



Народна банка Србије

2011

јануар - јун

ПОЛУГОДИШЊИ ИЗВЕШТАЈ

О МОНЕТАРНОЈ ПОЛИТИЦИ



2011

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](http://www.nbs.rs)**

**Тираж: 70 примерака**

**ISSN 2217-6292**

## Уводна напомена

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

Статутом Народне банке Србије<sup>2</sup> 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 (утврђени и остварени циљеви монетарне политике, примењени инструменти и мере монетарне политике и друга питања у вези с монетарном политиком), као и о планираној монетарној политици.

*Полугодишњи извештај о монетарној политици – јануар–јун 2011.* размотрен је и усвојен на седници Извршног одбора Народне банке Србије 28. септембра 2011. године.

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

Извршни одбор Народне банке Србије:

Дејан Шошкић, гувернер

Ана Глигоријевић, вицегувернер

Бојан Марковић, вицегувернер

Диана Драгутиновић, вицегувернер

Мира Ерић Јовић, вицегувернер

---

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

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

**СКРАЋЕНИЦЕ КОРИШЋЕНЕ  
У ОВОМ ИЗВЕШТАЈУ**

**БДП** – бруто домаћи производ

**б.п.** – базни поен

**дсз.** – десезонирано

**ЕЦБ** – Европска централна банка

**ЕИБ** – Европска инвестициона банка

**ЕМВИ** – индекс обвезница тржишта у успону

**ХоВ** – хартије од вредности

**ФЕД** – Систем федералних резерви САД

**ИПЦ** – индекс потрошачких цена

**МДТ** – међубанкарско девизно тржиште

**мг.** – међугодишње

**млн** – милион

**млрд** – милијарда

**ММФ** – Међународни монетарни фонд

**НДВ** – непољопривредна додата вредност

**ОРЕС** – Организација земаља извозница нафте

**П** – полугодиште

**п.п.** – процентни поени

**СДИ** – стране директне инвестиције

**SDR** – специјална права вучења

**Т** – тромесечје

Не наводе се друге општепознате скраћенице.

# Садржај

<b>I. Стратешки оквир монетарне политике</b>	<b>1</b>
<b>II. Монетарна политика и остварење циљане инфлације</b>	<b>3</b>
1. Монетарна политика у периоду јануар–јун 2011. године	3
2. Инструменти монетарне политике	4
Операције на отвореном тржишту	4
Депозитне и кредитне олакшице	5
Обавезна резерва	5
Операције на девизном тржишту	6
Девизни своп	7
Аукцијски краткорочни динарски кредити	7
Остале каматне стопе	7
3. Остварење циљане инфлације у периоду јануар–јун 2011. године	7
<b>III. Макроекономски услови спровођења монетарне политике</b>	<b>11</b>
1. Међународно окружење	11
2. Међународне трансакције	13
Платнобилансна кретања и девизне резерве	13
Међународна инвестициона позиција земље	15
Спољни дуг	16
3. Кретања на девизном тржишту и курс динара	18
4. Кретања на тржишту новца	19
Каматне стопе	19
Монетарни агрегати	21
Кредити банака	23
5. Агрегатна тражња	25
Домаћа тражња	25
Нето екстерна тражња	26
6. Економска активност	26
7. Зараде и запосленост	28
8. Инфлациона очекивања	29
9. Фискална политика	29
<b>IV. Монетарна политика у наредном периоду</b>	<b>31</b>
Додатак 1. Писмо Народне банке Србије Влади Републике Србије због одступања инфлације од утврђеног циља	33
Списак графикана и табела	35





# I. Стратешки оквир монетарне политике

Потпуно циљање инфлације (енгл. *fully fledged inflation targeting*) представља монетарну стратегију Народне банке Србије почев од 2009. године, с тим што су елементи овог режима постепено у праксу увођени од 2006. године. У децембру 2008. Монетарни одбор Народне банке Србије<sup>3</sup> је усвојио Меморандум о циљању (таргетирању) инфлације као монетарној стратегији, којим се дефинише формална примена режима инфлационог таргетирања од 1. јануара 2009. године. Меморандум је сачињен у складу са Споразумом Народне банке Србије и Владе Републике Србије о циљању (таргетирању) инфлације, који је усвојен на седници Владе Републике Србије 19. децембра 2008. Народна банка Србије и Влада Републике Србије су оцениле да циљање инфлације у постојећим околностима представља најадекватнији режим монетарне политике.

Режим циљања инфлације прихватио је велики број централних банака<sup>4</sup> као прагматичан одговор на недостатке других режима монетарне политике. Томе је допринело схватање да перманентно високе стопе инфлације утичу на смањење економског раста и запослености и да фокус монетарне политике треба померити с краткорочног управљања тражњом на средњорочну ценовну стабилност, која се налази у основи режима циљања инфлације. Режим циљања инфлације је више оквир него скуп ригидних правила монетарне политике: у основи су нумерички циљ за инфлацију на средњи рок и дискреционо право у реаговању на економске поремећаје на кратак рок.

Циљ за инфлацију Народне банке Србије је дефинисан као стопа укупне инфлације (с дозвољеним одступањем) мерена годишњом процентуалном променом индекса потрошачких цена. Циљеви за инфлацију су утврђени у сарадњи с Владом, на основу анализе текућих и очекиваних макроекономских кретања и нумеричких смерница за раст цена производа и услуга на које Влада утиче директно или индиректно. Крајем 2009. године, Извршни одбор Народне банке Србије је усвојио циљеве за инфлацију до краја 2012.<sup>5</sup> конзистентне с потребом постизања средњорочне ценовне стабилности. Циљеви за инфлацију су утврђени у виду јединствене вредности (с дозвољеним одступањем) за сваки појединачни месец у години, а за крај године су утврђени на нивоу:

- децембар 2009. године:  $8 \pm 2\%$ ,
- децембар 2010. године:  $6 \pm 2\%$ ,
- децембар 2011. године:  $4,5 \pm 1,5\%$ ,
- децембар 2012. године:  $4 \pm 1,5\%$ .

Циљеви за инфлацију одражавају намеру да се стабилност цена постигне постепеним смањивањем инфлације без изазивања макроекономских поремећаја. У складу с процесом постепене дезинфлације, циљана инфлација је још увек изнад нивоа квантитативне дефиниције ценовне стабилности и нивоа циљане инфлације у развијеним земљама (2,0% или 2,5%) и одраз је чињенице да процес дерегулације цена није завршен, као ни процес економске конвергенције, а тиме и конвергенције нивоа цена наше земље ка земљама Европске уније.

<sup>3</sup> 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.

<sup>4</sup> Потпуно циљање инфлације је тренутно монетарна стратегија 27 централних банака, како развијених земаља тако и земаља у успону, док се још неколико централних банака налази у режиму имплицитног циљања

инфлације, тј. режиму који претходи формалном преласку на потпуно циљање инфлације.

<sup>5</sup> Меморандум Народне банке Србије о утврђивању циљане стопе инфлације за период од 2010. до 2012. године усвојен је на седници Монетарног одбора 14. децембра 2009.

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

Народна банка Србије циљану стопу инфлације постиже променама референтне каматне стопе која се примењује у двонедељним репо операцијама. Та каматна стопа представља главни инструмент монетарне политике, а одлуке о њеној висини се заснивају на анализи економске ситуације, оцени будућих кретања и средњорочној пројекцији 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, који подразумева право интервенција у случају знатних дневних осцилација на девизном тржишту, угрожености финансијске и ценовне стабилности и заштите адекватног нивоа девизних резерви.

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

## II. Монетарна политика и остварење циљане инфлације

### 1. Монетарна политика у периоду јануар–јун 2011. године

Од августа прошле до априла ове године Народна банка Србије је монетарну политику заостравала, водећи рачуна да се инфлација у средњем року стабилизује око циља. У јуну је започето ублажавање монетарне политике с обзиром на то да је процењено да ће, с новом пољопривредном сезоном и падом цена хране, у наредном периоду преовлађивати дезинфлаторни притисци.

Народна банка Србије је од јануара до априла 2011. референтну каматну стопу повећала за 100 б. п., са 11,5% на 12,5%. Монетарна политика је заостравана како би се спречили секундарни ефекти, тј. преливање неочекивано високог раста цена хране на остале цене преко раста инфлационих очекивања. Раст цена хране (прехрамбени производи и воће и поврће) проузрокован је светским кретањима, али и затеченим системским решењима која утичу на функционисање тржишта хране. При доношењу одлуке о заостравању монетарне политике узето је у обзир да ниска агрегатна тражња има дезинфлаторан утицај и поред одмрзавања пензија и зарада у јавном сектору, као и да цене увозних производа не врше притисак на инфлацију захваљујући јачању динара од краја прошле године.

У складу са опредељењем да се користе сви расположиви инструменти монетарне политике како би се инфлација довела у границе циља у средњем року, Народна банка Србије је у јануару 2011. донела нову Одлуку о обавезној резерви. Мере предложене у оквиру нове регулативе нису значиле повлачење ликвидности на нивоу банкарског система, већ мање ослобађање ликвидности у односу на претходно важећу Одлуку.<sup>6</sup>

С обзиром на неочекивано висок раст цена хране, инфлација се од почетка 2011. године кретала изнад горње границе дозвољеног одступања од циља и у марту је то одступање трајало шест узастопних месеци. Народна банка Србије је стога, као што је предвиђено Споразумом с Владом<sup>7</sup>, у априлу писмом обавестила Владу о разлозима тог одступања, о томе у ком периоду се очекује повратак инфлације у границе дозвољеног одступања од циља, као и о мерама економске политике за враћање инфлације у границе дозвољеног одступања од циља (видети Додатак 1, стр. 33).

На седници у мају, Извршни одбор Народне банке Србије је одлучио да референтну каматну стопу не мења. Таква одлука се заснивала на мајској пројекцији инфлације, према којој ће инфлација, након достизања максимума у априлу или мају, опадати ка циљу и у

<sup>6</sup> Кључне новине односе се на: а) диференцијацију стопе обавезне резерве према рочној структури извора (до две и преко две године), што је пракса ЕЦБ, и б) динарско издвајање дела девизне обавезне резерве по диференцираним стопама. Диференциране стопе динарске обавезне резерве су: 5% на изворе до две године и 0% на изворе преко две године. Диференциране стопе девизне обавезне резерве су: 30% на изворе до две

године, уз 15% динарског издвајања, и 25% на изворе преко две године, уз 10% динарског издвајања.

<sup>7</sup> Споразум Народне банке Србије и Владе Републике Србије о циљању (таргетирању) инфлације усвојен је на седници Владе 19. децембра 2008. године.

границама дозвољеног одступања се наћи у П1 наредне године. То ће се заснивати пре свега на слабљењу трошковних притисака на раст цена хране при уобичајено доброј пољопривредној сезони, као и ниској агрегатној тражњи. Имајући у виду кључне ризике остварења пројекције – кретање премије ризика земље, цене хране и фискалну политику – Извршни одбор је тада оценио да је референтна каматна стопа при врху или на врху тренутног циклуса. Указао је такође да постоје и ризици који захтевају да се у наредном периоду рестриктивност монетарне политике врло опрезно смањује, узимајући у обзир све расположиве инструменте монетарног регулисања.

Будући да је процењено да ће у наредном периоду преовлађивати дезинфлаторни притисци, у јуну је започето ублажавање монетарне политике смањењем референтне каматне стопе за 50 б.п.. Пад инфлаторних притисака по основу цена хране је израженији од очекиваног, а није искључена ни могућност да с наступањем нове пољопривредне сезоне цене хране дезинфлаторно делују. Поред тога, и даље је наглашен дезинфлаторни утицај агрегатне тражње, мада се са опоравком привредне активности очекује постепено смањење дезинфлаторног дејства овог фактора. С даљим опадањем међугодишњих стопа инфлације очекује се и смањење инфлационих очекивања и инфлаторних притисака по том основу. Инфлација ће током П2 2011. године наставити да пада, с тим што ће се вероватно кретати изнад горње границе циља. Враћање у границе циља и приближавање централној вредности очекује се у П1 2012.

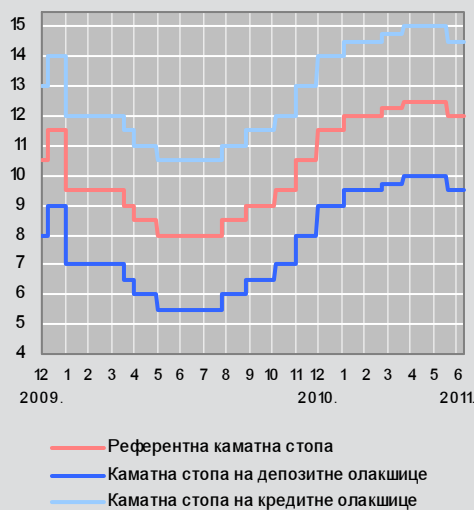
## 2. Инструменти монетарне политике

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

### Операције на отвореном тржишту

Двонедељне репо трансакције по референтној каматној стопи Народне банке Србије су основни инструмент спровођења операција на отвореном тржишту.

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



Извор: Народна банка Србије.

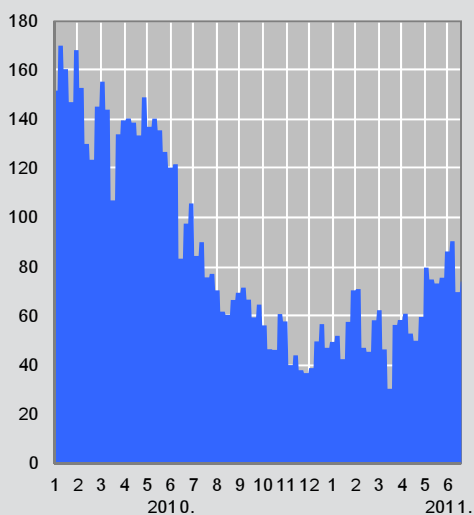
Извршни одбор Народне банке Србије, у складу са актуелним економским кретањима и пројекцијом инфлације, доноси одлуке о промени висине референтне каматне стопе с циљем постизања стабилности цена у средњем року. Референтна каматна стопа је оперативни циљ за краткорочне каматне стопе на тржишту новца. Њену улогу као оперативног циља подржава коридор каматних стопа на депозитне и кредитне олакшице.

У току 2011. године референтна каматна стопа је са 11,5% годишње на крају 2010. мењана следећом динамиком:

- повећавана је од јануара до априла за укупно 1,0 п.п., и то: у јануару на 12,0%, у марту на 12,25% и почетком априла на 12,5%;
- смањена је у јуну за 0,5 п.п., на 12,0%, и на том нивоу је остала до краја П1 2011.

Операције на отвореном тржишту Народна банка Србије је спроводила својим ХоВ. Ради стерилизације вишка ликвидних средстава у банкарском систему, у 2011. години је за потребе репо продаје емитована једна серија благајничких записа, у укупној номиналној вредности од 500 млрд динара. Емисија једне серије благајничких записа високе номиналне вредности наставак је праксе из претходних година која банкама омогућава да адекватније располажу

**Графикон II.2.2. Стање продатих ХоВ**  
(у милијардама динара)



Извор: Народна банка Србије.

ХоВ у оквиру исте серије, као и да једноставније управљају ликвидношћу.

