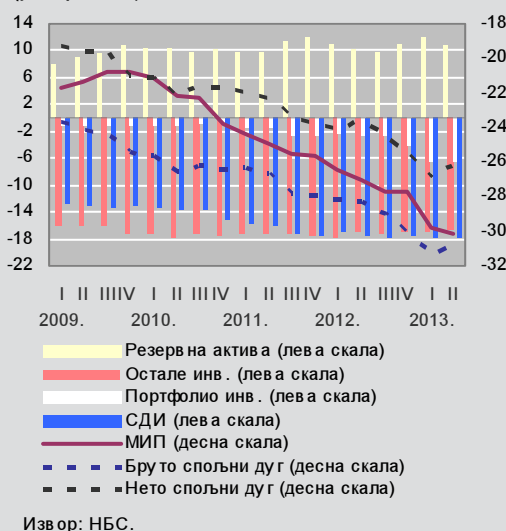
Графикон III.2.1. Покривеност увоза девизним резервама



Извор: РЗС и НБС.

* 12-месечни покретни просеци.

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



Извор: НБС.

¹⁰ Према Закону о привременом обављању одређених послова платног промета на територији СРЈ („Службени лист СРЈ“, бр. 9/01).

¹¹ Реализација трансакција по основу интервенција Народне банке Србије на МДТ-у исказује се у складу с рачуноводственим правилима на дан извршења, а не на дан трговања.

укупне активе и у П1 су смањени за 76,9 млн евра, на 4,1 млрд евра.

Власнички капитал резидената у иностранству је током П1 повећан за 40,0 млн евра, на 1,7 млрд евра. Поред додатног улагања у власнички капитал од 27,1 млн евра, повећање од 68,5 млн евра настало је као последица промене методологије у статистичком праћењу, док су губици у пословању домаћих предузећа у иностранству утицали на смањење власничког капитала за 55,6 млн евра.

Потраживања резидената по основу кредитирања нерезидената¹² у П1 су повећана за 95,6 млн евра и износе 517,9 млн евра. Повећање потраживања по основу одобрених финансијских и трговинских кредита износило је 23,6 млн евра. У овом периоду значајно је било и повећање потраживања (углавном банака) по основу улагања у дужничке ХоВ за 72,0 млн евра.

Страна финансијска пасива Србије на крају јуна је износила 47,2 млрд евра. У њеној структури доминантно учешће од 63,3% имале су обавезе по реализованим иностраним задужењима¹³, које су у П1 повећане за 890,5 млн евра, на 29,9 млрд евра. Обавезе настале по иностраним кредитима износиле су 24,5 млрд евра и у посматраном периоду су смањене за 479,5 млн евра, и то:

- обавезе по финансијским кредитима од 19,1 млрд евра за 379,2 млн евра;
- обавезе по трговинским кредитима од 377,8 млн евра за 90,0 млн евра;
- обавезе по међукомпанијским задужењима¹⁴ од 4,6 млрд евра за 5,1 млн евра;
- обавезе по повученим средствима алокације SDR од ММФ-а од 447,1 млн евра за 5,2 млн евра.

С друге стране, обавезе настале продајом домаћих дужничких ХоВ нерезидентима повећане су у посматраном периоду за 1,4 млрд евра и износиле су 5,4 млрд евра. Притом, повећане су обавезе по издатим евробондовима на иностраном тржишту за 1,2 млрд евра, на 3,2 млрд евра, и обавезе према

нерезидентима по издатим дужничким ХоВ на домаћем тржишту за 526,9 млн евра, на 1,8 млрд евра, док су обавезе према Лондонском клубу поверилаца смањене за 327,0 млн евра, на 325,1 млн евра, због превремене отплате дуга у априлу.

Власнички капитал нерезидената у Србији је у П1 повећан за 1,5 млрд евра и износи 16,3 млрд евра. Међутим, од тога се 1,8 млрд евра односи на промену методологије у статистичком праћењу, без које би било забележено његово смањење од 283,5 млн евра. На смањење власничког капитала нерезидената утицало је пословање с губицима у претходном периоду, због чега је дошло до „топљења“ иностраног капитала у износу од 502,7 млн евра. Захваљујући додатним иностраним улагањима у посматраном периоду од 123,7 млн евра и конверзији дуга (по кредитима) у капитал од 30,2 млн евра, делимично је неутралисан негативан ефекат остварених пословних резултата.

Депозити нерезидената код домаћих банака смањени су за 204,6 млн евра, на 982,2 млн евра. Орочени депозити су смањени више (165,7 млн евра) него депозити по виђењу (38,9 млн евра) и на крају јуна су износили 261,5 млн евра, а депозити по виђењу 720,8 млн евра.

Спољни дуг

Укупан спољни дуг Републике Србије у П1 је повећан за 350,5 млн евра, или 1,4%, и на крају јуна је износио 26,1 млрд евра.

Иако је спољни дуг повећан, индикатори екстерне солвентности и ликвидности у П1 су имали позитивна кретања. Тако је, захваљујући расту процењеног БДП-а, смањено учешће спољног дуга у БДП-у у односу на крај 2012. за 2,9 п.п., на 83,1% у јуну.¹⁵ Однос спољног дуга и извоза робе и услуга такође је побољшан по основу знатног повећања извоза – овај индикатор је смањен за 13,1 п.п., на 202,8%, што указује да се земља удаљава од ризичне границе солвентности. Повећање извоза је утицало и на побољшање индикатора сервисирања спољног дуга – учешће отплате спољног

¹² Одобрени финансијски и трговински кредити и дужничке ХоВ које су у поседу резидената.

¹³ Задужења по финансијским и трговинским кредитима од нерезидената и дужничким ХоВ које су у поседу нерезидената, било да су издате на иностраном или домаћем тржишту.

¹⁴ Задужење предузећа – резидента по кредитима и позајмљеним финансијским средствима од власника – нерезидента.

¹⁵ Приликом праћења учешћа спољног дуга у БДП-у Народна банка Србије примењује међународну стандардну праксу и спољни дуг ставља у однос с БДП-ом који процењује да је остварен у четири последња тромесечја.

дуга (главнице и камате) у извозу робе и услуга у односу на крај 2012. смањено је за 5,9 п.п. и на крају јуна је износило 30,4%.¹⁶

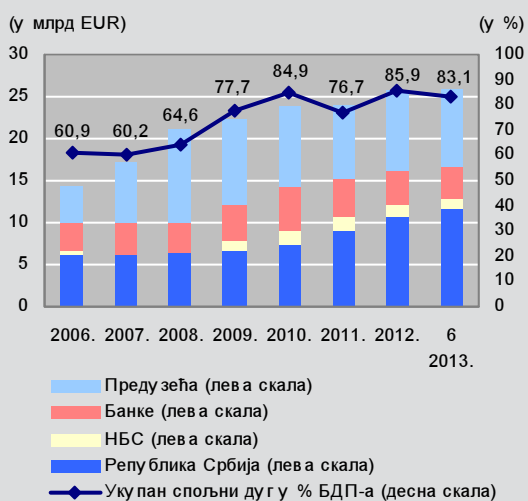
Структура спољног дуга по уговореној рочности побољшана је у посматраном периоду – учешће краткорочног дуга у укупном спољном дугу смањено је за 0,7 п.п. и на крају јуна је износило 1,2%. Учесће краткорочног дуга по преосталој рочности у укупном спољном дугу износило је 16,8%, или за 0,6 п.п. мање него на крају претходне године.

Промене у валутној структури спољног дуга током П1 у корист спољног дуга деноминисаног у доларима у највећој мери су последица продаје еврообвезница Републике Србије у фебруару (*Eurobond 2020*) у износу од 1,5 млрд долара. Учесће спољног дуга у доларима у укупном спољном дугу повећано је за 3,5 п.п., на 20,8%, док је учешће дуга у еврима смањено за 1,6 п.п., на 70,4%. Просечна каматна стопа на дуг у доларима смањена је за 1,0 п.п., на 5,2%, док је на дуг у еврима повећана за 0,1 п.п., на 3,4%.

У структури спољног дуга по кредиторима, највеће учешће од 44,3% односи се на дуг према страним банкама и осталим кредиторима. Дуг према међународним финансијским организацијама представља 30,9% укупног дуга, дуг по еврообвезницама 12,5%, а дуг према Париском клубу поверилаца, страним владама и Лондонском клубу поверилаца 5,5%, 5,6% и 1,2%, респективно.

Спољни дуг јавног сектора¹⁷ је у П1 повећан за 726,6 млн евра и на крају јуна је достигао 12,9 млрд евра. Његово учешће у укупном спољном дугу порасло је за 2,2 п.п., на 49,5%, а у БДП-у за 0,4 п.п., 41,2%. Повећање јавног спољног дуга последица је новог задужења јавног сектора у износу од 1,6 млрд евра, од чега се 1,1 млрд евра односи на продају државних ХоВ на међународном финансијском тржишту. Отплата главнице дуга износила је 878,3 млн евра, с тим да се 305,4 млн евра односи на превремену отплату дела дуга према Лондонском клубу поверилаца. Валутне и остале промене додатно су утицале на повећање јавног спољног дуга у износу од 21,9 млн евра.

Графикон III.2.3. Секторска структура спољног дуга Републике Србије



Графикон III.2.4. Спољни дуг Републике Србије по инокредиторима (стање на дан 30. 6. 2013)



¹⁶ Из редовне отплате спољног дуга искључена је превремена отплата дела дуга према Лондонском клубу поверилаца. То је у складу са општеприхваћеном праксом обрачуна индикатора спољне ликвидности, јер се у супротном терет отплате спољног дуга земље не би могао реално сагледати и пратити.

¹⁷ Спољни дуг јавног сектора Републике Србије обухвата репрограмирани стари дуг, нови државни и државно гарантовани дуг, обавезе Народне банке Србије, нерегулисане обавезе Републике Србије по основу клириншког дуга, као и део дуга локалне самоуправе и државних фондова без гаранције државе.

