

ГОДИШЊИ ИЗВЕШТАЈ О МОНЕТАРНОЈ ПОЛИТИЦИ



Народна банка Србије

2010

ГОДИШЊИ ИЗВЕШТАЈ
О МОНЕТАРНОЈ ПОЛИТИЦИ

2010

НАРОДНА БАНКА СРБИЈЕ

Београд, Краља Петра 12

Тел. 011/3027-100

Београд, Немањина 17

Тел. 011/333-8000

www.nbs.rs

Тираж: 70 примерака

ISSN 2217-6292

Уводна напомена

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

Статутом Народне банке Србије² утврђено је да наведени извештаји садрже податке и анализе о стратегији монетарне политике, макроекономским кретањима (међународном окружењу, платнобилансним кретањима, међународној инвестиционој позицији земље, спољном дугу, монетарним агрегатима, кретању цена, зарадама и запослености, као и другим макроекономским кретањима), о утврђеној и спроведеној монетарној политици (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.

Годишњи извештај о монетарној политици у 2010. размотрен је и усвојен на седници Извршног одбора 23. јуна 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

Мира Ерић Јовић, вицегувернер

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

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

**СКРАЋЕНИЦЕ КОРИШЋЕНЕ
У ОВОМ ИЗВЕШТАЈУ**

БДП – бруто домаћи производ

б.п. – базни поен

ЕЦБ – Европска централна банка

ЕМВИ – индекс обвезница тржишта у успону

ФЕД – Систем федералних резерви САД

FISIM – услуге финансијског посредовања индиректно мерене

ИПЦ – индекс потрошачких цена

МДТ – међубанкарско девизно тржиште

млн – милион

млрд – милијарда

ММФ – Међународни монетарни фонд

НДВ – непољопривредна додата вредност

ХОВ – хартије од вредности

п.п. – процентни поен

Не наводе се друге општепознате скраћенице.

Садржај

I. Стратешки оквир монетарне политике	1
II. Монетарна политика и остварење циљане инфлације	3
1. Монетарна политика у 2010. години	3
2. Инструменти монетарне политике	4
Операције на отвореном тржишту	4
Депозитне и кредитне олакшице	5
Обавезна резерва (динарска и девизна основица)	6
Операције на девизном тржишту	6
Девизни своп	7
Аукцијски краткорочни динарски кредити	8
Остале каматне стопе	8
3. Остварење циљане инфлације у 2010. години	8
III. Макроекономски услови спровођења монетарне политике у 2010. години	11
1. Међународно окружење	11
2. Међународне трансакције	13
Платнобилансна кретања и девизне резерве	13
Међународна инвестициона позиција земље	16
Спољни дуг	17
3. Кретања на девизном тржишту и курс динара	19
4. Кретања на тржишту новца	21
Каматне стопе	21
Монетарни агрегати	23
Кредити банака	26
5. Агрегатна тражња	27
Домаћа тражња	27
Нето екстерна тражња	27
6. Економска активност	28
7. Зараде и запосленост	30
8. Инфлациона очекивања	30
9. Фискална политика	31
IV. Монетарна политика у 2011. години	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 Србије³ 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 банака⁴ 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 2012.⁵ 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.

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

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

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

⁵ *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 2010. години

Знатан пад агрегатне тражње и инфлационих очекивања условио је наставак ублажавања монетарне политике и у првој половини 2010. године. Замрзнуте зараде у јавном сектору и пензије, као и веома низак реални раст зарада у приватном сектору, били су основни фактори одржавања ниске домаће тражње. Тај период карактерише и пад инфлаторних очекивања, слабији од очекиваног ефекат преноса девизног курса на базну инфлацију и наставак пада цена хране.

Референтна каматна стопа је снижавана у три наврата (у марту, априлу и мају, сваки пут за 50 б.п.) до нивоа од 8%. Монетарна политика је ублажена и доношењем нове одлуке о обавезној резерви банака код Народне банке Србије, која је ступила на снагу 18. марта с применом од 18. априла (којом се обезбеђује да се усклађивање с новом стопом врши кроз додатно стимулисање активности банака, и на страни прикупљања депозита и задужења у иностранству и на активној страни, кроз кредитну активност банака). Степен експанзивности монетарне политике је додатно повећан због депрецијације динара и повећања депрецијацијског јаза реалног девизног курса.

Међугодишња инфлација је у првој половини 2010. године наставила да се смањује и у јуну је била испод доње границе дозвољеног одступања од циља шест месеци узастопно. Као што је Споразумом с Владом о циљању инфлације предвиђено, Народна банка Србије је у јулу 2010. 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 на циљ. У писму је наведено да су неочекивано ниска агрегатна тражња и пад цена хране кључни разлози за инфлацију нижу од циљане. При том нису предложене додатне мере монетарне политике, будући да је оцењено да су мере које су до тада предузете довољне да се инфлација већ у другој половини 2010. врати у границе циља.

Ескалација кризе јавног дуга у појединим чланицама еврозоне из нашег окружења утицала је на раст премије ризика земаља југоисточне Европе, па и Србије. У Србији је због раста премије ризика и слабљења динара у периоду мај–јун дошло до раста увозних цена, као и раста инфлационих очекивања. И поред тога, средином године се чинило да ће се инфлација кретати у границама циља. Међутим, лоша пољопривредна сезона, као и знатан раст светских цена хране, проузроковали су знатна поскупљења хране у Србији, што је пресудно утицало на раст инфлације у другој половини године. Ради обуздавања инфлаторних притисака, дошло је до заокрета у монетарној политици – Извршни одбор је од августа до краја године референтну каматну стопу повећавао (у пет наврата) до нивоа од 11,5%. Међутим, због јачине и карактера поремећаја, инфлација је већ у октобру премашила горњу границу дозвољеног одступања од циља. Раст инфлације је настављен и у наредна два месеца, пре свега по основу знатног раста цена хране, и крајем године инфлација је износила 10,3% (циљ за крај године $6 \pm 2\%$).