Током П1 2011. организовано је 26 аукцијских репо продаја ХоВ. Аукције за двонедељне репо операције биле су организоване једном недељно по моделу фиксне каматне стопе. Укупна продаја ХоВ износила је 802,8 млрд динара. Остварени обим продаје био је већи у односу на обим продаје у П2 2010. (762,5 млрд динара).

У складу с растом продаје ХоВ Народне банке Србије, у П1 је забележен раст просечног стања у портфелу банака са 60,8 млрд на 61,1 млрд динара. У односу на крај 2010. године, стање ХоВ у портфелу банака је крајем јуна повећано за 27,0 млрд и износило је 73,9 млрд динара.

## Депозитне и кредитне олакшице

Банке су у П1 2011, у складу са Одлуком о условима и начину депоновања вишкова ликвидних средстава банака код Народне банке Србије, наставиле с преконоћним депоновањем средстава. У том периоду поменута Одлука није мењана.

Просечно стање средстава банака депонованих код Народне банке Србије у посматраном периоду

износило је 2,3 млрд динара, с тим што је минимално просечно месечно стање забележено у марту (1,28 млрд динара), а максимално у мају (3,44 млрд динара).

У марту је донета Одлука о измени и допуни Одлуке о условима и начину одобравања кредита за одржавање дневне ликвидности банака на основу залог ХоВ. Том Одлуком су, у складу са одређењем Народне банке Србије да активно учествује у процесу динаризације финансијског система, девизне дугорочне ХоВ Републике Србије искључене као колатерал при коришћењу кредита. Тиме се могући колатерал хартија свео искључиво на динарске ХоВ.

Уважавајући чињеницу да се Република Србија определила и за издавање купонских динарских ХоВ, изменом Одлуке је банкама такође омогућено да, поред дисконтних ХоВ, као залог за узимање кредита могу користити и каматносно ХоВ.

Поред тога, продужена је, с једне на три године, и преостала рочност ХоВ које могу бити предмет залог, с тим што за купонске динарске ХоВ Републике Србије ограничење у погледу преостале рочности није утврђено. Изменом су прецизиране и одредбе које утврђују проценте номиналне вредности заложених хартија до којих се могу одобравати кредити за ликвидност, у зависности од преостале рочности хартија.

Коришћење кредита за дневну ликвидност банака повећано је у П1 2011. године. Банке су ову олакшицу могле да користе као дневни (енгл. *intraday*) кредит или као преконоћни (енгл. *overnight*) кредит. Дневни кредит је користило 16 банака, а преконоћни шест, и то у П1. Банке су дневни кредит користиле у укупном износу од 390 млрд динара, док је коришћење преконоћног кредита било знатно ниже, 5,5 млрд динара.

## Обавезна резерва

Према Програму монетарне политике у 2011. години, Народна банка Србије користи све расположиве инструменте из своје надлежности да би се циљ утврђен за инфлацију на средњи рок остварио. У складу с тим је, као помоћни инструмент монетарног регулисања, наставила да користи обавезну резерву.

Да би се инфлациона очекивања обуздала и спречили секундарни преносни ефекти пораста цена хране на остале цене, Извршни одбор је, на седници одржаној 18. јануара, усвојио Одлуку о обавезној резерви банака, којом је повећана рестриктивност монетарне политике.

У новој Одлуци (која је почела да се примењује од 17. фебруара) уведене су диференциране стопе обавезне резерве и на динарску и на девизну основицу, у зависности од рочности обавеза. На динарске обавезе са уговореном рочношћу до две године примењује се стопа обавезне резерве од 5%, а на обавезе са уговореном рочношћу преко две године примењује се нулта стопа обавезне резерве. Истовремено, на девизне обавезе са уговореном рочношћу до две године утврђена је стопа обавезне резерве од 30%, а на обавезе са уговореном рочношћу преко две године стопа од 25%.

Такође, уведена је обавеза динарског издвајања дела обрачунате обавезне резерве у еврима, и то по диференцираним стопама. Банке у динарима издвајају 15% обавезне резерве у еврима обрачунате на обавезе са уговореном рочношћу до две године, док се на обавезну резерву у еврима обрачунату на обавезе са уговореном рочношћу преко две године примењује 10% динарског издвајања.

Због неуједначених ефеката које су поменуте мере произвеле код банака, уведени су прелазни периоди

(18. фебруар – 17. март и 18. март – 17. април), у току којих је вршено постепено усклађивање обрачуна и издвајања обавезне резерве. Од 17. априла нова Одлука је почела у потпуности да се примењује.

Обавезна резерва која се издваја у динарима повећана је у П1 за 4,9 млрд динара – са 60,4 млрд у јануарском обрачунском периоду на 65,3 млрд динара у јунском периоду. Истовремено, обавезна резерва која се издваја у девизама (без лизинга) смањена је за 374,7 млн евра – са 3.250,1 млн евра на 2.875,4 млн евра.

Лизинг обавезна резерва је у П1 смањена за 34,3 млн евра – са 90,7 млн евра на дан 17. јануара на 56,4 млн евра на дан 17. јуна.

### Операције на девизном тржишту

У складу с Програмом монетарне политике за 2011. годину, Народна банка Србије је спроводила режим руковођено пливајућег девизног курса, уз могућност коришћења интервенција на девизном тржишту као помоћног инструмента монетарне политике.

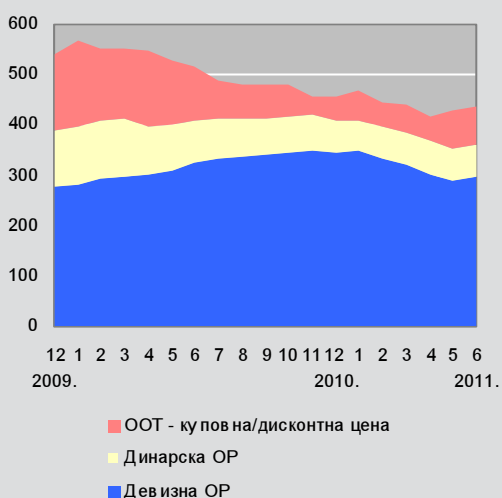
Тако је у току првих шест месеци 2011. на девизном тржишту, настојећи да ублажи претеране дневне осцилације курса динара према еврима, Народна банка Србије банкама продала 30 млн евра, односно од банака купила 45 млн евра.

Апрецијацијски притисци на динар, започети крајем претходне године, настављени су и током Т1 2011. На таква кретања утицали су, у највећој мери, смањење премије ризика земље и већи прилив капитала у виду портфолио инвестиција. У овом периоду банке су забележиле знатан откуп девиза од нерезидената. Нерезиденти су динаре прибављене на тај начин користили углавном за куповину ХоВ Републике Србије. На јачање динара у Т1 утицале су и рестриктивне мере монетарне политике – повећање референтне каматне стопе и измена регулативе о обавезној резерви банака. Просечна номинална апрецијација динара у овом периоду је износила 2,5%.

Народна банка Србије је у Т1 на девизном тржишту интервенисала само једном, и то у јануару, куповином 5 млн евра.

У априлу је настављено јачање динара, тако да је у прва четири месеца динар према еврима номинално апрецирао 5,9%.

Графикон II.2.3. Обим стерилизације инструментима монетарне политике (у милијардама динара)



Извор: Народна банка Србије.

Народна банка Србије је у мају купила од банака 40 млн евра. Апрецијација динара према евр у овом месецу је износила 2,7%.

Повећана неизвесност на тржишту у јуну, узрокована дужничком кризом у неколико земаља зоне евра, као и повећање премије ризика земље и одустајање државе од обнављања емисије шестомесечних ХоВ индексираних еврима, утицали су на већу тражњу банака за девизама и појаву депрецијацијских притисака, па је динар током јуна ослабио 5,4%. Ради ублажавања претераних дневних осцилација курса динара, Народна банка Србије је, први пут у 2011. години, на девизном тржишту интервенисала продајом девиза – у јуну укупно 30 млн евра.

Народна банка Србије је девизне интервенције реализовала искључиво посредством *Reuters Dealing System*-а, прихватањем курсева које су нудиле банке (улога – *price taker*-а).

У току првих шест месеци 2011. године динар је према евр у номинално апрецирао за 3%.

### Девизни своп

Почетком марта Народна банка Србије је поново почела да, једном недељно, организује своп аукције продаје, односно куповине девиза, рочности три месеца, које су представљале регуларан инструмент обезбеђења девизне, односно динарске ликвидности. Циљ њиховог организовања био је подстицање даљег развоја међубанкарске своп трговине девизама и развоја тржишта инструмената заштите од ризика промене девизног курса.

Од 1. марта до краја јуна Народна банка Србије је организовала 13 аукција своп продаје девиза и 13 аукција своп куповине девиза. На аукцијама у којима у првом краку продаје девизе укупно је банкама продала 33,5 млн евра (процент реализације понуда банака 43,8%), док је на аукцијама куповине девиза у првом краку своп купила 79 млн евра (процент реализације 38,5%).

### Аукцијски краткорочни динарски кредити

Од фебруара је Народна банка Србије једном месечно организовала аукције краткорочних

динарских кредита на основу залог ХоВ, а ради одржавања ликвидности банака. На укупно пет одржаних аукција нису били одобрени краткорочни динарски кредити.

### Остале каматне стопе

Каматне стопе по којима Народна банка Србије наплаћује камату на кредите и друге пласмане, као и на друга потраживања, и по којима плаћа камату на средства банака код Народне банке Србије, утврђене су Одлуком о каматним стопама које Народна банка Србије примењује у поступку спровођења монетарне политике.

У другој половини јуна 2011, Извршни одбор је, ради усклађивања важећих прописа из своје надлежности са изменама Закона о Народној банци Србије, донео нову Одлуку о каматним стопама. Новом Одлуком је посебно прописано да ће се Народна банка Србије при утврђивању висине каматних стопа које примењује у поступку спровођења монетарне политике руководити референтном каматном стопом, при чему је концепт до тада важеће Одлуке у погледу висине и релативног односа каматних стопа задржан.

У јуну је донета и нова Одлука о начину обрачуна, наплате и плаћања камате Народне банке Србије. Разлог за њено доношење су поменуте измене Закона, којима је у надлежност Извршног одбора стављено и утврђивање начина обрачуна, наплате и плаћања камате на пласмане и друга потраживања Народне банке Србије. Садржина нове Одлуке није битније измењена у односу на до тада важећу Одлуку.

## 3. Остварење циљане инфлације у периоду јануар–јун 2011. године

Међугодишња инфлација је током П1 била изнад горње границе дозвољеног одступања од циља и имала је различите правце кретања. Након раста у прва четири месеца и достизања максимума у априлу од 14,7% м.г., инфлација је почела да опада и у јуну је износила 12,7% (циљ за јун 5,3±1,8%).

Висок раст цена хране (прехранбени производи и воће и поврће), али и регулисаних цена, био је основни узрок одступања инфлације од циља. Раст

Графикон II.3.1. Кретање инфлације  
(међугодишњи раст, у %)



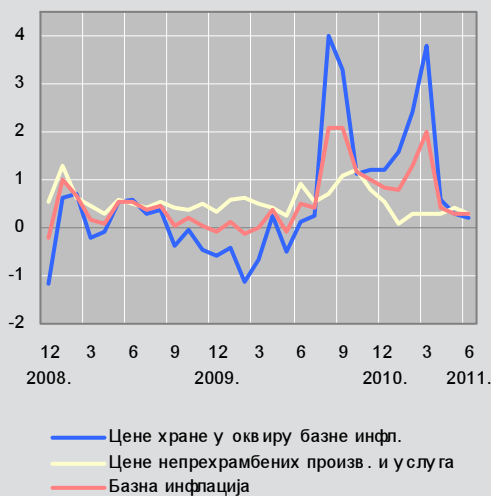
Извор: Републички завод за статистику и Народна банка Србије.

потрошачких цена у П1 је износио 6,8%, с тим што је инфлација у Т1 била знатно виша у поређењу са Т2 (5,5% и 1,2%, респективно).

Инфлација у Т1 је била у највећој мери одређена повећањем цена хране од 10,6%. Цене прехрамбених производа повећане су за 8,0%, пре свега као последица трошковних притисака у њиховој производњи по основу високих цена примарних пољопривредних производа (пшенице, кукуруза и сл.). С друге стране, код непрехрамбених производа и услуга је, у истом периоду, дошло до смиривања раста цена<sup>8</sup> услед стабилизације инфлаторних очекивања, апрецијације динара с краја претходне и почетка текуће године, као и пада тражње за тим производима и услугама због мањег расположивог дохотка за куповину добара и услуга из ове групе производа. Као последица поскупљења хране, пораст прехрамбене компоненте базне инфлације је био израженији него пад њене непрехрамбене компоненте, па је у целини базна инфлација у Т1 убрзала раст.<sup>9</sup>

Снажан раст у Т1 од 25,3% забележен је код цена воћа и поврћа, што је знатно више од раста сезонски

Графикон II.3.2. Базна инфлација по  
компонентама  
(месечни раст, у %)



Извор: Народна банка Србије.

уобичајеног за ово доба године. У овом периоду, и индекс светских цена хране је достигао рекордан ниво, надмашивши тако претходни историјски максимум из средине 2008. године. У Т2 је дошло до слабљења трошковних притисака на цене хране. Заједно са ефектом базе, то је од маја допринишло паду мг. инфлације.

С обзиром на то да су цене појединих примарних производа, попут пшенице и кукуруза, код нас расле брже него светске, и да су цене воћа и поврћа биле на изузетно високом нивоу, у Т2 је наступио преокрет у кретању цена хране и пад инфлаторних притисака по овом основу. Повољне временске прилике су допринеле да цене воћа и поврћа у новој пољопривредној сезони падну већ у априлу, што је атипично за то доба године.

Заједно с тим дошло је и до пада цена примарних пољопривредних производа<sup>10</sup>, што је довело до смањења трошковних притисака код произвођача прехрамбених производа. Такво кретање, уз исцрпљивање ефеката прошлогодишњих поскупљења поменуте групе производа, утицало је у Т2 на

<sup>8</sup> Непрехрамбена базна инфлација пала је са 2,6% у Т4 2010. на 0,7% у Т1 2011. године.

<sup>9</sup> Базна инфлација је показатељ кретања цена које се формирају слободно, на тржишту. При њеном обрачуна искључују се административно контролисане цене, цене деривата нафте и цене воћа и поврћа.



стабилизацију цена прехранбених производа. Штавише, цене хране (прехранбени производи и воће и поврће) имале су у Т2 дезинфлаторан утицај (-0,3 п.п.).

У складу с тим, знатно је успорена укупна и базна инфлација у Т2. Раст цена прехранбених производа у оквиру базне инфлације је износио 1,0% и био је знатно мањи у поређењу са Т1 (8,0%).

Цене непрехрамбених производа и услуга у оквиру базне инфлације имале су у Т2 исти раст као цене прехранбених производа (1,0%), али је у поређењу са Т1 (0,7%) њихов раст био нешто већи. Посматрано на месечном нивоу, раст цена непрехрамбених производа и услуга био је стабилан (0,3–0,4%).