Спољни дуг приватног сектора је на крају јуна износио 13,2 млрд евра, или за 376,1 млн евра мање него на крају прошле године. Тиме је његово учешће у БДП-у смањено за 3,3 п.п., на 41,9%. Смањење спољног дуга приватног сектора резултат је већих отплата од новог задужевања. Приватни сектор је у посматраном периоду користио нових 756,0 млн евра дугорочних кредита и отплатио главницу у износу од 1,0 млрд евра. Нето отплате по краткорочним кредитима износиле су 163,3 млн евра. Валутне и остале промене деловале су у правцу повећања дуга за 61,1 млн евра. Највећа нето задужења по основу дугорочних кредита забележена су у прерађивачкој индустрији (36,9 млн евра) и пословању с некретностима (36,9 млн евра), док су највећа нето раздужења регистрована у банкарском сектору (211,9 млн евра), сектору трговине на велико и мало (81,3 млн евра) и сектору информисања и комуникација (47,0 млн евра).

Спољни дуг банака је током П1 смањен за 326,8 млн евра, на 3,8 млрд евра (14,5% укупног спољног дуга). Смањење дуга резултат је смањења обавеза по краткорочним банкарским линијама и депозитима (166,5 млн евра), као и по дугорочним кредитима (160,3 млн евра). Највећи део спољног дуга банака је у еврима 90,3%, с просечном каматном стопом од 2,8%.

Спољни дуг предузећа смањен је за 50,6 млн евра, на 9,4 млрд евра (36,0% укупног спољног дуга). Ново задужење по дугорочним кредитима у П1 је износило 540,2 млн евра, док је отплаћено главнице у износу од 602,2 млн евра. Од укупног спољног дуга предузећа 94,0% је дуг у еврима, који се сервисира по просечној каматној стопи од 4,1%.

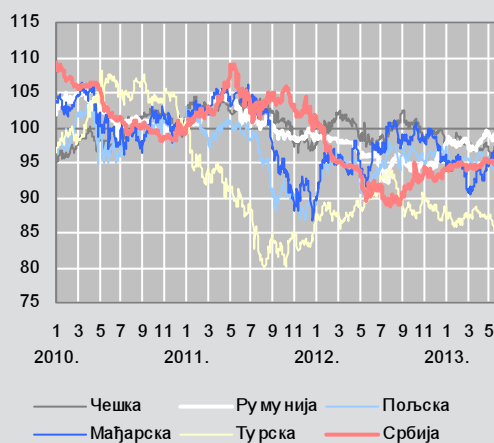
Спољни дуг осталих сектора остао је непромењен у посматраном периоду и износио је 1,3 млн евра.

3. Кретања на девизном тржишту и курс динара

Посматрано крајем периода, динар је у току П1 ослабио је према евр у за 0,4%. Просечна вредност курса динара према евр у износила је 111,9

EUR/RSD, што је за 2,9% мање у односу на претходно полугодиште. Фактори попут повећања рестриктивности монетарне политике, раста интересовања нерезидената за улагање у државне ХоВ и смањења дефицита текућег рачуна платног биланса одредили су благо јачање (1,9%) домаће валуте током првих пет месеци. Међутим, крајем маја јавили су се депрецијацијски притисци како у Србији, тако и у већини земаља у региону, пре свега због деловања глобалних фактора. Наиме, најаву ФЕД-а о смањењу програма квантитативних олакшица у случају повољних макроекономских показатеља у САД покренула је повлачење инвеститора с релативно ризичнијих тржишта, а тиме и с тржишта централне и источне Европе. Поред глобалних фактора, на повећану опрезност инвеститора у случају Србије деловале су и неповољне оцене о стању јавних финансија. Последице, смањена је тражња нерезидената за динарима, а повећана тражња за девизама, што је условило слабљење домаће валуте у јуну за 2,2%. Депрецијацијски притисци ослабили су током јула, тако да је динар, посматрано крајем периода, благо ојачао према евр у (0,3%).

Графикон III.3.1. Кретање курсова одређених националних валута према евр у (дневни подаци, 31. 12. 2010 = 100)



Извор: НБС и веб-сајтови централних банака.

* Раст представља апрецијацију.

Премије ризика свих земаља у региону, мерене *EMBI*, у Т1 су бележиле благ раст. Од почетка априла уследио је тренд благог пада премија ризика у региону, који је преокренут крајем маја због неизвесности у погледу будуће монетарне политике ФЕД-а. У односу на крај 2012, до краја П1 премије ризика свих земаља у региону су повећане, и то највише за Турску (78 б.п.), а најмање за Мађарску (7 б.п.), док је раст за Србију (49 б.п.) био готово истоветан као у случају Хрватске и Пољске (50 б.п. и 49 б.п., респективно).

Рејтинг агенција *Standard & Poor's* потврдила је у марту кредитни рејтинг Србије на нивоу *BB-*, уз задржавање негативних изгледа. Агенција *Moody's* у јулу је доделила Србији рејтинг на нивоу *B1*, са стабилним изгледима, а након тога је агенција *Fitch* потврдила постојећи рејтинг Србије на нивоу *BB-*, с негативним изгледима.

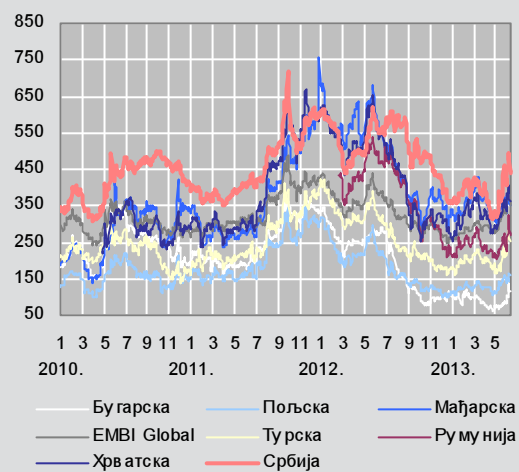
Просечан дневни промет на МДТ-у¹⁸ у П1 је износио 43,5 млн евра, што представља најнижи промет на нивоу полугодишта у последње три године. Низак обим трговања на МДТ-у може се довести у везу са

знатно усклађенијом понудом и тражњом клијената банака за девизама у поређењу с претходним годинама. И осцилирање девизног курса¹⁹ кретало се у складу с кретањем промета на МДТ-у, тако да су у П1 забележене најниже просечне дневне осцилације курса динара у односу на евро у последње три године.

Како би ублажила прекомерне дневне осцилације курса, Народна банка Србије је до почетка маја интервенисала на МДТ-у куповином девиза, када је од банака укупно купила 90,0 млн евра. Од краја маја и током јуна интервенисала је и на страни продаје у укупном износу од 305,0 млн евра.

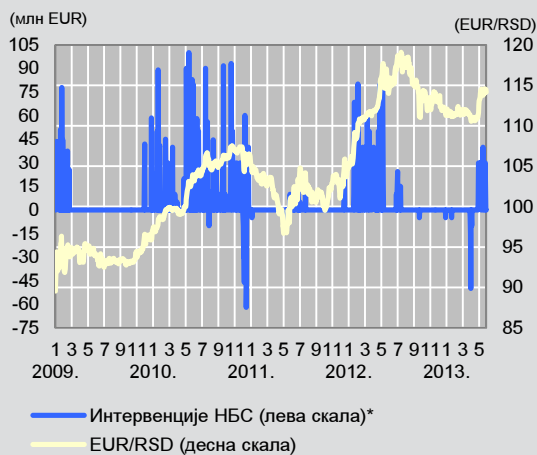
С обзиром на слабљење динара према евр у и евра према долару током П1, динар је номинално депрецирао према долару за 1,4%. Уз благу номиналну депрецијацију ефективног курса динара (0,6%)²⁰ и бржи раст домаћих цена од иностраних, у П1 је забележена реална ефективна апрецијација динара од 1,5%.

Графикон III.3.2. Показатељ премије ризика – *EMBI* 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



Извор: НБС.

* + продаја; - куповина.

¹⁸ Без Народне банке Србије.

¹⁹ Мерено методама *EWMA* и *EGARCH*. *EWMA* (*Exponentially Weighted Moving Average*) – метод пондерисаних покретних просека код кога се процентуалним дневним променама девизног курса додељују различити пондери за различите временске тренутке, при чему ти пондери експоненцијално опадају удаљавањем

од садашњег момента. *EGARCH* (*Exponential General Autoregressive Conditional Heteroskedastic*) – метод оцено условне варијансе који приказује асиметричан ефекат позитивних и негативних шокова на оцено условне варијансе.

²⁰ Израчунава се као геометријски просек номиналних курсева EUR/RSD и USD/RSD, с пондерима 0,8 и 0,2, респективно, тј. према формули $(EUR/RSD^{0,8}) \cdot (USD/RSD^{0,2})$.

4. Кретања на тржишту новца и капитала и кредити банака

Каматне стопе

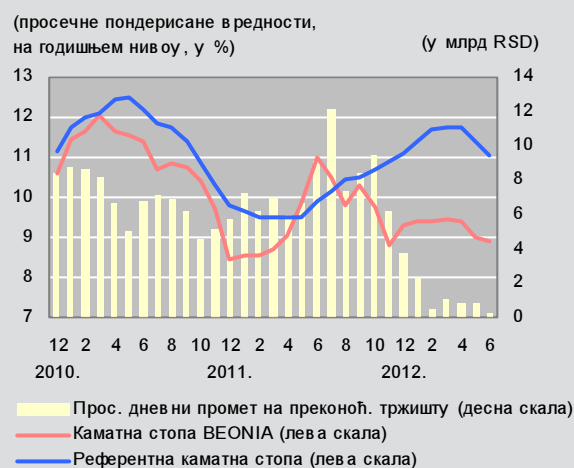
Кретање каматних стопа на међубанкарском тржишту новца је у П1 било обележено високом динарском ликвидношћу банкарског сектора, која је повећана пре свега по основу монетизације девизних депозита државе. Тражња на репо аукцијама је расла, што је, уз ограничен износ повлачења ликвидности на репо аукцијама, утицало на пад просечне репо стопе, чије су вредности од марта до јуна готово биле изједначене с каматном стопом на депозитне олакшице. Током јуна, интервенцијама Народне банке Србије на МДТ-у и повећањем планираног износа повлачења ликвидности на репо аукцијама, ликвидност банкарског сектора је у извесној мери смањена. Последишно, смањено је одступање просечне пондерисане репо стопе од референтне каматне стопе, а повећана разлика у односу на стопу на депозитне олакшице. На крају П1 просечна пондерисана репо стопа износила је 8,75% и била је нижа за 2,25 п.п. од референтне стопе, односно за 0,25 п.п. виша од стопе на депозитне олакшице.