С циљем обуздавања инфлаторних притисака, Народна банка Србије је почетком 2011. године наставила да предузима рестриктивне мере монетарне политике. Пуни ефекти предузетих мера ће

се тек испољити, а Народна банка Србије ће и у наредном периоду користити све расположиве инструменте монетарне политике како би се обезбедила стабилизација инфлације око циља у средњем року.

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 друге инструменте монетарног регулисања, пре свега обавезну резерву и операције на девизном тржишту.

Операције на отвореном тржишту

Двонедељне репо операције по референтној каматној стопи Народне банке Србије су основни инструмент спровођења операција на отвореном тржишту. Улога референтне каматне стопе подржана је коридором каматних стопа на депозитне и кредитне олакшице и другим операцијама на отвореном тржишту.

Референтна каматна стопа је са 9,5% годишње с краја 2009. у току 2010. године мењана следећом динамиком:

- смањивана је од марта до маја за укупно 1,5 п.п., и то крајем марта на 9,0%, почетком априла на 8,5% и средином маја на 8,0%;

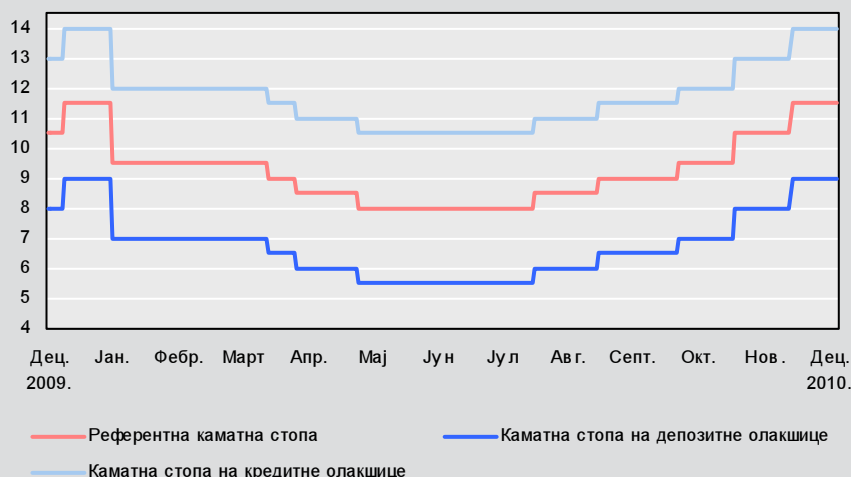
- повећавана је од августа до децембра за укупно 3,5 п.п., и то почетком августа на 8,5%, почетком септембра на 9,0%, средином октобра на 9,5%, средином новембра на 10,5% и почетком децембра на 11,5% и на том нивоу је остала до краја 2010. године.

Операције на отвореном тржишту Народна банка Србије је спроводила својим ХоВ. Ради стерилизације вишка ликвидних средстава у банкарском систему, у 2010. 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 хартијама у оквиру исте серије, као и да једноставније управљају ликвидношћу.

Током године организоване су 52 аукцијске репо продаје ХоВ. Аукције за двонедељне репо операције организоване су једном недељно по моделу фиксне каматне стопе. Укупна продаја ХоВ износила је 2.499,5 млрд динара. Остварени обим продаје био је мањи него у претходне две године (у 2009. продаја је износила 3.121,9 млрд, а у 2008. 5.239,1 млрд динара).

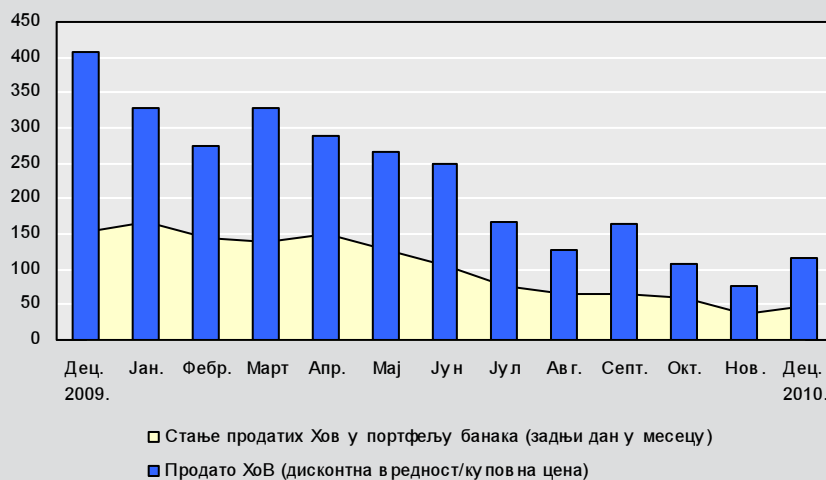
За разлику од раста продаје ХоВ Народне банке Србије у другом полугодишту 2009. године, у првом

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



Извор: Народна банка Србије.

Графикон II.2.2. Репо продаја и стање продатих ХоВ
(у милијардама динара)



* Дефлационирано инфлацијом, по искључењу ефекта промене курса.

Извор: Народна банка Србије.

полугодишту 2010. забележен је пад продаје тих хартија, тако да је њихово просечно стање у портфељу банака смањено са 148 млрд на 136 млрд динара. У односу на крај 2009. године, стање ХоВ у портфељу банака је крајем јуна 2010. смањено за 46 млрд и износило је 105,7 млрд динара. Међу најважнијим факторима који су утицали на смањење продаје били су депрецијацијски притисци и продаја девиза Народне банке Србије на МДТ-у), што је утицало на повлачење динарске ликвидности.