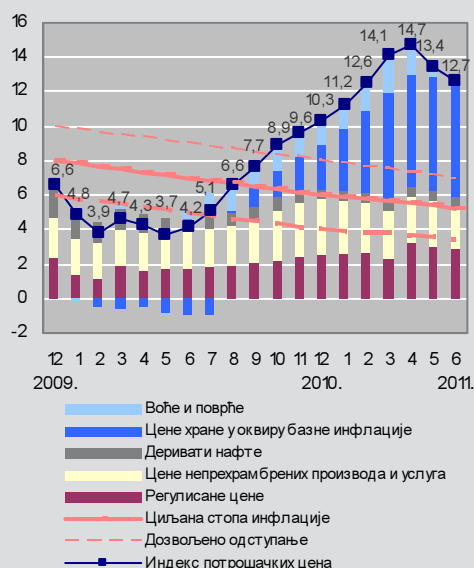
Раст цена прехранбених производа у првих шест месеци 2011. износио је 9,1%. Раст цена непрехрамбених производа и услуга био је знатно нижи, износио је 1,7%.

Регулисане цене су у П1 повећане 9,1% (допринос 1,9 п.п.), што је изнад горње границе договореног распона за 2011. годину од 7±2%. Готово половина раста цена ове групе производа остварена је по основу априлског повећања цена електричне енергије (0,8% п.п.). Знатнији раст забележен је код цена цигарета, саобраћајних услуга, лекова и комуналних услуга. Иако се до краја године не очекује знатнији раст регулисаних цена, сасвим је извесно да ће оне, већ трећу годину заредом, премашити договорени раст.

Цене нафтних деривата су у П1 порасле за 11,1% (0,4 п.п.) и њихов раст је у Т1 и Т2 био приближно исти (5,6% и 5,1%, респективно). Иако су почетком године акцизе на нафтне деривате повећане и цене сирове нафте током Т1 порасле за 25,1%, није дошло до знатнијег раста цена деривата нафте захваљујући апрецијацији динара према долару и либерализацији увоза нафтних деривата у том периоду. Од априла до краја јуна цене сирове нафте су успорене, чак и смањене, али су, и поред јачања динара у том периоду, у Т2 цене нафтних деривата порасле. Крајем Т2 акцизе на домаћа и страна горива су изједначене.

Проценивши да инфлаторни притисци по основу цена хране јењавају, уз могућност да, с наступањем нове

Графикон II.3.3. Доприноси компоненти ИПЦ међугодишњој инфлацији (у процентним поенима)



Извор: Народна банка Србије.

Табела II.3.1. Раст и доприноси компоненти расту потрошачких цена у П1 2011.

	Стопе раста (у %)	Доприноси (у %)
<b>Укупно</b>	<b>6,8</b>	<b>6,8</b>
<b>Базна инфлација</b>	<b>5,2</b>	<b>3,6</b>
<b>Воће и поврће</b>	<b>13,9</b>	<b>0,8</b>
<b>Регулисане цене</b>	<b>9,1</b>	<b>1,9</b>
Електрична енергија	13,5	0,9
Гас за домаћинство	0,0	0,0
Комунално-стамбене усл	5,1	0,2
Услуге друштвене заштит	0,3	0,0
Саобраћајне услуге (регулисане)	13,7	0,1
ПТТ услуге	0,0	0,0
Цигарете	16,0	0,6
Лекови	6,4	0,2
Остало	0,3	0,0
<b>Нафтни деривати</b>	<b>11,1</b>	<b>0,4</b>

Извор: Републички завод за статистику и Народна банка Србије.

пољопривредне сезоне, цене хране имају и негативан утицај на инфлацију, Народна банка Србије је у јуну и

<sup>10</sup> Цене пшенице на светском тржишту су у јуну пале око 25%, а кукуруза око 20%. Трговање новим родом пшенице и кукуруза на домаћој берзи било је по ценама нижим за 25–35% у односу на цене прошлогодишњег рода.

јулу референтну каматну стопу снизила. Имајући у виду да је инфлација на силазној путањи, с даљим опадањем м.г. стопа очекује се и смањење инфлационих очекивања, што ће додатно допринети процесу дезинфлације. Инфлација ће током П2 2011.

године наставити да пада, с тим што ће се вероватно кретати изнад горње границе циља. Враћање у границе циља и приближавање централној вредности очекује се у П1 2012.

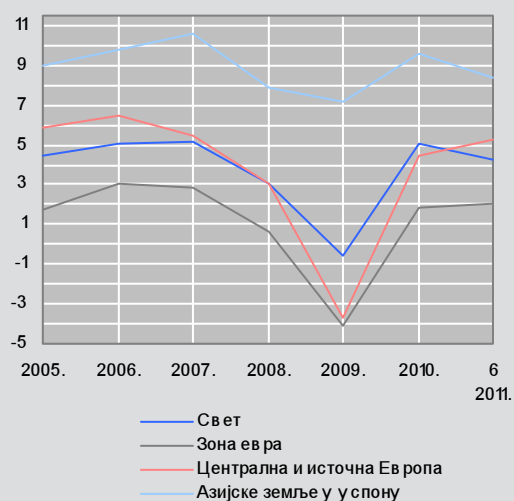
### III. Макроекономски услови спровођења монетарне политике у периоду јануар–јун 2011. године

#### 1. Међународно окружење

Посткризни опоравак глобалне економије настављен је у П1 2011. године, али споријим темпом него у П2 2010. Ипак, основна карактеристика светског привредног раста и даље је неуједначеност по регионима. Земље које су кризом биле најмање погођене, тзв. тржишта у успону (*emerging markets*), бележе високе стопе раста, док се у развијеним економијама ефекти финансијске кризе и даље снажно осећају – незапосленост је висока, а привредни раст (са изузетком Немачке, и то само у Т1), инвестициона активност и потрошачка тражња су успорени. Штавише, све дубља дужничка криза зоне евра и страховање од могућности неизвршавања доспелих обавеза појединих земаља одвраћа потенцијалне инвеститоре од улагања. Такве околности утицале су на пораст несигурности инвестирања у зону евра и повећање разлике у стопи приноса на обвезнице Немачке и ризичнијих земаља.

Бруто домаћи производ САД је у П1 растао спорије од очекивања. Основни узрок томе су високе цене хране и горива на бензинским пумпама које су утицале на потрошачку тражњу, основни генератор раста БДП-а у САД. Тај раст је, према првим проценама, износио мање од 1% у односу у П1 2010. године. Он се може сматрати slabим и далеко од правог опоравка. Недовољан је да затвори релативно висок негативан производни јаз, а поготово да реши проблем високе незапослености (стопа незапослености од априла 2011. постепено расте и у јуну је достигла 9,2%, што је мање од максимума из октобра 2009 – 10,1%, али забрињава тренд раста). Управо из тог разлога ФЕД ће дуже времена водити експанзивну монетарну политику. ФЕД је недавно саопштио да ће до средине 2013. референтну стопу задржати на нивоу од 0,25%. У зони евра привредни раст је био динамичан у Т1, а у Т2 је

Графикон III.1.1. Кретање економске активности по регионима (стопе раста БДП-а, у %)



Извор: IMF Outlook .

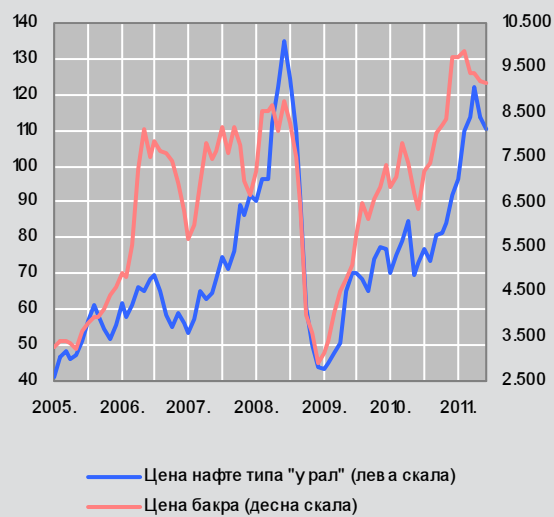
успорен. Најснажнији у Т1 је био у Немачкој, захваљујући порасту извоза и инвестиција. Побољшање стања на тржишту рада у Немачкој је такође подстакло домаћу економију. Међутим, већ у Т2 немачка привреда практично стагнира. Позитивна кретања у Т1 су остварена и у Француској, где је дошло до побољшања инвестиционе климе (али је незапосленост остала висока). Раст у Француској је у Т2 заустављен. Што се тиче појединих земаља зоне евра, посебно Грчке, Ирске и Португала, оне су се нашле у финансијским потешкоћама узрокованим високим нивоом јавног дуга. Те три земље су затражиле и добиле пакете финансијске помоћи из стабилизационог фонда Европске уније формираног за те намене. Размере дужничке кризе у зони евра могле

би бити проширене и на велике земље – Италију и Шпанију. Приноси на државне обвезнице ових земаља знатно су порасли због раста ризика, па је недавно ЕЦБ морала да интервенише куповином државних обвезница Италије и Шпаније, која је допринела смањењу приноса. Ситуација у Азији је, међутим, потпуно другачија. Привредни раст у региону је у експанзији, а њен предводник је Кина (очекује се 9,5% у 2011. години). Снажна тражња из Кине допринела је привредном расту извозно оријентисаних економија југоисточне Азије. У Јапану се у П1 2011. очекује негативан привредни раст, као последица разорног земљотреса који је утицао на застој у привредној активности.

Притисци проузроковани дужничком кризом појединих земаља у зони евра појачали су се у току П1 2011. Због раста буџетских дефицита и јавног дуга у тим земљама, расте бојазан учесника на финансијским тржиштима да ли ће оне на време извршавати доспеле обавезе. На финансијским тржиштима је закључено да је Грчкој, као најугроженијој земљи региона, неопходна нека врста реструктурирања дуга. Недавно је постигнут договор о новом пакету помоћи Грчкој у износу од 159 млрд евра, где би део терета сносили и приватни инвеститори (махом европске комерцијалне банке) у грчке обвезнице. У пакету за Грчку учествује и ММФ. Он је раније упозорио да је неопходно хитно деловање да не би дошло до проширења кризе на веће земље, што би могло изазвати нову рецесију и крах на финансијским тржиштима. Због дужничке кризе у региону, заједничка европска валута, евро, изгубила је на вредности у односу на швајцарски франак као сигурносно уточиште (око 10% од почетка 2011). Евро је према америчкој валути, и поред осцилирања у П1, задржао релативно висок ниво вредности захваљујући рестриктивној монетарној политици ЕЦБ у односу на ФЕД (раст од око 7% од почетка 2011).

Међугодишња инфлација, мерена променом индекса потрошачких цена, током Т1 је у већини земаља порасла, у највећој мери по основу раста цена хране и енергије. Крајем Т1 раст цена хране је заустављен. Међутим, ефекти тог вишемесечног раста остали су присутни и у Т2 како у развијеним земљама, тако и на тржиштима у успону. Код последњих су повећању инфлације допринели и снажан економски раст и смањење производног јаза. Код развијених земаља, конкретно САД и Велике Британије, базна инфлација је остала ниска и поред наставка раста укупне инфлације. То је њихове монетарне власти навело на закључак да је пораст цена хране пролазног карактера и да монетарна политика треба да остане експанзивна.

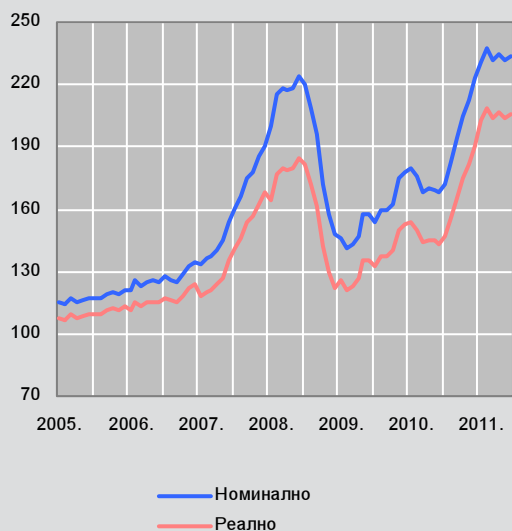
Графикон III.1.2. Кретање цена нафте и бакра (у САД доларима)



Извор: Блумберг.

Централне банке већине развијених земаља, осим ЕЦБ-а, задржале су и у П1 2011. експанзивну монетарну политику. У условима ниске базне инфлације и високе незапослености, ФЕД је своју референтну стопу задржао на рекордно ниском нивоу (0,25%). ФЕД је почетком новембра 2010. започео други део програма тзв. квантитативног попуштања, у оквиру кога је купљено 600 млрд долара обвезница америчког трезора, и тај програм је окончан до краја јуна 2011. Сличну монетарну политику води и енглеска централна банка. За разлику од њих, ЕЦБ је започела постепено заштравање монетарне политике, образлажући то настојањем да задржи стабилност цена у зони евра и избегне преношење на укупну инфлацију секундарних ефеката који могу настати због раста цена хране и енергије. Стога је ЕЦБ у априлу и јулу референтну стопу повећала за по 0,25 п.п. и она сада износи 1,5%. Централна банка Јапана наставила је да води политику нулте каматне стопе. Она је непоходна како би се стимулисали пораст цена и економска активност, која трпи последице разорног земљотреса. С друге стране, централне банке земаља с тржишта у успону, суочене с јачим економским растом и повећаним инфлаторним притисцима, започеле су још крајем 2010. године заштравање монетарне политике. Централна банка Кине је у П1 2011. своју референтну стопу повећавала и предузела административне мере с циљем спречавања претераног раста кредитне активности, док је национална валута, ренминби, благо

Графикон III.1.3. Индекс светских цена хране  
(2002 – 2004 = 100)



Извор: ФАО, УН.

апрецирала према долару. Поједине земље централне и источне Европе су, због пораста инфлаторних притисака, почеле да заоштравају монетарну политику. У томе предњачи пољска централна банка с три повећања у П1 2011, па њена референтна стопа тренутно износи 4,50%.

Цена нафте је у П1 била нестабилна. У једном тренутку износила је 120 долара, из шпекулативних разлога, али је током периода падала и испод 100 долара у околностима неизвесности око одрживости глобалног привредног опоравка. Управо та неизвесност је постала још актуелнија након објављивања података о озбиљном успоравању привредног раста у зони евра у Т2 и о мањем расту америчке привреде у П1 у односу на очекивани. Кад се томе дода и заоштравање монетарне политике у Кини с циљем успоравања њеног раста, стекли су се снажни чиниоци који доприносе очекивањима пада цене нафте. Тренутна цена барела нафте типа „урал“ износи око 109 долара.

Цена бакра је средином фебруара достигла рекорд од 10.148 долара по тони, да би након тога, до краја Т1, пала за око 8%. У Т2 пад цене бакра је износио 2,4%. Основни узрок наставка снижења цене бакра јесте смањена тражња из Кине, због мера које Кина предузима с циљем смањења прегрејаности економије.

Слична кретања забележена су и код цене гвожђа, која је, након достизања максимума у фебруару, до краја П1 опала за 9%. Разлози су исти као и код цене бакра – смањена тражња из Кине, која је највећи светски увозник гвожђа, па доминантно утиче на цену ове сировине.

Цена злата је у истом периоду порасла за око 10%, због веће тражње инвеститора у условима јачања аверзије према ризику и слабења поверења у долар и евро. Неповеће тржишта у погледу одрживости јавног дуга појединих чланица зоне евра и снижење кредитног рејтинга САД додатно су подстакли раст цене злата, која је почетком П2 достигла свој историјски максимум.