Промет на преконоћном тржишту новца је смањен током П1 и у просеку је износио 1,0 млрд динара, што је знатно мање у поређењу са истим периодом претходне године. Каматна стопа *BEONIA* је током целог периода пратила кретање просечне репо стопе.

Њена просечна вредност у јуну је износила 8,9% и у односу на децембар претходне године била је мања за 0,4 п.п.

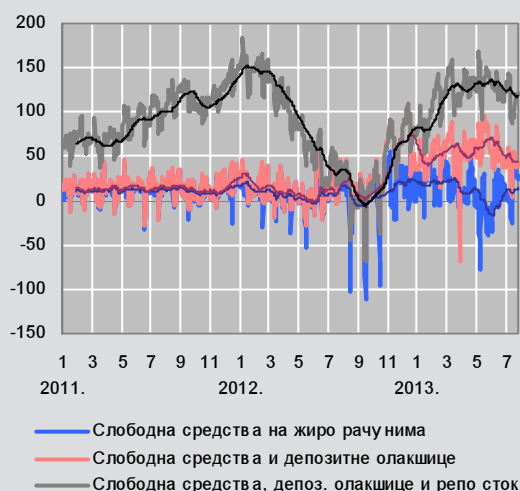
Каматне стопе *BELIBOR* су такође забележиле пад, који је био израженији за дуже рочности. На крају периода распон ових каматних стопа био је мањи од 1,0 п.п., док је на крају претходне године износио око 2,5 п.п. Током јуна вредности каматних стопа *BELIBOR* у просеку су се кретале у распону од 9,1% до 9,9%.

Графикон III.4.2. Кретања на преконоћном међубанкарском тржишту новца и кретање референтне каматне стопе



Извор: НБС.

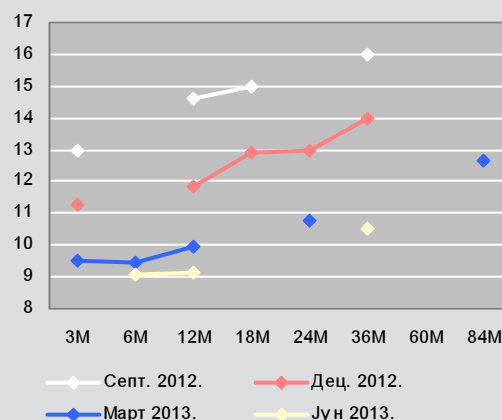
Графикон III.4.1. Динарска ликвидност (дневна стања и покретни просеци, у млрд RSD)



Извор: НБС.

Графикон III.4.3. Каматне стопе на примарном тржишту државних ХоВ

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



Извор: Министарство финансија и привреде.

И каматне стопе на примарном тржишту динарских државних ХоВ су забележиле пад, који је зависно од рочности износио од 2,1 п.п. до 3,8 п.п. Просечна пондерисана каматна стопа на ове ХоВ је у П1 смањена за 3,1 п.п. и у јуну је износила 9,5%. Смањење каматних стопа дугује се пре свега знатном инвестирању нерезидената у динарске државне ХоВ, на шта су утицали повећање ликвидности на међународном финансијском тржишту и поправљање макроекономских перформанси у Србији. Паду каматних стопа допринела је и успешна продаја еврообвезница на међународном тржишту, чиме је смањен притисак за прикупљање средстава на домаћем тржишту. Међутим, од краја маја, с најавом могућег смањења програма квантитативних олакшица ФЕД-а, опало је интересовање инвеститора за улагања како у Србију, тако и у све земље у региону. На смањење интересовања страних инвеститора за улагање у динарске ХоВ утицале су и негативне оцене ММФ-а о стању у јавним финансијама. Стога је на примарном тржишту државних ХоВ крајем маја и током јуна био приметан пад тражње, што се одразило и на нижи степен реализације (30,9% у јуну) на аукцијама државних ХоВ, а у мањој мери и на кретање каматних стопа. У том периоду држава је одлучила да, упркос малој тражњи, искључиво прихвата понуде с ниским каматним стопама, с обзиром на то да је у ранијем периоду обезбедила средства на међународном тржишту задуживањем под повољнијим условима.

У Т1 је додатно продужена динарска крива приноса. Наиме, држава је у марту и априлу емитовала динарске обвезнице с роком доспећа од седам година, при чему су на аукцијама остварене каматне стопе од 12,65% и 12,25%, респективно.

Држава је у П1 на домаћем тржишту емитовала и ХоВ у еврима. И на том сегменту тржишта забележен је пад каматних стопа, тако да су се оне у јуну кретале у распону од 3,15% за рочност од 53 недеље до 4,5% за рочност од три године. У априлу су први пут на домаћем тржишту емитоване и државне обвезнице у еврима за рочност од пет година, при чему је на тој аукцији остварена каматна стопа од 5,0%.

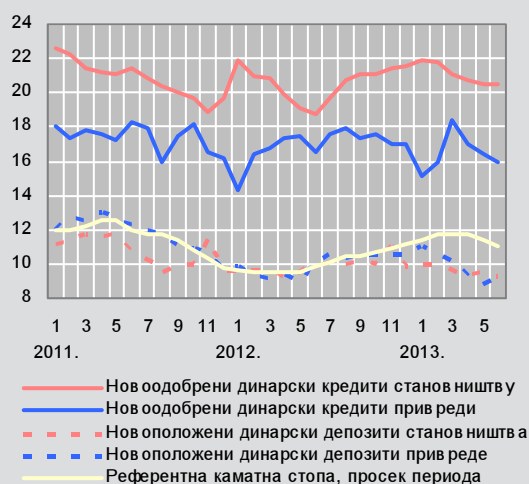
У секундарном трговању динарским ХоВ стопе приноса су углавном пратиле кретање каматних стопа с примарног тржишта. У јуну су се кретале у распону од 9,0% за преосталу рочност од једног месеца до 11,3% за рочност од 28 месеци. Укупан обим промета (135,9 млрд динара) повећан је скоро два и по пута у поређењу с П1 2012. Секундарни промет по

искључењу трговања до два радна дана од датума салдирања примарног трговања повећан је за 59,7% у односу на исти период претходне године (са 31,8 млрд динара на 50,8 млрд динара) и указује на повећање ликвидности динарских државних ХоВ, што представља додатни стимуланс страним инвеститорима за финансирање јавног дуга.

Просечна пондерисана каматна стопа на новоодобрене динарске кредите у јуну је износила 17,5% и у односу на децембар била је мања за 0,7 п.п. Пад каматних стопа је забележен и код сектора становништва и код сектора привреде, тако да су се оне на крају П1 кретале на нивоу од 20,4% и 15,9%, респективно, што је по 1,1 п.п. мање у односу на крај 2012. Код сектора становништва, пад је регистрован код свих категорија кредита, при чему је на смањење просечне пондерисане каматне стопе највише утицао пад каматних стопа на готовинске кредите (1,0 п.п.), које су у јуну износиле 20,4%. Уколико се посматрају динарски кредити привреди по намени, камате су смањене код кредита за обртна средства за 0,6 п.п., на 16,5%, и код осталих кредита за 1,2 п.п., на 15,6%, док су каматне стопе на инвестиционе кредите повећане за 2,1 п.п., на 18,4%.

Каматне стопе на кредите у еврима и евроиндексиране кредите такође су биле у паду. У периоду децембар 2012 – јун 2013. каматне стопе на кредите становништву су смањене за 0,5 п.п., на 7,6%,

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

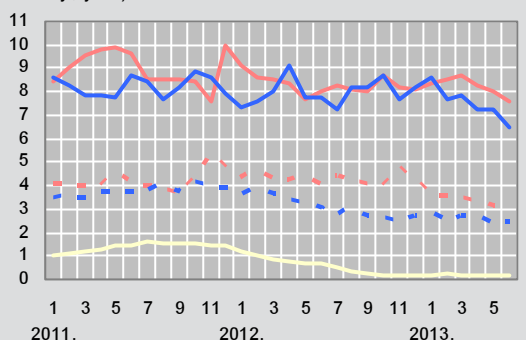


Извор: НБС.

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

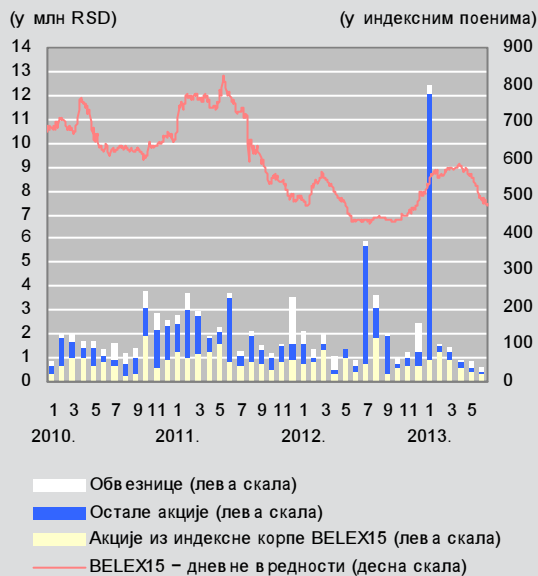
Графикон III.4.5. Кретање каматних стопа на девизне кредите и депозите привреди и становништву*

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



Извор: НБС и Европска банкарска федерација (ЕБФ).
 * Искључени револвинг кредити, прекорачења по текућем рачуну и дуг по кредитним картицама.
 ** У еврима и евроиндексирани.

