



Народна банка Србије

2014

јануар–јун

ПОЛУГОДИШЊИ ИЗВЕШТАЈ

О МОНЕТАРНОЈ ПОЛИТИЦИ

2014

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 2014. размотрен је и усвојен на седници Извршног одбора 11. септембра 2014. године.

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

Извршни одбор Народне банке Србије

Јоргованка Табаковић, гувернер

Ана Глигоријевић, вицегувернер

Веселин Пјешчић, вицегувернер

Диана Драгутиновић, вицегувернер

Ђорђе Јевтић, директор Управе за надзор над финансијским институцијама

¹ Закон о Народној банци Србије, „Службени гласник РС“, бр. 72/2003, 55/2004, 85/2005 – др. закон, 44/2010, 76/2012 и 106/2012 (члан 71. ст. 2. и 3).

² „Службени гласник РС“, бр. 12/2013 (члан 46).

**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

д.с. – десна скала

дсз. – десезонирано

ЕЦБ – Европска централна банка

ЕМВИ – Индекс обвезница тржишта у успону

ФЕД – Систем федералних резерви САД

FISIM – услуге финансијског посредовања индиректно мерене

ХоВ – хартије од вредности

ИПЦ – индекс потрошачких цена

л.с. – лева скала

МДТ – међубанкарско девизно тржиште

млн – милион

млрд – милијарда

мг. – међугодишње

ММФ – Међународни монетарни фонд

МФО – међународне финансијске организације

НДВ – непољопривредна додата вредност

NPL – проблематични кредити

ОРЕС – Организација земаља извозница нафте

П – полугодиште

п.п. – процентни поен

СДИ – стране директне инвестиције

СМТК – Стандардна међународна трговинска класификација

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 2014. 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
3. Остварење циљане инфлације у периоду јануар–јун 2014. 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	16
3. Кретања на финансијском тржишту	17
Каматне стопе	17
Премија ризика земље	20
Кретања на девизном тржишту и курс динара	21
Кретања на берзи	22
4. Новац и кредити	23
Примарни новац	23
Монетарни агрегати M1, M2 и M3	24
Кредити банака	25
5. Динаризација	26
6. Агрегатна тражња	28
Домаћа тражња	28
Нето екстерна тражња	29
7. Економска активност	29
8. Зараде и запосленост	31
9. Инфлациона очекивања	32
10. Фискална политика	33
Списак графикана и табела	35

Резиме

Ниски инфлаторни притисци карактерисали су и прву половину ове године. Томе су првенствено допринели снижени трошковни притисци, пре свега у производњи хране, затим ниска агрегатна тражња, пад инфлационих очекивања и релативна стабилност курса динара. Међугодишња инфлација се у јануару вратила у границе дозвољеног одступања од циља. Међутим, због пада цена хране, пре свега непрерађене, инфлација се од марта креће испод доње границе дозвољеног одступања од циља и у јуну, када је износила 1,3% међугодишње, достигла је најнижи ниво у последњих педесет година. Да су дезинфлаторни притисци трајнијег карактера, указује ниска базна инфлација (по искључењу цена хране, енергије, цигарета и алкохола), која је у јуну износила 2,5% међугодишње.

Упркос ниским инфлаторним притисцима, Народна банка Србије је током прве половине године била опрезна приликом доношења одлука о мерама монетарне политике, имајући у виду пре свега геополитичке и економске ризике из међународног окружења, али и могуће веће негативне ефекте поплава на економску и спољнотрговинску активност од процењених, као и неопходност спровођења додатних мера фискалне консолидације. У посматраном периоду референтна каматна стопа је снижена за 100 базних поена, на ниво од 8,5%.

Међународно окружење обележили су утицаји и даље присутних геополитичких тензија. Њихово евентуално даље заоштравање, првенствено у вези с кризом у Украјини, могло би имати вишеструке негативне последице на домаћу економију, претежно кроз смањење извозних могућности, пораст премије ризика земље и смањење прилива капитала. Економски опоравак зоне евра има изгледе да постане одржив. Међутим, тензије у вези с кризом у Украјини и ризик од дефлације могле би да успоре започети економски раст. Европска централна банка је у јуну додатно ублажила монетарну политику, између

осталог, уводећи први пут негативну каматну стопу на депозитне олакшице. За разлику од ње, ФЕД је одлучио да настави са смањивањем обима квантитативних олакшица.

Економска активност је у првој половини 2014. била за 0,5% нижа у односу на исти период претходне године, у највећој мери због поплава које су у мају погодиле Србију и оставиле велике последице пре свега на пољопривредну и индустријску производњу. Посматрано с расходне стране, укупна финална потрошња и приватне инвестиције су опале, док су нето извоз и државне инвестиције дали позитиван допринос. И на нивоу године очекује се пад бруто домаћег производа од 0,5%, као последица поплава и очекиваних додатних мера фискалне консолидације. Иако ће се у кратком року оне негативно одразити на економску активност, мере фискалне консолидације представљају основ за дугорочно одржив економски раст. Очекујемо да ће подстрек економској активности у наредном периоду дати програм субвенционисаних кредита, радови на отклањању штета од поплава и опоравак главних спољнотрговинских партнера.

Током првих шест месеци настављен је бржи међугодишњи раст извоза од увоза и позитиван допринос укупној тражњи. Ипак, успоравање раста реалног извоза (11,1% међугодишње) и раст увоза (3,2% међугодишње) у одређеној мери је последица и поплава.

И поред негативних ефеката поплава на спољнотрговински биланс, екстерна неравнотежа наставља да се смањује. Дефицит текућег рачуна, према новој методологији (*ВРМ6*), у првих шест месеци износио је 5,8% бруто домаћег производа, или за 1,1 процентни поен ниже у односу на исти период 2013.

Девизне резерве су на адекватном нивоу и поред смањења у односу на крај претходне године. На крају јуна износиле су 10,1 милијарду евра, чиме су

обезбеђивале покривеност око седам месеци увоза робе и услуга.

Фискални дефицит је у првој половини године износио 6,0% бруто домаћег производа (7,6% укључујући ванбуџетске трансакције). Приходи буџета су били нижи од планираних Законом о буџету, док су расходи буџета били у складу с пројектованим. У наредном периоду јавне финансије биће додатно оптерећене потребом да се санирају штете од поплава. Поплаве су утицале и на одлагање ребаланса буџета, али је у међувремену донето неколико закона чија примена треба да допринесе поправљању привредног амбијента и подстакне улагања у Србију.

У првих шест месеци динар је номинално ослабио према еврџ за 1,0%, посматрано крајем периода, односно 1,2% на нивоу просека. На слабење динара почетком године деловали су и домаћи и глобални фактори. И поред ниског дефицита текућег рачуна, у условима скромног прилива страних директних инвестиција депрецијацијски притисци били су резултат повећане тражње домаћих предузећа, углавном увозника енергената, за девизама. Поред тога, мада очекивана, одлука ФЕД-а да започне са смањењем квантитативних олакшица узроковала је привремен раст премије ризика и појаву депрецијацијских притисака у свим земљама региона, који су посебно били изражени током јануара. Од краја марта јављају се умерени апрецијацијски притисци, којима је у великој мери допринело

повећано улагање страних инвеститора у државне хартије од вредности у условима глобалног смањења аверзије према ризику и додатног ублажавања монетарне политике Европске централне банке. Ипак, крајем јуна поново су забележени депрецијацијски притисци због јачања геополитичких тензија, али и појаве негативних вести у погледу јачине и темпа фискалне консолидације у наредном периоду.

Будући да је ценовна стабилност предуслов одрживог економског раста, Народна банка Србије је чврсто опредељена да на средњи рок инфлацију одржи на ниском и стабилном нивоу, чему ће помоћи и већа усидреност инфлационих очекивања. Према пројекцијама Народне банке Србије, међугодишња инфлација ће се до краја године вратити у границе дозвољеног одступања од циља ($4 \pm 1,5\%$). То ће бити резултат пре свега постепеног ишчежавања дезинфлаторног утицаја цена хране. Ниска агрегатна тражња остаће главни дезинфлаторни фактор на средњи рок, а њено дејство биће додатно појачано очекиваним мерама фискалног прилагођавања. Извршни одбор Народне банке Србије очекује да ће додатне мере фискалне консолидације и спровођење структурних реформи допринети повећању отпорности домаће економије на екстерне шокове, даљем смањењу спољне неравнотеже, као и да ће позитивно утицати на перцепцију ризика улагања у Србију. Кредибилитет економске политике био би појачан закључењем аранжмана с Међународним монетарним фондом.

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 октобру 2013. године усвојио циљеве за инфлацију до краја 2016.⁴ Циљеви за инфлацију утврђени су у виду јединствене вредности с дозвољеним одступањем.

Народна банка Србије је, на основу пројекције макроекономских кретања, утврдила циљеве за инфлацију на нивоу од 4,0% с дозвољеним одступањем $\pm 1,5$ п.п. за све месеце до краја 2016. године. Путања циљане инфлације одражава намеру да се стабилност цена постигне без изазивања макроекономских поремећаја. Циљана инфлација је и даље изнад нивоа квантитативне дефиниције ценовне стабилности и нивоа циљане инфлације у развијеним земљама (2,0% или 2,5%). Постављени циљ за инфлацију произлази из оцене да до 2016. 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, Народна банка Србије ће дозволити привремено одступање инфлације од утврђеног циља ако враћање инфлације на циљ у кратком периоду буде захтевало промене у монетарној политици које би изазвале додатне макроекономске поремећаје. То се односи и 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 2016. године усвојен на седници Извршног одбора Народне банке Србије 18. октобра 2013.

случајеве наглих промена цена примарних производа или на одступање у планираном расту цена производа које су под директним или индиректним утицајем одлука Владе.

Народна банка Србије циљану стопу инфлације настоји да постигне променама референтне каматне стопе која се примењује у спровођењу главних операција на отвореном тржишту. Та каматна стопа представља основни инструмент монетарне политике, а одлуке о њеној висини доносе се на основу анализе економске ситуације и оцене будућих кретања, као и средњорочне пројекције инфлације. Остали инструменти монетарног регулисања имају помоћну улогу – доприносе несметаној трансмисији утицаја референтне каматне стопе на тржиште, као и развоју

финансијских тржишта без угрожавања стабилности финансијског система.

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

Ради јачања транспарентности монетарне политике и отворене комуникације с јавношћу, Извршни одбор, 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 2014. године

Ублажавање монетарне политике настављено је у П1 2014. године опрезном динамиком. Референтна каматна стопа је смањена за укупно 100 б.п., на 8,5%.

У складу са очекивањима Народне банке Србије, инфлација се у јануару вратила у границе дозвољеног одступања од циља. Инфлаторни притисци су били ниски, а инфлациона очекивања смањена. Текућа инфлација је била резултат мера монетарне политике из претходног периода, одсуства већих трошковних притисака и ниске агрегатне тражње. У марту се инфлација спустила испод доње границе дозвољеног одступања од циља због вишег од очекиваног пада цена непрерађене хране.

С обзиром на то да мере монетарне политике делују с временским помаком, доносећи одлуке о висини референтне каматне стопе Извршни одбор Народне банке Србије имао је у виду пројектовану, а не текућу инфлацију. Стога је референтна каматна стопа у **прва четири месеца 2014. године задржана на непромењеном нивоу од 9,5%**. На такву одлуку Извршног одбора утицала је пре свега нестабилност на међународном финансијском тржишту. Нестабилност је најпре била проузрокована одлуком ФЕД-а да почев од јануара постепено смањује обим квантитативних олакшица, а затим и геополитичким тензијама у вези са Украјином. На одлуку ФЕД-а да у јануару започне смањивање обима квантитативних олакшица инвеститори широм света су реаговали продајом ризичне активе земаља у успону, пре свега оних с највећим дефицитом текућег рачуна платног биланса. Реакција финансијских тржишта на наредне одлуке ФЕД-а била је блажа. Ипак, редуковање

монетарног стимуланса америчке централне банке и даље је представљало потенцијални извор повећане нестабилности у токовима капитала земаља у успону. Поред тога, нестабилност на међународном тржишту била је појачана геополитичким тензијама у вези с кризом у Украјини и неизвесношћу у погледу њеног утицаја на светске економске токове. Постојао је ризик да би она могла имати индиректан негативан утицај на Србију – преко раста светских цена, пре свега енергената и житарица, односно преко трговинског и финансијског канала уколико би се погоршала економска кретања у земљама с којима највише сарађујемо. Такође, евентуално повећање аверзије инвеститора према ризику и додатно смањење њихове изложености према земљама у успону вероватно би за те земље, а тиме и Србију, значило пораст премије ризика и притиске у правцу слабљења њихових валута.

До седнице Извршног одбора у мају негативан утицај геополитичких тензија и смањења обима квантитативних олакшица ФЕД-а на премију ризика Србије и спољнотрговинске токове је изостао. Имајући то у виду, као и чињеницу да је финансијско тржиште позитивно реаговало на најављене мере фискалне консолидације Владе, Извршни одбор је у **мају смањив референтну каматну стопу на 9,0%. Даље смањење референтне каматне стопе на 8,5% уследило је у јуну**, непосредно након катастрофалних поплава које су погодиле Србију. Извршни одбор је констатовао да ће, упркос поплавама, инфлаторни притисци и убудуће остати ниски. Поред ниске агрегатне тражње, ниски инфлаторни притисци требало би да буду резултат смањења и стабилизације инфлационих очекивања у кратком и средњем року, као и релативне стабилности девизног курса. Уз то, повећана је експанзивност монетарне политике ЕЦБ-а,

од које се очекивало да позитивно утиче на повећање ликвидности на међународном тржишту и тиме допринесе смањењу ризика из међународног окружења. Међутим, оцењено је да ће поплаве имати негативан ефекат на економску активност, посебно у енергетици, рударству и пољопривреди. Платнобилансна кретања биће неповољнија него што се очекивало, али ће учешће текућег дефицита у БДП-у и ове године бити ниже у односу на претходну. Позитиван утицај на економску активност у наредном периоду очекивао се од започетог програма субвенционисаних кредита, радова на отклањању штета од поплава и постепеног опоравка наших главних спољнотрговинских партнера.

Упркос ниској текућој инфлацији и ниским инфлаторним притисцима, Народна банка Србије остаје опрезна при доношењу одлука о мерама монетарне политике, узимајући у обзир пре свега геополитичке и економске ризике из међународног окружења, као и неопходност да се спроведу додатне мере фискалне консолидације.

Штете од поплава захтеваће додатне напоре фискалне политике у наредном периоду. Ипак, да би се постигла одрживост јавних финансија, с додатним мерама фискалног прилагођавања потребно је почети што пре. До сада усвојеним реформским законима начињени су први кораци у том смеру. Извршни одбор очекује да ће Влада остати одлучна у спровођењу фискалне консолидације, структурних реформи и мера за даље побољшање привредног амбијента. Такође, очекивани аранжман с ММФ-ом требало би да допринесе кредибилитету економске политике. Успешном реализацијом фискалне консолидације и структурних реформи ојачали би се домаћи економски фундаменти и створиле основе за бржи и одржив економски раст, а повећала би се и отпорност наше економије на екстерне шокове. 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.

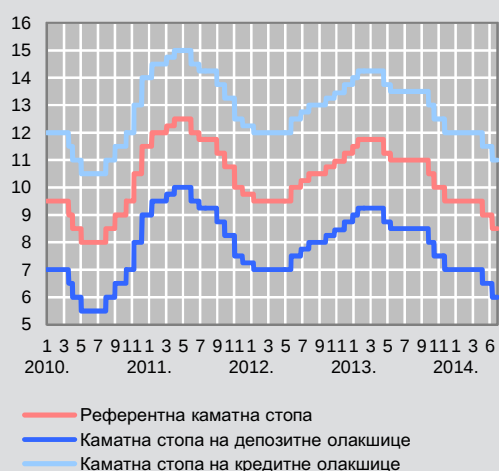
Операције на отвореном тржишту

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 Народна банка Србије је спроводила својим ХоВ. За потребе репо продаје у 2014. емитована је једна серија благајничких записа у укупној номиналној вредности од 500,0 млрд динара. Емисија једне серије благајничких записа високе номиналне вредности наставак је праксе из претходних година која банкама омогућава да адекватније располажу хартијама у оквиру исте серије и једноставније управљају ликвидношћу.