Након вишемесечног раста, индекс светских цена хране је у марту 2011. забележио пад. У току Т2 цене хране су се стабилизовале и до краја 2011. се не очекује њихово повећање. На основу тога, као и очекивања нижих цена горива, може се предвидети успоравање раста инфлације како у развијеним земљама, тако и на тржиштима у успону у П2 ове године.

## 2. Међународне трансакције

### Платнобилансна кретања и девизне резерве

Карактеристике платног биланса Републике Србије у П1 2011. године биле су: одржање текућег дефицита на нивоу из истог периода претходне године, благо повећање робног дефицита и благо повећање прилива по основу текућих трансакција и страних директних улагања; знатан раст портфолио улагања по основу продаје државних обвезница; повећање одлива по основу дугорочних и краткорочних кредита банака и предузећа, уз извесно повећање коришћења дугорочних кредита државе и пораст девизних резерви Народне банке Србије.

Дефицит текућег биланса је био на готово истом нивоу као у П1 претходне године (1.382 према 1.375 млн евра), уз благ пораст робног дефицита (7,9%), који је забележен и поред бржег раста извоза (23,3%) од раста увоза (17%). У односу на исти период претходне године, покривеност увоза робе и услуга извозом је повећана за 3,1 п.п., на 68,6%. Раст извоза је био резултат раста тражње на извозним тржиштима Србије, пре свега Европске уније, али и раста цена наших извозних производа.

Најбрже је у односу на исти период претходне године растао увоз опреме. Вредност увоза репроматеријала је повећана како по основу раста физичког обима, тако и по основу раста цена, у чему је највећи раст увозних цена забележен код енергената и метала. Занемарљив раст, од свега 3%, забележен је код увоза потрошних добара.

С порастом обима спољнотрговинске размене постепено су се опорављали и приходи од услуга. Они су с растом од 15,4% премашили расходе за 40 млн евра.

Приливи по основу камата на депозите и ХоВ смањени су за 17 млн евра, углавном због смањења прихода од иностраних ХоВ. Плаћање редовних камата на инокредите је повећано за 20,6 млн евра, док је одлив по основу повлачења добити смањен за 43,4 млн евра. То је утицало да се негативни салдо доходака (364,6 млн евра) одржи на нивоу као у истом периоду прошле године. Нето текући трансфери (углавном дознаке) од 1.487 млн евра повећани су за 8,8%, тако да је покриће дефицита биланса робе и услуга и камата нето приливом

средстава по основу текућих трансфера (52,0%) веће него у истом периоду претходне године (50,3%).

Страна директна улагања у Србију су повећана за 74,5 млн евра у односу на исти период прошле године. У структури страних директних улагања, као и претходне године, преовлађују инвестиције у производњу метала (18,8%), у некретнине (15,5%), трговину (13,2%), докапитализацију банака (11,0%) и у телекомуникације (3,4%). По основу портфолио улагања забележен је изразит пораст нето прилива, на 751,5 млн евра, због продаје обвезница Републике Србије нерезидентима (733,4 млн евра).

Нето коришћење осталих инвестиција (кредита и депозита) смањено је за 52,0 млн евра, због повећаног нето раздуживања банака и предузећа по основу дугорочних и краткорочних кредита. Банке су се нето раздужиле за 824,4 млн евра, готово у потпуности по основу краткорочних кредита, док су се предузећа нето раздужила за 383,3 млн евра по основу дугорочних кредита.

Таква кретања у финансијском билансу, уз одржање текућег дефицита на нивоу из истог периода претходне године, утицала су на пораст девизних резерви (према методологији платног биланса) за 200,0 млн евра у П1 2011. По текућем курсу, девизне резерве су смањене за 34,8 млн евра. Девизне резерве банака су смањене за 405,3 млн евра.

Девизне резерве Народне банке Србије су 30. јуна 2011. износиле 9.967,0 млн евра и обезбеђивале су покривеност новчане масе М1 од 431,1%, краткорочног дуга од 1.031,6% и седам и по месеци увоза робе и услуга.

У структури девизних резерви на дан 30. јуна и даље је највеће учешће, 84,4% (8.408,6 млн евра), иностраних ХоВ, следе средства на рачунима у иностранству (депозити и текући рачуни Народне банке Србије у иностранству), 9,1% (907,7 млн евра), ефективни страни новац, 2,0% (194,2 млн евра), и злато и SDR, 4,6% (456,5 млн евра).

Народна банка Србије је у П1 2011. по основу камата на депозите, SDR, рачуне по виђењу и текуће рачуне приходовала 2,9 млн евра, а по основу купона на иностране хартије од вредности 73,3 млн евра.

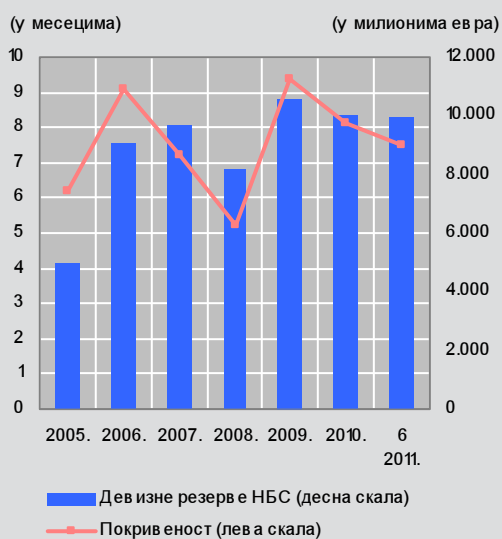
Од продаје ХоВ Републике Србије деноминираних у еврима остварен је прилив од 395,1 млн евра за финансирање буџетског дефицита. По основу коришћења кредита за Републику Србију, преко девизних резерви Народне банке Србије је остварен

Табела III.2.1. Платни биланс Србије  
(у милионима евра)

	I – VI 2010.	I – VI 2011.
<b>ТЕКУЋЕ ТРАНСАКЦИЈЕ – САЛДО</b>	-1.375	-1.382
<b>ТЕКУЋЕ ТРАНСАКЦИЈЕ БЕЗ ЗВАНИЧНЕ ПОМОЋИ – САЛДО</b>	-1.424	-1.471
<b>1. Роба (1.1 – 1.2)</b>	-2.357	-2.544
1.1. Извоз робе f.o.b.	3.335	4.113
1.2. Увоз робе f.o.b.	-5.691	-6.657
<b>2. Услуге (2.1 – 2.2)</b>	-13	40
2.1. Приходи	1.171	1.352
2.2. Расходи	-1.185	-1.312
<b>3. Биланс робе и услуга (3.1 – 3.2)</b>	-2.370	-2.504
3.1. Извоз робе и услуга	4.506	5.465
3.2. Увоз робе и услуга	-6.876	-7.969
<b>4. Доходак</b>	-372	-365
4.1. Приходи	215	201
4.2. Расходи	-587	-566
<b>5. Текући трансфери</b>	1.367	1.487
5.1. Приходи	1.501	1.661
5.2. Расходи	-134	-174
<b>КАПИТАЛНИ РАЧУН</b>	0	-1
<b>ФИНАНСИЈСКИ РАЧУН</b>	1.294	1.194
1. Директне инвестиције – нето	420	566
1.1. У иностранство (потраживања)	-102	-30
1.2. У Србију (обавезе)	522	596
2. Портфолио инвестиције – нето	73	766
2.1. Актива (потраживања)	-2	14
2.2. Пасива (обавезе)	75	752
3. Остале инвестиције	114	62
3.1. Актива (потраживања)	-150	217
3.2. Пасива (обавезе)	264	-155
4. Средства резерви	688	-200
<b>ГРЕШКЕ И ПРОПУСТИ</b>	81	189
<b>УКУПАН БИЛАНС</b>	-688	200

Извор: Народна банка Србије (ITRS), РЗС.

Графикон III.2.1. Покривеност увоза девизним резервама



Извор: Народна банка Србије.

укупан прилив од 336,9 млн евра, и то од банке Сосијете женерал, Париз, уз гаранцију Светске банке, 292,6 млн евра (за програмску подршку буџету) и ЕИБ 44,3 млн евра (за развој малих и средњих предузећа, обнову путева, мостова, школа и регионалну и општинску инфраструктуру).

Девизни прилив по основу повлачења последње транше кредита у оквиру стендбај-аранжмана с ММФ-ом износио је 51,7 млн евра.

Већи девизни прилив остварен је по основу обављања привременог платног промета с Косовом и Метохијом (136,4 млн евра), према Закону о привременом обављању одређених послова платног промета на територији СРЈ<sup>11</sup>, по коме су банке обавезне да девизни прилив који резиденти остваре у пословању с Косовом и Метохијом продају Народној банци Србије.

Девизни прилив по основу донација износио је 39,2 млн евра, што је за 7,7 млн евра више него у истом периоду претходне године.

По основу интервенција Народне банке Србије на МДТ-у, од почетка године до краја јуна, остварен је нето прилив од 25 млн евра, док је у истом периоду претходне године по овом основу из девизних резерви забележен одлив од 1,4 млрд евра.

Банке су по основу обавезне резерве од почетка године до краја јуна нето повукле 407,1 млн евра, док су по овом основу у истом периоду претходне године нето издвојиле 182,2 млн евра.

Из девизних резерви је по основу измиривања обавеза према иностраним кредиторима исплаћено 220,4 млн евра, а по основу старе девизне штедње 168,1 млн евра.

### Међународна инвестициона позиција земље

Нето међународна инвестициона позиција Србије је на крају јуна 2011. године износила –25.865,8 млн евра, за колико су финансијске обавезе резидената Србије премашиле износ финансијских средстава која су они инвестирали у иностранству. Њено учешће у БДП-у у првих шест месеци ове године износило је 85,2% и смањено је од почетка године за 0,5 п.п.

Повећање нето позиције износило је 1.041,1 млн евра, или 4,2%. То је резултат нето прилива капитала из иностранства по основу реализованих трансакција (–1.171,6 млн евра), промене вредности иностраних дужничких хартија у којима се држи резервна актива земље (–53,4 млн евра) и осталих промена насталих као последица отписа, ревалоризације, рекласификације, настанка или нестанка обавеза које нису последица трансакција (–12,6 млн евра), што је делимично неутрализовано позитивним валутним променама (196,6 млн евра).

Стање стране финансијске активе крајем јуна од 15.641,0 млн евра мање је у односу на крај прошле године за 279,6 млн евра. Одлив капитала по основу реализованих трансакција био је позитиван, али занемарљив (4,5 млн евра), а валутне промене, промене цена инструмената у којима се чува резервна актива, као и остале промене (настале

<sup>11</sup> „Службени лист СРЈ“, бр. 9/01.

Графикон III.2.2. Промена међународне инвестиционе позиције Србије (у милијардама евра)



Извор: Народна банка Србије.

углавном као последица наплате трговинских кредита путем компензације, пребијања и сл.) с негативним предзнаком, утицале су на смањење стране финансијске активе.

Стање СДИ резидената у иностранству износило је 2.959,5 млн евра и повећано је за 20,7 млн евра у првих шест месеци ове године. Портфолио инвестиције су износиле 71,8 млн евра и смањене су за 4,2 млн евра. Остале инвестиције износиле су 2.642,7 млн евра и смањене су за 261,1 млн евра, углавном као последица повлачења депозита домаћих банака из иностранства. Девизне резерве износиле су 9.967,0 млн евра, а њихова негативна промена додатно је допринела смањењу укупне стране активе за 35,0 млн евра.

Стање стране финансијске пасиве је крајем јуна 2011. износило 41.506,8 млн евра и повећано је у првих шест месеци за 761,5 млн евра. Пораст стране пасиве настао је као резултат прилива капитала по реализованим трансакцијама (1.176,1 млн евра), чији

је ефекат делимично неутрализован негативним валутним и осталим променама (-378,6 и -36,0 млн евра, респективно).

У односу на крај 2010, стање СДИ нерезидената у Србију износило је 16.238,9 млн евра и повећано је за 499,0 млн евра. Портфолио инвестиције су износиле 2.055,9, или за 672,0 млн евра више, као резултат учешћа нерезидената у куповини ХоВ Републике Србије. Остале инвестиције износиле су 23.212,1 млн евра и смањене су за 409,5 млн евра због, с једне стране, знатног раздуживања по иностраним кредитима (за 943,3 млн евра, од чега се смањење од 836,0 млн евра односи на повлачење орочених краткорочних депозита и кредитних линија нерезидената) и смањења дуга по повученој алокацији SDR од 21,8 млн евра (насталој као резултат валутних промена). Трговински кредити и депозити по виђењу бележе пораст од 423,9 млн евра и 131,7 млн евра, респективно.

## Спољни дуг

Спољни дуг Републике Србије је на крају јуна 2011. године износио 22.734 млн евра и у односу на крај 2010. мањи је за 1.052 млн евра, или 4,4%. Смањење спољног дуга резултат је смањења краткорочног дуга банака и укупног дуга предузећа. По основу курсних разлика, тј. апрецијације евра у односу на долар, SDR и друге валуте, спољни дуг је, у посматраном периоду, смањен за 257,5 млн евра. Однос спољног дуга и БДП-а на крају јуна је износио 74,8%, што представља побољшање од 7,3 п.п. у односу на крај претходне године.

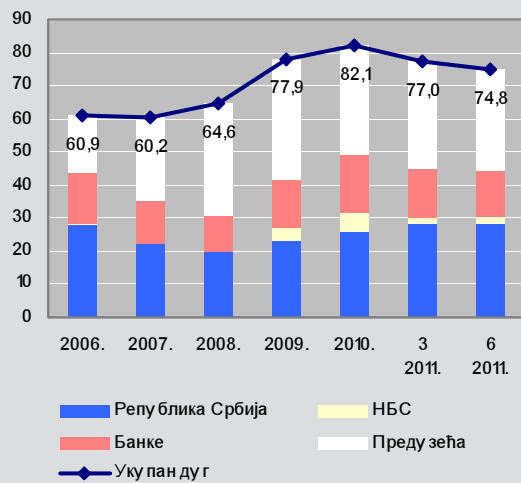
Спољни дуг јавног сектора<sup>12</sup> је у првих шест месеци 2011. повећан за 61 млн евра, или 0,7%, и на крају јуна је износио 9.138 млн евра, или 40,2% укупног дуга. Његово учешће у БДП-у је смањено на 30,1%, или за 1,2 п.п.

Спољни дуг приватног сектора износио је 13.596 млн евра на крају јуна и смањен је за 1.113 млн евра, или 7,6% у односу на крај претходне године. Његово учешће у БДП-у је смањено на 44,8%, или за 6 п.п.

<sup>12</sup> Спољним дугом Републике Србије обухваћене су и обавезе по јавном дугу према методологији ММФ-а, у којима су, поред репрограмираних старих дугова и нових задужења државе, приказане и обавезе Народне банке Србије, нерегулисане обавезе Републике Србије укључујући клириншки дуг, као и део дуга локалне самоуправе и државних фондова и агенција без гаранције државе.



Графикон III.2.3. Спољни дуг Републике Србије према сектору дужника у односу на БДП (у %)



Извор: Народна банка Србије.

Графикон III.2.4. Спољни дуг Републике Србије по инокредиторима (стање на дан 30. јуна 2010)



Извор: Народна банка Србије.