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



Извор: Београдска берза.

по основу пада каматних стопа на готовинске и потрошачке кредите, док је цена стамбених кредита готово непромењена. Камате на кредите привреди смањене су за 1,7 п.п., на 6,5%, при чему је пад забележен за све врсте кредита – обртна средства, инвестиционе кредите, извоз, увоз и остале кредите.

Просечне пондерисане каматне стопе на новоположене динарске депозите становништва су у П1 смањене за 0,6 п.п. и у јуну су износиле 9,3%. Код привреде оне су смањене за 1,3 п.п., на 9,3%, што је, уз мањи пад каматних стопа на динарске кредите, резултирало повећањем каматне марже на динарске изворе за 0,6 п.п.

Каматне стопе на орочену штедњу становништва у еврима су на нивоу полугодишта смањене за 0,9 п.п., на 3,3% у јуну. Нешто блажи пад (0,2 п.п.) забележиле су и каматне стопе на орочене депозите привреде у еврима, које су крајем П1 износиле 2,5%. Каматна маржа на изворе у еврима смањена је за 1,0 п.п.

Кретања на берзи

Вредности оба индекса Београдске берзе смањене су током П1 2013. године. Индекс најликвиднијих

акција *BELEX15* смањен је за 8,4% и на крају јуна кретао се на нивоу од 480,1 индексног поена. У истом периоду, вредност општег индекса *BELEXline* износила је 956,0, што је за 4,9% мање у односу на крај 2012. године.

Током Т1, а посебно у јануару, цене акција на Београдској берзи су расле, тако да су на нивоу тромесечја индекси Београдске берзе остварили највећи раст вредности у региону. Ипак, позитивна очекивања инвеститора у погледу макроекономских кретања у 2013, којима је био вођен раст цена акција у току Т1, смањена су у Т2, што се одразило на пад вредности индекса Београдске берзе. Пад цена акција делом је и последица реакције инвеститора на најаву могућег смањења програма квантитативних олакшица. Док су индекси појединих берзи у региону, после првобитног потреса, отпочели раст у јуну, опоравак цена акција на Београдској берзи уследио је у јулу.

Страни инвеститори су на Београдској берзи у П1 више куповали акције него што су их продавали, али је крајем периода приметан пад њихове активности. Три четвртине укупне нето куповине акција, која је на нивоу полугодишта износила 0,8 млрд динара, остварено је у Т1.

Укупан промет акција на Београдској берзи у П1 је износио 16,8 млрд динара, а у истом периоду претходне године 6,8 млрд динара. Раст трговања дугује се пре свега блок трговању из јануара 2013. Уколико се посматра трговање акцијама које улазе у састав индексне корпе *BELEX15* и *BELEXline*, примећује се пад промета у истом периоду од 5,9% и 7,1%, респективно.

Укупан промет обвезницама старе девизне штедне у П1 је износио 0,8 млрд динара, што је за 59,7% мање у поређењу са истим периодом претходне године. Стопе приноса су знатно смањене и крајем јуна су се кретале у распону од 3,9% за серију А2014 до 4,2% за серију А2016, док су крајем 2012. имале вредности од 4,5% до 4,9%.

У току П1 на Београдској берзи корпоративним обвезницама трговало се само у јануару, када је у три трансакције остварен промет од 0,2 млрд динара.

Доспеће једног дела обвезница старе девизне штедне (серија А 2013) у П1 и пад цена акција резултирали су смањењем тржишне капитализације Београдске берзе од 20,6 млрд динара, на 755,5 млрд динара. Уколико се посматра учешће тржишне капитализације у оцењеном БДП-у, оно је у току П1 смањено за 1,7 п.п., на 21,2%.

Монетарни агрегати

Примарни новац

Укупан примарни новац је у П1 номинално повећан за 1,2%, док је реално смањен за 1,8%. Посматрано у апсолутном износу, укупан примарни новац је повећан за 7,4 млрд динара, при чему је динарски примарни новац повећан за 8,7 млрд динара, док је девизни смањен за 1,3 млрд динара.

Динарски примарни новац је креиран највећим делом по основу трошења државе, а повлачен репо операцијама на отвореном тржишту и интервенцијама на МДТ-у. Држава је у највећој мери допринела расту динарске ликвидности тако што је део средстава с девизног рачуна конвертовала у динаре и трошила их. Банке су у истом периоду повећале своја улагања у репо ХоВ (35,2 млрд динара), што је деловало у смеру повлачења

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

	Дец. 2012.	Јун 2013.	Промене у П1 2013.
Нето потраживања од иностранства	1.084.691	1.096.106	11.415
Нето девизне резерве	1.082.987	1.095.083	12.096
Бруто девизне резерве	1.241.197	1.218.527	-22.670
Кредити од ММФ-а	-158.210	-123.444	34.766
Остала нето потраживања од иностранства	1.704	1.023	-681
Нето домаћа актива	-457.603	-461.643	-4.040
Нето домаћи кредити НБС	-197.880	-232.264	-34.384
Нето потраживања од државе ¹⁾	-159.625	-158.949	676
Кредити држави	1.227	1.215	-12
Депозити државе	-160.852	-160.164	688
Нето потраживања од банака	-39.187	-74.498	-35.311
Кредити банкама	654	1.562	908
Репо операције	-39.800	-75.000	-35.200
Друге ХоВ	-41	-1.060	-1.019
Кредити небанкарским финансијским организацијама	5.391	5.450	59
Кредити осталим секторима	2.637	2.076	-561
Орочени и ограничени депозити	-7.096	-6.343	753
Остала нето актива	-259.723	-229.379	30.344
Примарни новац	627.088	634.462	7.374
Динарски примарни новац	308.756	317.442	8.686
Готов новац у оптицају	110.547	108.993	-1.554
Банкарске динарске резерве	185.593	194.282	8.689
Обавезна резерва	140.322	144.404	4.082
Слободне резерве	45.271	49.878	4.607
Остали депозити осталих сектора	5	2	-3
Депозити локалне самоуправе	12.612	14.166	1.554
Девизни депозити банака	318.332	317.020	-1.312

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

ликвидности. Велики део креиране ликвидности повучен је и интервенцијама Народне банке Србије на МДТ-у током јуна (34,7 млрд динара). Народна банка Србије је до почетка маја куповала девизе на МДТ-у, да би од краја месеца и током јуна била у улози продавца, тако да је у П1 по основу интервенција на МДТ-у повучено 25,8 млрд динара.

У структури динарског примарног новца, слободне динарске резерве банака²¹ повећане су за 4,6 млрд динара, а обрачуната обавезна резерва за 4,1 млрд

²¹ Обухватају средства на жиро рачунима банака, готовину у благајни и преконоћне депозите банака код Народне банке Србије.

динара. Депозити локалне самоуправе су повећани за 1,6 млрд динара, док је готов новац у оптицају смањен за 1,6 млрд динара.

Новчани агрегати М1, М2 и М3

Израженији раст трансакционих депозита, пре свега привреде, определио је убрзање м.г. раста динарског дела понуде новца током П1. Истовремено су девизни депозити остали скоро непромењени, тако да је раст новчане масе М3 мање изражен.

Динарски монетарни агрегати М1 и М2 су у П1 номинално повећани за 6,3% и 2,4%, респективно.

Табела III.4.2. Монетарни преглед (у млн RSD)			
	Дец. 2012.	Јун 2013.	Промене у П1 2013.
Нето потраживања од иностранства	673.086	717.255	44.169
Нето потраживања банака од иностранства	-411.604	-378.851	32.753
Нето домаћа актива банкарског сектора	968.718	942.573	-26.145
Нето домаћи кредити	2.053.182	2.013.546	-39.636
Нето потраживања од државе	95.098	84.341	-10.757
Кредити држави	291.586	293.977	2.391
Депозити државе	-196.488	-209.636	-13.148
Кредити осталим резидентним секторима	1.958.084	1.929.205	-28.879
Кредити другим финансијским организацијама	45.601	46.792	1.191
Кредити привреди	1.225.605	1.176.671	-48.934
Кредити становништву	653.586	668.922	15.336
Кредити локалним нивоима власти	31.731	35.601	3.870
Кредити непрофит. и др. организацијама	1.561	1.219	-342
Остала нето актива	-1.084.464	-1.070.973	13.491
Новчана маса М3	1.641.805	1.659.829	18.024
Новчана маса М2	480.718	492.493	11.775
Новчана маса М1	308.699	328.007	19.308
Готов новац у оптицају	110.547	108.993	-1.554
Трансакциони депозити	198.152	219.014	20.862
Динарски штедни и орочени депозити	172.019	164.486	-7.533
Девизни депозити	1.161.087	1.167.336	6.249
Извор: НБС.			

Посматрано у реалном изразу, М1 је повећан за 3,2%, док је М2 смањен за 0,5%. При томе, готов новац у оптицају је смањен за 1,6 млрд динара, док су трансакциони депозити повећани за 20,9 млрд динара, пре свега због раста средстава на рачунима привреде и ДФО²². Истовремено, код ових сектора забележено је смањење средстава на динарским штедним и ороченим депозитима од 18,3 млрд динара.

Најшири монетарни агрегат М3 је током П1 номинално повећан за 1,1%, док је реално смањен за 1,8%. Износ девизних депозита исказан у динарима повећан је за 6,2 млрд динара, док је исказан у еврима минимално повећан (14,2 млн евра).

Покривеност новчане масе М3 девизним резервама Народне банке Србије смањена је са 75,6%, колико је износила крајем 2012, на 73,4% у јуну 2013. Када се укључе и девизне резерве банака, овај показатељ је смањен са 82,9% на 80,3%.