Током П1 организовано је 25 аукција репо продаје ХоВ. Аукције су организоване једном недељно по моделу варијабилне вишеструке каматне стопе. Укупна продаја ХоВ на аукцијама износила је 2.424,5

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.

млрд динара. Остварени обим продаје био је незнатно мањи него у П2 2013. године (2.578,1 млрд динара).

Просечно стање ХоВ Народне банке Србије у портфељу банака током П1 је износило 98,0 млрд динара. У односу на крај 2013, стање ових ХоВ је крајем јуна смањено за 15,0 млрд динара и износило је 95,0 млрд динара. Пад портфеља био је у највећој мери резултат смањења динарске ликвидности због продаје девиза Народне банке Србије на МДТ-у у Т1.

Депозитне и кредитне олакшице

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

Просечно дневно стање депонованих средстава банака код Народне банке Србије у П1 је износило 21,7 млрд динара, што је за 1,9 млрд динара мање него у П2 2013. године (23,6 млрд динара). Максимално просечно месечно стање депонованих средстава забележено је у јануару (27,6 млрд динара), а минимално у марту (11,9 млрд динара).

Народна банка Србије је током 2014. наставила да примењује Одлуку о условима и начину одобравања кредита за одржавање дневне ликвидности банака на основу залог ХоВ, којом су уређене кредитне олакшице. Ни ова одлука није мењана у П1.

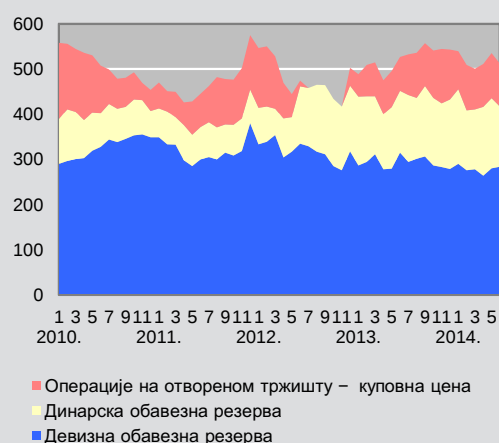
У посматраном периоду банке нису користиле кредитне олакшице као преконоћни кредит, док су као дневни кредит користиле током десет дана, у укупном износу од 23,7 млрд динара.

Обавезна резерва

Народна банка Србије је у 2014. наставила да примењује Одлуку о обавезној резерви банака код Народне банке Србије, која је усвојена у јануару 2011. године. Та одлука, којом је, поред осталог, дефинисана структура основице за обрачун обавезне резерве, стопе обавезне резерве и валутна структура издвајања обавезне резерве, у П1 није мењана.

Обрачуната обавезна резерва која се издваја у девизама у П1 је смањена за 71,2 млн евра. То је последица смањења компонената девизне основице за обрачун обавезне резерве – пре свега динарских обавеза банака индексираних у иностраној валути, инозадужења банака и девизних депозита предузећа

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



Извор: НБС.

код банака. С обзиром на то да се део обавезне резерве издваја у динарима, исти фактори су утицали и на смањење динарске обавезне резерве, које је износило 2,7 млрд динара. Динарска основица за обрачун обавезне резерве је у истом периоду забележила повећање, пре свега захваљујући континуираном расту динарске штедње.

Операције на девизном тржишту

Народна банка Србије је интервенције на девизном тржишту користила ради ублажавања прекомерних краткорочних осцилација девизног курса, очувања ценовне и финансијске стабилности и одржавања адекватног нивоа девизних резерви.

Током П1 Народна банка Србије је на МДТ-у укупно банкама продала 820,0 млн евра и од банака купила 190,0 млн евра. Девизне интервенције су реализоване искључиво по тржишним условима, прихватањем курсева које су нудиле банке (улога *price taker-a*).

Депрецијацијски притисци, који су од почетка ове године до друге половине марта утицали на слабење динара, били су иницирани сезонски појачаном тражњом домаћих предузећа за девизама, пре свега увозника енергената, као и кретањима на међународним финансијским тржиштима због очекивања даљег смањења програма квантитативних олакшица ФЕД-а. У последњим данима марта, након парламентарних избора, упоредо с падом премије ризика, динар је почео да јача, па је Народна банка Србије у том периоду интервенисала куповином девиза. Током Т1 Народна банка Србије је интервенисала продајом 820,0 млн евра и куповином 20,0 млн евра.

Повећана понуда девиза од стране нерезидената (нерезиденти су нето продали 200,7 млн евра), пре свега ради улагања у државне ХоВ деноминоване у динарима, обележила је Т2. Даљи пад премије ризика земље у Т2 и мере додатне релаксације монетарне политике ЕЦБ-а, усвојене 5. јуна, утицали су на веће интересовање нерезидената за улагање у динарске ХоВ на домаћем тржишту. Народна банка Србије је у Т2 интервенисала куповином 170,0 млн евра. Појава негативних вести о макроекономским и фискалним

перспективама земље и појачана неизвесност у међународном окружењу крајем јуна условиле су нешто већу тражњу нерезидената за девизама и депрецијацијске притиске. Током Т2 динар је у односу на крај Т1 благо номинално депрецирао према еври (0,3%).

На крају П1 динар је у односу на крај претходне године номинално депрецирао према еври за 1,0%.

Девизни своп

Народна банка Србије је у П1 наставила са организовањем редовних тромесечних и двонедељних аукција своп продаје и куповине девиза за динаре, чији циљ је стимулисање развоја међубанкарске своп трговине и омогућавање банкама да ефикасније управљају својом ликвидношћу. Тромесечне своп аукције су организоване једном недељно, по тржишним условима и са ограниченим количинама. И двонедељне своп аукције, као додатна мера подршке у управљању ликвидношћу банкарског система, организоване су једном недељно, по тржишним условима и без унапред одређеног износа девиза који ће бити продат, односно купљен на аукцији.

Током П1 Народна банка Србије је организовала 48 тромесечних и исто толико двонедељних своп аукција. На тромесечним аукцијама је своп продала и своп купила по 18,0 млн евра, док су на двонедељним аукцијама своп продаја и своп куповина девиза износиле по 31,0 млн евра. Стање девизних потраживања и стање девизних обавеза Народне банке Србије крајем П1 по основу тромесечних своп аукција износили су по 11,0 млн евра, а по основу двонедељних своп аукција по 6,0 млн евра.

Аукцијски краткорочни динарски кредити

Као меру за одржавање ликвидности банака, Народна банка Србије је у П1 једном месечно организовала аукције краткорочних динарских кредита на основу залог ХоВ. На аукцијама није било тражње банака за кредитима, па је Народна банка Србије почев од јуна престала са организовањем тих аукција.

3. Остварење циљане инфлације у периоду јануар–јун 2014. године

Врло ниски инфлаторни притисци, присутни током 2013. године, карактерисали су и прву половину ове године. Њима су првенствено допринели снижени трошковни притисци, пре свега у производњи хране, ниска агрегатна тражња, пад инфлационих очекивања и релативна стабилност девизног курса динара.

Након што је у 2013. години забележила знатан пад – са 12,8% у јануару на 2,2% у децембру – мг. инфлација се у јануару ове године вратила у границе дозвољеног одступања од циља. Међутим, због пада цена хране, пре свега непрерађене, инфлација се од марта креће испод доње границе дозвољеног одступања од циља и у јуну, када је износила 1,3% мг., достигла је најнижи ниво у последњих педесет година. Истовремено, ниска базна инфлација⁵ (део инфлације на који мере монетарне политике највише утичу) сугерише да су дезинфлаторни притисци трајнијег карактера и да су у великој мери условљени стабилношћу курса динара и ниском агрегатном тражњом. Базна инфлација се од октобра 2013. креће у границама циља и у јуну је износила 2,5% мг.

Укупан раст потрошачких цена у периоду јануар–јун 2014. износио је 2,0% и у највећој мери био је одређен растом цена непрерађене хране (9,0%). Допринос те категорије шестомесечној инфлацији износио је 1,1 п.п., тј. нешто више од половине укупног раста цена у П1, при чему се 0,9 п.п. односило на поскупљење воћа и поврћа. Знатно виши раст цена воћа и поврћа од почетка године (12,2%) у односу на остале компоненте ИПЦ-а забележен је пре свега по основу ниске прошлогодишње базе захваљујући врло доброј пољопривредној сезони прошле године.

Регулисане цене су у току првих шест месеци повећане за 3,2% (допринос шестомесечној инфлацији 0,7 п.п.), при чему је тај раст углавном остварен у току Т1 због прилагођавања вишој стопи ПДВ-а и повећања акциза.

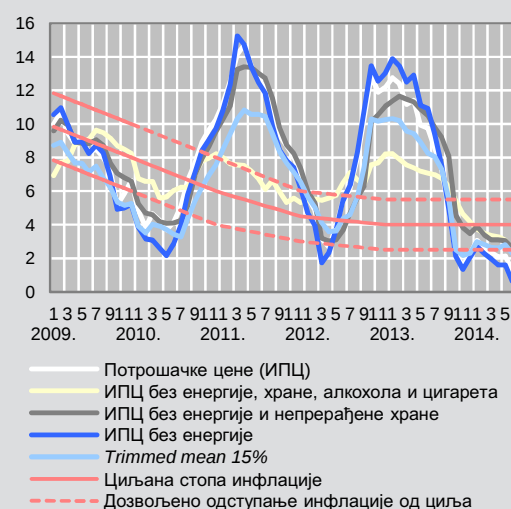
Посматрано по тромесечјима, потрошачке цене су у Т1 порасле за 1,2%. Тај раст је у највећој мери био последица повећања посебне стопе ПДВ-а и редовног годишњег усклађивања акциза у јануару, што се види и из месечне динамике инфлације – након израженог раста у јануару (1,4%), потрошачке цене су стагнарале у фебруару (0,1%), да би у марту опале за 0,3%. У Т2 оне су забележиле раст од 0,8%, који је, у складу са очекивањима, био опредељен сезонским

Табела II.3.1. Раст и доприноси компоненти расту потрошачких цена у П1 2014.

	Стопе раста (у %)	Доприноси (у п.п.)
Потрошачке цене (ИПЦ)	2,0	2,0
Непрерађена храна	9,0	1,1
Прерађена храна	0,1	0,0
Индустријски производи без хране и енергије	1,5	0,4
Енергија	0,5	0,1
Услуге	1,6	0,3
Индикатори базне инфлације		
ИПЦ без енергије	2,2	19
ИПЦ без енергије и непрерађене хране	11	0,8
ИПЦ без енергије, хране, алкохола и цигарета	0,7	0,3
Регулисане цене	3,2	0,7

Извор: РЗС и прерачу н НБС.

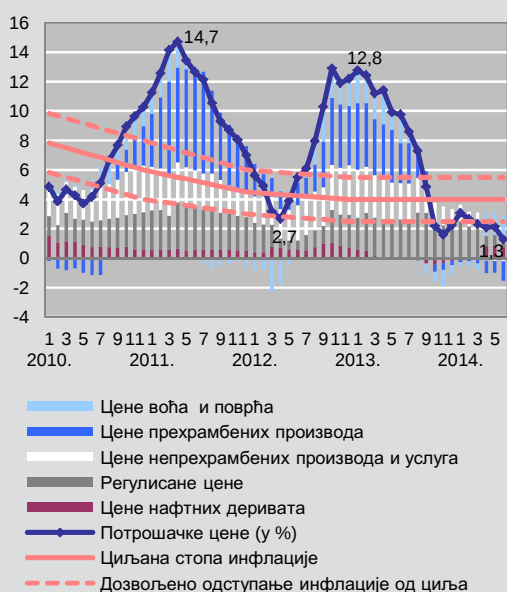
Графикон II.3.1. Кретање цена
(мг. стопе, у %)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

⁵ Базна инфлација мерена је као промена индекса потрошачких цена из којих су искључене цене енергије, хране, алкохола и цигарета.

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



Извор: РЗС и прерачун НБС.

растом цена непрерађене хране и туристичких аранжмана.

Будући да је ценовна стабилност предуслов одрживог привредног раста, Народна банка Србије је чврсто одређена да инфлацију одржи на ниском и стабилном нивоу. Према пројекцијама Народне банке Србије, м. инфлација ће се до краја године вратити у границе дозвољеног одступања од циља ($4 \pm 1,5\%$). То ће пре свега бити резултат постепеног ишчезавања дезинфлаторног утицаја цена хране, који је у претходном периоду био веома снажан, а у мањој мери и (очекиваног) повећања цене електричне енергије. Ниска агрегатна тражња остаће главни дезинфлаторни фактор на средњи рок, а њено дејство биће додатно појачано очекиваним мерама фискалног прилагођавања.

Имајући у виду слабљење инфлаторних притисака, стабилизацију инфлационих очекивања у границама циља и средњорочну пројекцију инфлације, Народна банка Србије је на добром путу да обезбеди средњорочну стабилност цена.

III. Макроекономски услови спровођења монетарне политике

1. Међународно окружење

Економска активност у зони евра је у Т1 **наставила раст** (0,2% дсз.), док је у Т2 стагнирала. Предводник раста у Т1 била је Немачка, која је, захваљујући повећању домаће инвестиционе тражње, забележила снажан раст БДП-а од 0,7% дсз., док је мања екстерна тражња изазвала његов пад у Т2 (0,2% дсз.). Допринос наставку опоравка зоне евра дала је и Шпанија, чија економија, након спроведених мера фискалне штедње, четири узастопна тромесечја бележи раст. С друге стране, француска привреда је стагнирала, док је у Италији у оба тромесечја забележен пад економске активности, чиме се она поново вратила у рецесију. Према *Consensus Forecast*-у, процењени раст БДП-а зоне евра у 2014. износи 1,1%, што је у складу и с пројекцијом ММФ-а. Ипак, очекивани опоравак зоне евра у 2014. могао би бити успорен уколико се наставе дезинфлаторни притисци, као и продубљивање геополитичке кризе у Украјини.

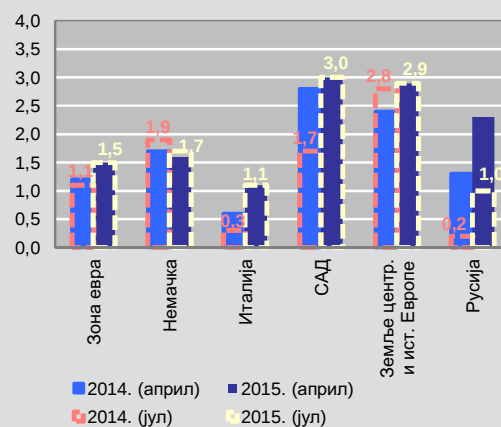
Током П1 у зони евра су наставили да **преовлађују дезинфлаторни притисци**, па је м.г. инфлација смањена за 0,3 п.п., на 0,5% у јуну, што је знатно ниже од циља ЕЦБ-а од „испод, али близу 2%“. Процена ЕЦБ-а је да ће се ниска инфлација задржати ове и већим делом наредне године, када би требало постепено да се врати ка циљу. Томе би требало да помогну и чврсто усидрена дугорочна инфлациона очекивања.