Спољни дуг банака (4.308 млн евра) током првих шест месеци 2011. мањи је за 785 млн евра, или 15,4%, у односу на крај 2010, захваљујући смањењу дуга по основу краткорочних депозита и линија (са 1.731 млн евра на 895 млн евра). Дугорочни дуг банака повећан је за 51 млн евра и на крају јуна је износио 3.413 млн евра. Стање спољног дуга предузећа (9.288 млн евра) на крају јуна мање је за 329 млн евра, или 3,4%, у односу на крај 2010. године.

Посматрано по делатностима, нето задужење по основу дугорочних кредита (веће коришћење од отплате главнице) у првих шест месеци је забележено у банкарском сектору (40,8 млн евра), сектору саобраћаја и складиштења (36,0 млн евра), сектору рударства (33,8 млн евра) и сектору грађевинарства (7,2 млн евра), док је нето раздужење (мање коришћење од отплате главнице) забележено у свим осталим секторима.

У валутној структури спољног дуга, на крају јуна, еврo је учествовао са 77,3%, долар са 9,4%, SDR са

8,5%, швајцарски франак са 4,1% и клириншки долар са 0,1%. Учешће осталих валута је износило 0,6%.

Структура спољног дуга по рочности је у првих шест месеци побољшана – учешће дугорочног дуга у укупном спољном дугу је повећано за 3,5 п.п. и на крају јуна је достигло 95,7%. Побољшали су се и индикатори који указују на способност земље да редовно сервисира обавезе по спољном дугу, тј. на екстерну ликвидност земље – однос спољног дуга и извоза робе и услуга је износио 206,3%, што представља смањење од 29,9 п.п. у односу на крај претходне године. Однос укупних отплата по спољном дугу и извоза робе и услуга је на крају јуна износио 30,9%.

Укупни дуг према међународним финансијским организацијама крајем јуна је износио 6.585 млн евра, или 29,0% укупног дуга. Консолидовани дуг према Париском клубу поверилаца износио је 1.547 млн евра, или 6,8% укупног дуга, а дуг према Лондонском клубу поверилаца 667 млн евра, или

2,9% укупног дуга. Дуг према страним владама и развојним банкама страних влада износио је 989 млн евра, или 4,3% укупног дуга, док је дуг у неконвертибилној валути (клириншки дуг) износио 21 млн евра, или 0,1% укупног дуга. Дуг према осталим страним кредиторима износио је 12.925 млн евра, или 56,9% укупног дуга, а односи се на дуг према банкама и осталим финансијским институцијама, добављачима, стратешким партнерима и осталим предузећима.

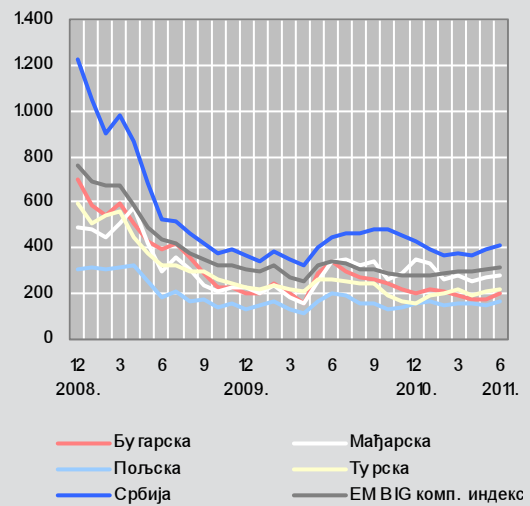
### 3. Кретања на девизном тржишту и курс динара

Динар је у току П1 номинално ојачао према евр у 3,0%. Јачао је све до маја (укупно 8,8%), да би у јуну уследило његово слабљење (5,4%). На јачање динара највише је утицао прилив капитала, пре свега по основу портфолио инвестиција. Повољан каматни диференцијал, пад премије ризика земље и повећање кредитног рејтинга Србије у марту<sup>13</sup> (рејтинг агенција *Standard & Poor's*), као и препоруке инвестиционих кућа да се улаже у динаре и динарске ХоВ, резултирали су повећаним приливом девиза по овом основу. Јачању динара допринеле су и предузете рестриктивне мере монетарне политике – повећање референтне стопе и измена регулативе о обавезној резерви банака.

Депрецијацијски притисци у јуну последица су повећане тржишне неизвесности, узроковане дужничком кризом у неким земљама зоне евра и повећањем премије ризика земље, као и одустајања државе од обнављања емисије шестомесечних записа индексираних еврима (око 200 млн евра), уз најаву емисије ХоВ деноминираних у еврима. Динар је у јуну према евр у ослабио у просеку 1,6%.

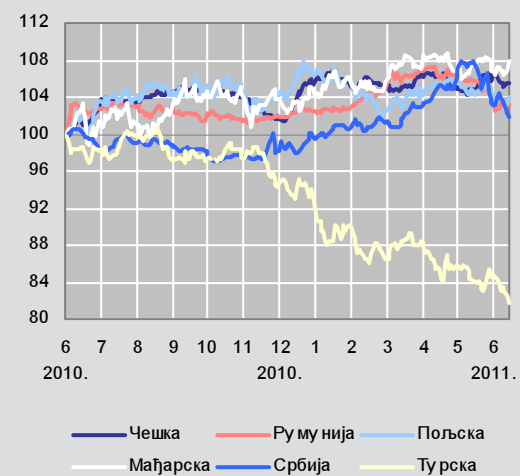
Премија ризика земље<sup>14</sup> наставила је да пада у првих пет месеци 2011. Актуелизација кризе јавног дуга у појединим земљама зоне евра од маја утицала је на њен поновни раст. Вредност индекса ЕМВИ је за све земље у транзицији повећана, при чему је раст овог индекса за Србију био нешто израженији. Крајем јуна вредност овог индекса је износила 415 б.п.

Графикон III.3.1. Показатељ премије ризика – ЕМВИ по земљама (месечни просеци, у базним поенима)



Извор: JP Morgan.

Графикон III.3.2. Кретање курсева одређених националних валута према евр<sup>\*</sup> (30. 6. 2010 = 100)



\* Раст представља апрецијацију.

Извор: Народна банка Србије и веб сајтови централних банака.

<sup>13</sup> Агенција *Standard & Poor's* је марту повећала кредитни рејтинг Србије са ББ- на ББ+ уз задржавање стабилних изгледа.

<sup>14</sup> Мериена индексом ЕМВИ (*Emerging Markets Bond Index*).

Просечна дневна трговина између банака на МДТ-у (без Народне банке Србије) у П1 је износила 65,9 млн евра. За разлику од претходних година, депрецијацију динара није пратило смањење обима трговине на МДТ-у. Напротив, од маја се бележи раст обима трговине, што указује на ефикасније функционисање девизног тржишта у Србији. Већи обим трговине био је праћен већим дневним осцилацијама курса динара. Оне су, међутим, у 2011. години и даље мање од осцилација других валута чији се курс формира слободно, нпр. пољског злата, мађарске форинте и турске лире. Повећање ликвидности МДТ-а и нешто веће осцилације курса динара требало би позитивно да утичу на коришћење инструмената заштите од девизног ризика и процес динаризације. На тромесечним девизним своп аукцијама<sup>15</sup>, Народна банка Србије је своп купила 79,0 млн евра, а своп продала 33,5 млн евра. У току П1 Народна банка Србије је интервенисала на МДТ-у куповином 45,0 млн евра и продајом девиза у износу од 30,0 млн евра.

С обзиром на јачање динара према еврџу током П1, и евра према долару, остварена је номинална апрецијација динара према долару од 12,2%. Уз номиналну апрецијацију ефективног курса динара (4,8%)<sup>16</sup> и бржи раст домаћих цена од иностраних, у П1 је забележена ефективна апрецијација динара од 9,9% (8,2% према еврџу и 16,4% према долару).

## 4. Кретања на тржишту новца

### Каматне стопе

Каматна стопа BEONIA се у току П1 кретала углавном испод референтне каматне стопе, што је указивало на знатно побољшање ликвидности банкарског сектора. Крајем периода она је била у просеку за 0,8 п.п. нижа од референтне стопе<sup>17</sup>. Просечан дневни обим промета на тржишту новца је у П1 износио 7,3 млрд динара, или за 8,2% мање у односу на исти период прошле године. У таквим условима дошло је и до раста интересовања банака за улагање у репо ХоВ.

Кретање каматних стопа BELIBOR за краће рочности било је детерминисано кретањем

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



референтне каматне стопе. У односу на крај 2010, те стопе бележе благ раст, па су се на крају јуна кретале у распону од 12,4% за BELIBORTN до 13,1% за рочност од два месеца. Дуже рочности су пратиле кретање извршних стопа на трезорске записе, а на крају периода су износиле 13,2% за рочност од три месеца и 13,4% за рочност од шест месеци.

И извршне стопе на трезорске записе рочности до једне године су током П1 биле у паду, изузев у априлу, када је референтна стопа повећана и када су економски проблеми у појединим чланицама зоне евра заострени. Од маја је уследио пад тих извршних стопа, који је делом резултат смањења обима емисије краткорочних записа. На готово свим аукцијама у том периоду тражња је надиласила понуду, тако да су крајем П1 извршне стопе на ове записе биле ниже од референтне стопе – износиле су 12,0% за рочност од три месеца и 11,9% за рочност од шест месеци.

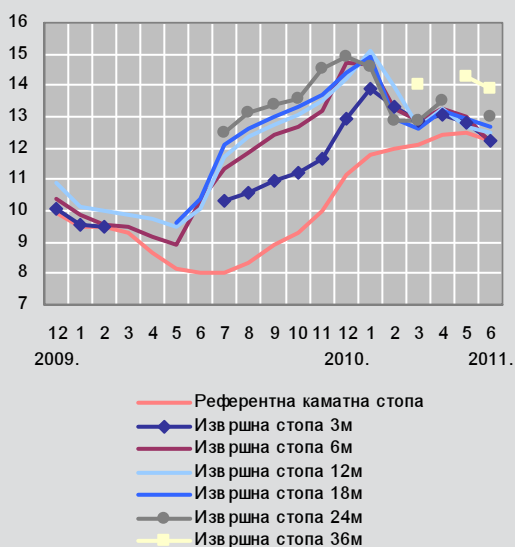
У односу на краће рочности, извршне стопе на државне ХоВ дужих рочности бележиле су бржи пад на почетку године, подстакнут појачаним

<sup>15</sup> Аукције се поново, једном недељно, организују од марта с циљем подстицања међубанкарске своп трговине девизама и развоја тржишта инструмената заштите од девизног ризика.

<sup>16</sup> Коришћени пондери: 0,8 за еврџу и 0,2 за долар.

<sup>17</sup> Просечно тромесечно одступање у претходне две године износило је -0,2 п.п.

Графикон III.4.2. Извршне стопе на трезорске записе и референтна каматна стопа (пондерисани просек, у % на годишњем нивоу)



Извор: Министарство финансија и Народна банка Србије.

Графикон III.4.3. Кретања на примарном тржишту динарских државних ХоВ и кретање референтне каматне стопе



Извор: Министарство финансија.

интересовањем страних инвеститора. Због тога је и крива приноса крајем Т1 у једном делу имала инверзан нагиб. Обим емисије дугорочних ХоВ је током Т2 повећан. Међутим, запажа се мање учешће страних инвеститора, што је допринело заустављању пада извршних стопа на ове хартије.<sup>18</sup> Држава је у марту први пут емитовала ХоВ рочности од три године. Инвеститори нису за њих показали веће интересовање, тако да су стопе на ове ХоВ износиле 14,1%, на првој, односно 14,3% и 13,9% на поновљеним аукцијама у мају и јуну.

У складу с таквим кретањима, крајем П1 је формирана крива приноса с нормалним нагибом на знатно нижем нивоу од оне из децембра 2010.

У фебруару су по први пут организоване и аукције ХоВ деноминоване у еврима. Реализација на аукцији за рочност од 53 недеље је била максимална, док је за рочност од 15 година била половична. Те хартије су поново продаване у јуну, по стопи од 5,9%, са сличном реализацијом као на претходној аукцији. У мају је организована и аукција трогодишњих хартија,

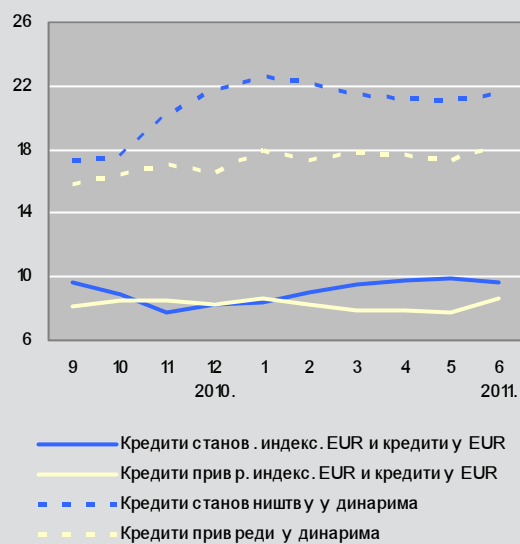
по стопи од 5,0%, када је продато нешто више од половине понуђеног износа. Током 2011. године није било емисија записа индексираних еврима. Хартије које су емитоване крајем 2010. године доспеле су 1. јула.

Укупан промет на секундарном тржишту износио је 43,9 млрд динара и 202,6 млн евра. Од тога се 21,7 млрд динара односи на хартије које су продате на дан салдирања примарног трговања. Стопе приноса до доспећа су се крајем посматраног периода кретале у распону од 11,8%, за преосталу рочност од два месеца, до 12,4%, за преосталу рочност од 10 месеци.

Каматне стопе на новоодобрене динарске кредите становништву су током П1 смањене за 0,3 п.п. и износиле су 21,5%. Цена кредита индексираних еврима је повећана са 8,3% на 9,7%. Каматне стопе на новоодобрене стамбене и потрошачке кредите ниже су за 0,3% и 2,5%, респективно, што се може довести у везу и са интензивнијом активношћу на субвенционисаном сегменту кредитног тржишта.

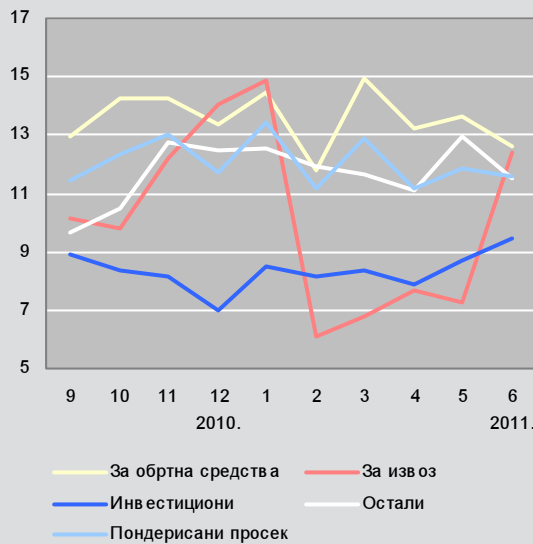
<sup>18</sup> Крајем јуна извршне стопе су се кретале од 12,5% за хартије рочности 53 недеље до 13% за хартије рочности две године.

Графикон III.4.4. Кретање каматних стопа банака на новоодобрене кредите (на годишњем нивоу, у %)



Извор: Народна банка Србије.

Графикон III.4.5. Кретање каматних стопа на динарске кредите привреди (на годишњем нивоу, у %)



Извор: Народна банка Србије.