Раст нето иностране aktive (већи пад инообавеза од пада потраживања од иностранства) деловао је на креирање, а пад нето домаће active на повлачење М3. Кредитна активност банака забележила је пад, па, за разлику од претходних година, није дала позитиван допринос расту М3 у П1. Држава је у мери у којој је монетизовала део девизних средстава прикупљених по основу продаје еврообвезница допринела креирању новчане масе.

Кредити банака

Кредитна активност је, искључујући ефекат промене курса²³, забележила пад од 1,6% током П1. У истом периоду је учешће домаћих кредита у БДП-у смањено за 3,4 п.п., на 52,4%. На м.г. нивоу, раст домаћих кредита је током П1 успорен са 3,5% крајем 2012. на 1,0% у јуну (рачунато без ефекта промене курса).²⁴

Номинално, домаћи кредити су у П1 забележили пад од 24,2 млрд динара, односно 26,6 млрд динара без ефекта промене курса. То смањење је у највећој мери последица пада кредита привреди.

Банке су се у П1 ослањале на домаће изворе финансирања кредитне активности. Највећи део

²² Обухватају осигуравајућа друштва, добровољне пензијске фондове, лизинг компаније, инвестиционе фондове, дилерско-брокерска друштва итд.

²³ Обрачунато по курсу динара према евр на дан 31. августа 2008, уз претпоставку да су сви девизни и девизно индексирани кредити одобрени у еврима.

²⁴ Уколико би се из потраживања домаћих банака по основу кредита искључила потраживања угашених банака – Агробанке, односно Нове Агробанке и Развојне банке Војводине, кредитна активност би на м.г. нивоу бележила више м.г. стопе раста.

средстава обезбеђен је по основу раста динарских депозита привреде и становништва, док су девизни депозити остварили знатно мањи раст него у ранијем периоду. С друге стране, банке су давале предност неризичним пласманима и повећавале своја улагања у репо ХоВ, што се, уз повећање средстава на рачуну депозитних вишкова, негативно одразило на кредитну активност. У истом смеру је деловало и нето раздуживање банака према иностранству.

Потраживања банака по основу кредита привреди номинално су смањена за 42,1 млрд динара, а искључујући ефекат промене курса за 45,0 млрд динара. Смањено кредитирање привреде огледа се у већем износу враћених доспелих кредита од износа новоодобрених кредита, што је највише допринело смањењу потраживања банака по овом основу. Престанак програма субвенционисаног кредитирања привреде у марту додатно је утицао да се износ новоодобрених кредита смањи. Пад укупних потраживања по основу кредита делом је и резултат одузимања дозволе за рад Развојној банци Војводине, чиме је највећи део потраживања ове банке по основу кредита пребачен на Агенцију за осигурање депозита, тј. искључен из биланса банкарског сектора. Смањено је одобравање по основу скоро свих врста кредита, при чему су кредити за обртна средства и у П1 били најзаступљенији међу новоодобреним кредитима привреди. Ипак, одобрено је знатно мање тих кредита него у П2 2012, што је и случај с кредитима за извоз. Одобравање инвестиционих кредита настављено је сличном динамиком као у претходном периоду.

Кредити становништву су номинално повећани за 14,8 млрд динара, а искључујући ефекат промене курса за 15,5 млрд динара. У оквиру кредита становништву, најзаступљенији међу новоодобреним кредитима били су готовински и стамбени кредити. Грађани су користили потрошачке кредите у нешто већој мери него у П2 2012, док је задуживање становништва по основу најскупљих видова кредитирања – коришћења кредитних картица и минусног салда на текућим рачунима – на сличном нивоу као раније.

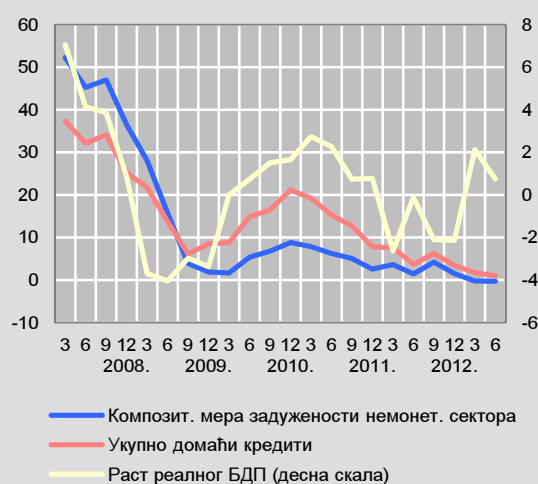
У П1 је одобрено 40,0 млрд динара субвенционисаних кредита, што је за око две трећине мање од износа ових кредита одобрених у П2 2012. Највећи део је

одобрен у оквиру програма субвенционисаног кредитирања малих и средњих предузећа за ликвидност и обртна средства (35,0 млрд динара), који је угашен у марту. Програм субвенционисаног стамбеног кредитирања настављен је сличном динамиком као и раније.

Способност отплате кредита, мерена учешћем *NPL* у укупним кредитима, погоршана је у П1. Укупно учешће *NPL*, рачунато по бруто принципу, порасло је за 1,3 п.п., на 19,9% (по нето принципу 11,7%), колико је износило у јуну. Посматрано по секторима, учешће *NPL* код кредита привреди је порасло за 2,1 п.п., на 21,3%. Овај раст је био мање изражен у Т2 делом и због одузимања дозволе за рад Развојној банци Војводине и искључивања већег дела њених потраживања из биланса банкарског сектора. Учешће *NPL* код кредита становништву порасло је за 0,7 п.п., на 9,2%.

Ипак, и поред високог учешћа *NPL*, стабилност банкарског сектора није нарушена, на шта указује коефицијент адекватности капитала, који је у јуну износио 20,2%. Истовремено је исправка вредности укупних кредита износила 52,0% *NPL*, а њихово покриће обрачунатом резервом за процењене губитке по билансним ставкама 115,9%.

Графикон III.4.7. Кредитна активност и БДП
(мг. стопе, у %)



Извор: РЗС и НБС.

5. Динаризација

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

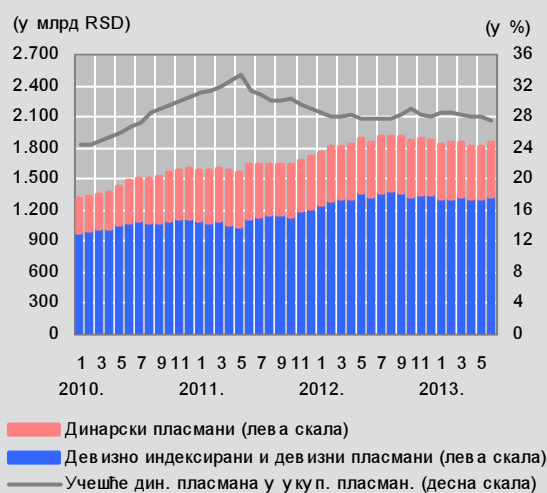
Препознајући потребу да се већом употребом динара у финансијском систему подигне ниво финансијске стабилности земље, умањи ризик од промене девизног курса у најрањивијим секторима привреде, ојача ефикасност монетарне политике и тиме помогне стварању предуслова за одржив и снажан привредни развој, Народна банка Србије и Влада су у априлу 2012. године потписале Меморандум о стратегији динаризације финансијског система Србије²⁵.

Народна банка Србије је и у П1 наставила да, при одобравању кредита за одржавање дневне ликвидности и краткорочних динарских кредита банкама, као залогу прихвата искључиво динарске ХоВ Републике Србије и Народне банке Србије. Такође, банке су стимулисане да користе динарске изворе финансирања и путем политике обавезне резерве. Наиме, знатно су ниже стопе обавезне резерве на динарске изворе у односу на девизне и виша је камата коју Народна банка Србије плаћа банкама на издвојену динарску у односу на девизну обавезну резерву.

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

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

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



Извор: НБС.

Графикон III.5.2. Секторска структура пласмана банака



Извор: НБС.

²⁵ http://www.nbs.rs/export/sites/default/internet/latinica/90/dinarizacija/MemorandumVladaDinarizacija_20120406.pdf.

Као основни показатељ степена динаризације финансијског система, Народна банка Србије користи учешће динарских пласмана у укупним пласманима банака привреди и становништву.²⁶ У П1 је степен динаризације смањен са 28,0%, колико је износио крајем 2012, на 27,4% крајем јуна. Смањење степена динаризације у првој половини 2013. резултат је већег смањења динарских у односу на девизне и девизно индексирание пласмане (за 19,9 и 13,5 млрд динара, респективно). Комплетан пад динарских пласмана односио се на сектор привреде (за 34,1 млрд динара), док је код становништва забележен раст стања динарских пласмана (за 14,2 млрд динара). Тиме је степен динаризације код сектора привреде додатно смањен током П1 (за 1,9 п.п., на 22,3%), док је код сектора становништва настављен његов раст (за 1,3 п.п., на 36,4%). Уколико се искључи ефекат промене девизног курса²⁷, степен динаризације бележи пад са 28,0% на крају 2012. на 27,5% у јуну.

6. Агрегатна тражња

Међугодишњи раст агрегатне тражње од 1,4% резултат је повећања нето екстерне тражње (допринос укупној тражњи 4,6 п.п.), што се види кроз бржи раст извоза у

Табела III.6.1. Расподела БДП-а у П1 2013.

	Стопе раста (у %)	Доприноси расту БДП-а (п.п.)
БДП, у сталним ценама претходне године	1,4	1,4
Домаћа тражња	-2,5	-3,2
Укупна финална потрошња	-2,3	-2,4
Приватна потрошња	-1,0	-0,8
Државна потрошња	-7,4	-1,6
Инвестиције	-3,3	-0,8
Инвестиције у фиксне фондове	-7,6	-1,6
Приватне инвестиције	-2,9	-0,5
Државне инвестиције	-38,1	-1,1
Промене у залихама	26,4	0,8
Нето извоз (извоз – увоз)	16,3	4,6

Извор: РЗС и прерачун НБС.