Раст економске активности током П1 прелио се у одређеној мери и на тржиште рада, па је од почетка године **стопа незапослености смањена** за 0,3 п.п. и у јуну је износила 11,5%. Позитивна кретања забележена су и на финансијском тржишту, што се

огледа у наставку смањења приноса на обвезнице високозадужених земаља зоне евра. Такође, Португалија је у мају завршила програм финансијске помоћи с ММФ-ом и ЕУ, док се Грчка вратила на међународно тржиште капитала успешним емисијама еврообвезница.

За разлику од зоне евра, **привреда САД је у Т1 забележила пад економске активности** од 0,5% дсз., због таласа хладног времена који је у јануару погодио велики део земље. Ипак, тај пад је **надокнађен већ у Т2**, јер је, према прелиминарној процени, БДП порастао за 1,0% дсз. Расту економске активности у Т2 допринела је снажна домаћа тражња, која се

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



Извор: ММФ WEO (април 2014) и ММФ WEO Update (јул 2014).

* Ревизија у односу на априлски WEO.

делимично огледа и у **побољшању ситуације на тржишту рада**. Стопа незапослености је у П1 смањена за 0,6 п.п., на 6,1% у јуну, док је просечан месечни раст новоотворених радних места ван пољопривреде износио 233.000. Инфлација у САД је током П1 порасла због повећања цена енергије и хране и у јуну је износила 2,1% м.г.

Перспективе **раста региона централне и источне Европе** су током П1 **ревидиране наниже** услед јачања геополитичке кризе у Украјини, тако да се, према последњој процени *Consensus Forecast-a*, у 2014. очекује раст од 1,5%. Одлив капитала и депрецијацијски притисци који су присутни у Русији и Украјини проузроковали су пад економске активности у овим земљама, што се због снажних трговинских веза прелило и на прибалтичке земље, у којима је успорен раст. И Турска се почетком године суочила са снажним депрецијацијским притисцима, који су довели до заоштравања монетарне политике и вероватног успоравања раста у 2014. С друге стране, опоравак у зони евра одразио се на нешто повољније перформансе раста у земљама централне Европе. **Инфлаторни притисци** су током П1 у већини земаља у региону били **слаби** услед ниске тражње и ниских цена у зони евра. Изузетак су биле земље суочене са снажним депрецијацијским притисцима (Русија, Украјина и Турска), у којима је током П1 забележен раст цена.

Одлука **ФЕД-а** да од почетка године започне са **смањивањем програма квантитативних олакшица** била је опредељена побољшањем ситуације на тржишту рада и проценом да је економски раст у САД одржив. Та одлука је у одређеној мери имала утицај на кретања на финансијским тржиштима у правцу одлива капитала и депрецијацијских притисака на валуте земаља у успону. Ипак, смањена ликвидност на међународном финансијском тржишту делимично је ублажена експанзивним мерама монетарне политике **ЕЦБ-а**, која је, због дезинфлаторних притисака, у јуну **смањила референтну стопу** на историјски минимум (0,15%), увела негативну стопу на депозитне олакшице и најавила циљане операције дугорочног рефинансирања.

Монетарну политику у земљама централне и источне Европе у П1 обележила су дивергентна кретања. Централна банка Мађарске снизила је референтну

стопу за 70 б.п., док је у Румунији и Албанији то смањење износило по 50 б.п. С друге стране, Украјина и Русија су од почетка године повећале референтне стопе за 300 б.п. и 200 б.п., респективно. Турска централна банка је као одговор на депрецијацијске притиске у јануару повећала референтну стопу за 550 б.п., да би је потом, с нормализацијом токова на девизном тржишту, до краја П1 смањила за 125 б.п.

Почетак смањивања експанзивности монетарне политике ФЕД-а и повољни макроекономски индикатори привреде САД су почетком године допринели јачању долара према евр. Ипак, подаци о неочекивано снажном паду БДП-а САД у Т1 и одлагање смањивања референтне стопе ЕЦБ-а утицали су да од фебруара долар почне да слаби према евр. Тај тренд је трајао до почетка маја, када је на састанку ЕЦБ-а конкретније најављена могућност ублажавања монетарне политике, после чега је до краја П1 долар континуирано јачао према евр.

Светске цене хране су у току П1 забележиле **пад**⁶, захваљујући пре свега смањењу цена млека и млечних производа након повећане производње у главним извозним регионима (ЕУ и Океанија), као и смањењу глобалне тражње. Такође, повољни изгледи у производњи пшенице и кукуруза резултирали су

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



Извор: ФАО, УН.

⁶ Мерено ФАО – Food Price Index.

падом цена житарица, а најава рекордног рода соје нижим ценама јестивог уља. С друге стране, и поред пада цена сточне хране, цене меса су расле због смањене производње у САД изазване епидемијом болести код свиња. Због неповољних временских услова за производњу шећерне трске у Бразилу и Индији порасла је и светска цена шећера.

Цена нафте типа брент је у П1 **порасла** 1,1%, мерено крајем периода. У периоду од јануара до априла цена нафте је опадала услед повећања производње у земљама чланицама *OPEC*-а, да би потом због заоштравања геополитичке ситуације на Блиском истоку и у Украјини цена нафте почела да расте. Такође, повећани геополитички ризици, уз успоравање раста у САД, утицали су и на **раст цене злата**, које се традиционално користи као средство заштите од ризика.

Цена бакра се на светском тржишту у П1 кретала у складу с тражњом из Кине, највећег светског потрошача овог метала и, мерено крајем периода, **била је нижа** 5,5%. Наиме, у Т1 је цена бакра опала услед вести о успоравању економског раста у Кини, док је у Т2 порасла због повољнијих макроекономских показатеља о стању кинеске привреде.

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



Извор: Блумберг.

2. Међународне трансакције

Платнобилансна кретања и девизне резерве

Побољшање текућег рачуна платног биланса⁷ је настављено у П1, у условима неповољног кретања домаће економске активности. Побољшању текућег рачуна највише је допринео наставак позитивног тренда у кретању робне размене. За разлику од истог периода прошле године, на рачуну капиталних и финансијских трансакција забележен је нето одлив капитала, што је резултирало смањењем девизних резерви Народне банке Србије.

Према прелиминарним подацима, дефицит текућег рачуна у П1 је износио 865,8 млн евра, што је за 18,0% мање у односу на исти период прошле године. Његово учешће у БДП-у смањено је на 5,8%, или за 1,1 п.п. у односу на исти период 2013. Дефицит текућег рачуна смањен је по основу даљег пада спољнотрговинског дефицита за 19,6% мг., на 1,7 млрд евра.

Смањење спољнотрговинског дефицита резултат је пре свега бржег раста извоза робе и услуга у односу на раст увоза. У П1 је извоз робе и услуга износио 7,0 млрд евра, а увоз 8,7 млрд евра, што је за 11,3% и 3,4%, респективно, више у односу на исти период прошле године. У складу с тим, покривеност увоза извозом повећана је за 9,5 п.п., на 74,8%.

Извоз робе је наставио да расте брже од раста увоза (11,6% мг. и 2,4% мг., респективно). Мада су и извозне и увозне цене смањене, спорији пад извозних цена од пада увозних (5,2% мг. и 8,1% мг., респективно) имао је за резултат побољшање односа размене за 3,1%. Робни извоз је на крају П1 био 45,5% изнад преткризног нивоа⁸.

Анализа кретања извоза робе по секторима и одсечима СМТК-а указује да је раст извоза првенствено био вођен извозом машина и транспортних уређаја (пре свега друмских возила) и извозом хране (пре свега житарица), који су чинили 40,9% и 32,0% мг. раста извоза у П1. Знатнији раст је забележен и у извозу гвожђа и челика, нафтних деривата, одеће и хартије. С друге стране, неповољна кретања односе се у највећој мери на извоз електричне енергије и обојених метала, који је мањи за 41,8% мг. и 11,7% мг., респективно. Захваљујући

⁷ Подаци платног биланса су дати према новој методологији (BPM6).

⁸ Ниво из П1 2008.

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

	Јануар – јун	
	2013.	2014.
I. ТЕКУЋИ РАЧУН	-1.055,3	-865,8
II. ТЕКУЋИ РАЧУН, без званичне помоћи	-1.106,8	-954,6
1. Салдо робне размене	-2.234,7	-1.852,0
1.1. Извоз	4.729,1	5.279,5
1.2. Увоз	6.963,8	7.131,4
2. Салдо услуга	105,4	140,0
2.1. Извоз	1.524,0	1.679,9
2.2. Увоз	1.418,5	1.540,0
3. Салдо робе и услуга	-2.129,3	-1.712,0
3.1. Извоз робе и услуга	6.253,1	6.959,4
3.2. Увоз робе и услуга	8.382,4	8.671,4
4. Примарни доходак	-486,3	-618,0
4.1. Приходи	280,8	243,5
4.2. Расходи	767,0	861,5
од тога: камате	55,9	33,5
5. Секундарни доходак	1.560,2	1.464,2
5.1. Приходи	1.736,6	1.640,5
од тога: званична помоћ	83,4	112,3
5.2. Расходи	176,4	176,2
III. КАПИТАЛНИ РАЧУН	9,1	0,7
IV. ФИНАНСИЈСКИ РАЧУН (без девизних резерви)	-942,2	286,2
1. Директне инвестиције – нето	-435,1	-537,0
1.1. Актива (потраживања)	117,5	65,4
1.2. Пасива (обавезе)	552,5	602,4
2. Портфолио инвестиције – нето	-1.055,1	-145,7
2.1. Актива (потраживања)	38,9	4,9
2.2. Пасива (обавезе)	1.094,0	150,6
3. Финансијски деривати – нето	0,2	-2,3
3.1. Актива (потраживања)	-4,4	-1,8
3.1. Пасива (обавезе)	-4,6	0,5
4. Остале инвестиције – нето	547,7	971,2
4.1. Трговински кредити	-85,7	28,9
4.1.1. Актива (потраживања)	327,9	378,5
4.1.2. Пасива (обавезе)	413,6	349,6
4.2. Финансијски кредити	670,2	680,6
4.2.1. Актива (потраживања)	-26,3	-40,3
4.2.1.1. Дугорочни	-30,3	-40,4
4.2.1.2. Краткорочни	4,1	0,0
4.2.2. Пасива (обавезе)	-696,5	-720,9
4.2.2.1. Дугорочни	-527,4	-676,1
4.2.2.2. Краткорочни	-169,0	-44,8
4.3. Готов новац и депозити – нето	-38,0	261,7
4.3.1. Актива (потраживања)	-77,0	217,9
4.3.2. Пасива (обавезе)	-39,0	-43,8
4.4. Остало	1,2	0,0
V. Средства резерви	-26,4	-1.170,4
VI. ГРЕШКЕ И ПРОПУСТИ	77,6	-19,1
VII. УКУПНИ БИЛАНС	26,4	1.170,4

Извор: РЗС и НБС.

Напомена: Прелиминарни подаци.

¹⁾ По ВРМ6 методологији.

расту извоза аутомобила, делова за аутомобиле и повезаних производа, учешће извоза у земље ЕУ се повећало са 64,1% у П1 2013. на 66,6% у П1 2014. Извоз аутомобила такође је допринео расту извоза у САД, чије је учешће у укупном извозу прошле године повећано за 2,5 п.п., на 3,4%, а у П1 2014. је било на сличном нивоу као и у П1 2013. (2,0%). Учешће извоза у земље Заједнице независних држава у укупном извозу смањено је са 9,9% у П1 2013. на 7,9% у истом периоду 2014, док је учешће извоза у земље *CEFTA* смањено са 19,1% на 18,0%.

Успорен раст увоза робе последица је претежно ниске домаће тражње и пада увозних цена. Готово сви сектори СМТК-а бележе мањи увоз него у истом периоду прошле године, пре свега машина и транспортних уређаја. Пад увоза ове производне групе последица је пада увоза готово свих производа изузев увоза компонената за производњу аутомобила, који је наставио да расте, указујући на даљи раст производње и извоза аутомобила. У већој мери је смањен и увоз хемијских производа, пре свега ђубрива. Посматрано по земљама, учешће увоза из земаља ЕУ у укупном увозу повећан је са 62,7% у П1 2013. на 64,0% у П1 2014, док је учешће увоза из земаља Заједнице независних држава остао готово непромењен (13,9%). Увоз из земаља *CEFTA* је смањен, а тиме и њихово учешће у укупном извозу са 4,7% у П1 2013. на 4,1% у истом периоду 2014.

Суфицит у размени услуга са иностранством наставио је да даје позитиван допринос билансу текућег рачуна, тако што је био за 32,7% виши у односу на исти период 2013. То посебно важи за услуге телекомуникација, компјутерске и информационе услуге и услуге дораде. Транспорт и туризам, као најважније ставке у извозу и увозу услуга, забележиле су дефицит, али је он био нижи од дефицита забележеног у истом периоду 2013. године.

Дефицит на рачуну примарног дохотка је у П1 повећан на 618,0 млн евра, или за 27,1% више у поређењу са истим периодом прошле године услед већих нето расхода по основу доходака од директних власничких и портфолио улагања. По основу директних власничких улагања, расходи су повећани на 390,0 млн евра (за 35,4% мг.) због раста добити, с обзиром на то да је у истом периоду прошле године било високо учешће исказаних губитака код предузећа у власништву нерезидената. Расходи по основу дохотка од портфолио улагања повећани су на

199,8 млн евра (за 64,6%). С друге стране, расходи по основу камата на финансијске кредите смањени су на 219,3 млн евра (за 22,7%).

Смањење суфицита на рачуну секундарног дохотка у П1 за 6,2% мп. углавном је последица смањења прилива по основу дознака на 956,4 млн евра (за 14,0%). Иако је суфицит секундарног дохотка био нижи, захваљујући побољшању трговинског биланса повећано је покриће дефицита биланса робе и услуга и примарног дохотка суфицитом секундарног дохотка на 62,8%, или за 3,2 п.п. више него у истом периоду претходне године.

На рачуну капиталних и финансијских трансакција (искључујући промену девизних резерви) у П1 је забележен нето одлив капитала од 286,9 млн евра, за разлику од нето прилива од чак 933,2 млн евра реализованог у истом периоду прошле године (пре свега по основу задуживања државе на међународном финансијском тржишту продајом еврообвезница).

Нето СДИ достигле су 537,0 млн евра у П1 (од чега власнички капитал и реинвестирана добит 95,1 млн евра и 150,6 млн евра, респективно, а међукомпанијско задуживање 291,3 млн евра). Инострана директна власничка улагања су и даље скромна. Већина СДИ у овом периоду остварена је у индустрији, трговини и финансијском сектору. По основу портфолио инвестиција остварен је нето прилив од 145,7 млн евра.

Резиденти су се током П1 по основу финансијских кредита нето раздужили у износу од 720,9 млн евра, од чега се највећи део односио на раздуживање Народне банке Србије и банака (375,1 и 343,9 млн евра, респективно). Држава се нето раздужила за 61,1 млн евра, док су се предузећа нето задужила у износу од 59,2 млн евра.

Поменута кретања у текућем и финансијском рачуну довела су до смањења девизних резерви Народне банке Србије у П1 од 1,2 млрд евра (без валутних промена, промена тржишних вредности ХоВ и цене злата). При томе, нето тржишни ефекат је био позитиван и износио је 107,0 млн евра, што је за резултат имало мање номинално смањење девизних резерви од 1,1 млрд евра у односу на крај прошле године. На крају јуна девизне резерве су износиле

Графикон III.2.1. Покривеност увоза девизним резервама



Извор: РЗС и НБС.

* 12-месечни покретни просеци.

10,1 млрд евра, чиме су обезбеђивале покривеност 6,7 месеци увоза робе и услуга. Истовремено нето девизне резерве су износиле 7,2 млрд евра и биле су мање за 610,0 млн евра у односу на крај 2013. године.