Цена динарских кредита привреди повећана је у односу на крај 2010. за 1,7 п.п., а индексираних еврима за 0,4 п.п. Највеће повећање, посматрано према наменама, бележе каматне стопе на инвестиционе кредите.

Каматне стопе на најскупље облике задуживања (револвинг кредите, дуг по кредитним картицама и прекорачења по текућем рачуну) смањене су код оба сектора, при чему је смањење најочљивије код кредитних картица.

На крају П1 камате на динарске депозите становништва биле су готово непромењене (10,7%) у односу на крај 2010, док су камате на орочене депозите у еврима и орочене депозите индексираних еврима биле нешто ниже (за 0,4 п.п.) и износиле су 4,2%. Каматне стопе на динарске депозите привреде повећане су за 1,0 п.п. (на 12,4%), а на нове депозите у еврима или индексираних еврима су биле на нешто вишем нивоу (3,8%) него на крају 2010.

## Монетарни агрегати

### Примарни новац

Укупан примарни новац је током П1 номинално смањен за 9,2%, или реално за 15%. Посматрано у апсолутном износу, укупан примарни новац је смањен за 49,5 млрд динара, а само динарски за 5,6 млрд.

Током П1 динарски примарни новац је емитован путем девизних трансакција, док су у супротном смеру деловале динарске трансакције.

Привремени платни промет с Косовом и Метохијом, монетизација средстава с девизних рачуна државе, уз обнављање тромесечних девизних своп трансакција и нето откуп девиза на МДТ-у, утицали су на раст примарног новца.

Највећи део примарног новца повучен је путем операција на отвореном тржишту. Улагање у репо ХоВ било је атрактивно за банке током целог периода.

Табела III.4.1. **Биланс Народне банке Србије**  
(у милионима динара)

	Децембар 2010.	Јун 2011.	Промене у П1 2011.
<b>Нето потраживања од иностранства</b>	<b>892.721</b>	<b>866.392</b>	<b>-26.329</b>
Нето девизне резерве	893.497	866.204	-27.293
Бруто девизне резерве	1.055.151	1.021.233	-33.918
Кредити од ММФ-а	-161.654	-155.029	6.625
Остала нето потраживања од иностранства	-776	188	964
<b>Нето домаћа актива</b>	<b>-355.382</b>	<b>-378.585</b>	<b>-23.203</b>
Нето домаћи кредити НБС	-149.570	-206.472	-56.902
Нето потраживања од државе <sup>1)</sup>	-106.392	-137.684	-31.292
Кредити држави	1.319	1.310	-9
Депозити државе	-107.711	-138.994	-31.283
Нето потраживања од банака	-46.504	-69.191	-22.687
Кредити банкама	404	5.102	4.698
Репо операције	-46.900	-73.880	-26.980
Друге ХоВ	-8	-413	-405
Кредити јавним предузећима	0	0	0
Кредити небанкарским финансијским организацијама	5.519	5.069	-450
Кредити осталим секторима	3.404	2.500	-904
Орочени и ограничени депозити	-5.597	-7.166	-1.569
Штедни записи НБС	0	0	0
Остала нето актива	-205.812	-172.113	33.699
<b>Примарни новац</b>	<b>537.339</b>	<b>487.808</b>	<b>-49.531</b>
Динарски примарни новац	188.162	182.512	-5.650
Готов новац у оптицају	91.750	84.286	-7.464
Банкарске динарске резерве	87.412	92.181	4.769
Обавезна резерва	65.079	65.355	276
Слободне резерве	22.333	26.826	4.493
Остали депозити осталих сектора	1	0	-1
Депозити локалне самоуправе	8.999	6.045	-2.954
Девизни депозити банака	349.177	305.296	-43.881

<sup>1)</sup> Нису укључени органи локалне самоуправе.

Извор: Народна банка Србије.

Банке су, и поред јунског смањења референтне каматне стопе, повећале пласмане у репо ХоВ<sup>19</sup>. Раст средстава на динарским рачунима државе код Народне банке Србије такође је допринео (у мањој мери) повлачењу примарног новца.

Кад је реч о структури динарског примарног новца, готов новац у оптицају је смањен за 7,5 млрд динара, а депозити локалне самоуправе код Народне банке Србије за 3,0 млрд динара у односу на крај 2010. Банкарске резерве повећане су за 4,8 млрд динара, пре свега због раста слободних резерви, док је износ обрачунате обавезне резерве која се издваја у динарима остао готово непромењен у односу на крај 2010. године.

### Новчани агрегати М1, М2 и М3

Понуда новца је у П1 2011. смањена у односу на крај 2010. године, што је и уобичајено с обзиром на то да је ниво новчане масе крајем године виши.

Динарски монетарни агрегати М1 и М2 номинално су смањени 6,5% и 2,1%, а реално 12,4% и 8,3%, респективно. Томе је највише допринело смањење готовог новца у оптицају и средстава на трансакционим рачунима. Средства на динарским штедним и ороченим рачунима су повећана, пре свега по основу раста средстава на рачунима локалног нивоа власти и других финансијских организација. Средства на динарским рачунима привреде су смањена, док је ниво динарске штедње становништва остао готово непромењен у односу на крај 2010. године.

Најшири новчани агрегат, М3, номинално је током П1 смањен за 1,2%, односно реално за 7,5%, чему је допринела и апрецијација динара. Раст девизних депозита резултат је у највећој мери раста штедње становништва, који је био посебно изражен у јуну, када је започела исплата нове серије обвезница старе девизне штедње. Осигуравајућа друштва и пензиони фондови су средства пласирали у куповину 15-годишњих државних записа деноминованих у еврима,

<sup>19</sup> Започети процес ублажавања рестриктивности монетарне политике није утицао на опредељење банака да улажу у репо ХоВ. Напротив, просечне месечне вредности стања репо ХоВ исказују пораст.

што се одразило на смањење девизних депозита ових организација.

Покривеност новчане масе М3 девизним резервама Народне банке Србије је смањена са 77,5%, колико је износила крајем 2010, на 75,9% у јуну 2011, а заједно с девизним резервама банака са 90,6% на 84,9%.

Нето домаћа актива деловала је у правцу креирања, а нето иностранна актива у правцу повлачења М3. Кредитирање привреде и становништва од стране банака највише је допринело креирању М3. Држава је вршила утицај у супротном смеру – пре свега због раста депозита код Народне банке Србије, како девизних тако и динарских. С друге стране, повећано задуживање у инострану валути (највише по основу емисије ХоВ деноминираних у еврима и коришћења кредита банке Сосијете женерал за подршку буџету) компензовано је смањењем обавеза у динарима, тако да по овом основу држава није утицала на креирање М3. Смањење нето иностранне активе банака и Народне банке Србије такође је негативно утицало на креирање М3.

## Кредити банака

Кредитна активност банака током П1 2011. расла је споријим темпом у односу на исти период 2010.

Кредити привреди и становништву су у П1 остварили реални раст од 4,5%<sup>20</sup>. У односу на исти период претходне године, кредити привреди су имали успоренији реални раст (са 8,4% на 4,9%) него кредити становништву (са 5,6% на 3,6%).

Потраживања банака по основу кредита и камата од нефинансијског сектора номинално су повећана за 47,2 млрд динара (2,9%), или за 75,8 млрд динара (4,7%) ако се искључи ефекат промене курса динара.

Банке су се преваходно ослањале на домаће изворе финансирања. Највећи део средстава обезбеђен је по основу раста депозита, пре свега девизне штедне становништва. Финансирању кредитне активности је једним делом допринело и ослобађање средстава по основу измене Одлуке о обавезној резерви банака, док је у супротном смеру деловало повећано улагање у репо хартије. Минимални раст нето задужења у

Табела III.4.2. Монетарни преглед  
(у милионима динара)

	Децембар 2010.	Јун 2011.	Промене у П1 2011.
<b>Нето потраживања од иностранства</b>	<b>507.330</b>	<b>488.003</b>	<b>-19.327</b>
Нето потраживања банака од иностранства	-385.391	-378.390	7.001
<b>Нето домаћа актива банкарског сектора</b>	<b>853.448</b>	<b>856.770</b>	<b>3.322</b>
Нето домаћи кредити	1.722.550	1.736.194	13.644
Нето потраживања од државе	65.644	35.946	-29.698
Кредити држави	193.983	194.303	320
Депозити државе	-128.339	-158.357	-30.018
Кредити осталим резидентним секторима	1.656.906	1.700.248	43.342
Кредити другим финансијским организацијама	35.433	39.780	4.347
Кредити привреди	1.030.758	1.056.932	26.174
Кредити становништву	571.946	584.032	12.086
Кредити организацијама локалне самоуправе	18.106	18.574	468
Кредити непрофитним и другим организацијама	663	930	267
Остала нето актива	-869.102	-879.424	-10.322
<b>Новчана маса М3</b>	<b>1.360.777</b>	<b>1.344.772</b>	<b>-16.005</b>
Новчана маса М2	410.495	401.969	-8.526
Новчана маса М1	253.286	236.880	-16.406
Готов новац у оптицају	91.750	84.286	-7.464
Трансакциони депозити	161.536	152.594	-8.942
Динарски штедни и орочени депозити	157.209	165.089	7.880
Девизни депозити	950.282	942.803	-7.479

Извор: Народна банка Србије.

<sup>20</sup> Дефлационирано инфлацијом, по искључењу ефекта промене курса.

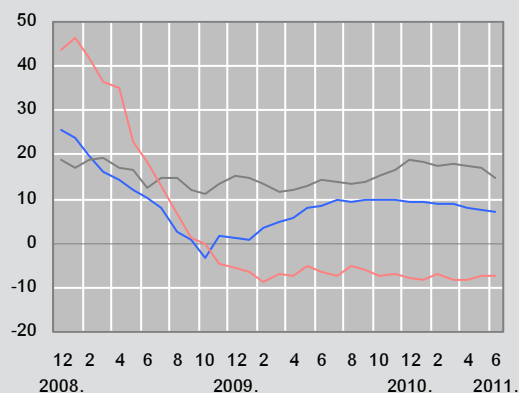
Табела III.4.3. Субвенционисани кредити у 2010. и 2011.

(у милијардама динара)

	2010.	П1 2011.
<b>Програм мера Владе за ублажавање негативних ефеката светске финансијске кризе</b>		
<b>Укупно реализовано</b>	<b>185,1</b>	<b>86,0</b>
Ликвидност	124,6	75,3
Инвестиције	24,2	8,4
Потрошачки	9,2	2,4
Динарски готовински	27,1	0,0
<b>Субвенционисани стамбени кредити</b>	<b>8,4</b>	<b>2,2</b>
<b>Субвенционисани стамбени кредити за војна лица</b>	<b>0,9</b>	<b>0,2</b>
<b>Субвенционисани кредити за пољопривреднике</b>	<b>8,1</b>	<b>-</b>

Извор: Министарство економије и регионалног развоја, Национална корпорација за осигурање стамбених кредита и Министарство шумарства, пољопривреде и водопривреде.

Графикон III.4.6. Реална потраживања банака по кредитима и директно задуживање предузећа у иностранству (међугодишње стопе раста, у %)



— Кредити становништву\*  
— Кредити привреди\*  
— Директно задуживање предузећа у иностр.

\* Дефлационирано инфлацијом, по искључењу ефекта промене курса.

Извор: Народна банка Србије.

иностранству такође се (али у мањој мери) позитивно одразио на раст кредитног потенцијала.

Кредити за ликвидност су и у П1 били најзаступљенији међу кредитима који се одобравају привреди. Раст новоодобрених инвестиционих кредита представља позитиван сигнал у погледу будућег кретања привредне активности, а такође и повећано одобравање извозних кредита. Посматрано по секторима, у највећој мери су кредитирана предузећа из области саобраћаја и индустрије. У оквиру кредита становништву, најзаступљенији међу новоодобреним кредитима били су стамбени кредити. Задуживање становништва по основу потрошачких кредита, коришћења кредитних картица и минусног салда на текућим рачунима на сличном је нивоу као и раније.

Влада је у априлу донела препоруке банкама с циљем привременог смањења терета отплате кредита становништву, а у јуну с циљем помагања привреди у превазилажењу проблема неликвидности. Банкама се сугерисало да корисницима кредита одобре период почека (становништву до две, а привреди до једне године) током којег би се плаћала само камата, с тим

што би се за исти период продужио рок отплате кредита.

Ради смањења ризика у финансијском систему, Народна банка Србије је у мају донела сет мера којима се постављају додатни захтеви у погледу девизног и девизно индексираних кредитирања физичких лица. Дозвољена је индексација кредита само у еврима, обавезан износ депозита, односно учешћа за нестамбене кредите, износи 30%, док је максимални износ хипотекарног девизног и девизно индексираних кредита ограничен на 80% вредности заложене некретнине.

Учешће динарских пласмана у укупним пласманима је током П1 расло све до јуна, када се, после дужег времена, смањило на 31,4%. Паду овог учешћа допринела је депресијација динара у јуну. Када се искључи ефекат промене курса у јуну, учешће динарских пласмана у укупним пласманима би износило 32,5%. Настојање да се у последњем тренутку избегну додатни захтеви у погледу девизног и девизно индексираних кредитирања од 30. јуна<sup>21</sup> допринело је већем одобравању стамбених, али и

<sup>21</sup> Датум почетка примене Одлуке Народне банке Србије о мерама за очување и јачање стабилности финансијског система.



потрошачких кредита, и расту учешћа девизних и девизно индексираних кредита становништву у јуну. Такође, мањи износ одобрених субвенционисаних динарских кредита привреди за ликвидност допринео је смањењу учешћа динарских кредита у новоодобреним кредитима.

Активност на субвенционисаном сегменту је настављена у П1, а била је посебно динамична током Т2. Од почетка године, банке су одобриле 88,4 млрд динара субвенционисаних кредита. Највише кредита одобрено је у склопу програма Владе за ублажавање негативних ефеката светске економске кризе (86,0 млрд динара), где су најзаступљенији били кредити за ликвидност (87,6%). С обзиром на то да су средства за субвенционисање камате на те кредите потрошена, у наредном периоду можемо очекивати нижи степен активности у овом сегменту, осим у случају да се ребалансом буџета одобре додатна средства за ове намене.

## 5. Агрегатна тражња

Агрегатна тражња забележила је пораст у Т1 и стагнацију у Т2 – стопа раста БДП-а је износила 1,4% дсз. у Т1 и 0,0% у Т2 2011.<sup>22</sup>

Раст БДП-а у Т1 резултат је раста домаће тражње (допринос 5,4 п.п.), пре свега раста инвестиционе активности приватног сектора, док је инострана тражња негативно утицала на раст БДП-а (допринос -4,0 п.п.).

Процењује се да је у Т2 домаћа тражња забележила незнатан пад (0,2%), првенствено због пада финалне потрошње. С друге стране, нешто бржи пад тражње за увозним добрима и услугама од пада извоза резултирао је благим повећањем нето извоза (1,6%). Са становишта утицаја на кретање БДП-а у Т2, позитиван допринос по основу нето екстерне тражње (0,2 п.п.) био је неутрализован негативним доприносом по основу домаће тражње (-0,2 п.п.).

На међугодишњем нивоу посматрано, раст БДП-а је, према подацима РЗС-а, износио 3,4% у Т1 и 2,2% у Т2<sup>23</sup>. Раст у оба тромесечја је био одређен растом домаће тражње, односно инвестиција, док је утицај нето екстерне тражње био негативан.