односу на увоз. С друге стране, домаћа тражња је забележила пад (допринос укупној тражњи -3,2 п.п.). Највећи негативан допринос у оквиру домаће тражње потиче од државне финалне потрошње и државних инвестиција због примене мера фискалне консолидације.

Домаћа тражња

Домаћа тражња је у П1 забележила мг. пад од 2,5%, као последица пада укупне финалне потрошње и инвестиција у фиксне фондове. У оквиру домаће тражње, раст су забележиле једино инвестиције у обртна средства (промене у залихама).

Укупна финална потрошња је на мг. нивоу опала за 2,3% (допринос укупној тражњи -2,4 п.п.), пре свега због мера фискалне консолидације, које су довеле до снажног смањења државне финалне потрошње (допринос укупној тражњи -1,6 п.п.). Према процени Народне банке Србије²⁸, у П1 је настављен и пад приватне потрошње (1,0%, допринос укупној тражњи -0,8 п.п.), али је он незнатно успорен у односу на П2 2012.

Податке о паду приватне потрошње треба узети са одређеном резервом будући да њени индикатори имају дивергентно кретање. Доступни подаци о промету у трговини на мало у првих шест месеци

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



Извор: РЗС и прерачун НБС.

* Процена НБС.

²⁶ Видети Извештај о динаризацији финансијског система Србије, који Народна банка Србије тромесечно објављује на свом веб-сајту: <http://www.nbs.rs/internet/cirilica/90/dinarizacija/index.html>.

²⁷ По сталном курсу из децембра 2012. године.

²⁸ Званични подаци Републичког завода за статистику доступни су за Т1, док су подаци за Т2 процена Народне банке Србије. Републички завод за статистику објавиће податке за Т2 30. септембра (три месеца по завршетку тромесечја).

показују успоравање м.г. пада, а анкета о потрошњи домаћинства за Т1 на убрзавање пада приватне потрошње. С друге стране, поједини индикатори који су доступни за Т1, попут промета у угоститељству, телекомуникација и путничког саобраћаја, показују реални раст.

Инвестиције у фиксне фондове су у П1 опале 7,6% (допринос укупној тражњи –1,6 п.п.). Највећи део пада последица је оштрог смањења државних инвестиција (–38,1% м.г., допринос укупној тражњи –1,1 п.п.) због примене мера фискалне консолидације, што потврђује досадашње кретање консолидованих капиталних расхода државе. С друге стране, приватне инвестиције су успориле пад у П1 (–2,9% м.г., допринос укупној тражњи –0,5 п.п.).

Једина компонента домаће тражње која је у П1 остварила раст (26,4% м.г., допринос 0,8 п.п.) јесу инвестиције у обртна средства (промене у залихама), на шта указују раст залиха готових производа у индустрији од 2,6% м.г. и обнављање залиха пољопривредних производа. Раст залиха у индустрији је најизраженији код угља, хемијских производа, гуме, пластике, сирове нафте и природног гаса. У Т2 је забележен и снажан раст залиха код моторних возила (18,6% дсз.) и деривата нафте (18,0% дсз.).

Нето екстерна тражња

Нето екстерна тражња је у П1 порасла 16,3% м.г. у реалном изразу и дала је снажан позитиван допринос расту агрегатне тражње од 4,6 п.п. Такво кретање резултат је знатно бржег реалног раста извоза (16,0% м.г.) у односу на раст увоза робе и услуга (3,0% м.г.). Посматрано на нивоу тромесечја, нето екстерна тражња забележила је раст у Т1 и Т2 од 2,2% дсз. и 2,6% дсз., респективно.

Робни извоз изражен у еврима у П1 већи је за 20,2% м.г., што је првенствено резултат извоза моторних возила. Према подацима Управе царина, извоз компаније „Фијат аутомобили Србија“ у П1 је износио 656,5 млн евра. Расту извоза допринеле су и друге компаније из области ауто-индустрије које своју целокупну производњу пласирају на инострана тржишта. Поред ауто-индустрије, раст извоза остварен је и код хемијских производа и производа од метала. С друге стране, лоша прошлогодишња

пољопривредна сезона одразила се на мањи извоз пољопривредних производа у П1.

Робни увоз изражен у еврима повећан је за 1,9%, и поред тога што је увоз делова за моторна возила вишеструко увећан у односу на исти период претходне године. Релативно низак робни увоз једним делом рефлектује и заокруживање инвестиционог циклуса у аутомобилској индустрији, с обзиром на то да је највећи пад евидентиран код увоза средстава за рад (–14,2% м.г.). Увоз средстава за репродукцију и увоз потрошне робе забележили су благ раст од 2,6% и 1,3% м.г., респективно.

Посматрано према економској намени, м.г. пад увоза у П1 регистрован је код енергије (–24,6%), интермедијарних производа (–3,5%) и трајних производа за широку потрошњу (–4,6%). С друге стране, раст су остварили увоз капиталних производа (24,9%), нетрајних производа за широку потрошњу (5,5%) и неklasификоване робе (20,2%).

Главни спољнотрговински партнери у извозу у првих шест месеци били су Италија, Немачка, Босна и Херцеговина, Русија и Црна Гора, док је у истом периоду највише робе увезено из Италије, Немачке, Русије, Кине и Мађарске. Спољнотрговинска робна размена била је највећа са земљама чланицама Европске уније, док се на другом месту налазе земље чланице *CEFTA* споразума, с којима имамо суфицит у размени.

Покривеност увоза извозом у П1, мерена 12-месечним покретним просеком, износила је 65,0%. У јуну је 12-месечна покривеност износила 67,1%, док је, посматрано на оригиналним подацима, покривеност само у јуну достигла чак 80,0%.

На крају П1 робни извоз се налазио 35,4% изнад преткризног нивоа²⁹, док је увоз и даље знатно нижи и налази се 12,3% испод тог нивоа.

7. Економска активност

Раст БДП-а у П1 је износио 1,4% м.г. и у односу на П2 2012. БДП је већи за 1,7% дсз. Посматрано у односу на преткризни ниво, економска активност је у јуну била нижа 2,0%, мерено БДП-ом, и 2,3%, мерено НДВ-ом.

²⁹ П1 2008. године.

Посматрано по тромесечјима, БДП је у Т1 на мг. нивоу порастао за 2,1%, док је, према дсз. подацима, раст износио 1,7%. У Т2 је дошло до успоравања раста, па је, према прелиминарној оцени Републичког завода за статистику, БДП забележио раст од 0,7% мг., док је, према процени Народне банке Србије, на тромесечном нивоу стагнирао.

Раст БДП-а у П1 у потпуности је одређен растом сектора разменљивих добара (пољопривреда и индустрија), што је у сагласности с моделом раста који подржава Народна банка Србије. Раст сектора разменљивих добара у П1 је износио 6,1% мг. (допринос укупном БДП-у 1,4 п.п.), док су неразмјениви сектори (грађевинарство и услуге) забележили пад од 0,4% мг. (допринос БДП-у -0,3 п.п.). Нето порези су, услед мера фискалне консолидације, позитивно допринели расту БДП-а (0,2 п.п.).

Након изузетно лоше пољопривредне сезоне претходне године, раст пољопривредне производње у П1 је износио 15,1% мг. (допринос БДП-у 1,0 п.п.), на шта указују одлични приноси пшенице и процењени род осталих важнијих пољопривредних култура.

Раст бруто додате вредности индустрије у П1 је износио 2,5% мг. (допринос БДП-у 0,4 п.п.), чему је

највише допринела прерађивачка индустрија (0,3 п.п.). Индикатор физичког обима укупне индустрије је у првих шест месеци порастао 4,0% мг., захваљујући у највећој мери производњи моторних возила и производњи деривата нафте (по 2,5 п.п.). Поред те две гране, раст од почетка године бележе и производња фармацеутских (34,8% мг.) и хемијских (13,1% мг.) производа и производа од метала (11,7% мг.). Пад активности бележе пре свих производња хране (10,3% мг.), рачунара (53,7% мг.), основних метала (33,0% мг.), као и производња грађевинског материјала (13,2% мг.). Опоравак у П1 видљив је и у

Табела III.7.1. Економска активност у П1 2013.

	Стопе раста (у %)	Допринеси расту БДП-а (п.п.)
БДП	1,4	1,4
Пољопривреда, шумарство и рибарство	15,1	1,0
Рударство	4,2	0,1
Прерађивачка индустрија	2,2	0,3
Снабдевање ел. енергијом, гасом, паром и климатизација	3,1	0,1
Снабдевање водом; управљање отпадним водама	0,4	0,0
Грађевинарство	-24,3	-0,8
Трговина на велико и мало; поправка моторних возила	-4,5	-0,5
Саобраћај и складиштење	3,1	0,2
Услуге смештаја и исхране	5,1	0,0
Информисање и комуникације	7,0	0,6
Финансијске делатности и делатности осигурања	3,6	0,1
Пословање некретнинама	0,2	0,0
Стручне, научне и техничке делатности	4,9	0,2
Административне и помоћне услужне делатности	5,1	0,1
Државна управа и одбрана; обавезно социјално осигурање	1,6	0,1
Образовање	1,5	0,1
Здравствена и социјална заштита	-0,5	0,0
Уметност; забава и рекреација	0,6	0,0
Остале услужне делатности	-6,9	-0,1
Делатност домаћинства као послодавца; произв. за сопст. потребе	-7,2	0,0
Бруто додата вредност делатности	1,5	1,2
FISIM	4,0	0,1
Бруто додата вредност	1,4	1,1
Порези минус субвенције на производе	1,3	0,2
Извор: РЗС и прерачун НБС.		