У структури девизних резерви највеће учешће имају иностране ХоВ. На крају јуна оне су чиниле 72,6% укупних девизних резерви. Након њих следе девизна средства на рачунима у иностранству (депозити и текући рачуни Народне банке Србије) са учешћем од 17,7%, затим злато са учешћем од 5,2%, ефективни страни новац са 2,5% и SDR код ММФ-а са 2,0%. Ради благовременог измиривања обавеза Народне банке Србије и државе према иностранству, део девизних резерви је пласиран у краткорочне ХоВ и краткорочне депозите, у складу с принципом ликвидности.

Девизни прилив од продаје ХоВ Републике Србије деноминираних у еврима на домаћем финансијском тржишту у П1 реализован је у износу од 656,8 млн евра. По основу обављања привременог платног промета с Косовом и Метохијом⁹ остварен је девизни прилив у износу од 162,9 млн евра, по основу коришћења кредита за Републику Србију у износу 61,1 млн евра, а по основу донација у износу од 56,3 млн евра. Народна банка Србије је у истом периоду остварила девизни приход по основу купона на

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

иностране ХоВ у износу од 53,1 млн евра, а по основу камата на депозите, *SDR*, рачуне по виђењу и текуће рачуне приход у износу од 1,4 млн евра.

Током П1 по основу интервенција Народне банке Србије на МДТ-у забележен је одлив из девизних резерви у нето износу од 560,0 млн евра. Обавезе према инокредиторима у износу од 410,6 млн евра редовно су измириване. По основу обавеза према ММФ-у из девизних резерви Народне банке Србије је на име главнице и камате исплаћено 375,7 млн евра, а на име доспелих ХоВ Републике Србије деноминираних у еврима 361,2 млн евра. Из девизних резерви је за сервисирање старе девизне штедње исплаћено 227,4 млн евра. Девизни одлив по основу смањења више издвојене девизне обавезне резерве банака реализован је у нето износу од 135,8 млн евра, док је на име отплате дуга по узетим кредитима од банака у земљи исплаћено 42,9 млн евра.

Међународна инвестициона позиција земље

Међународна инвестициона позиција Србије као нето дужника према иностранству повећана је током П1 за 847,4 млн евра и на крају јуна је износила 31,5 млрд евра. До повећања је дошло не само по основу повећања нето финансијске пасиве већ и по основу смањења нето финансијске aktive, за разлику од истог периода претходне године, када је и нето финансијска актива била повећана.

Страна нето финансијска актива Србије је у П1 смањена за 440,7 млн евра, на 17,5 млрд евра. При томе, смањење је реализовано по основу нето трансакција за 548,6 млн евра, док су позитивне валутне промене, промене цена aktive и остале промене деловале у правцу повећања за 41,9 млн евра, 64,1 млн евра и 1,8 млн евра, респективно.

Супротно смањењу у истом периоду прошле године, готов новац и депозити резидената (банака) у иностранству повећани су за 216,7 млн евра, на 4,2 млрд евра, па је и њихово учешће у укупној активи повећано на 23,7%.

Директне инвестиције резидената у иностранство веће су за 62,6 млн евра, тако да су потраживања по

овом основу на крају П1 износила 2,0 млрд евра, или 11,6% укупне aktive. Такође, повећани су трговински кредити и аванси за 378,5 млн евра, на 1,0 млрд евра (5,8% укупне aktive).

Са скромним повећањем у П1 од 4,9 млн евра, на 61,0 млн евра, портфолио инвестиције резидената у иностранство и даље чине мањи део укупне aktive (0,3%). Мањи део укупне aktive чине и потраживања резидената по основу финансијских кредита нерезидентима (0,4%), која су у П1 смањена за 40,3 млн евра, на 64,3 млн евра.

Страна нето финансијска пасива Србије је у току П1 повећана за 406,7 млн евра, на 48,9 млрд евра. Повећање је резултат већих реализованих нето трансакција за 345,1 млн евра, као и позитивних валутних и осталих промена (45,7 млн евра и 15,9 млн евра, респективно). У структури финансијске пасиве, основне промене током П1 односе се на раст обавеза по основу СДИ и портфолио инвестиција и смањење обавеза по основу финансијских кредита.

Обавезе по основу СДИ повећане су за 602,4 млн евра, на 22,8 млрд евра, чиме је њихово учешће у укупној пасиви повећано на 46,6%. При томе, обавезе по основу дужничких инструмената (318,4 млн евра) повећане су у нешто већој мери него улагања у власнички капитал (284,0 млн евра), па је стање обавеза по основу власничких улагања на крају П1 износило 16,9 млрд евра (34,6% укупне пасиве), а по основу дужничких инструмената 5,9 млрд евра (12,1% укупне пасиве).

По основу финансијских кредита, обавезе резидената су смањене за 703,3 млн евра, на 17,0 млрд евра (34,5% укупне пасиве). Раздужиле су се у највећој мери Народна банка Србије и банке по основу дугорочних кредита (за 367,3 млн евра и 333,9 млн евра, респективно), а у знатно мањој мери и држава (за 47,0 млн евра), док су предузећа повећала своје обавезе по овом основу (за 45,2 млн евра).

Трговински кредити и аванси су повећани за 352,8 млн евра, на 1,3 млрд евра (2,6% укупне пасиве). Повећане су и обавезе резидената, пре свега државе, по основу портфолио инвестиција нерезидената за 194,0 млн евра, на 6,7 млрд евра (13,8% укупне

¹⁰ Реализација трансакција по основу интервенција Народне банке Србије на МДТ-у исказује се у складу с рачуноводственим правилима на дан извршења, а не на дан трговања.

пасиве). Готов новац и депозити смањени су за 45,2 млн евра, на 693,9 млн евра (1,4% укупне пасиве).

Посматрано по секторима, учешће државе у укупној пасиви на крају јуна износило је 28,6%. Обавезе државе односе се на обавезе по иностраним финансијским кредитима (7,8 млрд евра), обавезе по дужничким ХоВ које су у поседу нерезидената (5,7 млрд евра) и обавезе по коришћеним средствима алокације *SDR* од ММФ-а (439,5 млн евра). Учешће Народне банке Србије у финансијској пасиви износило је 0,8% и највећим делом односи се на обавезе по основу дугорочног финансијског кредита од ММФ-а. Банке су у укупној пасиви учествовале са 18,6%, а предузећа са 52,1%. Пасива банака се састоји од СДИ (4,7 млрд евра), обавеза по финансијским кредитима (3,1 млрд евра), депозита нерезидената и краткорочног задужевања (693,9 млн евра), као и портфолио инвестиција (609,4 млн евра). Пасиву предузећа чине пре свега СДИ (18,1 млрд евра), обавезе по финансијским кредитима (5,6 млрд евра) и обавезе по трговинским кредитима (1,3 млрд евра).

Уколико се упореди међународна инвестициона позиција на крају П1 2014. с позицијом на крају 2013, може се видети да је укупни нето спољни дуг

смањен за 403,9 млн евра, на 25,4 млрд евра. При томе, нето спољни дуг предузећа је повећан, дуг државе је готово непромењен, док је дуг Народне банке Србије и банака смањен. Предузећа су повећала свој нето дуг за 305,1 млн евра, на 9,5 млрд евра. С друге стране, банке су свој нето дуг смањиле за 336,8 млн евра, на 3,1 млрд евра, а Народна банка Србије је преполовила свој спољни дуг и он је на крају П1 износио 381,2 млн евра.

3. Кретања на финансијском тржишту

Каматне стопе

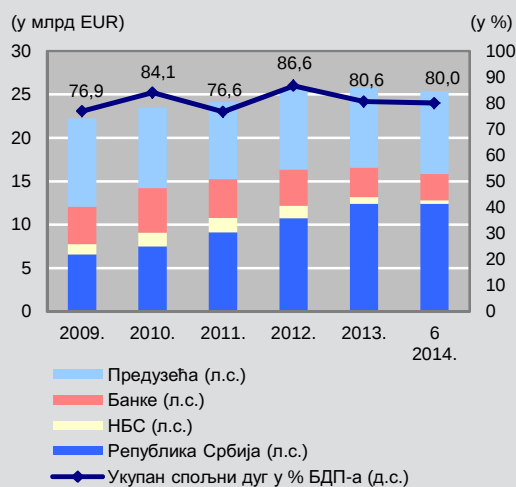
Просечна репо стопа¹¹ је на крају јуна износила 6,4%. У поређењу с крајем 2013. ова стопа је нижа за 1,2 п.п., што представља нешто већи пад у односу на смањење референтне стопе (1,0 п.п.).

Промет на међубанкарском преконоћном тржишту новца већи је него у претходној години и у П1 је у просеку износио 1,9 млрд динара. Његове просечне вредности су расле до априла, да би у последња два месеца посматраног периода, под утицајем постепеног раста вишкова ликвидности, вредности промета биле смањене. Каматна стопа *BEONIA* је током целог периода пратила кретање просечне репо стопе. Њена просечна вредност је у јуну износила 6,3%, што је за 1,3 п.п. мање него у децембру 2013.

Слично кретање бележиле су и каматне стопе *BELIBOR*, чији је пад током П1 износио између 1,1 п.п. и 1,4 п.п. Тако су се у јуну њихове просечне вредности кретале у распону од 7,0% за најкраћу до 8,3% за најдужу рочност, што уједно представља и њихове историјски најниже вредности.

Смањење референтне стопе и раст улагања нерезидената утицали су на смањење каматних стопа на примарном тржишту ХоВ током П1. Стопе на ХоВ најкраћих рочности, три и шест месеци, исказале су највећи пад почетком године – у јануару за 1,6 п.п. и фебруару за 1,2 п.п., делом и због малог обима ХоВ понуђених на продају. До краја П1 те стопе нису знатније промењене. С друге стране, кретање

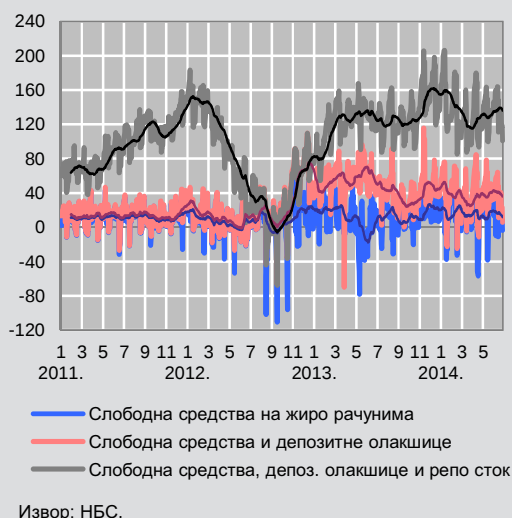
Графикон III.2.2. Нето спољни дуг Републике Србије према сектору дужника



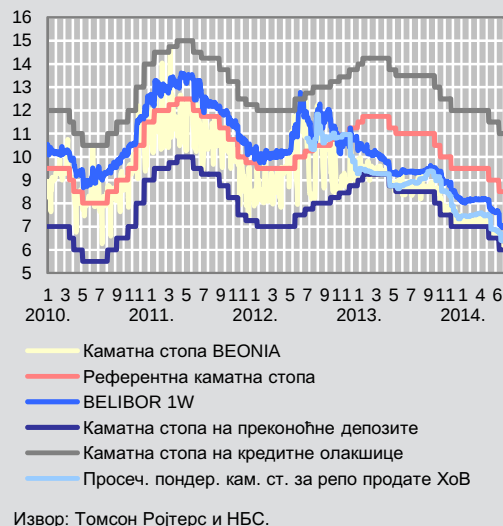
Извор: НБС.

¹¹ Стопа остварена на репо аукцијама пондерисана износом продатих ХоВ.

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



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



каматних стопа за ХоВ дужих рочности било је одређено понашањем нерезидената. Због смањења обима квантитативних олакшица ФЕД-а и заоштравања геополитичких тензија опало је интересовање страних инвеститора за улагања у ове ХоВ током фебруара, што је подстакло раст ових стопа након смањења у јануару. Пад интересовања био је привремен и већ од друге половине марта нерезиденти су повећали своја улагања. Додатно смањење каматних стопа уследило је током маја и јуна у условима смањене премије ризика земље и одлуке ЕЦБ-а да повећа експанзивност монетарне политике. Тако су се каматне стопе на овом тржишту у јуну кретале у распону од 7,7% за рочност од шест месеци до 11,8% за рочност од седам година. Истовремено, висок степен реализације постигнут на аукцијама током П1 утицао је да, и поред високих износа ХоВ које су доспевале на наплату у овом периоду, стање дуга по основу продатих динарских ХоВ буде повећано.

Током П1 држава је на домаћем тржишту организовала и 12 аукција ХоВ деноминираних у еврима, при чему је у априлу први пут емитована десетогодишња обвезница у еврима. На овом сегменту тржишта каматне стопе су од почетка године биле у паду, који је износио 0,3 п.п. за рочност од једне и три године и 0,2 п.п. за рочност од две и пет година. Каматне стопе на аукцијама у јуну

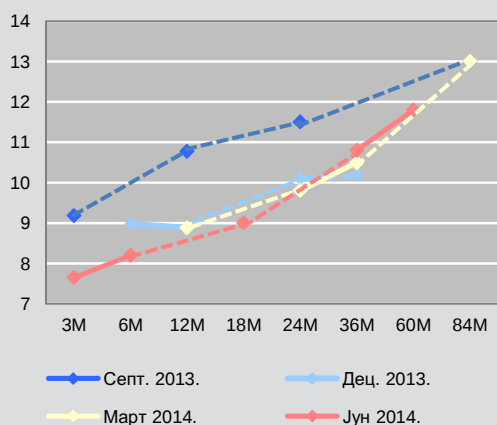
кретале су се између 3,2% за рочност од једне године до 5,5% за рочност од десет година.

Стопе на секундарном тржишту динарских ХоВ углавном су пратиле кретање каматних стопа на примарном тржишту. Током јуна кретале су се у распону од 8,2% за преосталу рочност од 12 месеци до 11,5% за рочност од 81 месец.¹² Укупан промет на овом тржишту износио је 116,3 млрд динара, при чему се највише трговало ХоВ рочности од једне и две године. Када се искључе трговања до два радна дана од датума салдирања примарног трговања, промет је износио 77,6 млрд динара.

Пратећи кретање референтне каматне стопе, али и у складу с нижим каматним стопама на динарске депозите, каматне стопе на кредите у динарима бележиле су пад готово током целог П1. Просечна пондерисана каматна стопа на новоодобрене динарске кредите у јуну је износила 12,2%, што је за 4,9 п.п. ниже него крајем 2013. Смањење је било израженије код кредита привреди, где је просечна цена кредита смањена за 3,9 п.п., на 10,3%. Иако су од фебруара опадале из месеца у месец, каматне стопе привреди највећи пад су забележиле у јуну (1,6 п.п.), када су банке почеле да одобравају субвенционисане кредите чија је стопа ограничена на 5,45%, уз субвенцију државе од 5%. И грађани су се задуживали у динарима по нижим каматним стопама, које су током

¹² Искључујући стопу за ХоВ рочности од седам година (11,8%), која је била једнака стопи из примарног трговања овим ХоВ.

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



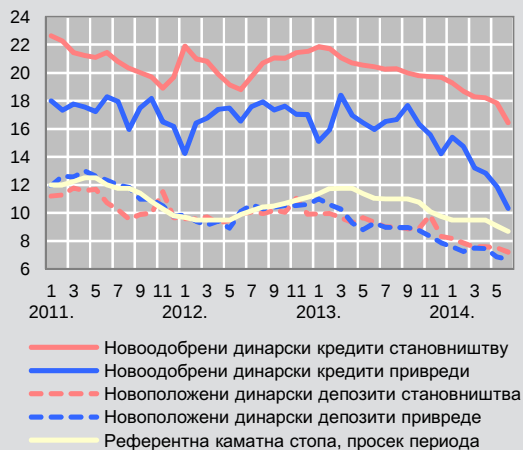
Извор: Министарство финансија и прерачун НБС за рочности за које није било аукција у одређеном месецу.