Табела III.5.1. **Расподела БДП-а**

	Тромесечне стопе раста (у %)		Доприноси тромес. расту БДП-а (п.п.)	
	2011.			
	Т1	Т2*	Т1	Т2*
<b>Бруто домаћи производ, у тржишним ценама</b>	<b>1,4</b>	<b>0,0</b>	<b>1,4</b>	<b>0,0</b>
Домаћа тражња	4,9	-0,2	5,4	-0,3
Укупна финална потрошња	-0,9	-0,9	-0,9	-0,8
Инвестиције	42,5	2,6	6,3	0,6
Нето извоз (извоз - увоз)	35,3	-1,6	-4,0	0,2

\* Процена Народне банке Србије.

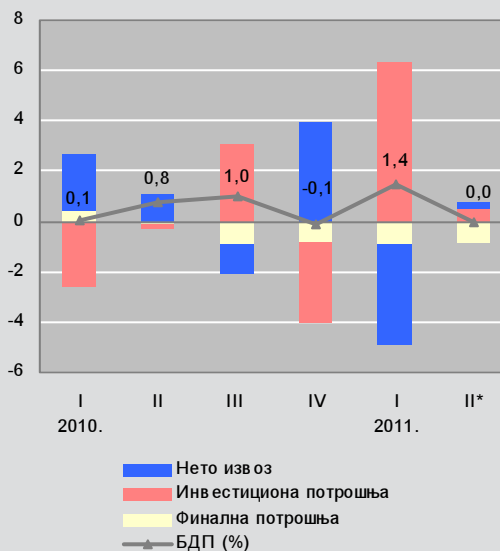
Извор: Републички завод за статистику и Народна банка Србије.

### Домаћа тражња

Домаћа тражња је забележила раст у Т1 (4,9%), док је у Т2 незнатно опала (0,2%).

Раст домаће тражње био је резултат раста инвестиција приватног сектора (и у основне и у

Графикон III.5.1. **Доприноси расту БДП-а – расходна страна**  
(у процентним поенима)



\* Процена Народне банке Србије.

Извор: Републички завод за статистику и Народна банка Србије.

<sup>22</sup> Процена Народне банке Србије за Т2 на основу прелиминарне процене мг. стопе раста РЗС-а.

<sup>23</sup> Прелиминарна процена РЗС-а.

обртне фондове), док су потрошња домаћинства и инвестиције државе смањени.

На пад домаће тражње у Т2 утицао је наставак пада финалне потрошње, пре свега потрошње домаћинства. Поред тога, пад су забележиле и приватне инвестиције у основне фондове. С друге стране, инвестиције у обртне фондове наставиле су да расту, док је инвестициона активност државе стагнирала.

## Нето екстерна тражња

У Т1 је остварен бржи дсз. раст увоза од извоза, чиме је спољнотрговинска размена негативно утицала на кретање БДП-а. Расту робног извоза највише су допринели основни метали (гвожђе и челик и обојени метали) и храна. С друге стране, раст увоза заснивао се на увозу средстава за производњу (опреме и репроматеријала), док је увоз робе широке потрошње био у паду.

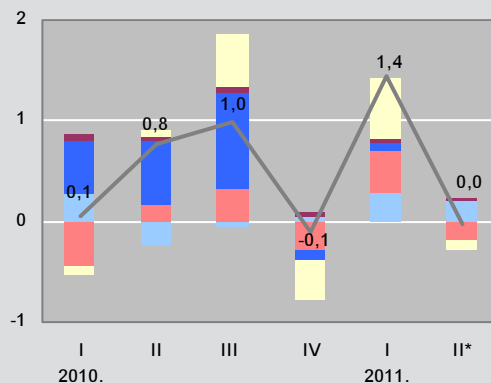
Нешто бржи дсз. пад увоза од извоза позитивно је утицао на кретање економске активности у Т2. Паду робног извоза највише је допринео пад извоза основних метала (гвожђа и челика) и хране. Пад увоза је резултат, у највећој мери, мањег увоза средстава за производњу (пре свега репроматеријала). Пад увоза робе широке потрошње је настављен.

## 6. Економска активност

БДП је у Т1 2011. остварио раст од 1,4% дсз., највише по основу раста у секторима индустријске производње (3,6%), пољопривредне производње (3,3%) и саобраћаја и складиштења (1,3%). Негативан утицај на раст економске активности, с друге стране, имао је наставак пада промета у сектору трговине на велико и мало (-1,2%), започет крајем прошле године. НДВ је остварио раст од 1,1% дсз., док је на међугодишњем нивоу раст убрзао на 3,0%.

На раст индустријске производње је утицао пре свега сектор прерађивачке индустрије, али је раст

Графикон III.6.1. Доприноси расту БДП-а – производна страна (у процентним поенима)



\* Процена Народне банке Србије.

Извор: Републички завод за статистику и Народна банка Србије.

активности забележен и у остала два сектора – сектору рударства и снабдевања електричном енергијом, гасом и паром.

У оквиру прерађивачке индустрије, највећи допринос расту дале су производња основних метала, моторних возила и приколица, као и металних производа. На раст прерађивачке индустрије негативно је утицао пад производње дуванских производа, намештаја, као и кокса и деривата нафте (ремонт Рафинерије нафте у Панчеву, започет у марту, утицао је на пад производње Нафтне индустрије Србије).

У Т2 је, према процени Народне банке Србије, економска активност стагнирала (стопа раста БДП-а 0,0% дсз.). НДВ је успорио раст на 0,6% дсз. Међугодишње посматрано, раст БДП-а је успорен на 2,2%, док је раст НДВ-а износио 1,4%. Као последица таквих кретања, економска активност је и даље испод нивоа на коме је била пре кризе.<sup>24</sup>

Стагнација економске активности у Т2 последица је, у највећој мери, пада производње у оквиру прерађивачке

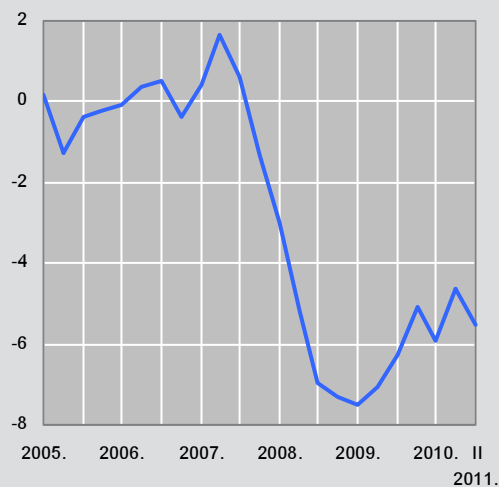
<sup>24</sup> Преткризним периодом сматрамо III 2008. године.

индустрије (1,8%), као и даљег пада промета у трговини (2,1%). Због пада производње у прерађивачкој индустрији, и укупна индустријска производња је забележила пад (0,9%). Ипак, раст, пре свега у мају, у остала два сектора – снабдевању електричном енергијом, гасом и паром и рударству – допринео је да пад индустријске производње не буде већи.

На пад прерађивачке индустрије утицао је пре свега пад у производњи моторних возила и приколица и у производњи прехранбених производа. Производња основних метала такође је смањена, углавном као последица гашења једне високе пећи у смедеревској железари *US Steel* почетком маја. С друге стране, у производњи кокса и деривата нафте је остварен раст (највећи), као и у производњи основних фармацеутских производа и препарата.

Иако је раст економске активности мерене НДВ-ом у Т1 указивао на смањење негативног производног јаза, очекивано успоравање НДВ-а у Т2 сугерише да тај јаз

Графикон III.6.2. Производни јаз\*  
(процентуално одступање од тренда)



\* Процена Народне банке Србије.

Табела III.6.1. Економска активност

	Тромесечне стопе раста (у %)		Доприноси тромес. расту БДП-а (п.п.)	
	2011.			
	T1	T2*	T1	T2*
<b>Бруто домаћи производ</b>	<b>1,4</b>	<b>0,0</b>	<b>1,4</b>	<b>0,0</b>
Пољопривреда, шумарство и рибарство	3,3	2,3	0,3	0,2
Рударство	5,3	0,9	0,1	0,0
Прерађивачка индустрија	2,4	-1,8	0,3	-0,2
Снабдевање ел. енергијом, гасом, паром и климатизација	2,3	0,6	0,1	0,0
Снабдевање водом; управљање отпадним водама	0,7	-0,1	0,0	0,0
Грађевинарство	-0,8	0,0	0,0	0,0
Трговина на велико и мало; поправка моторних возила	-1,2	-2,1	-0,1	-0,2
Саобраћај и складиштење	1,3	1,9	0,1	0,1
Услуге смештаја и исхране	-0,4	3,0	0,0	0,0
Информисање и комуникације	0,0	1,4	0,0	0,1
Финансијске делатности и делатности осигурања	1,2	1,2	0,0	0,0
Пословање некретнинама	0,9	0,3	0,1	0,0
Стручне, научне и техничке делатности	0,3	-0,6	0,0	0,0
Административне и помоћне услужне делатности	0,9	0,1	0,0	0,0
Државна управа и одбрана; обавезно социјално осигурање	1,0	-0,2	0,0	0,0
Образовање	0,0	0,2	0,0	0,0
Здравствена и социјална заштита	-0,5	0,1	0,0	0,0
Уметност; забава и рекреација	-0,3	-1,5	0,0	0,0
Остале услужне делатности	0,6	-2,1	0,0	0,0
Делатност домаћинства као послед.; произв. за сопст. потребе	-2,1	-0,7	0,0	0,0
Делатност екстериторијалних организација и тела				
Бруто додата вредност дел.	1,2	0,1	1,0	0,1
FISIM	1,5	0,7	0,0	0,0
Бруто додата вредност	1,1	0,0	0,9	0,0
Порези минус субвенције на производе	3,4	-0,5	0,6	-0,1

\* Процена Народне банке Србије.

Извор: Републички завод за статистику и Народна банка Србије.

постаје дубљи и да ће агрегатна тражња и у наредном периоду бити главни дезинфлаторни фактор.

## 7. Зараде и запосленост

Номиналне зараде су оствариле раст током П1, док су реално посматрано у Т1 благо порасле, а затим у Т2 стагнирале.

Раст номиналних зарада у Т1 је забележен у већини делатности и износио је 6,2% дсз. Највећи раст оствариле су нето зараде у сектору рударства и сектору снабдевања електричном енергијом, гасом и паром, у сектору стручних, научних, иновационих и техничких делатности и у сектору пословања с некретнинама. Реалне зараде су порасле 2,3% дсз., такође у већини делатности.

Номиналне зараде су у приватном сектору повећане 3,5%, а у јавном 4,2%. Реално посматрано, раст је био незнатан у оба сектора (0,3% и 0,6%, респективно).

Раст номиналних зарада у Т2 износио је 2,9% дсз. Пораст ових зарада је забележен и у приватном и у јавном сектору (1,9% и 4,6%, респективно). Реалне зараде су, с друге стране, стагнирале као последица пада реалних зарада у приватном сектору (0,6%) и раста реалних зарада у јавном (2,2%). Раст зарада у

јавном сектору био је условљен одмрзавањем плата, као и исплатама тромесечних бонуса, регреса и заосталих зарада.

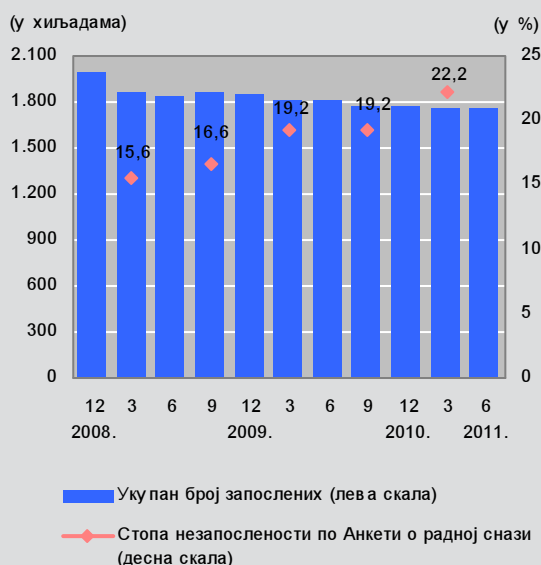
Иако је раст номиналних нето зарада у Т2 регистрован у већини делатности, реално посматрано оне су у највећем броју делатности смањене. Највеће смањење зарада регистровано је у сектору рударства, стручних, научних, иновационих и техничких делатности, као и у сектору трговине.

Просечна нето зарада у Републици Србији у П1 је износила 36.540 динара.

Глобална економска криза је погодила тржиште рада у Србији, а опоравак економске активности се још није позитивно одразио на кретања на тржишту. Број запослених је током П1 опао за 21.433 лица, или 1,1%. До пада је дошло пре свега због пада броја самосталних предузетника. Пад броја запослених забележен је такође у сектору рударства, пољопривреде и финансијском сектору. Већи раст запослености остварен је у сектору образовања, трговине на велико и мало и у сектору информисања и комуникација.

Према априлској Анкети о радној снази, стопа незапослености је повећана са 19,2% у октобру 2010. на 22,2% у априлу ове године. Број незапослених је порастао за око 84.000. Погоршана је и структура

Графикон III.7.1. Запосленост и стопа незапослености



Извор: Републички завод за статистику.

Графикон III.7.2. Кретање просечних нето зарада (десезонирани подаци, тромесечни раст, у %)



Извор: Републички завод за статистику.

незапослених лица према дужини тражења посла – стопа дугорочне незапослености (годину дана и дуже) у укупном броју активних лица је повећана за 2,5 п.п. (са 13,8% на 16,3%).

## 8. Инфлациона очекивања

Очекивања финансијског сектора у погледу кретања инфлације у наредних 12 месеци су у току П1 порасла и премашила горњу границу дозвољеног одступања од циља за тај период.

Према анкети агенције Блумберг, која испитује аналитичаре финансијског сектора, инфлациона очекивања су бележила раст током Т1 – са 7,2% у децембру 2010. на 8,3% у марту 2011. У априлу су опала на 8,0% и до краја Т2 су остала непромењена.

Резултати агенције Галуп указују на нешто другачије кретање инфлационих очекивања. Очекивања финансијског сектора су током прва четири месеца 2011. износила 7,4%, што је ниже у односу на крај 2010. године (8,7%). Пораст је уследио у мају и јуну, тако да су очекивања крајем П1 износила 9,4%. Инфлациона очекивања привреде и синдиката су у П1 опала, док су код сектора становништва остала непромењена.

И поред тога што се, након достигнутог максимума у априлу, м.г. инфлација налази на силазној путањи, инфлациона очекивања нису бележила пад. Међутим, очекивања учесника на финансијском тржишту нису пратила кретање инфлације истим темпом ни у периоду када је она расла. Сматрамо да ће с даљим падом инфлације економски субјекти своја очекивања у погледу будуће инфлације ревидирати наниже, што ће допринети процесу дезинфлације у наредном периоду.

## 9. Фискална политика

Консолидовани буџет у П1 2011. године је забележио дефицит од 64,7 млрд динара, или око 4,2% БДП-а. Укупно остварени приходи су на крају П1 износили 604,3 млрд динара, а расходи 669,0 млрд динара. Држава се у овом периоду нето задуживала код домаћих кредитора, што је утицало на смањење монетарног ефекта фискалне политике.