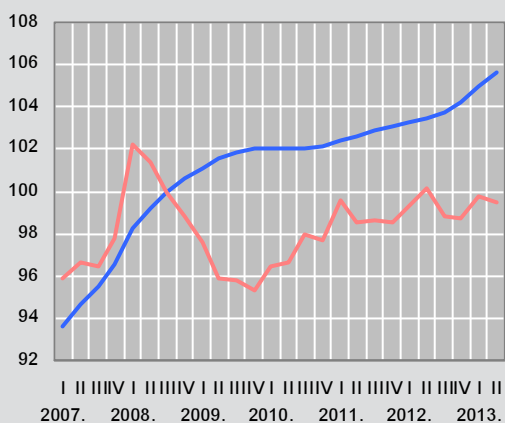
Графикон III.7.1. Доприноси мг. стопи раста БДП-а – производна страна (у п.п.)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

* Процена НБС.

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



Изв ор: прерачу н НБС.

секторима рударства и снабдевања електричном енергијом, гасом и паром.

Сектор грађевинарства је у П1 наставио пад, који је започет у другој половини претходне године. Према нашој процени, пад активности у грађевинарству у П1 је износио 24,3% (допринос БДП-у –0,8 п.п.).³⁰ На смањење активности у грађевинарству утицале су и мере фискалне консолидације, које се једним делом односе и на смањење капиталних расхода.

Обим услуга је у П1 повећан за 1,0% м.г. (допринос БДП-у 0,6 п.п.), уз дивергентно кретање најважнијих сектора. Позитиван допринос потиче од сектора информисања и комуникација (0,6 п.п.) и саобраћаја (0,2 п.п.), док је сектор трговине негативно допринео БДП-у (–0,5 п.п.). Финансијски сектор и већина сектора везаних за државу дали су благе позитивне доприносе БДП-у од по 0,1 п.п. Позитиван допринос дао је и сектор стручних и научних делатности (0,2 п.п.).

Тренд НДВ-а, којим оцењујемо производни потенцијал привреде³¹, порастао је у П1 пре свега по основу активирања нових производних капацитета у аутомобилској и нафтној индустрији. С друге стране, економска активност, мерена НДВ-ом, расла је споријим темпом у односу на производни

потенцијал привреде, што се одразило на додатно продубљивање негативног производног јаза. Таква кретања потврђују дезинфлаторни утицај агрегатне тражње у средњем року.

8. Зараде и запосленост

Укупне номиналне нето зараде су у П1 оствариле раст од 6,1% м.г., при чему је раст био бржи у приватном него у јавном сектору (9,2% м.г. и 4,4% м.г., респективно). У реалном изразу, нето зараде су смањене за 4,6% м.г., као последица реалног пада зарада у јавном и приватном сектору (6,1% м.г. и 1,8% м.г., респективно).

Пад реалних зарада забележен је код свих делатности. Најизраженији пад регистрован је у грађевинарству, финансијској делатности и делатности осигурања, пољопривреди, затим у снабдевању електричном енергијом, гасом и паром, као и у сектору административних и помоћних услужних делатности.

Просечна номинална нето зарада запослених у П1 износила је 42.817 динара, а у јавном сектору 47.510 динара.

Продуктивност рада у индустрији је током П1 повећана за 4,2% м.г., у већој мери као резултат раста индустријске производње (4,0% м.г.). Раст продуктивности је био бржи од раста реалних бруто зарада у индустрији (2,1% м.г.), што је условило смањење јединичних трошкова рада у индустрији од 2,5% м.г.

Индикатори тржишта рада показују знаке благог опоравка у односу на оне од пре годину дана. Стопа незапослености је у априлу 2013. у односу на април 2012. смањена за 1,4 п.п. (на 24,1%). Истовремено, запосленост је порасла за 2,0 п.п. (на 36,3%), а стопа активности за 1,8 п.п. (на 47,9%). Ипак, и поред исказаног побољшања, ти индикатори су и даље међу најнеповољнијима у Европи.

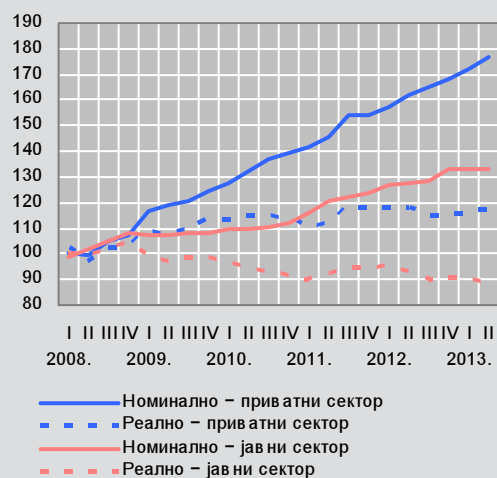
Раст стопе запослености и стопе активности допринео је смањењу незапослености у односу на април 2012. Број незапослених у протеклој години дана смањен је за 28.114 лица, при чему је део незапослених прешао у неформално запослене – стопа неформалне запослености је у априлу 2013. порасла за 1,2 п.п., на 18,2%. Стопа незапослености међу младом популацијом (15–24 године) смањена је, али и је даље

³⁰ Према подацима Републичког завода за статистику, пад вредности изведених радова у грађевинарству је у Т1 износио 25,7% м.г.

³¹ Као апроксимација потенцијалног БДП-а користи се тренд НДВ-а оцењен Калмановим филтером.

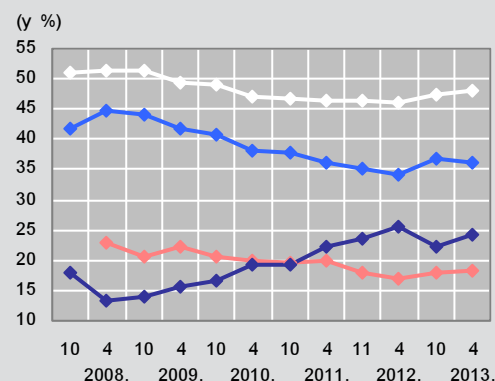
Графикон III.8.1. Кретање просечних нето зарада

(дсз. подаци, П1 2008 = 100)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

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



Извор: РЗС.

на нивоу од око 50%. Високо је и учешће дугорочно незапослених у укупном броју незапослених лица (изнад 75%). Дугорочно задржавање ових индикатора на високим вредностима могло би да доведе до ерозије „људског“ капитала и смањења потенцијала дугорочног раста.

Посматрано по категоријама запослених лица, у последњој години дана повећан је број samozапослених и запослених, док је број помажућих чланова домаћинства смањен. У оквиру броја запослених, приметно је смањење броја лица која раде пуно радно време (43.590), што је компензовано повећањем броја лица с непуним радним временом (49.330). То указује да је међу послодавцима и даље присутна неизвесност у погледу будућих привредних кретања.

Број запослених је, према подацима Републичког завода за статистику, у току П1 смањен за 887 лица. Већи пад броја запослених забележен је код предузетника (2.363 лица)³², док запосленост код правних лица стагнира. Посматрано по делатностима, већи пад је забележен у финансијској делатности и делатности осигурања (1.056 лица), док је знатнији раст запослености остварен у административним и помоћним услужним делатностима (3.935 лица).

Према подацима Националне службе за запошљавање, незапосленост је у П1 повећана за 14.868 лица (2,0%), у највећој мери као последица раста броја незапослених лица која су била у радном односу (2,3%).

9. Инфлациона очекивања

Инфлациона очекивања за 12 месеци унапред су у П1 смањена код свих сектора осим код привреде, где су стагнирала. Највеће смањење забележено је код становништва, што се могло и очекивати с обзиром на то да су очекивања становништва била виша од очекивања других сектора и да се формирају под већим утицајем текуће инфлације него очекивања других сектора. Најблажи пад инфлационих очекивања забележен је код финансијског сектора, будући да су она била најнижа и да се генерално крећу у ужем распону.

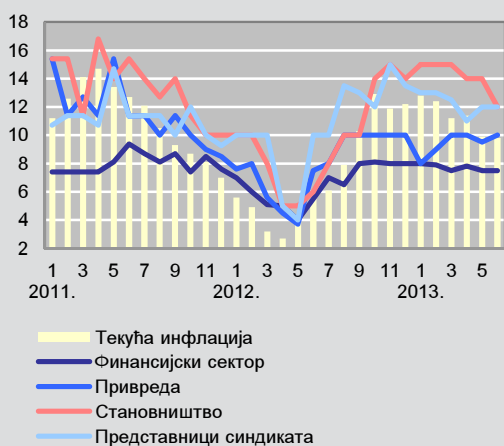
Према анкети агенције Блумберг, инфлациона очекивања финансијског сектора, која су на крају претходне године износила 8,0%, бележила су пад од почетка 2013, да би се до марта спустила на 6,9%. У априлу су повећана на 7,3%, а потом су у мају смањена на 7,0% и на том нивоу су остала и у јуну.

³² Податке о приватним предузетницима и запосленима код њих Републички завод за статистику добија од Републичког фонда за здравствено осигурање.

И према анкети Ипсос, инфлациона очекивања финансијског сектора су имала сличну динамику. Наиме, током Т1 су смањена са 8,0% на 7,5%, да би у

априлу забележила једнократан раст на 7,8%, који је анулиран у мају и јуну када су поново износила 7,5%.

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



Извор: Галуп, Ипсос и НБС.

* Агенција Ипсос од новембра 2011.

Привреда је у јануару смањила инфлациона очекивања за 2,0 п.п., на 8,0%, да би их у наредна два месеца повећавала за по 1,0 п.п., тако да су на нивоу тромесечја остала непромењена. На истом нивоу остала су и у току Т2 осим у мају, када су износила 9,5%. Инфлациона очекивања становништва су у јануару повећана за 1,0 п.п., на 15,0%, и на том нивоу задржала су се до марта, да би у Т2 била смањена за 3,0 п.п., тј. на 12,0%. Очекивања представника синдиката су, с почетних 13,5%, током П1 благо опадала до 12,0%. У наредном периоду, с наставком смањења инфлације, може се очекивати и даљи пад инфлационих очекивања.