П1 смањене у просеку за 3,2 п.п., на 16,4% у јуну. Структура новоодобрених кредита у динарима је у јуну измењена у корист кредита привреди (70%), који су јефтинији од кредита становништву. То је утицало

да пад просечне каматне стопе буде већи од пада каматних стопа на кредите привреди и становништву појединачно.

Каматне стопе на све врсте динарских кредита привреди опадају, што је у највећој мери резултат пада стопа на кредите за обртна средства и остале кредите, које су у јуну износиле по 10,3%. Паду је допринело и смањење цене најмање коришћених динарских инвестиционих кредита. Банке су наставиле да снижавају цену динарских кредита становништву, при чему је то смањење било израженије у Т1. Каматне стопе на готовинске кредите и кредите за рефинансирање биле су ниже за 3,2 п.п. у односу на крај 2013. и у јуну су износиле 16,4%. Истовремено, стопе на знатно мање заступљене потрошачке кредите смањене су за 5,5 п.п., на 17,9%. Од када је у фебруару, у оквиру иницијативе за опште снижење цена банкарских производа, Народна банка Србије почела да објављује податке о трошковима коришћења прекорачења по текућим рачунима по појединачним банкама, просечна камата на ова прекорачења опада – у јуну је била нижа за 1,5 п.п. у односу на крај 2013. године.

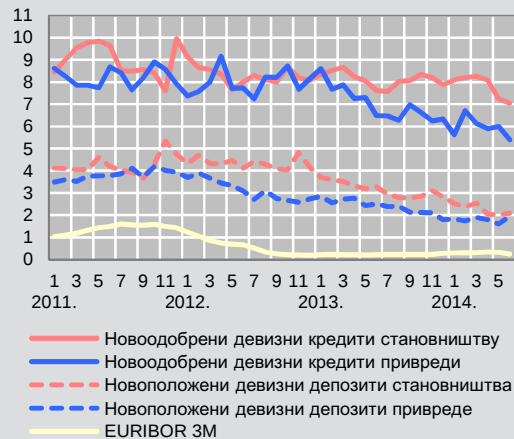
Графикон III.3.4. Кретање каматних стопа на динарске кредите и депозите привреди и становништву*
(просечне пондерисане вредности, на годишњем нивоу, у %)



Извор: НБС.

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

Графикон III.3.5. Кретање каматних стопа на девизне кредите и депозите привреди и становништву*
(просечне пондерисане вредности, на годишњем нивоу, у %)



Извор: НБС и Европска банкарска федерација.

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

Каматне стопе на новоодобрене кредите у еврима и динарске евроиндексиране кредите смањене су за 1,0 п.п. у односу на крај 2013. и у јуну су износиле 5,6%. Смањење је било нешто израженије код кредита привреди, за које је просечна каматна стопа у јуну износила 5,4%, док су каматне стопе на кредите становништву смањене на 7,0%. Попут динарских, каматне стопе на евроиндексиране кредите за обртна средства и остале намене смањене су на 5,1% и 6,0%, респективно. Једино је стопа на мало коришћене извозне кредите повећана. Код кредита становништву, цене стамбених и потрошачких кредита у девизном знаку опале су за 0,2 п.п. и 0,9 п.п., док је цена осталих кредита благо повећана (0,2 п.п.). Тако су крајем јуна стопе на стамбене кредите износиле 4,7%, на потрошачке 5,7% и на остале 10,8%.

На пад активних каматних стопа једним делом деловало је и смањење пасивних каматних стопа, што потврђују и резултати јулске анкете Народне банке Србије о кредитној активности банака, који указују на пад трошкова извора финансирања банака. Просечне пондерисане каматне стопе на новоположене депозите су током П1 забележиле најниже вредности од септембра 2010, од када се примењује важећа статистика каматних стопа.

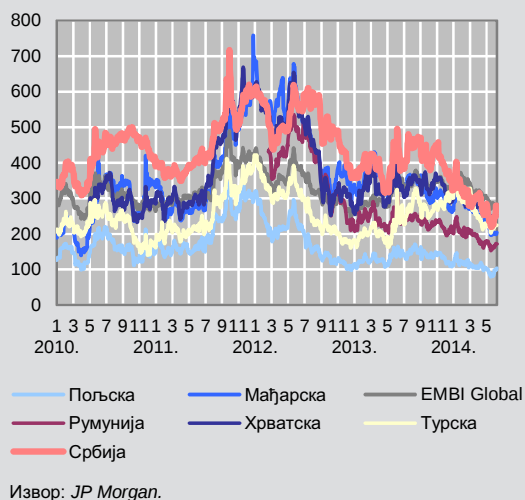
Највећи пад је забележила просечна пондерисана каматна стопа на новоположене динарске депозите привреде (за 1,2 п.п., на 6,7% у јуну), док је каматна стопа на депозите становништва смањена за 1,1 п.п., на 7,2%. Каматне стопе на депозите становништва у еврима биле су ниже за 0,7 п.п. и у јуну су износиле 2,1%, док су једино стопе на депозите привреде незнатно повећане (за 0,2 п.п., на 2,0%).

Премија ризика земаља

Кретање премија ризика земаља у региону током П1 било је првенствено одређено вестима у вези с монетарном политиком водећих централних банака. И премија ризика Србије, мерена *EMBI*, пратила је регионалну динамику, уз нешто израженије осцилације због домаћих фактора, пре свега вести и оцена о стању у јавним финансијама и мерама фискалне консолидације.

Посматрано и крајем и као просек периода, премије ризика свих земаља у региону, мерене *EMBI*, бележе

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



пад. Тај пад је био најизраженији за Србију. Крајем јуна *EMBI* за Србију је износио 268 б.п., што је за 106 б.п. ниже него на крају 2013, док је његова просечна вредност у П1 била за 122 б.п. нижа него у претходном полугодишту.

И према *CDS*¹³ (*credit default swap*), премија ризика Србије је у П1 смањена за 124 б.п. и крајем јуна је износила 270 б.п.

Током целог периода вредности *EMBI* свих земаља у региону биле су у паду, са изузетком краја јануара, када су привремено повећане као реакција на одлуку ФЕД-а да настави са смањењем обима квантитативних олакшица. Већ почетком фебруара премије ризика су смањене. Њихов пад је, прво под утицајем раста приноса на државне обвезнице САД и пада приноса на еврообвезнице посматраних земаља, а касније и већег пада приноса на еврообвезнице тих земаља од пада приноса на америчке државне ХоВ, настављен све до средине јуна. Највећи пад је регистрован у мају, а њихово благо смањење настављено је и почетком јуна, када су због вести о додатном ублажавању монетарне политике ЕЦБ-а забележене најниже вредности *EMBI* у П1. Након тога, пад *EMBI* је заустављен и до средине јула премије ризика већине земаља бележе мањи раст.

¹³ На петогодишње државне обвезнице у америчким доларима.

Иако је рејтинг агенција *Fitch* у јануару смањила кредитни рејтинг Србије на ниво Б+, то се није негативно одразило на премију ризика. Једним делом смањење рејтинга било је компензовано најавом могућности склапања аранжмана с ММФ-ом и почетком преговора о чланству Србије у ЕУ. И очекивања одлучног спровођења најављиваних структурних реформи и фискалне консолидације након парламентарних избора утицала су на наставак пада премије ризика Србије.

Рејтинг агенција *Standard & Poor's* потврдила је у априлу кредитни рејтинг Србије на нивоу ББ-. Као главни ризици означени су они који потичу од високог фискалног дефицита, екстерне неравнотеже и ограничене флексибилности монетарне политике у условима високоевроизоване економије. У позитивном контексту наведен је потенцијал за дугорочно одржив економски раст, који ће зависити од реформи тржишта рада, пословног окружења и јавне администрације. Оцењено је да су створени повољнији услови за спровођење фискалне консолидације и структурних реформи, као и да је неопходно зауставити даље погоршавање јавних финансија, које су означене као главни разлог задржавања негативних изгледа.

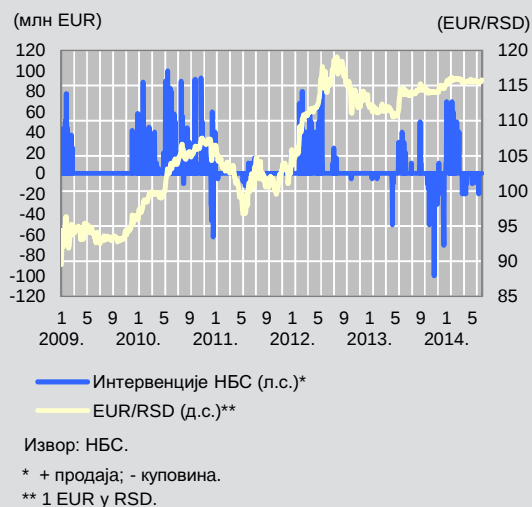
Поплаве које су задесиле Србију средином маја нису утицале на кретање *EMBI*, који је бележио пад скоро до средине јуна. Тада је достигнута вредност од 220 б.п., што је слично нивоу који је последњи пут забележен почетком новембра 2007.

Почетком јула рејтинг агенција *Fitch* је потврдила кредитни рејтинг Србије на нивоу Б+. И поред оцено да ће мајске поплаве изазвати одређена кашњења, оне неће угрозити спровођење најављених реформи и доношење сета структурних закона, који су основа за спровођење фискалне консолидације. Изнета су и очекивања о наставку преговора Србије с ММФ-ом до краја 2014. године, уз процену да ће стопа раста БДП-а у 2014. бити близу нуле, али да се раст економске активности очекује у наредној години. Фискална позиција је и даље означена као главни изазов, уз очекиван раст дефицита у 2014, али већ у 2015. та агенција очекује његово смањивање.

Кретања на девизном тржишту и курс динара

Након слабљења у јануару, кретање курса динара према евр у било је релативно стабилно све до почетка јула. У складу с тим, курс динара се током

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

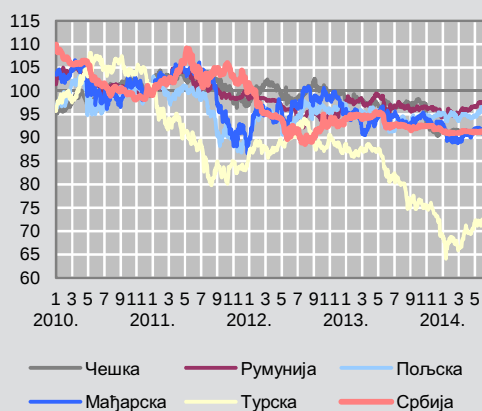


П1 кретао између 114,8 и 116,1 динар за евр, при чему је најнижа вредност распона забележена почетком јануара, а највиша почетком фебруара. Посматрано крајем периода, динар је у П1 номинално депрецирао према евр у 1,0%, док је на нивоу просека био за 1,2% слабији у односу на претходно полугодиште.

Динар је у односу на долар у П1 ослабио за 2,0%, посматрано крајем периода, док је, посматрано као просек периода, ојачао за 0,8%.

На слабљење динара почетком године деловали су и домаћи и глобални фактори. И поред ниског дефицита текућег рачуна, у условима скромног прилива СДИ и мањег прилива по основу мењачких послова, депрецијацијски притисци били су резултат пре свега повећане тражње предузећа и нерезидената за девизама. Раст тражње домаћих предузећа за девизама био је сезонског карактера и односио се највећим делом на увознике енергената. Такође, иако очекивана, одлука ФЕД-а да од јануара започне са смањењем квантитативних олакшица узроковала је привремен раст премије ризика и појаву депрецијацијских притисака у свим земљама региона, који су посебно били изражени током јануара. Динар је у јануару ослабио за 1,1%, док су остале валуте, од којих су неке и поред интервенција централне банке, забележиле већу депрецијацију. Нерезиденти су током Т1 били нето купци девиза, при чему је њихова тражња за девизама била посебно изражена у фебруару и првој половини марта.

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



Извор: НБС и веб-сајтови централних банака.

* Раст представља апрецијацију.

У Т2 се јављају умерени апрецијацијски притисци, којима је у великој мери допринело повећано улагање страних инвеститора у државне ХоВ. Наиме, они су у условима глобалног смањења аверзије према ризику и очекиваног додатног ублажавања монетарне политике ЕЦБ-а у мају и јуну купили знатан износ динарских државних ХоВ на примарном тржишту. Последице, нерезиденти су, за разлику од Т1, били нето продавци девиза током Т2. Понуда девиза на домаћем тржишту била је већа и захваљујући повећаном приливу по основу мењачких послова, а делом и по основу СДИ, што је такође утицало на постојање умерених апрецијацијских притисака током већег дела Т2.

Стабилно кретање курса динара потрајало је до јула, када се због јачања геополитичких тензија, нарочито у вези са кризом у Украјини, али и појаве неповољнијих вести у погледу јачине и темпа фискалне консолидације за наредни период јављају депрецијацијски притисци.

Промет на МДТ-у наставио је да се смањује у 2014, те је просечан дневни промет између банака на овом тржишту¹⁴ у П1 износио 20,7 млн евра, што је двоструко мање него у истом периоду претходне

године. И осцилирање девизног курса¹⁵ било је у складу с кретањем промета на МДТ-у, тј. додатно је смањено.

Вођена проценом да депрецијацијски притисци не одражавају дугорочну тенденцију, већ да су краткорочног карактера, Народна банка Србије је од почетка године до средине марта на МДТ-у интервенисала продајом 820,0 млн евра. Од краја марта и током Т2 она је интервенисала само на страни куповине, и то у укупном износу од 190,0 млн евра.

Кретања на берзи

За разлику од индекса осталих берзи у региону, које су карактерисале израженије промене у оба смера, индекси Београдске берзе бележили су константан благ раст током целог П1. Крајем јуна индекс најликвиднијих акција *BELEX15* износио је 569,8 индексних поена, или за 2,1% више у односу на његову вредност с краја 2013. Нешто већи раст (2,5%) остварио је општи индекс акција *BELEXline*, који је крајем П1 износио 1.132,4 индексна поена.

Укупан промет акцијама на Београдској берзи у П1 је износио 9,0 млрд динара. Највиша вредност промета остварена је у јануару (4,6 млрд динара) и великим делом је резултат трговања акцијама са *open market*¹⁶ сегмента. Од укупног промета акцијама, 6,6 млрд динара се односило на промет најликвиднијим акцијама.

Страни инвеститори су били нето продавци акција у П1, у укупном износу од 1,2 млрд динара, због нето продаје акција у јануару. У наредним месецима нерезиденти су више куповали него продавали акције, што може бити показатељ раста њихових улагања на домаћем тржишту капитала.

Укупан промет обвезницама старе девизне штедње износио је 3,3 млрд динара и резултат је повећаног трговања у Т2, и то обвезницама серије А2014 у априлу и А2015 у јуну. Стопе приноса за преостале серије ових ХоВ, А2015 и А2016, готово да нису промењене у односу на крај 2013. и на крају јуна су износиле 3,6% и 3,8%, респективно.

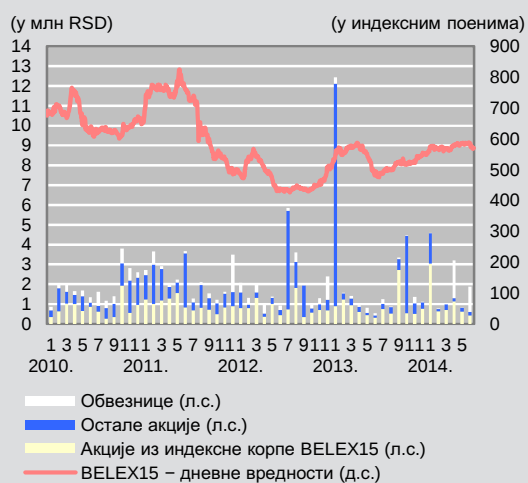
¹⁴ Без Народне банке Србије.