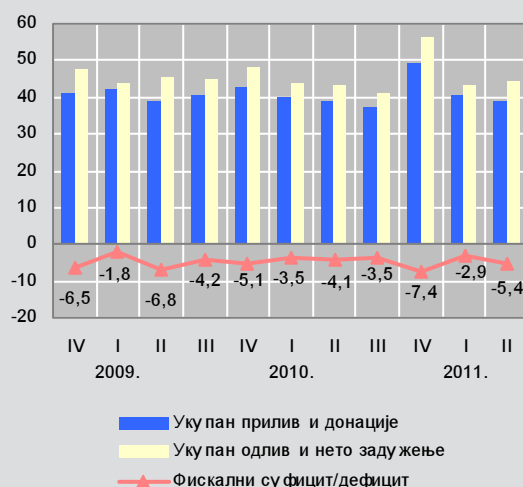
Кад је реч о фискалним приходима, њих су карактерисала лошија кретања него у истом периоду претходне године. Укупни приходи су у односу П1 2010. остварили номиналан раст од 5,9%, али реалан пад од 4,6%. Најзначајнија категорија прихода – приходи од ПДВ-а – забележили су реалан пад од 5,0%. Реални раст од 5,8% остварили су приходи од акциза.

Графикон III.8.1. Очекивана и циљана инфлација за наредну годину (у %)



Извор: Народна банка Србије.

Графикон III.9.1. Јавни приходи и расходи\* (у % БДП-а)



\* Методологија ММФ-а.

Извор: Прерачунато на основу података Министарства финансија РС.

И расходи су у П1 2011. године забележили реални пад. У односу на исти период претходне године, консолидовани расходи су реално опали за 4,0%. Издаци за зараде запослених реално су смањени за 4,4%, а трансфери становништву (укључујући пензије) за 8,2%. Међутим, издаци за камате реално су порасли за 23,4%, првенствено због реалног раста издатака по основу камата на домаће изворе финансирања (42,2%).

Током 2011. настављене су емисије државних ХоВ с циљем финансирања буџетског дефицита, тако да је стање јавног дуга по том основу на крају П1 износило 304,9 млрд динара.<sup>25</sup> Рочности динарских ХоВ

повећане су на период до 36 месеци, што је допринело даљем развоју финансијског тржишта.

Укупан јавни дуг Републике Србије на крају јуна 2011. године је износио 13,3 млрд евра, или 43,7% процењеног БДП-а у последња четири тромесечја.<sup>26</sup> Од почетка године, стање јавног дуга је повећано за 1,1 млрд евра, или за 1,8 п.п. БДП-а. Готово целокупно повећање јавног дуга односи се на повећање унутрашњег јавног дуга (емисије државних ХоВ). Спољни јавни дуг је повећан за свега 74,1 млн евра. Повећање стања јавног дуга је очекивано с обзиром на потребе финансирања планираног буџетског дефицита у 2011. години, у висини од 4,5% БДП-а.<sup>27</sup>

<sup>25</sup> Статистика јавног дуга задуживање државе евидентира по номиналној вредности ХоВ. По дисконтној вредности, стање јавног дуга по основу ХоВ на крају јуна је износило 273,8 млрд динара. Разлика постаје све већа како се повећава рочност емитованих ХоВ.

<sup>26</sup> Стање јавног дуга у јуну би било мање за 1,0 п.п. процењеног БДП-а (42,7%, уместо 43,7%) да се ХоВ евидентирају по дисконтној, а не по номиналној вредности.

<sup>27</sup> Буџетски дефицит од 4,5% БДП-а у 2011. предвиђен је новим аранжманом (тзв. аранжманом из предострожности) с ММФ-ом.

## IV. Монетарна политика у наредном периоду

Монетарна политика Народне банке Србије у наредном периоду засниваће се на Меморандуму Народне банке Србије о монетарној стратегији<sup>28</sup> и Меморандуму Народне банке Србије о циљаним стопама инфлације од 2010. до 2012. године<sup>29</sup>, а спроводиће се према Програму који је Извршни одбор Народне банке Србије утврдио крајем 2010. године.<sup>30</sup>

Мере монетарне политике ће бити усмерене на постизање циљане инфлације у средњем року. Циљ је да се инфлација постепено смањује без изазивања макроекономских поремећаја. Народна банка Србије настојаће да циљ утврђен за инфлацију оствари помоћу основног инструмента монетарне политике – каматне стопе која се примењује у спровођењу двонедељних репо операција. Висина те стопе ће се мењати на одржив, доследан и предвидив начин, зависно од економских кретања и пројекција инфлације. Поред тога, Народна банка Србије ће користити све расположиве инструменте из своје надлежности да би се циљ утврђен за инфлацију на средњи рок остварио.

У наредном периоду се очекује наставак пада међугодишње инфлације и њен повратак у границе дозвољеног одступања од циља у П1 2012. године. Најснажнији дезинфлаторни притисци очекују се по основу цена хране. По основу слабљења динара у јуну и јулу не очекују се инфлаторни притисци с обзиром на то да јачање динара у првој половини године није утицало на пад цена увозних производа, што указује

да је курс динара који су нето увозници уградили у своје производе вероватно виши од његовог садашњег нивоа. Ниска агрегатна тражња ће у средњем року деловати дезинфлаторно, на шта указује негативан производни јаз. Ипак, са опоравком економске активности дезинфлаторно дејство овог фактора ће слабити. Пад инфлације у наредним месецима требало би да допринесе паду инфлационих очекивања, што ће додатно допринети процесу дезинфлације. Регулисане цене ће, након снажног раста у П1 2011, до краја године имати умеренији раст.

Раст забринутости од негативних ефеката који могу настати у случају да се остваре ризици у појединим развијеним земљама и валутним зонама резултирао је снажним падом цена акција на светским берзама, растом цене злата и падом цена примарних производа на светским тржиштима. Тиме је неизвесност у погледу брзине даљег економског опоравка повећана и код нас. Будући да ће тржишта бити посебно осетљива на вођење фискалне политике, исказана спремност Владе да фискална политика остане у оквиру договорених правила, као и да закључи нови аранжман (тзв. аранжман из предострожности) с ММФ-ом, од кључне је важности за вођење монетарне политике и очување макроекономске стабилности.

Према процени Извршног одбора Народне банке Србије, кретање референтне каматне стопе у наредном периоду ће зависити од могућих

<sup>28</sup> Усвојен на седници Монетарног одбора Народне банке Србије 22. децембра 2008. године.

<sup>29</sup> Усвојен на седници Монетарног одбора Народне банке Србије 14. децембра 2009. године.

<sup>30</sup> Одлука о утврђивању програма монетарне политике Народне банке Србије у 2011. години, „Службени гласник РС“, бр. 95/2010.

импликација везаних за ризике у појединим развијеним земљама и валутним зонама, као и могућих фискалних ризика у земљи. Уколико фискална политика остане у оквиру договорених правила, као што се најављује, то би оставило простора за додатно ублажавање монетарне политике. Народна банка Србије ће пажљиво пратити кретања у међународном окружењу, као и реализацију планираног буџетског оквира, и, у складу с проценама ефекта на српску економију, доносити одговарајуће одлуке.

Народна банка Србије ће, у сарадњи с Владом, наставити да спроводи процес динаризаације, који је већ дао резултате и допринео јачању канала каматних стопа и ефикасности трансмисионог механизма монетарне

политике. Поред очувања макроекономске стабилности, активности ће бити усмерене и на даљи развој динарског новчаног тржишта и тржишта капитала, као и инструмената заштите од девизног ризика.

Стабилан и конкурентан финансијски систем јесте предуслов ефикасног деловања трансмисионог механизма монетарне политике. Народна банка Србије ће и даље предузимати све неопходне мере да би обезбедила постојање здравих и стабилних финансијских институција и поверење у укупан финансијски систем, како би се ефикасно мобилисала штедња и алоцирале инвестиције. Тиме ће доприносити јачању отпорности на ризике својствене финансијском пословању, као и на потресе из окружења.



## Додатак 1. Писмо Народне банке Србије Влади Републике Србије због одступања инфлације од утврђеног циља



**НАРОДНА БАНКА СРБИЈЕ**  
ГУВЕРНЕР

КГ. бр. 593 /11

Београд, 12. април 2011

**ВЛАДА РЕПУБЛИКЕ СРБИЈЕ**  
**Мирко Цветковић, председник**

Поштовани господине Цветковићу,

Будући да је инфлација шест узастопних месеци изнад дозвољеног одступања од циља, обраћамо Вам се у складу са Споразумом о циљању (таргетирању) инфлације (тачка 6, став 4) између Владе Републике Србије и Народне банке Србије, са образложењем зашто инфлација одступа од циља више од дозвољеног, у ком периоду очекујемо да ће се она вратити у оквиру дозвољеног одступања од циља, као и које мере је потребно предузети да би се то остварило.

### Разлози одступања инфлације од циљаног нивоа

Међугодишња инфлација је у другој половини 2010. и почетком 2011. године забележила снажан пораст, и то са 4,2% у јуну 2010. на 14,1% у марту 2011. године.

Извршни одбор процењује да је раст инфлације у овом периоду у највећој мери последица изузетно високог раста цена хране, а у мањој мери депресијације динара и снажног раста регулисаних цена.

Од 9,9 процентних поена колико је износио раст међугодишње инфлације од јуна 2010. до марта 2011. допринос хране износи чак 9,0 процентних поена. То значи да је на инфлацију у том периоду пресудно утицао раст цена хране, који је био последица ниске пољопривредне производње у прошлој сезони, као и знатног раста светских цена хране. С обзиром на висок учешће хране у индексу потрошачких цена, од 37,8%, инфлација у Србији је посебно осетљива на ценовне шокове ове групе производа. Поред тога, због затечених системских решења, цене хране у Србији су знатно нестабилније од истих цена у земљама у окружењу, и то је условило њихов виши раст у последња три квартала.

Расту инфлације, иако у мањој мери, преко раста увозних цена, привремено је допринело слабљење динара у периоду мај - јул 2010. године, што је у највећој мери последица ескалације кризе јавног дуга у појединим земљама Еврозоне из нашег непосредног окружења и последичног раста премије ризика региона југоисточне Европе, па и Србије.

Такође, расту инфлације допринео је и раст регулисаних цена, нарочито изражен од почетка ове године. Са априлским корекцијама, пре свега електричне енергије, раст регулисаних цена већ у прва четири овогодишња месеца биће у горњој половини планираног распона раста за целу 2011. ( $7\pm 2\%$ ).

Народна банка Србије је у циљу обуздавања инфлаторних притисака у последњих осам месеци поострила монетарну политику. Међутим, с обзиром на јачину и карактер шока, као и изражену волатилност цена хране, инфлација је и даље изнад границе дозвољеног одступања од циља.

#### **Период у коме се очекује повратак инфлације у оквире дозвољеног одступања од циља**

Извршни одбор Народне банке Србије предузеће све што је у његовој надлежности да се инфлација у средњем року врати у оквире дозвољеног одступања од циља. Уколико не дође до непредвиђених шокова, очекујемо да ће инфлација почети да се враћа ка инфлационом циљу од трећег квартала 2011, да ће се вратити у границе дозвољеног одступања од циља у првој половини 2012, и да ће се приближити средњој вредности циља до краја те године (циљ за крај 2012. је 4%).

Брзина враћања инфлације ка циљу зависиће у великој мери од успешности пољопривредне сезоне 2011 - 2012. Уколико нова пољопривредна сезона буде уобичајена значајно смањење инфлације очекује се већ од средине 2011. године. Евентуално лошија пољопривредна сезона од прошлогодишње могла би да одложи и успори процес смањења инфлације.

#### **Мере економске политике за враћање инфлације у оквире дозвољеног одступања од циља**

Народна банка Србије је од августа 2010. почела да предузима рестриктивне мере, сукцесивним повећањима референтне стопе, са 8% на 12,5% и изменом одлуке о обавезној резерви којом је заустављен процес њене релаксације. Са падом премије ризика и повољнијим кредитним

рејтингом, динар је крајем 2010. и почетком 2011. године ојачао према еврџ, што ће помоћи у процесу смањења инфлације.

Уважавајући да је карактер актуелних инфлаторних притисака пресудно опредељен нестабилношћу на тржишту хране, верујемо да делимо став да би без одлагања требало да се утврде и реализују системске мере и активности које би допринеле стабилизацији овог тржишта и битном смањењу нестабилности цена хране. Уз одржавање планиране политике доходака, овим би се допринело ефикасности мера монетарне политике и избегле нагле промене њеног карактера изазване флукуацијама инфлације и инфлационих очекивања, што би додатно доприносило макроекономској стабилности, очувању раста економске активности и запослености.

Очекујемо да ће се пуни ефекти до сада предузетих мера монетарне политике на инфлацију тек испољити, а Народна банка Србије ће у наредном периоду проценити да ли је потребно додатно заоштравање монетарне политике, узимајући у обзир све инструменте које има на располагању да би се обезбедило враћање инфлације на циљ у средњем року.

С поштовањем,



Драгана Шошкић



## Списак графикана и табела

### Графикони

II.2.1.	Референтна каматна стопа и коридор каматних стопа	4
II.2.2.	Стање продатих ХОВ	5
II.2.3.	Обим стерилизације инструментима монетарне политике	6
II.3.1.	Кретање инфлације	8
II.3.2.	Базна инфлација по компонентама	8
II.3.3.	Доприноси компоненти ИПЦ међугодишњој инфлацији	9
III.1.1.	Кретање економске активности по регионима	11
III.1.2.	Кретање цена нафте и бакра	12
III.1.3.	Индекс светских цена хране	13
III.2.1.	Покривеност увоза девизним резервама	15
III.2.2.	Промена међународне инвестиционе позиције Србије	16
III.2.3.	Спољни дуг Републике Србије према сектору дужника у односу на БДП	17
III.2.4.	Спољни дуг Републике Србије по инокредиторима	17
III.3.1.	Показатељ премије ризика – ЕМВИ по земљама	18
III.3.2.	Кретање курсева одређених националних валута према евр	28
III.4.1.	Кретања на преконоћном међубанкарском тржишту новца и кретање референтне стопе	19
III.4.2.	Извршне стопе на трезорске записе и референтна каматна стопа	20
III.4.3.	Кретања на примарном тржишту државних ХоВ и кретање референтне каматне стопе	20
III.4.4.	Кретање каматних стопа банака на новоодобрене кредите	21
III.4.5.	Кретање каматних стопа на динарске кредите привреди	21
III.4.6.	Реална потраживања банака по кредитима и директно задуживање предузећа у иностранству	24
III.5.1.	Доприноси годишњем расту БДП-а – расходна страна	25
III.6.1.	Доприноси годишњем расту БДП-а – производна страна	26
III.6.2.	Производни јаз	27
III.7.1.	Запосленост и стопа незапослености	28
III.7.2.	Кретање просечних нето зарада	28
III.8.1.	Очекивана и циљана инфлација за наредну годину	29
III.9.1.	Јавни приходи и расходи	29

### Табеле

II.3.1.	Раст и доприноси компоненти расту потрошачких цена у П1 2011	9
III.2.1.	Платни биланс Србије	14
III.4.1.	Биланс Народне банке Србије	22
III.4.2.	Монетарни преглед	23
III.4.3.	Субвенционисани кредити у 2010. и 2011.	24
III.5.1.	Расподела БДП-а	25
III.6.1.	Економска активност	27

**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