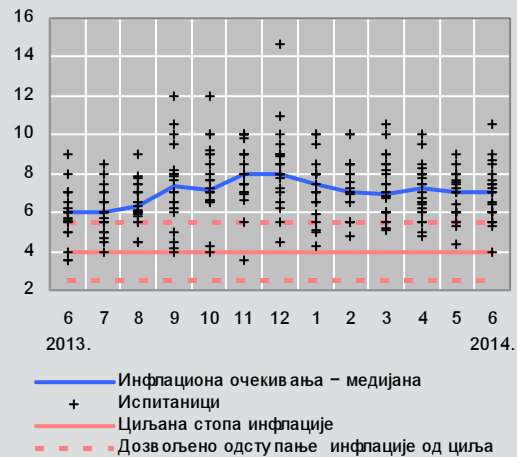
10. Фискална политика

Због подбацивања буџетских прихода од почетка године у односу на план, било је очигледно да ће планирани буџетски дефицит за 2013. бити премашен.³³ Стога је ребаланс буџета за 2013. усвојен већ средином године. Заједно с ребалансом Влада је усвојила план за спровођење пакета структурних реформи, као и план ограничења раста плата у јавном сектору и пензија до краја 2014. године.

Ребалансом буџета предвиђен је републички дефицит од 4,7% БДП-а, који би на консолидованом нивоу требало да резултира дефицитом од 5,2% БДП-а. За свођење дефицита на те нивое предвиђено је смањење расхода у укупном износу од 38,1 млрд динара, пре свега по основу смањења трансфера Фонду ПИО због промене стопа пореза на зараде и доприносе (16,4 млрд динара) и уштеда на капиталним расходима (13,2 млрд динара), субвенцијама (7,8 млрд динара) и јавним набавкама (0,6 млрд динара). Приходи, који су буџетом били прецењени на 965,7 млрд динара, ребалансом су смањени за 92,3 млрд динара.

Дефицит консолидованог буџета у П1 износио је 80,9 млрд динара и достигао је ниво од 4,6% БДП-а (4,4% БДП-а у Т1 и 4,8% БДП-а у Т2). Дефицит републичког буџета је у истом периоду износио 97,9 млрд динара и

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



Извор: Блумберг и НБС.

³³ Закон о буџету за 2013, који је усвојен крајем претходне године, предвиђао је дефицит републичког буџета од 3,3% БДП-а и дефицит консолидованог буџета од 3,6% БДП-а.

достигао је ниво од 5,6% БДП-а (6,0% у Т1 и 5,2% у Т2). Кретање тих дефицита до краја године требало би да буде у складу с предвиђеним планом, јер је законским изменама у мају смањен порез на зараде³⁴, који припада буџетима локалних самоуправа, а повећан износ доприноса, који припада Фонду ПИО³⁵. Те измене ће водити смањењу прихода буџета локалних самоуправа и смањењу расхода буџета Републике Србије (тј. трансфера Фонду ПИО из републичког буџета).

Консолидовани приходи у П1 износили су 692,4 млрд динара и реално су били нижи за 4,6% у односу на исти период претходне године. Сви облици пореских прихода реално су нижи, осим прихода од акциза. Реални пад су забележили и непорески приходи, што се могло очекивати имајући у виду укидање великог броја парафискалних намета.

Консолидовани расходи у П1 износили су 773,3 млрд динара и у односу на исти период претходне године реално су нижи за 9,0%. Посматрано по структури, све категорије расхода, осим отплата камата и накнада незапосленима, забележили су реални пад, а посебно

дискрециони расходи државе, и то: капитални расходи за 38,1%, субвенције за 22,6% и расходи за куповину добара и услуга за 17,3%. Расходи за запослене опали су за 4,1%.

Средства потребна за финансирање буџетског дефицита, набавку финансијске имовине и отплату доспелих кредитних обавеза обезбеђена су током П1 задуживањем државе на домаћем и међународном финансијском тржишту. На домаћем финансијском тржишту продате су динарске ХоВ номиналне вредности 164,1 млрд динара (од укупно емитованих 199,0 млрд динара), док је на наплату доспело 138,4 млрд динара. То је резултирало повећањем стања дуга државе по основу продатих динарских ХоВ за 25,7 млрд динара, на 380,3 млрд динара. На домаћем финансијском тржишту продате су и државне ХоВ деноминоване у еврима номиналне вредности од 358,2 млн евра. С обзиром на то да је вредност доспелих раније продатих ХоВ износила 204,9 млн евра, стање дуга по овом основу повећано је у односу на крај претходне године за 153,3 млн евра, на 1,1 млрд евра.

Највећи део потребних финансијских средстава држава је обезбедила задуживањем на међународном финансијском тржишту у фебруару, продајом седмогодишњих еврообвезница (*Eurobond 2020*) у износу од 1,5 млрд долара. Део средстава од продаје еврообвезнице искоришћен је за превремену отплату половине дуга према Лондонском клубу поверилаца. Узимајући у обзир претходне продаје еврообвезница (*Eurobond 2017* и *Eurobond 2021*), стање јавног дуга по том основу је на крају јуна износило 3,3 млрд евра.

Стање укупног јавног дуга повећано је у П1 за 1,2 млрд евра, на 18,9 млрд евра. То повећање је водило расту учешћа јавног дуга у БДП-у за 1,3 п.п., на 60,6%. Раст учешћа јавног дуга у БДП-у ублажило је повећање процењеног БДП-а у последња четири тромесечја.³⁶ Валутна структура јавног дуга измењена је у односу на крај претходне године у правцу раста учешћа дуга деноминованог у доларима за 3,1 п.п., на 25,9%, на рачун смањења учешћа дуга деноминованог у еврима за 2,1 п.п., на 48,7%. Динарски део јавног дуга остао је готово непромењен (18,8% на крају јуна у поређењу са 18,9% на крају 2012).

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



Извор: Министарство финансија и привреде и НБС.

³⁴ Изменама Закона о порезу на доходак грађана смањена је стопа пореза на зараде са 12% на 10%.

³⁵ Изменама Закона о доприносима на обавезно социјално осигурање повећана је стопа ПИО доприноса на терет запосленог са 11% на 13%.

³⁶ Приликом праћења учешћа јавног дуга у БДП-у по тромесечјима током године, Народна банка Србије примењује међународну стандардну праксу и јавни дуг ставља у однос с БДП-ом који процењује да је остварен у четири последња тромесечја. Према подацима Министарства финансија и привреде, учешће јавног дуга у процењеном БДП-у на крају јуна је износило 57,4%. Разлика у односу на податак Народне банке Србије настала је због различите процене номиналног БДП-а.

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

КГ. Ср. 137/2/13.

Београд, 12. јула 2013. године

ВЛАДИ РЕПУБЛИКЕ СРБИЈЕ
Г. Ивици Дачићу, председнику Владе

Поштовани г. Дачићу,

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

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

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

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

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

С поштовањем,



Др Јоргованка Табаковић

Ко:

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

Списак графикана и табела

Графикони

II.2.1.	Референтна каматна стопа и коридор каматних стопа	6
II.2.2.	Стање продатих/купљених ХоВ Народне банке Србије	6
II.2.3.	Обим стерилизације ликвидности инструментима монетарне политике	7
III.3.1.	Кретање цена (мг. стопе, у %)	9
III.3.2.	Кретање цена (тримесечне стопе, у %)	9
III.3.3.	Допринос мг. стопи раста потрошачких цена	10
III.1.1.	Кретање и пројекција БДП-а главних спољнотрговинских партнера Србије	12
III.1.2.	Индекс светских цена хране	12
III.1.3.	Кретање цена нафте и бакра	13
III.2.1.	Покривеност увоза девизним резервама	15
III.2.2.	Међународна инвестициона позиција Републике Србије по инструментима	15
III.2.3.	Секторска структура спољњег дуга Републике Србије	17
III.2.4.	Спољни дуг Републике Србије по инокредиторима	17
III.3.1.	Кретање курсева одређених националних валута према евр	18
III.3.2.	Показатељ премије ризика – <i>EMBI</i> по земљама	19
III.3.3.	Кретање курса динара и интервенције Народне банке Србије на девизном тржишту	19
III.4.1.	Динарска ликвидност	20
III.4.2.	Кретања на преконоћном међубанкарском тржишту новца и кретање референтне каматне стопе	20
III.4.3.	Каматне стопе на примарном тржишту државних ХоВ	20
III.4.4.	Кретање каматних стопа на динарске кредите и депозите привреди и становништву	21
III.4.5.	Кретање каматних стопа на девизне кредите и депозите привреди и становништву	22
III.4.6.	Индекс <i>BELEX15</i> и промет на Београдској берзи	22
III.4.7.	Кредитна активност и БДП	25
III.5.1.	Учешће динарских пласмана у укупним пласманима банака привреди и становништву	26
III.5.2.	Секторска структура пласмана банака	26
III.6.1.	Доприноси мг. стопи раста БДП-а – расходна страна	27
III.7.1.	Доприноси мг. стопи раста БДП-а – производна страна	29
III.7.2.	Производни јаз	30
III.8.1.	Кретање просечних нето зарада	31
III.8.2.	Стопе активности, формалне и неформалне запослености према Анкети о радној снази	31
III.9.1.	Текућа инфлација и инфлациона очекивања 12 месеци унапред – по секторима	32
III.9.2.	Очекивана и циљана инфлација 12 месеци унапред – финансијски сектор	32
III.10.1.	Консолидовани приходи, расходи и дефицит	33

Табеле

II.3.1. Раст и доприноси компоненти расту потрошачких цена у П1 2013.	9
III.2.1. Платни биланс Републике Србије	14
III.4.1. Биланс Народне банке Србије	23
III.4.2. Монетарни преглед	24
III.6.1. Расподела БДП-а у П1 2013.	27
III.7.1. Економска активност у П1 2013.	29

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