¹⁵ 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 експоненци-

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

¹⁶ Део регулисаног тржишта који чине акције које не испуњавају услове да буду укључене на листинг акција Београдске берзе.

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



Извор: Београдска берза.

Током П1 инвеститори нису трговали корпоративним обвезницама на Београдској берзи.

Тржишна капитализација Београдске берзе је у П1 смањена за 30,2 млрд динара и крајем јуна је износила 742,5 млрд динара. При томе, капитализација регулисаног сегмента тржишта смањена је за 32,3 млрд динара, на 402,4 млрд динара, у великој мери захваљујући доспећу обвезница серије А2014 у мају. Капитализација МТП сегмента¹⁷ повећана је за 2,1 млрд динара, на 340,2 млрд динара. Под утицајем таквих кретања учешће тржишне капитализације у оцењеном БДП-у¹⁸ смањено је за 1,0 п.п., на 20,4% крајем П1.

4. Новац и кредити

Примарни новац

Динарски примарни новац је у П1 номинално смањен за 7,2%, а реално за 9,0%. Тај пад, уз смањење девизних депозита банака код Народне банке Србије, утицао је да укупан примарни новац буде номинално смањен за 4,8%, односно реално за 6,6%. Посматрано

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

	Дец. 2013.	Јун 2014.	Промене у П1 2014.
Нето потраживања од иностранства	1.204.030	1.135.716	-68.314
Нето девизне резерве	1.202.618	1.133.708	-68.910
Бруто девизне резерве	1.282.707	1.172.369	-110.338
Кредити од ММФ-а	-80.089	-38.661	41.428
Остала нето потраживања од иностранства	1.412	2.008	596
Нето домаћа актива	-562.321	-524.579	37.742
Нето домаћи кредити НБС	-348.660	-296.974	51.686
Нето потраживања од државе ¹⁾	-236.121	-196.803	39.318
Пласмани држави	1.166	1.163	-3
Депозити државе	-237.287	-197.966	39.321
Нето потраживања од банака	-109.912	-94.491	15.421
Кредити банкама	120	2.142	2.022
Репо операције	-110.000	-95.000	15.000
Друге ХоВ	-32	-1.633	-1.601
Кредити небанкарским финансијским организацијама	5.245	5.327	82
Кредити осталим секторима	2.125	2.470	345
Орочени и ограничени депозити	-9.997	-13.477	-3.480
Остала нето актива	-213.661	-227.605	-13.944
Примарни новац	641.709	611.137	-30.572
Динарски примарни новац	344.460	319.694	-24.766
Готов новац у оптицају	122.439	114.843	-7.596
Банкарске динарске резерве	199.881	171.762	-28.119
Обавезна резерва	144.989	142.300	-2.689
Слободне резерве	54.892	29.462	-25.430
Остали депозити осталих сектора	2	672	670
Депозити локалне самоуправе	22.138	32.417	10.279
Девизни депозити банака	297.249	291.443	-5.806

Извор: НБС.

¹⁾ Нису укључени органи локалне самоуправе.

у апсолутном износу, динарски примарни новац је смањен за 24,8 млрд динара, а укупан примарни новац за 30,6 млрд динара.

Највећи део динарског примарног новца у П1 повучен је интервенцијама Народне банке Србије на МДТ-у (65,0 млрд динара). Повлачење је резултат пре свега нето продаје девиза током Т1, док су од априла

¹⁷ МТП представља тржиште мултилатералне трговачке платформе. Организује га берза и на њему су тренутно листиране акције компанија које не испуњавају услове за листирање на регулисаном тржишту.

¹⁸ Оцењени БДП у последња четири тромесечја.

интервенције деловале у смеру креирања ликвидности, али у мањим износима него продаје из претходних месеци. И поред трошења средстава с динарских и девизних депозита у периоду од фебруара до маја, држава је првенствено због раста средстава на динарском рачуну у јуну на нивоу П1 деловала у смеру повлачења ликвидности (5,6 млрд динара). Тај раст је у великој мери остварен захваљујући високим пореским приходима које је држава остварила по основу доспећа коначног обрачуна пореза на добит за 2013, акциза и ПДВ-а.¹⁹ С друге стране, трансакције платног промета с Косовом и Метохијом (18,7 млрд динара) и нешто мања улагања банака у репо ХоВ (15,0 млрд динара) деловали су у правцу раста ликвидности.

У структури динарског примарног новца, током П1 највише су смањене слободне динарске резерве банака²⁰ (25,4 млрд динара) због мањег износа средстава које су банке држале на жиро рачунима и мањег коришћења депозитних олакшица код Народне банке Србије. Смањен је и износ готовог новца у оптицају (7,6 млрд динара) и обрачунате обавезне резерве (2,7 млрд динара), док су једино повећана средства на рачунима локалних органа власти (10,3 млрд динара), који од почетка године остварују суфицит.

Монетарни агрегати М1, М2 и М3

Раст трансакционих депозита, пре свега привреде и ДФО, допринео је расту динарског дела понуде новца у П1. Највише је порастао најужи монетарни агрегат М1, и то за 3,0% номинално, односно 1,0% реално. Кретање М1 у потпуности је определило и раст М2 и М3 (1,4% номинално), будући да су штедни и орочени динарски депозити смањени, док су девизни депозити благо повећани у односу на крај 2013. Посматрано у реалном изразу, агрегати М2 и М3 су у П1 нижи за по 0,6%.

Динарски монетарни агрегати наставили су да бележе високе мг. стопе раста у П1. Раст је био привремено успорен током фебруара и марта, да би у Т2 почео поново да се убрзава. Тако је у јуну реални мг. раст

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

	Дец. 2013.	Јун 2014.	Промене у П1 2014.
Нето потраживања од иностранства	846.701	845.486	-1.215
Нето потраживања банака од иностранства	-357.329	-290.231	67.098
Нето домаћа актива банкарског сектора	870.180	894.759	24.579
Нето домаћи кредити	1.919.806	1.999.869	80.063
Нето потраживања од државе	48.890	157.462	108.572
Пласмани држави	337.186	407.521	70.335
Депозити државе	-288.296	-250.059	38.237
Потраживања од невладиних сектора	1.870.916	1.842.407	-28.509
Становништво	674.534	692.409	17.875
Привреда	1.111.301	1.070.954	-40.347
Др. финансијске корпорације	49.809	43.593	-6.216
Локални нивои власти	34.361	34.329	-32
Непрофитне и др. организације	911	1.122	211
Остала нето актива	-1.049.626	-1.105.110	-55.484
Новчана маса М3	1.716.882	1.740.244	23.362
Новчана маса М2	547.566	555.259	7.693
Новчана маса М1	388.265	399.907	11.642
Готов новац у оптицају	122.439	114.843	-7.596
Трансакциони депозити	265.826	285.064	19.238
Динарски штедни и орочени депозити	159.301	155.352	-3.949
Девизни депозити	1.169.316	1.184.985	15.669

Извор: НБС.

М1 износио 20,4%, а М2 11,3%. При томе, раст М2 у потпуности је последица раста М1, с обзиром на то да штедни и орочени депозити исказују мг. пад. Најшири монетарни агрегат бележи најмањи реални мг. раст (3,5%).

Посматрано по компонентама новчане масе М3, највећи раст су остварила средства на депозитима по виђењу (19,2 млрд динара), првенствено на рачунима предузећа, и то оних из сектора прерађивачке индустрије, рударства, трговине и саобраћаја. Истовремено су средства предузећа на динарским депозитима дужих рочности смањена у готово идентичном износу, потврђујући присуство тенденције измене рочне структуре депозита предузећа у корист краћих рочности.

¹⁹ Високи приходи по основу пореза на добит остварени су захваљујући расту економске активности у 2013. години, али и због повећања пореске стопе са 10% на 15%. Акцизни приходи повећани су због сезонског гомилања цигарета у периоду пред редовно јулско усклађивање акциза, поопштрене контроле промета нафтних деривата, почетка сетве и повећања транзитног

саобраћаја. Већи износ наплаћен по основу ПДВ-а резултат је високог увозног ПДВ-а, као и пребацивања дела повраћаја овог пореза из јуна у јул.

²⁰ Обухватају средства на жиро рачунима банака, готовину у благајни и преконоћне депозите банака код Народне банке Србије.

Раст у П1 бележе и средства на трансакционим рачунима ДФО, али су истовремено ове организације држале мањи износ средстава на динарским штедним и ороченим депозитима, што је, уз пад депозита привреде, утицало на пад ове категорије депозита (3,9 млрд динара).

У условима рекордно ниске мг. инфлације, али и повољнијег пореског третмана, динарска штедња становништва је наставила да расте. Она је у П1 повећана за додатних 5,7 млрд динара, достигавши ниво од 39,4 млрд динара у јуну. У мају је доспела нова серија обвезница старе девизне штедње. Међутим, то доспеће се није у потпуности прелило на раст девизне штедње становништва, која је од почетка године повећана за 54,1 млн евра.

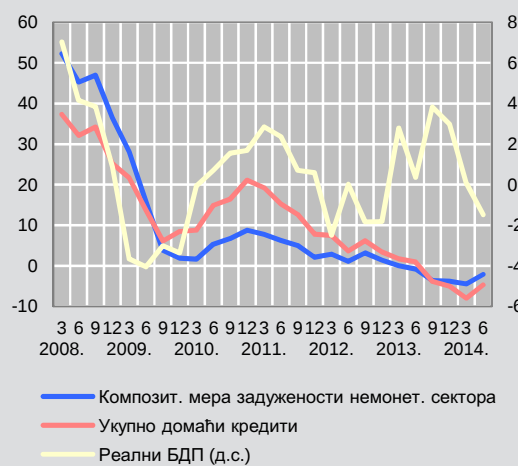
На раст М3 током П1 највише утицаја је имала куповина државних ХоВ од стране банака, а од јуна, после дужег времена, у том смеру деловао је и раст кредитне активности.

Покривеност новчане масе М3 девизним резервама Народне банке Србије је од почетка 2014. смањена за 7,4 п.п., на 67,4%, колико је износила у јуну. Када се укључе и девизне резерве банака, овај показатељ је смањен са 80,8% на 74,2%. Вредности монетарног мултипликатора повећане су током П1 за по 0,1 п.п. и у јуну су износиле 1,3 за М1 и 1,7 за М2. Раст трансакционих депозита утицао је да брзина оптицаја М1 буде смањена, док је за шире монетарне агрегате она остала непромењена у односу на крај 2013.

Кредити банака

Неповољне тенденције у кредитној активности настављене су и током првих пет месеци 2014. Међутим, од јуна, захваљујући обезбеђењу новог пакета субвенционисаних кредита, започет је опоравак кредитне активности. Тако је по основу тог програма мг. пад кредитне активности успорен са 7,1% у мају на 4,7% у јуну.²¹ При томе, мг. пад кредита привреди је у јуну успорен на 9,9%, док је раст кредита становништву настављен и износио је 4,1%.

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



Извор: НБС и РЗС.

Ипак, и поред јунског опоравка, домаћи кредити су у П1 смањени за 20,5 млрд динара, или 1,3%, а њихово учешће у оцењеном БДП-у²² за 1,1 п.п., на 49,0%. Таква кретања последица су деловања неколико фактора – мањег износа новоодобрених кредита, одузимања дозволе за рад Универзал банци Београд, доспећа раније одобрених субвенционисаних кредита и уступања кредитних потраживања лицима ван банкарског система. После дужег времена у Т1 је регистрован раст задужења предузећа у иностранству, што такође може бити један од разлога мање тражње за кредитима домаћих банака.

Када је реч о изворима финансирања кредитне активности, банке су се и током П1 ослањале на домаће изворе. Од почетка године оне су смањиле своје пласмане у репо ХоВ, а држале су и мањи износ средстава на динарским и девизним рачунима код Народне банке Србије. Једним делом оне су се ослањале и на динарске и девизне депозите привреде и становништва.²³ С друге стране, додатно су смањиле своје кредитне обавезе према иностранству и истовремено повећале своја потраживања од иностранства. Такође, наставиле су да усмеравају део расположивих средстава у државне ХоВ.

²¹ Искључујући ефекат промене девизног курса – обрачунато по курсу динара према евр у дан 31. августа 2008, уз претпоставку да су сви девизни и девизно индексиран кредити одобрени у еврима.

²² Оцењени БДП у последња четири тромесечја.

²³ Раст депозитне базе и опадање кредита утицали су на пад односа кредита и депозита (LTD коефицијент), који је у јуну 2014. износио 112,8%.

Уколико се искључи ефекат промене курса, кредити привреди су у П1 смањени за 28,6 млрд динара, или 3,6%. При томе, негативне тенденције прекинуте су у јуну када су банке почеле да одобравају субвенционисане кредите намењене одржавању ликвидности и финансирању трајних обртних средстава.²⁴ У јуну је реализовано 28,1 млрд динара ових кредита, уз занемарљиво учешће кредита намењених рефинансирању. Банке су наставиле да уступају доспела потраживања лицима ван финансијског сектора (8,4 млрд динара), што је, поред доспећа раније одобрених субвенционисаних кредита, умањило износ потраживања по основу кредита.

Резултати анкета Народне банке Србије о кредитној активности банака²⁵ указују да су банке под утицајем процењених ризика у погледу могућности наплате потраживања, очекивања у погледу опште економске активности и наплативости колатерала током П1 поопштрале кредитне стандарде привреди. Након пада у Т1, тражња за кредитима, пре свега малих и средњих предузећа, бележи раст у Т2. Потреба реструктурирања дугова која се намеће у условима неликвидности привреде и отежане наплате потраживања и финансирање обртних средстава у највећој мери су утицали на овај раст тражње.

У складу са оценама изнетим у анкетама, банке су у П1 највише одобравале кредите за обртна средства и остале кредите, а током Т2 повећано је и одобравање инвестиционих кредита.

За разлику од привреде, потраживања банака по основу кредита становништву су од почетка 2014. повећана за 14,3 млрд динара, или 2,8%. Банке су највише одобравале готовинске кредите, док су стамбени и потрошачки кредити били мање заступљени. При томе, мањи део стамбених кредита (2,8 млрд динара) односи се на субвенционисани сегмент, и то већим делом на реализацију кредита одобрених крајем 2013. Грађани су се у нешто мањој мери задуживали по основу скупљих категорија кредита (задуживање по кредитним картицама и текућим рачунима и револвинг кредити) него у раније.

Према резултатима анкета о кредитној активности, раст кредита становништву резултат је додатног

ублажавања стандарда, али и раста тражње за кредитима. Уз то, банке су ублажиле стандарде за најтраженије динарске кредите – готовинске кредите и кредите за рефинансирање, док су стандарди за већину девизних кредита поопштрени. Стандарди су ублажени по основу смањења трошкова извора финансирања и конкуренције других банака, док је перцепција ризика повећана. Каматне марже на динарске кредите су смањене, а банке су нудиле и повољније рокове отплате, уз додатно снижене пратеће трошкове. Раст тражње је бележен током П1 и био је вођен пре свега потребом рефинансирања постојећих обавеза, док је неповољна ситуација на тржишту рада негативно утицала на одлуке грађана да се задужују.

Један од фактора који ограничава бржи раст кредитне активности је релативно висок ниво *NPL*. Учешће *NPL* у укупним кредитима, рачунато по бруто принципу, у П1 је повећано за додатних 1,6 п.п. и у јуну је износило 23,0%. При томе, учешће *NPL* код привреде је повећано за 2,8 п.п., на 27,4%, а код становништва за 0,8 п.п., на 10,2%.

Међутим, и поред високог учешћа *NPL* у укупним кредитима, коефицијент адекватности капитала од око 21% указује да стабилност домаћег банкарског сектора није нарушена. Исправка вредности укупних кредита у јуну је износила 54,4% *NPL*, а регулаторна резервисања за билансну изложеност и даље у потпуности покривају износ бруто *NPL* и у јуну су износила 113,5%.