У другој половини године настављено је смањење продаје ХоВ. У новембру је забележен најнижи месечни износ продаје (77,7 млрд динара) у 2010. години. Најниже стање продатих ХоВ регистровано је почетком децембра и износило је 36,6 млрд динара. Током децембра продаја је благо повећана, тако да је стање продатих ХоВ на крају године износило 46,9 млрд динара. То стање је било знатно ниже него на крају 2009. године, када је портфељ ХоВ код банака износио 151,7 млрд динара. Средства за куповину девиза од Народне банке Србије у 2010. години банке су у највећој мери обезбеђивале смањењем репо стања (104,8 млрд динара) и средствима ослобођеним по основу смањења динарске обавезне резерве.

Да би се стерилисала ликвидност по основу ослобађања динарске обавезне резерве, Народна банка Србије је у априлу организовала једну аукцију **трајне продаје обвезница Републике Србије** (у номиналном износу од 10,7 млрд динара) које су емитоване 2004. године за измирење обавеза према Народној банци Србије.

Депозитне и кредитне олакшице

У складу са Одлуком о условима и начину депоновања вишкова ликвидних средстава банака код Народне банке Србије, банке су и током 2010. године наставиле с преконоћним депоновањем средстава код Народне банке Србије. Ова одлука у 2010. години није мењана.

Просечно стање средстава банака депонованих код Народне банке Србије у 2010. години износило је 1,78 млрд динара, с тим што је минимално просечно месечно стање забележено у фебруару (0,53 млрд динара), а максимално у децембру (5,73 млрд динара).

Народна банка Србије је и током 2010. године наставила да примењује одлуку којом су прописани услови и начин одобравања кредита за одржавање дневне ликвидности банака на основу залоге ХоВ (кредити за дневну ликвидност банака). Одлука о кредитима за дневну ликвидност банака је током године једном мењана, и то у јуну. Изменом је преостали рок до доспећа динарских и девизних дугорочних ХоВ Републике Србије, у тренутку њиховог залагања код Народне банке Србије, продужен с једне на две године.

Коришћење кредита за дневну ликвидност банака повећано је у 2010. години. Банке су ову олакшицу могле да користе као унутардневни (енгл. *intraday*) кредит или као преконоћни (енгл. *overnight*) кредит за ликвидност. Унутардневни кредит је користило 12

банака током целе године, а преконоћни кредит осам банака, и то само у јуну. Банке су унутардневни кредит користиле у укупном износу од 470 млрд динара, док је коришћење преконоћног кредита било знатно ниже, износило је 36,6 млрд динара.

Обавезна резерва (динарска и девизна основица)

У складу с Програмом монетарне политике Народне банке Србије у 2010. години, настављена је примена обавезне резерве као помоћног инструмента монетарне политике.

У марту 2010. године, Народна банка Србије је усвојила нову Одлуку о обавезној резерви банака код Народне банке Србије. Разлог за то је чињеница што је обавезна резерва у претходном периоду у великој мери коришћена и у функцији ублажавања негативних ефеката светске економске кризе, али и то што је постојала велика диференцијација стопа, велики број изузетака (како на страни пасиве, тако и на страни активе), нејединствена структура издвајања и компликован начин обрачуна, чиме је постепено нарушаван основни концепт овог инструмента монетарне политике.

Новом Одлуком су прописане бројне измене у примени инструмента обавезне резерве:

- измењена је основица за обрачун обавезне резерве, и то тако да динарску основицу чине само неиндексиране обавезе, док је основица за обрачун девизне обавезне резерве проширена укључивањем динарских обавеза индексираних девизном клаузулом;

- коригован је број изузетака на које се не обрачунава девизна обавезна резерва; трајно су изузете обавезе по основу средстава од међународних финансијских организација, односно влада страних држава, примљених посредством државе као главног дужника или пак непосредно; трајно су изузете и субординиране обавезе које се укључују у допунски капитал банке, док су привремено изузете обавезе у динарима по основу депозита и кредита примљених из иностранства у периоду од 1. октобра 2008. до 31. марта 2010. године, и то до првобитно утврђеног рока доспећа тих обавеза, а најкасније до 31. децембра 2013. године;

- укинута су изузеци – пласмани и кредити за које се умањивала основица за обрачун обавезне резерве;

- унифицирана је и снижена стопа по којој банке обрачунавају обавезну резерву и утврђена у висини од 5% на динарску и 25% на девизну основицу;

- обрачун и издвајање девизне обавезне резерве по основу средстава која даваоци лизинга држе на посебном рачуну код банака регулисани су посебном одлуком.

Одлука је конципирана тако да обезбеђује да се усклађивање с новим стопама врши кроз додатно стимулисање активности банака, и то како на страни прикупљања депозита и додатног задуживања у иностранству, тако и на активној страни, кроз кредитну активност банака.

Ради амортизовања знатних ефеката по основу ослобађања девизне обавезне резерве и укидања појединих одбитних ставки везаних за кредитну активност банака, предвиђено је да нови модел обрачуна обавезне резерве буде уведен након прелазног периода од годину дана.

Будући да је и раније кроз инструмент обавезне резерве подржавала Светски дан штедње – 31. октобар, Народна банка Србије је ради даље афирмације динарске штедње становништва у октобру 2010. године усвојила измене одлуке о обавезној резерви. Поменутом одлуком банке су ослобођене издвајања обавезне резерве по основу орочене динарске штедње положене у „Недељи штедње“, тј. у периоду од 1. до 8. новембра 2010. године, и то до истека периода орочавања те штедње.

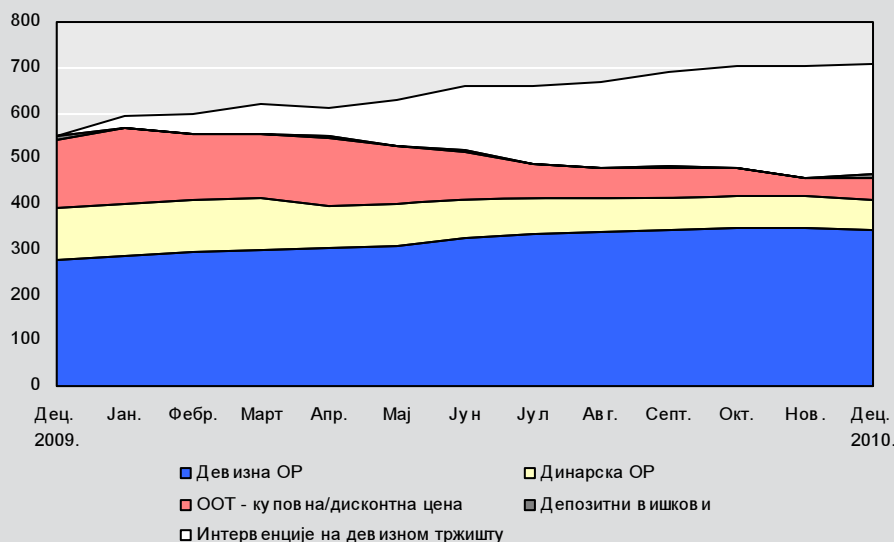
Операције на девизном тржишту

У складу са стратегијом циљања инфлације, Народна банка Србије спроводи режим руковођено пливајућег девизног курса, уз могућност коришћења интервенција на девизном тржишту ради смањења прекомерних дневних осцилација курса и/или стимулисања обима промета, као и у случају угрожености финансијске и ценовне стабилности.

У току 2010. године, Народна банка Србије је на МДТ-у укупно банкама продала 2.569,7 млн евра, односно од банака купила 236,5 млн евра.

У току првог тромесечја динар је номинално депрецирао у односу на евро за 3,9%, а реално за 2,3%. Народна банка Србије је интервенцијама (631,5 млн евра) настојала да ублажи прекомерне дневне

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



Извор: Народна банка Србије.

осцилације курса динара и/или стимулише обим промета с циљем несметаног функционисања девизног тржишта.

Након стабилизације девизног курса у априлу, када је Народна банка Србије продала 5 млн евра, од маја се јављају снажни депрецијацијски притисци генерисани пре свега повећањем премије ризика земље (забележеног у целом региону) због негативне перцепције инвеститора у погледу последица фискалне кризе у појединим чланицама еврозоне.

Од маја до краја 2010. године Народна банка Србије је продала још 1.933,2 млн евра. Поред интервенција продајом девиза, Народна банка Србије је интервенисала и куповином, и то у августу 10 млн евра (када је дошло до краткотрајних апрецијацијских притисака) и у децембру, када је износ куповине девиза достигао 226,5 млн евра. До јачања домаће валуте крајем године дошло је због повећаног прилива девиза од нерезидената након побољшања прогнозе кредитног рејтинга земље с „негативног“ на „стабилан“ од стране агенције *Fitch* и смањења премије ризика земље при повећању референтне каматне стопе.

На крају 2010. динар је у односу на крај 2009. године номинално депрецирао према еврџу 9,1%, а реално 1,9%.

Девизне интервенције Народна банка Србије је спроводила посредством *Reuters Dealing System*-а и организујући спот аукције девиза. Интервенције посредством *Reuters Dealing System*-а реализоване су прихватањем курсева које су нудиле банке (улога *price taker*-а). На тај начин је продато 1.575 млн евра, а купљено 125 млн евра. У улози *price taker*-а Народна банка Србије се појављивала и на спот аукцијама организујући их по варијабилном методу – вишеструки курс динара према еврџу – и на тај начин је продато 994,7 млн евра, а купљено 111,5 млн евра.

Девизни своп

Као једну од посебних мера подршке финансијској стабилности у Републици Србији уведених у мају 2009. године, Народна банка Србије је и током 2010. организовала своп аукције куповине и продаје девиза с роком доспећа од две недеље. На њима није било понуда банака за продају, односно куповину девиза.

Од априла до јула 2010. године Народна банка Србије је организовала своп аукције продаје, односно куповине девиза с рочношћу од три месеца, које су представљале регуларан инструмент обезбеђења девизне, односно динарске ликвидности. Циљ њиховог организовања било је стимулисање развоја међубанкарске своп трговине и развоја тржишта

инструмената заштите од девизног ризика. На 28 организованих своп аукција, по тржишним условима, али са ограниченим количинама, Народна банка Србије је своп продала 109,2 млн евра и купила 152,5 млн евра.

Аукцијски краткорочни динарски кредити

Као меру подршке финансијској стабилности земље, Народна банка Србије је и у 2010. години једном месечно организовала аукције краткорочних кредита ради обезбеђења динарске ликвидности банака. Од укупно 12 организованих аукција, краткорочни динарски кредити одобрени су на две аукције, у укупном износу од 551,3 млн динара.

Остале каматне стопе

Остале каматне стопе по којима Народна банка Србије наплаћује камату на кредитне и друге пласмане, као и на друга потраживања Народне банке Србије и по којима плаћа камату на средства банака код Народне банке Србије, прописане су *Одлуком о каматним стопама које Народна банка Србије примењује у поступку спровођења монетарне политике*. Поменута одлука је допуњена у марту 2010. године одредбом која утврђује висину каматне стопе по којој Народна банка Србије обрачунава камату на износ разлике између обрачунатог износа и оствареног просечног дневног стања издвојене лизинг обавезне резерве, као и на износ разлике између прописаног и обрачунатог износа лизинг обавезне резерве банке у

обрачунском периоду. У складу с допуном ове одлуке, измењена је и *Одлука о начину обрачуна, наплате и плаћања камате Народне банке Србије*.

Релативан однос есконтне стопе Народне банке Србије према референтној каматној стопи је током 2010. године мењан крајем марта са 85% на 90% и средином маја са 90% на 100% референтне каматне стопе.