5. Динаризација

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

²⁴ Кредити се одобравају у динарима (без примене валутне клаузуле), уз годишњу каматну стопу од 5,45%, док држава субвенционише камату у износу од 5%, с роком доспећа до 18 месеци и почеком до шест месеци. Највише 15% укупно одобрених кредита које је банка одобрила у оквиру овог програма може бити коришћено за рефинансирање кредита код те банке.

Такође, ограничен је и износ кредита који се одобравају великим предузећима на 20% укупно одобрених кредита.

²⁵ Поменути анкету Народна банка Србије спроводи тромесечно од почетка 2014. године. Учешће у анкети је добровољно, а одзив је готово 100%.

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 Србије²⁶.

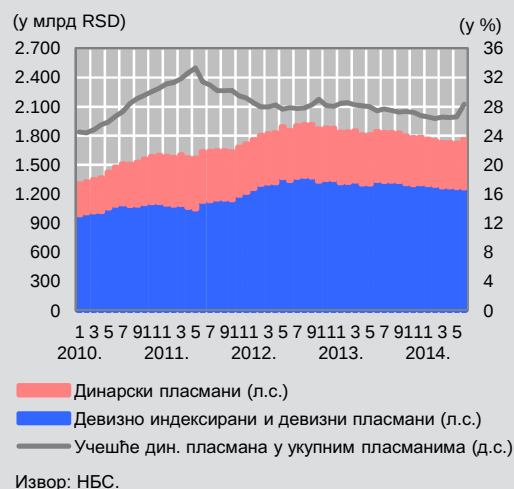
Банке су и даље стимулисане да користе динарске изворе финансирања и путем политике обавезне резерве. Наиме, стопе обавезне резерве на динарске изворе и даље су знатно ниже у односу на девизне и Народна банка Србије плаћа банкама камату само на издвојену динарску обавезну резерву. С тим у вези, банке су у П1 повећале своје динарске изворе у већој мери односу на девизне. Динарска основица за обрачун обавезне резерве је у том периоду повећана за 1,0%, док је девизна основица смањена за 2,6%.

Народна банка Србије је наставила да подржава даљи развој основних инструмената заштите од девизног ризика, пре свега кроз редовно организовање тромесечних и двонедељних своп аукција девиза.

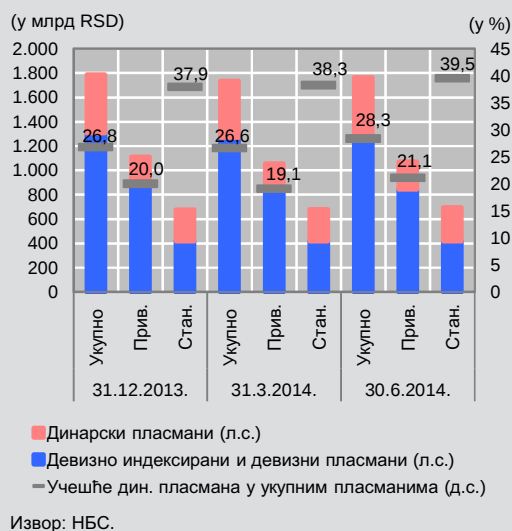
Држава је својим мерама наставила да доприноси динаризацији финансијског система. У мају 2014. године усвојен је нови програм субвенционисаних кредита ради подстицања кредитне активности, којим је предвиђено субвенционисање камата на динарске кредите привреди без валутне клаузуле. Поред тога, држава се у П1 приликом задуживања више ослањала на динарске него на девизне дужничке инструменте, тако да је учешће динарског дуга у укупном јавном дугу повећано са 20,9% крајем прошле године на 22,3% крајем јуна 2014. године.

Као основни показатељ степена динаризације финансијског система, Народна банка Србије користи учешће динарских пласмана у укупним пласманима банака привреди и становништву.²⁷ Током П1 степен динаризације је повећан са 26,8%, колико је износио крајем 2013, на 28,3% крајем јуна. Повећање степена динаризације у 2014. резултат је пре свега раста

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



Графикон III.5.2. Секторска структура пласмана банака



²⁶ http://www.nbs.rs/export/sites/default/internet/latinica/90/dinarizacija/MemorandumVladaDinarizacija_20120406.pdf.

²⁷ 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>.

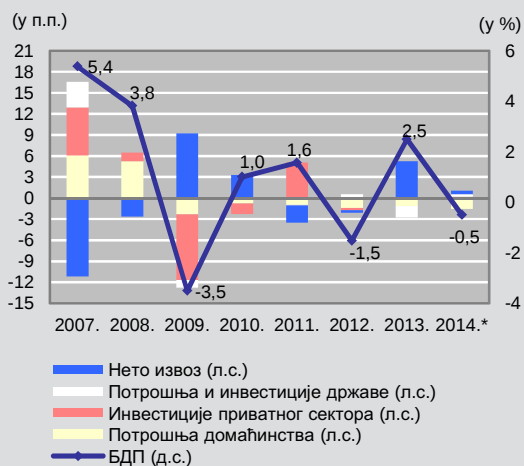
динарских пласмана, и то у највећој мери пласмана привреди по основу спровођења програма субвенционисаних кредита. Притом су пласмани привреди с девизним предзнаком забележили пад. Сектор становништва је у истом периоду наставио да се задужује у динарима – највише по основу готовинских кредита, док је задужење становништва у инострану валути готово непромењено.

На тај начин је степен динаризације пласмана у првих шест месеци 2014. повећан како код сектора привреде (за 1,1 п.п., на 21,1%), тако и код становништва (за 1,6 п.п., на 39,5%). Уколико се искључи ефекат промене девизног курса²⁸, степен динаризације је повећан са 26,8% на крају 2013. на 28,6% крајем јуна 2014. године.

6. Агрегатна тражња

Агрегатна тражња је у П1 била за 0,5% нижа у односу на исти период претходне године. Таквом кретању негативно је допринела домаћа тражња са 3,5 п.п., док је због бржег раста извоза од увоза нето екстерна тражња позитивно допринела са 3,0 п.п. Укупна финална потрошња и приватне инвестиције смањене су у П1, док су инвестиције државе једина компонента домаће тражње која је у том периоду остварила раст.

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



Извор: РЗС и прерачун НБС.

* Процена НБС.

Табела III.6.1. Расподела БДП-а у П1 2014.

	Стопе раста (у %)	Доприноси расту БДП-а (п.п.)
БДП, у сталним ценама претходне године	-0,5	-0,5
Домаћа тражња	-3,0	-3,5
Укупна финална потрошња	-1,0	-1,0
Приватна потрошња	-0,9	-0,7
Државна потрошња	-1,2	-0,2
Инвестиције	-14,6	-2,5
Инвестиције у фиксне фондове	-5,7	-1,1
Приватне инвестиције	-8,9	-1,5
Државне инвестиције	25,6	0,5
Промене у залихама	-	-1,4
Нето извоз (извоз – увоз)	17,9	3,0

Извор: РЗС и прерачун НБС.

Поплаве које су у мају погодили Србију негативно су деловале на агрегатну тражњу кроз смањење нето извоза у Т2, али се у П2 и током наредне године очекује да ће се због санирања штета од поплава повећати инвестиције у инфраструктурне објекте.

Домаћа тражња

Примена мера фискалне консолидације из П2 2013. одразила се на кретање укупне финалне потрошње, која је у П1 2014. смањена 1,0% м.г. Посматрано по тромесечјима, финална потрошња је у Т1 смањена, док је у Т2 стагнирала захваљујући благом опоравку потрошње домаћинства. Ова компонента тражње је, након пада у Т1 (0,5% дсз.), забележила раст у Т2 (0,4% дсз.), на шта указује кретање промета у трговини на мало, њеног најзначајнијег индикатора, као и раст реалне масе зарада у Т2.

Државна финална потрошња, на коју мере фискалне консолидације имају најјачи утицај, смањена је у оба тромесечја (0,4% дсз. у Т1 и 0,8% дсз. у Т2), што потврђује и кретање трошкова рада у јавном сектору и издатака за куповину робе и услуга.

Инвестиције у фиксне фондове су у П1 опале за 5,7% м.г., при чему целокупан допринос паду потиче од инвестиција приватног сектора, док су државне инвестиције повећане. На смањење приватних

²⁸ По сталном курсу из децембра 2013. године.

инвестиција од 8,9% у П1 (допринос укупној тражњи –1,5 п.п.) указује смањен увоз средстава за рад, производња домаћих машина и опреме, као и смањен број издатих грађевинских дозвола. Државне инвестиције су у П1 порасле 25,6% м.г. и допринеле укупној тражњи са 0,5 п.п. Раст потврђује кретање консолидованих капиталних расхода буџета, који, након снажног пада у 2013, од почетка текуће године бележе раст.

Смањење инвестиција у обртна средства (промена у залихама) током П1 негативно је допринело укупној тражњи са 1,4 п.п. Пад залиха је регистрован код капиталних производа, енергије и трајних потрошних добара, а на основу кретања извоза главних пољопривредних култура (пшеница и кукуруз) процењујемо да су смањене и залихе пољопривредних производа.

Нето екстерна тражња

Током П1 настављен је бржи раст извоза од увоза на м.г. нивоу и позитиван допринос укупној тражњи. Ипак, раст реалног извоза (11,5% м.г.) и даље успорава, нарочито у Т2, у одређеној мери и због последица поплава које су проузроковале смањење активности у прерађивачкој индустрији. Такође, поплаве су имале утицај и на раст реалног увоза робе и услуга (3,0% м.г.) будући да је повећан увоз енергената, што је додатно умањило позитиван допринос нето извоза.

Раст робног извоза израженог у еврима у П1 је износио 11,6% м.г. и у највећој мери је био вођен извозом пољопривредних производа и аутомобилске индустрије. Наиме, након добре пољопривредне сезоне, извоз пшенице је у периоду јул 2013 – јун 2014. достигао историјски рекорд од 1,1 млн тона, док је извоз кукуруза у П1 износио око 1 млн тона, што је приближно нивоу вишегодишњег просека. Такође, компанија „Фијат аутомобили Србија“ је и у П1 остала највећи појединачни извозник, с вредношћу извоза од близу 800 млн евра. Поред тога, знатан допринос расту извоза потиче и од извоза нафтних деривата, електричне опреме и прехранбених производа.

Робни увоз изражен у еврима је у П1 повећан 2,4% м.г. Посматрано по компонентама, смањен је увоз средстава за производњу и потрошних добара, док је

порастао увоз неклассификоване робе. На смањен увоз потрошних добара указује знатан пад вредности увезених рачунара, електричне опреме и прехранбених производа, док је код репроматеријала у великој мери смањен увоз хемијских производа. С друге стране, највећи раст увоза у П1 бележе нафтни деривати и делови за моторна возила.

7. Економска активност

Након релативно повољних кретања економске активности у прва четири месеца текуће године, Србију су у мају погодиле поплаве, које су оставиле велике последице на пољопривредну и индустријску производњу. Тако је БДП у П1 опао 0,5% м.г. и у јуну се налазио 2,3% испод свог преткризног нивоа. И НДВ је смањена за 0,1% м.г. и такође је била 2,3% испод нивоа пре кризе.

Економска активност, мерена БДП-ом, током Т1 је стагнирала (раст 0,1% м.г., односно –0,4% дсз.), при чему позитиван допринос њеном кретању потиче од грађевинарства, док је пад у пољопривреди и индустријским секторима дао негативан допринос. Поплаве у мају утицале су на пад БДП-а у Т2, који је био нижи 1,1% и у односу на претходно тромесечје и у односу на исти период претходне године.

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



Извор: РЗС и прерачун НБС.

* Процена НБС.

Мајским поплавама највише су били погођени сектори пољопривреде, снабдевања електричном енергијом, гасом и паром и рударства, који су и највише допринели паду БДП-а у П1. Највећа штета у оквиру пољопривреде забележена је у воћарству, сточарству и повртарству, с обзиром на то да је велики део производње концентрисан у областима које су најтеже погођене поплавама (западна Србија и Поморавље). Смањење пољопривредне производње у П1, према нашој процени, износило је 4,6% м.г., уз негативан допринос БДП-у од 0,3 п.п. Ипак, будући да Војводина као главни пољопривредни регион није била у већој мери погођена поплавама, губици у пољопривреди су релативно умањени.

Пад активности у сектору снабдевања електричном енергијом, гасом и паром у П1 износио је 6,2% м.г., а у сектору рударства 6,3% м.г. (доприноси БДП-у –0,2 п.п. и –0,1 п.п., респективно). Највећу штету у овим областима претрпели су главни угљенокопи у Колубарском басену, који су били потпуно поплавлени, а који учествују са око 50% у производњи електричне енергије у Србији.

Активност у прерађивачкој индустрији је до априла бележила позитивна кретања²⁹ вођена растом производње у аутомобилској, нафтној и прехранбеној индустрији. Ипак, у мају и јуну прерађивачка индустрија је опала због смањеног коришћења производних капацитета током ванредне ситуације и смањених испорука електричне енергије. То је утицало да активност у прерађивачкој индустрији у П1 стагнира. Посматрано по областима, највећи раст физичког обима производње у П1 забележен је у производњи моторних возила, фармацеутских производа и препарата и производа од гуме и пластике, док су, с друге стране, мањи физички обим производње имале производња производа од метала, машине и опреме и производња рачунара.

Грађевинарство је, према нашој процени, у П1 забележило пад од 4,7% м.г. и негативно допринело БДП-у са 0,1 п.п. Ипак, санација штета од поплава позитивно ће се одразити на грађевинску активност у П2, тако да се очекује позитиван допринос овог сектора до краја године.

У оквиру услужних сектора, раст је у П1 остварен код информисања и комуникација (5,8% м.г., допринос

Табела III.7.1. Економска активност у П1 2014.

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

Извор: РЗС и прерачун НБС.

БДП-у 0,3 п.п.) и саобраћаја и складиштења (3,6% м.г., допринос 0,2 п.п.), док је пад активности забележен у трговини (2,0% м.г., допринос 0,2 п.п.). Мере фискалне консолидације које су донете претходне године утицале су на смањену активност већине сектора везаних за државу.

²⁹ Раст 2,4% у периоду јануар–април.

Према нашој процени, економска активност ће и у П2 бележити слична кретања као у П1, тако да се на нивоу 2014. очекује пад БДП-а од 0,5% мг. Позитиван допринос се очекује од грађевинарства и сектора услуга, док би пољопривреда и индустријска производња требало да забележе пад.

8. Зараде и запосленост

Номинална нето зарада је од почетка године стагнирала, што је, уз позитивну инфлацију, допринело њеном паду у реалном изразу. При томе, веће смањење забележено је у јавном (3,0% дсз.) у односу на приватни сектор (2,2% дсз.). Посматрано на мг. нивоу, реална нето зарада је у приватном сектору благо смањена (0,3%), док је у јавном сектору стагнирала (0,1%).

Смањење реалне зараде у П1 забележено је у свим секторима привреде изузев информисања и комуникација. Највећи пад је регистрован у финансијским услугама, пољопривреди, стручним, иновационим и техничким делатностима и рударству.

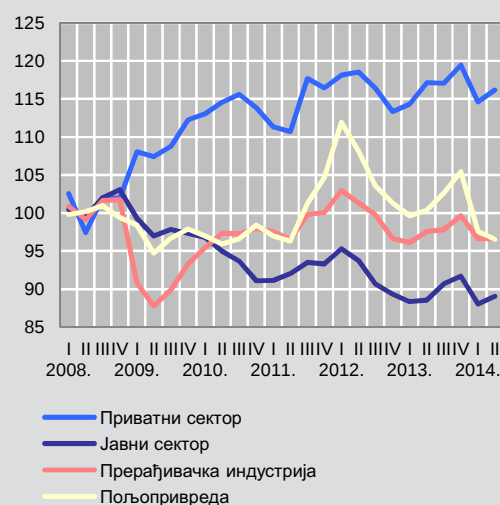
Просечна исплаћена номинална нето зарада у приватном сектору у Србији је у П1 износила 43.398 динара и била је нижа у односу на просечну зараду у јавном сектору (48.845 динара).