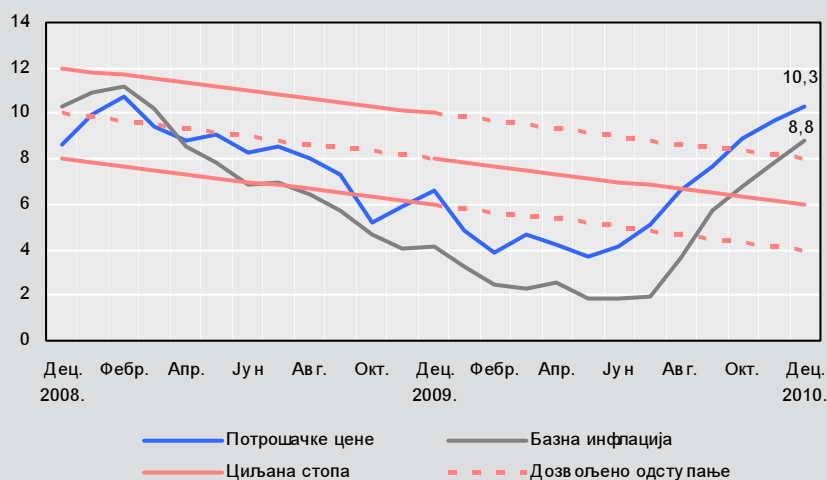
3. Остварење циљане инфлације у 2010. години

Међугодишња инфлација је током 2010. године имала различит правац кретања у првој и другој половини године. У првој половини године кретала се испод доње границе дозвољеног одступања од циља, да би средином године дошло до заокрета – почела је да расте и у октобру је прешла горњу границу дозвољеног одступања од циља. Раст међугодишње инфлације је у наредна два месеца настављен и крајем године је износио 10,3% (циљ $6 \pm 2\%$).

У првој половини године међугодишња инфлација је с нивоа од 6,6% у децембру 2009. (циљ $6-10\%$) пала у јуну на 4,2% (циљ $7 \pm 2\%$). Кретање међугодишње инфлације било је вођено кретањем базне инфлације, која је у првој половини године успоравала међугодишњи раст и с нивоа од 4,1% у децембру 2009. пала на 1,9% у јуну 2010.

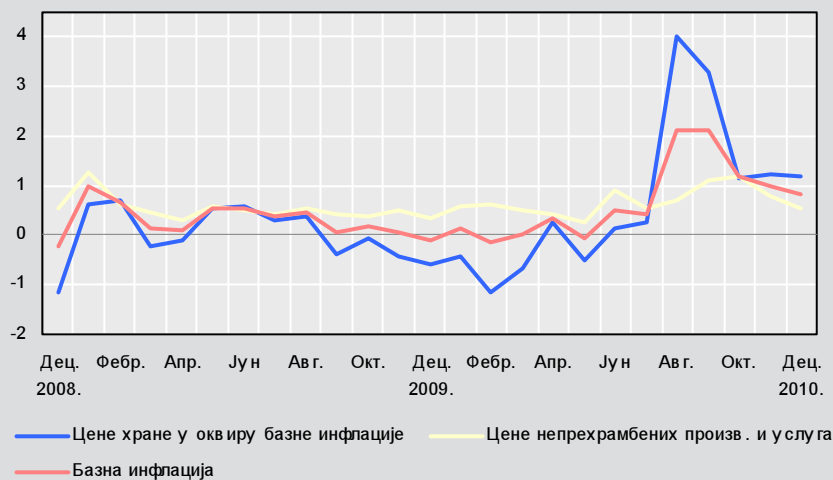
Пад међугодишње инфлације у првој половини године био је последица деловања два основна фактора –

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



Извор: Републички завод за статистику и Народна банка Србије.

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



Извор: Народна банка Србије.

ниске агрегатне тражње и пада цена хране. До смањења агрегатне тражње дошло је по више основа. Прво, пад економске активности, изазван смањењем екстерне тражње у условима финансијске кризе, одразио се на финансијску позицију приватног сектора смањујући запосленост и зараде, али и ограничавајући могућности инвестирања. Друго, на смањење инвестиција и потрошње утицали су и смањени приливи из иностранства и мања понуда домаћих кредита. Треће, нижи фискални приходи, који су били последица пада економске активности, условили су рестриктивну политику доходака, пре свега кроз меру замрзавања зарада у јавном сектору и пензија.

Поред ниске агрегатне тражње, на остварење ниже инфлације од циљане утицао је и неочекивани пад цена хране. Релативно добра 2009. година у области пољопривреде и задовољавајућа понуда пољопривредних производа на домаћем тржишту допринели су појефтијењу тих производа. То је, уз ниску агрегатну тражњу, условило пад цена индустријско-прехрамбених производа крајем 2009. и у првој половини 2010. године.

Раст потрошачких цена у првој половини 2010. године од 4,5% био је у највећој мери одређен кретањем регулисаних цена (допринос укупној инфлацији 2,1 п.п.) и цена пољопривредних производа⁶ (допринос 1,9 п.п.). Расту укупне инфлације у овом периоду највише је допринело поскупљење електричне

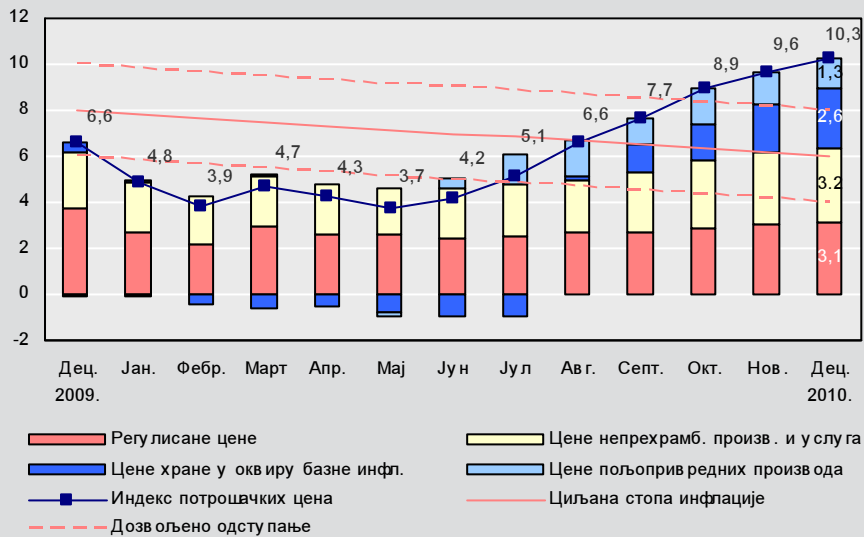
енергије, цигарета и нафтних деривата. Поред тога, раст цена пољопривредних производа био је нешто бржи од сезонски уобичајеног. С друге стране, због дезинфлаторних ефеката по основу цена прерађене хране, базна инфлација је била знатно нижа (0,8%) у поређењу са укупном инфлацијом.

Међутим, од средине 2010. међугодишња инфлација бележи раст и у октобру прелази горњу границу дозвољеног одступања од циља. Инфлаторни притисци потицали су у највећој мери по основу знатног раста цена хране (индустријско-прехрамбених и пољопривредних производа). Такође, расту инфлације допринели су депрецијација динара у претходном периоду и раст инфлационих очекивања.

Од раста међугодишње инфлације у другој половини 2010, који је износио 6,1 п.п., на допринос хране отпада 4,5 п.п. У односу на прву половину године, код цена хране је дошло до потпуног преокрета у доприносима међугодишњој инфлацији, најпре код пољопривредних (у јуну), а потом и код индустријско-прехрамбених производа (у августу). Раст цена хране био је последица глобално лоше пољопривредне сезоне, услед чега је дошло до раста светских цена хране. С обзиром на високо учешће хране у индексу потрошачких цена (37,8%), инфлација у Србији је посебно осетљива на ценовне поремећаје ове групе производа. Поред тога, због неадекватних системских решења, цене хране у Србији су знатно нестабилније

⁶ Обухвата пољопривредне производе у оквиру потрошачке корпе, тј. воће и поврће, јаја и рибу.

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



Извор: Народна банка Србије.

од цена у земљама у окружењу, што је утицало на њихов виши раст у другој половини године.

Расту инфлације, иако у мањој мери, привремено је допринело (преко раста увозних цена) слабљење динара у периоду мај–јун 2010, што је у највећој мери последица кризе јавног дуга у појединим земљама еврозоне из нашег окружења и последичног раста премије ризика земаља југоисточне Европе, па и Србије.

Раст потрошачких цена у другој половини године (5,5%) био је највећим делом последица знатног раста

цена индустријско-прехрамбених производа у оквиру базе инфлације (11,7%). Поред тога, због релативно слабих приноса, цене пољопривредних производа су имале знатно мањи пад него што је то уобичајено.

С обзиром на то да је карактер инфлаторних притисака био пресудно детерминисан нестабилношћу на тржишту хране, Народна банка Србије је, осим што је реаговала мерама усмереним на спречавање преноса ефеката пољопривредног шока, иницирала да се донесу системске мере и предузму активности ради његове стабилизације на средњи рок.

Табела II.3.1. Раст и доприноси годишњој стопи раста потрошачких цена, по компонентама у 2010. години

	Стопе раста (у %)	Доприноси (п.п.)
Укупно	10,3	10,3
Базна инфлација	8,8	5,8
Пољопривредни производи	17,4	1,3
Регулисана цена	12,0	3,1
Електрична енергија	11,5	0,8
Нафтни деривати	12,3	0,6
Комунално-стамбене услуге	0,0	0,0
Услуге друштвене заштите	22,9	0,6
Саобраћајне услуге (регулисана)	6,5	0,0
ПТТ	4,2	0,0
Хлеб Т-850	0,5	0,0
Цигарете	7,3	0,0
Млеко	16,3	0,6
Лекови	10,2	0,3
Остало	14,3	0,1

Извор: Републички завод за статистику и Народна банка Србије.

III. Макроекономски услови спровођења монетарне политике у 2010. години

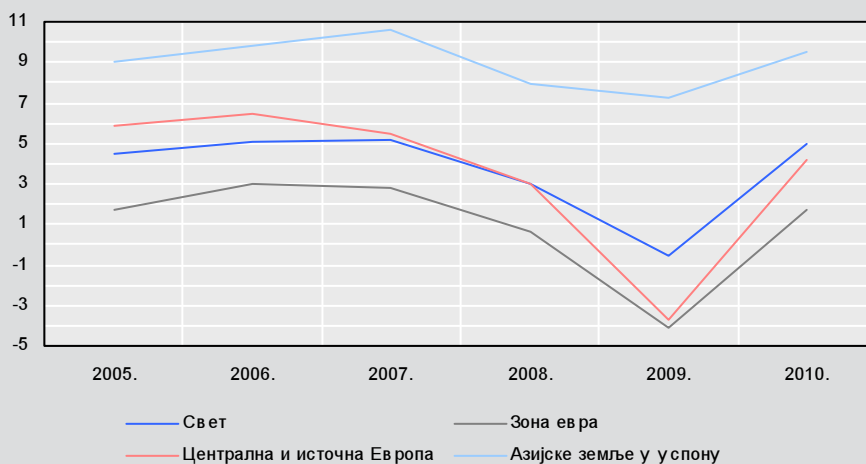
1. Међународно окружење

У 2010. години је дошло до видног опоравка глобалне економије. Међутим, основна карактеристика светског привредног раста била је неуједначеност по регионима. Наиме, код земаља у успону (енгл. *emerging markets*) стопе раста су биле високе, док су се у развијеним економијама ефекти кризе и даље осећали – у виду високе незапослености и успореног раста, ниске инвестиционе активности и потрошачке тражње.