Јединични трошкови рада укупне индустрије су у П1 остали готово непромењени, будући да је раст реалне бруто зараде од 2,4% мг. неутралисао повећање продуктивности од 2,8% мг. Позитивнија кретања забележена су у оквиру прерађивачке индустрије, где је раст продуктивности (5,5% мг.) надмашио повећање бруто реалне зараде (2,9% мг.) и утицао на пад јединичних трошкова рада за 2,7% мг.

Ситуација на тржишту рада је благо побољшана током П1. Повећан је број активних радних лица, који је, мерено стопом партиципације, у јуну износио 62,5%. Стопа запослености је повећана за 0,3 п.п., на 39,5%, а стопа незапослености незнатно, на 20,3%. У истом периоду повећано је и учешће неформално запослених у укупној запослености на 21,2%.

Раст запослености остварен је у већини услужних сектора, при чему се нарочито истиче делатност

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



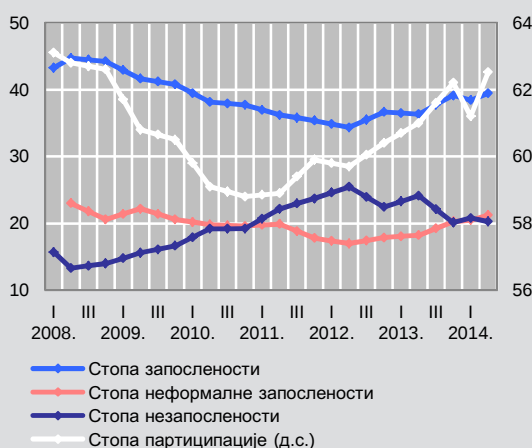
Извор: РЗС и прерачун НБС.

домаћинства као послодавца, а нешто мањи раст имали су и сектори трговине, информисања и комуникација и саобраћаја. Под утицајем сезонског фактора број запослених је највише смањен у секторима пољопривреде и грађевинарства. Знатан пад броја запослених забележен је и у сектору прерађивачке индустрије, док је запосленост порасла у области снабдевања електричном енергијом, гасом и паром и рударству.

Целокупно повећање запослености у П1 односило се на лица која раде пуно радно време, док је број запослених с непуним радним временом смањен. Настављен је и тренд повећања незапослености међу младом популацијом (15–24 године), тако да је стопа незапослености у овој групи износила 52,8%. С друге стране, смањено је учешће незапослених који траже посао дуже од годину дана у укупном броју незапослених за 7,1 п.п., на 69,7%. Посматрано по категоријама, повећан је број запослених код правних лица и помажућих чланова домаћинства, док је број samozапослених смањен.

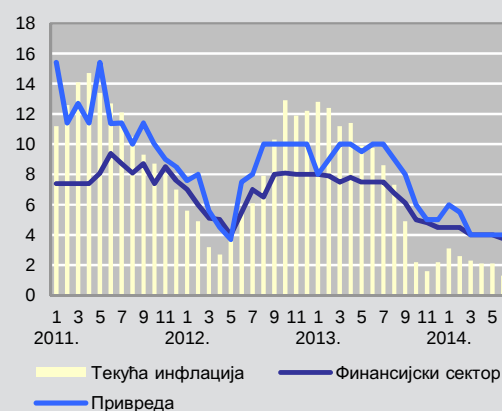
Према подацима Републичког завода за статистику, број формално запослених је у П1 смањен за 13.931 лице, при чему је у већој мери смањена запосленост у

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



Извор: РЗС.

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



Извор: Галуп, Ипсос и НБС.

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

приватном него у јавном сектору. Највећи пад запослености забележен је у прерађивачкој индустрији и грађевинарству, док је у јавном сектору број запослених смањен у оквиру здравствене заштите и државне управе. Сектори информисања и комуникација и административних и помоћних услужних делатности су у току П1 били једини у којима је запосленост повећана.

Према подацима Националне службе за запошљавање, број незапослених лица је у П1 повећан за 3.823 лица. То повећање се у потпуности односи на лица која су раније била у радном односу, док је број лица која су први пут тражила запослење смањен. Број прималаца новчане помоћи за незапосленост је у периоду јануар–мај смањен за 2.512 лица, на 61.070 у мају, што је најнижи ниво од почетка 2012. године.

9. Инфлациона очекивања

Ниска инфлација у П1 и ниски очекивани инфлаторни притисци утицали су на стабилизацију инфлационих очекивања финансијског сектора и привреде у границама циља Народне банке Србије. Њихова очекивања су се стабиловала како у кратком, тако и у средњем року, што умањује трошкове постизања ценовне стабилности у наредном периоду.

Према анкети агенције Блумберг, инфлациона очекивања финансијског сектора за годину дана унапред, која су се у октобру прошле године вратила

Табела III.9.1. Очекивана и перципирана инфлација од стране становништва (мг. стопе, у %)

		Перципирана инфлација у претходној години дана	Очекивана инфлација једну годину унапред	Очекивана инфлација две године унапред
2014.	Март	10,0	8,0	8,0
	Април	10,0	10,0	8,0
	Мај	10,0	10,0	10,0
	Јун	15,0	10,0	10,0

Извор: Ипсос.

у границе дозвољеног одступања од циља, смањена су у јануару на ниво циља (4,0%). У наредна два месеца су привремено била нешто виша (4,6% и 5,0%, респективно), да би се до краја посматраног периода стабиловала на ниво од 4,5%.

Према анкети агенције Ипсос, с нивоа од 4,5% у прва два месеца ове године, инфлациона очекивања финансијског сектора су у марту смањена на ниво циља. На том нивоу су остала све до јуна, када су додатно смањена на 3,8%. Инфлациона очекивања привреде се од новембра прошле године крећу у границама циља, осим у јануару, када су била повећана на 6,0%. У фебруару су смањена на 5,5%, а затим у марту на ниво циља, на коме су била и у наредна три месеца.

Инфлациона очекивања за наредну годину дана порасла су једино код становништва. Међутим, поред

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



Извор: Блумберг и НБС.

чињенице да су очекивања становништва, по правилу, виша од очекивања финансијског сектора и привреде, који су боље информисани о макроекономским кретањима, треба имати у виду да је код становништва дошло и до методолошке измене анкете. До мартовске анкете испитаници су се изјашњавали о будућој инфлацији након што би били упознати с податком о текућој инфлацији. Међутим, од марта им се не саопштава податак о текућој инфлацији, што је било пресудно да њихова очекивања у марту износе 8,0%, а од априла 10,0%, наспрам фебруарских 5,0%. Од испитаника из сектора становништва се сада тражи да наведу стопу инфлације за коју мисле да је остварена у претходној години дана (перципирана инфлација). Имајући у виду да је та стопа инфлације, која је знатно виша од остварене, изнад или једнака стопи коју становништво очекује за годину дана унапред, и кретање инфлационих очекивања становништва се може позитивно оценити.

Средњорочна инфлациона очекивања, тј. очекивана инфлација за две године унапред, финансијског сектора и привреде налазе се у границама циља од увођења овог питања у марту ове године и нису се мењала до јуна. Тада је финансијски сектор смањио своја очекивања са 4,5% на 4,0%, док их је привреда повећала са 4,0% на 5,0%. Становништво је у марту и априлу очекивало да

ће инфлација за две године унапред износити 8,0%, а од маја очекује инфлацију од 10,0%.

Након ниског нивоа крајем прошле године, дисперзија одговора испитаника свих сектора је у П1 повећана. Објашњење мањег слагања очекивања појединачних испитаника вероватно се налази у неизвесности у вези са ефектом поплава на инфлацију.

10. Фискална политика

Приходи буџета су у П1 били нижи од планираних Законом о буџету, што је делом последица и одступања остварених од пројектованих основних макроекономских претпоставки (нижег БДП-а и инфлације, као и мање депрецијације динара према евр). С друге стране, расходи буџета били су у складу с пројектованим, што је допринело да дефицит консолидованог буџета већ у П1 достигне 103,8 млрд динара (6,0% БДП-а), или око 75% планираног за целу 2014.

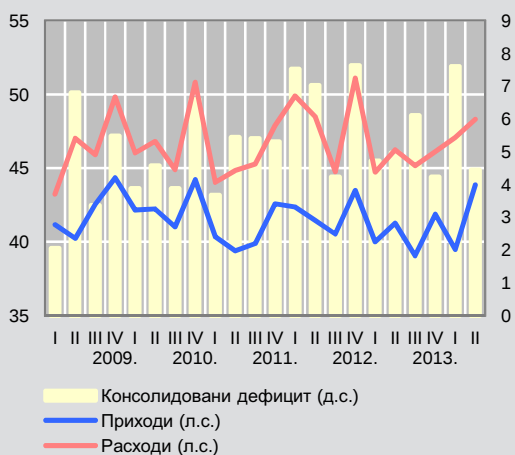
Негативан утицај на фискална кретања у овој години имаће и поплаве, чији се ефекат на повећање буџетског дефицита процењује на око 1,0 п.п. Смањена економска активност, пре свега у секторима енергетике и рударства, утицаће на ниже пореске приходе, док ће издвајање додатних средстава за хитну санацију штета од поплава повећати расходе буџета. Такође, поплаве су одложиле ребаланс буџета, који је првобитно планиран за крај јуна. Ипак, у међувремену је усвојен сет закона који треба да пружи основу за свеобухватне структурне реформе³⁰.

Дефицит консолидованог буџета у потпуности је резултат дефицита Републике, који је у П1 износио 117,6 млрд динара, што представља остварење 63,8% дефицита предвиђеног Законом о буџету. За разлику од Републике, остали нивои државе су у П1 остварили буџетске суфиците – локална самоуправа 7,3 млрд динара, АП Војводина 4,1 млрд динара и Републички фонд за здравствено осигурање 10,0 млрд динара.

Консолидовани приходи буџета су у П1 износили 721,7 млрд динара и били су реално виши 1,9% мг. Порески приходи су порасли највише по основу повећања пореза на добит (50,4% реално мг.), што је резултат раста економске активности у 2013. и повећања стопе пореза са 10% на 15%. Такође,

³⁰ Измене и допуне закона о раду, пензијско-инвалидском осигурању, стечају и приватизацији.

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



Извор: Министарство финансија и НБС.

порасли су и социјални доприноси, док су порези на доходак смањени, што се може повезати са законским изменама у 2013.³¹ Приходи од ПДВ-а су у П1 били готово непромењени у односу на исти период претходне године, и поред повећања посебне стопе са 8% на 10% у јануару. Код прихода од акциза забележен је реални пад од 0,4% м.г., при чему је наплата акциза на нафтне деривате знатно порасла због почетка примене маркирања горива, док је наплата акциза на дуван и даље у паду услед повећања нерегистрованог промета ових производа.

У П1 су и консолидовани расходи буџета остварили реалан раст од 4,1% м.г., у највећој мери по основу раста трошкова отплате камата (35,1% м.г.) и капиталних расхода (24,0% м.г.). Поред тога, мањи

реални раст забележен је и код расхода за набавку робе и услуга и субвенција, што је делом последица исплате обавеза државе из претходне године. С друге стране, расходи за запослене су у П1 реално нижи 1,4% м.г. и резултат су боље контроле након увођења централног регистра запослених, забране запошљавања у јавном сектору и ограничавања броја привремено ангажованих лица. Издаци по основу социјалних трансфера остали су непромењени на м.г. нивоу, при чему су повећана издвајања за пензије, а смањене накнаде незапосленим лицима.

Највећи део средстава за финансирање дефицита буџета и отплату доспелих обавеза у П1 обезбеђен је задуживањем на домаћем тржишту. Емитоване су динарске ХоВ у износу 260,7 млрд динара, што је, уз коефицијент реализације од 84,2%, резултирало продајом ХоВ од 219,6 млрд динара. У истом периоду доспело је 157,6 млрд динара ових хартија. Такође, држава се задуживала и продајом ХоВ деноминираних у еврима у износу 647,6 млн евра (од укупно емитованих 838,6 млн евра), док је доспеће ових хартија износило 356,9 млн евра.

Током П1 није било продаје еврообвезница на међународном финансијском тржишту, па је стање дуга по овом основу услед исплате купона смањено за 40,5 млн евра и у јуну је износило 3,8 млрд евра.

Укупан јавни дуг државе је током П1 повећан за 518,9 млн евра, на 20,7 млрд евра на крају јуна. Учешће јавног дуга у БДП-у је повећано за 1,8 п.п., на 65,6% у јуну.³² У истом периоду промењена је валутна структура јавног дуга у правцу повећања динарског и смањења девизног дела, што се са становишта његове одрживости може оценити као позитивна промена. Учешће динарског дела у укупном јавном дугу је у П1 повећано за 2,0 п.п., на 22,3% у јуну.

³¹ Изменама Закона о порезу на доходак грађана смањена је стопа пореза на зараде са 12% на 10%, док је изменама Закона о доприносима на обавезно социјално осигурање повећана стопа доприноса за ПИО са 22% на 24%. Ове измене су ступиле на снагу 30. маја 2013.

³² 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, учешће јавног дуга у процењеном БДП-у на крају јуна је износило 63,0%. Разлика у односу на податак Народне банке Србије настала је због различите процене номиналног БДП-а.

Списак графикана и табела

Графикони

II.2.1.	Референтна каматна стопа и коридор каматних стопа	6
II.2.2.	Стање продатих/купљених ХоВ Народне банке Србије	7
II.2.3.	Обим стерилизације ликвидности инструментима монетарне политике	7
III.3.1.	Кретање цена	9
III.3.2.	Допринос м. стопи раста потрошачких цена	10
III.1.1.	Ревизија прогноза реалног раста БДП-а за 2014. и 2015. ММФ-а	11
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.	Нето спољни дуг Републике Србије према сектору дужника	17
III.3.1.	Динарска ликвидност	18
III.3.2.	Кретање каматних стопа	18
III.3.3.	Каматне стопе на примарном тржишту државних ХоВ	19
III.3.4.	Кретање каматних стопа на динарске кредите и депозите привреди и становништву	19
III.3.5.	Кретање каматних стопа на девизне кредите и депозите привреди и становништву	19
III.3.6.	Показатељ премије ризика – <i>EMBI</i> по земљама	20
III.3.7.	Кретање курса динара и интервенције Народне банке Србије на девизном тржишту	21
III.3.8.	Кретање курсева одређених националних валута према евр	22
III.3.9.	Индекс <i>BELEX15</i> и промет на Београдској берзи	23
III.4.1.	Кредитна активност и БДП	25
III.5.1.	Учешће динарских пласмана у укупним пласманима банака привреди и становништву	27
III.5.2.	Секторска структура пласмана банака	27
III.6.1.	Доприноси годишњој стопи раста БДП-а – расходна страна	28
III.7.1.	Доприноси годишњој стопи раста БДП-а – производна страна	29
III.8.1.	Кретање реалних нето зарада	31
III.8.2.	Стопе активности, формалне и неформалне запослености према Анкети о радној снази	32
III.9.1.	Текућа инфлација и инфлациона очекивања 12 месеци унапред	32
III.9.2.	Циљана инфлација и инфлациона очекивања 12 месеци унапред – финансијски сектор	33
III.10.1.	Консолидовани приходи, расходи и дефицит	34

Табеле

II.3.1.	Раст и доприноси компоненти расту потрошачких цена у П1 2014.	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 2014.	28
III.7.1.	Економска активност у П1 2014.	30
III.9.1.	Очекивана и перципирана инфлација од стране становништва	32

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