Бруто домаћи производ САД порастао је 2,8% у 2010. години. Иако се то може сматрати солидним растом, он није био довољан да затвори висок негативни производни јаз, а поготово да реши проблем високе незапослености (у децембру 2010. стопа незапослености је износила 9,4%, што је тек нешто

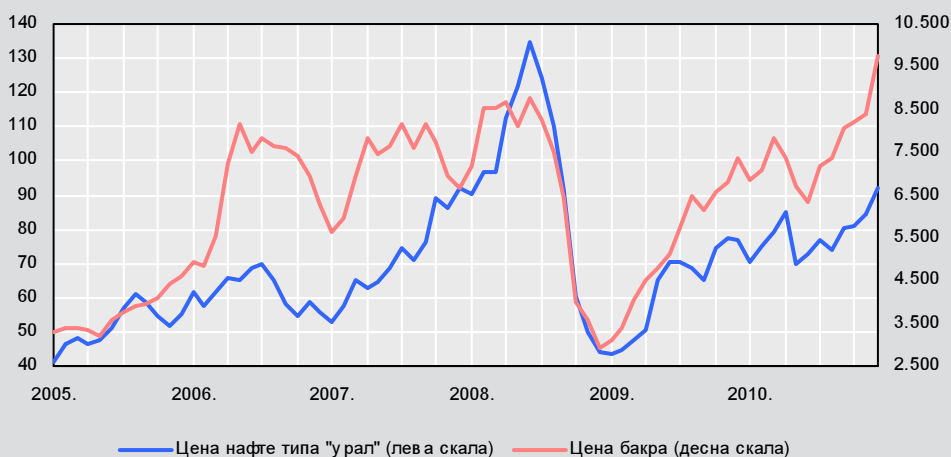
мање од максимума из октобра 2009 – 10,1%). У еврозони је привредни раст био знатно слабији него у САД (1,7%) и неуједначен. Најснажнији је био у Немачкој, чија је извозно оријентисана индустрија имала користи од слабљења евра и високе тражње с тржишта у успону. Позитивна кретања остварена су и у Француској, где је дошло до побољшања инвестиционе климе, али је незапосленост остала висока. Супротан тренд карактерисао је Грчку и Ирску које су се нашле у финансијским потешкоћама због високог нивоа јавног дуга. У Азији је предводник привредног раста била Кина, с растом БДП-а од 10,3%. Снажна тражња из Кине допринела је привредном расту извозно оријентисаних економија југоисточне Азије. Јапан је остварио врло солидан раст од 3,9%, захваљујући извозу, али и домаћој потрошњи коју је подстицала држава.

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



Извор: Народна банка Србије.

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



Извор: *Bloomberg*.

Еврозона се у току 2010. суочила с додатним притисцима насталим као резултат дужничке кризе појединих земаља чланица (Грчке, Ирске, Португала, Шпаније). Због раста буџетских дефицита и јавног дуга у тим земљама, њихова дугорочна солвентност је доведена у питање. Последица тога био је пораст приноса на државне обвезнице, отежана могућност новог задуживања и појава кризе поверења, која је претила да се прошири и на развијеније економије еврозоне. Средином маја 2010. европске власти су формирале стабилизациони фонд (у износу од око 450 млрд евра), којим је требало да се обезбеде средства за финансијску помоћ угроженим земљама. Један део тих средстава искористиле су Грчка и Ирска у 2010. години. Заједничка европска валута евро је, трпећи велики притисак због дужничке кризе у региону, знатно изгубила на вредности у односу на најјаче светске валуте, а посебно у односу на швајцарски франак.

Земље у успону дочекале су глобалну кризу са солидним јавним финансијама, што им је омогућило да спроведу експанзивну фискалну политику и током 2010. И већина развијених земаља наставила је са експанзивном фискалном политиком упркос порасту притисака за консолидацију државних буџета (због високих дефицита и пораста јавног дуга). Ипак, у еврозони је дужничка криза приморала један број земаља да уведу строге мере штедње.

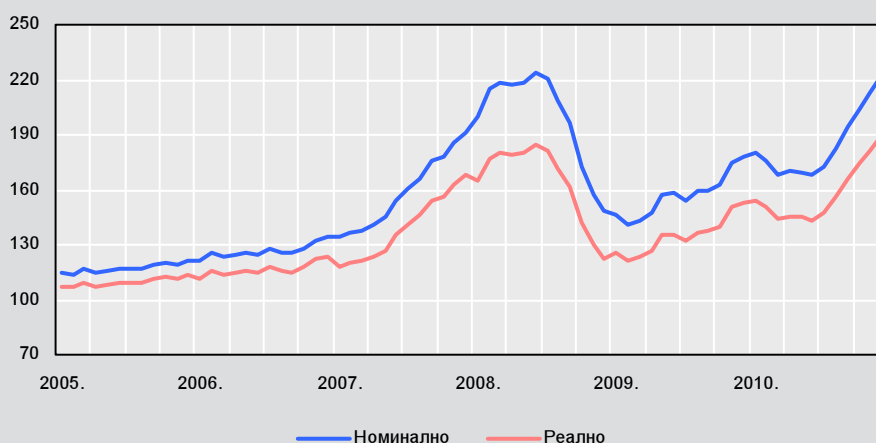
Међугодишња инфлација, мерена променом индекса потрошачких цена, порасла је у већини земаља, у највећој мери због раста цена хране и енергије. Код тржишта у успону, повећању инфлације допринео је и

снажан економски раст и смањење негативног производног јаза. Иако је укупна инфлација у развијеном делу света почела да расте, базна инфлација је остала ниска. То је навело монетарне власти у САД и Великој Британији на закључак да је пораст цена хране пролазног карактера и да монетарну политику не треба поштравати.

Током прва три тромесечја 2010. године, цене нафте одржавале су се на умереном нивоу и кретале у распону од 65 до 88 долара по барелу, без већих осцилација. Основни узрок томе јесте слаб привредни раст развијених земаља и добра снабдевеност тржишта. Тек у последњем тромесечју дошло је до осетнијег раста цене нафте, када је премашен ниво од 90 долара по барелу. Наиме, подаци о повећању глобалног раста показали су се повољнијим од очекиваних, али се истовремено осећао наговештај политичких потреса у северноафричким земљама. Битан утицај на раст укупне инфлације у већини земаља у другом делу године имао је раст цена хране. Индекс светских цена хране, који објављује Организација УН за храну и пољопривреду, а који укључује већину примарних производа, бележио је раст осам месеци узастопно од јула 2010.

Централне банке већине развијених земаља задржале су у 2010. експанзивну монетарну политику. У условима ниске инфлације и високе незапослености, ФЕД је задржао своју референтну стопу на рекордно ниском нивоу (0,25%). Поред тога, почетком новембра ФЕД је започео други део програма тзв. квантитативног попуштања, у оквиру кога је

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



Извор: ФАО, УН.

предвиђена куповина 600 млрд долара обвезница америчког Трезора до краја јуна 2011. Референтна стопа ЕЦБ-а, која је смањена на 1% средином 2009, такође је задржана на истом нивоу у 2010. години. По овој стопи ЕЦБ је банкама на аукцијама обезбеђивала ликвидност без ограниченог обима. Да би допринела стабилизацији финансијских тржишта, ЕЦБ је од маја куповала државне обвезнице земаља чланица еврозоне које су се нашле у финансијским тешкоћама, док програм куповине обвезница с колатералом, који је истекао крајем јуна, није продужен. Централна банка Јапана наставила је да води политику нулте каматне стопе. Она је у септембру интервенисала на девизним тржиштима с циљем спречавања даљег јачања јена, а у октобру је објавила да ће референтну стопу задржати на нули све док се не заустави пад цена. С друге стране, централне банке земаља у успону, суочене са снажним економским растом и појачаним инфлаторним притисцима, започеле су крајем године да заштравају монетарну политику. Изузетак је регион источне Европе, где су централне банке, због недовољног привредног раста, током целе године водиле експанзивну монетарну политику. Централна банка Кине је у 2010. повећала референтну стопу, као и стопу обавезне резерве, и предузела одређене административне мере с циљем спречавања претераног раста кредитне активности. Допустила је и извесну апрецијацију валуте – око 3,5% у односу на долар у 2010. години.

2. Међународне трансакције

Платнобилансна кретања и девизне резерве

Карактеристике платног биланса Србије у 2010. години, у условима постепеног опоравка светске привреде, биле су следеће: одржање текућег дефицита и његовог учешћа у БДП-у на нивоу из претходне године, смањење робног дефицита, даље смањење прилива по основу страних директних инвестиција, раздуживање предузећа у иностранству, извесно повећање коришћења дугорочних кредита банака и смањење девизних резерви Народне банке Србије.

Захваљујући смањењу робног дефицита, дефицит текућег биланса је одржан на готово истом нивоу као у претходној години (око 2.080 млн евра, или 7,2% БДП-а). Робни дефицит је смањен (6,7%) због знатно бржег раста извоза (23,8%) од увоза (9,7%), док је покривеност увоза извозом повећана за 7 п.п., на 60,8%. Такав раст извоза био је резултат опоравка тражње на извозним тржиштима, пре свега тржишту Европске уније, раста цена наших извозних производа на светском тржишту и слабљења динара. На кретање увоза највише су утицали пад домаће тражње и смањене могућности задуживања на светском финансијском тржишту.

С порастом обима спољнотрговинске размене постепено су се опорављали и приходи од услуга, тако да је салдо услуга у 2010. био позитиван (5 млн евра).

Прилив по основу камата на депозите и ХоВ смањен је за 36 млн евра, углавном због смањења девизних резерви Народне банке Србије, а по основу добити остварене у иностранству за 17 млн евра. Плаћање редовних камата на инокредите је незнатно повећано (за 9 млн евра), док је одлив по основу добити повећан за 96 млн евра. То је утицало на повећање негативног салда доходака за 167 млн евра (33,3%). Нето текући трансфери (углавном дознаке) од 3.356 млн евра мањи су за 4,6%, па је покриће дефицита биланса робе и услуга и камата нето приливом средстава по основу текућих трансфера у 2010. години (61,7%) било нешто мање него у 2009. (62,8%).

Стране директне инвестиције у Србију смањене су за 407 млн евра у односу на претходну годину. У структури страних директних улагања преовлађују инвестиције у прерађивачку индустрију (33,7%), пре свега производњу прехранбених производа и пића и производњу основних метала. На улагања у финансијско посредовање односило се 28,4%, на трговину 19,3%, а на послове с некретнинама 17,6% страних директних улагања. По основу портфолио инвестиција прекинут је негативан тренд повлачења страног капитала из претходне године, тако да је у 2010. забележен нето прилив од 39 млн евра.

Остале инвестиције, нето (кредити и депозити), драстично су смањене у односу на претходну годину (са 3.249 на 204 млн евра) због смањеног коришћења кредита ММФ-а (за 787 млн евра) и специјалних

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

	2009.	2010.
ТЕКУЋЕ ТРАНСАКЦИЈЕ – САЛДО	-2.084	-2.082
ТЕКУЋЕ ТРАНСАКЦИЈЕ БЕЗ ЗВАНИЧНЕ ПОМОЋИ – САЛДО	-2.282	-2.275
1. Роба (1.1 – 1.2)	-5.119	-4.773
1.1. Извоз робе f.o.b	5.978	7.403
1.2. Увоз робе f.o.b.	-11.096	-12.176
2. Услуге (2.1 – 2.2)	18	5
2.1. Приходи	2.500	2.667
2.2. Расходи	-2.482	-2.662
3. Биланс робе и услуга (3.1 – 3.2)	-5.100	-4.768
3.1. Извоз робе и услуга	8.478	10.070
3.2. Увоз робе и услуга	-13.578	-14.838
4. Доходак	-503	-670
4.1. Приходи	500	438
4.2. Расходи	-1.002	-1.108
5. Текући трансфери	3.518	3.356
5.1. Приходи	3.762	3.624
5.2. Расходи	-244	-268
КАПИТАЛНИ РАЧУН	2	1
ФИНАНСИЈСКИ РАЧУН	2.207	2.032
1. Директне инвестиције – нето	1.373	860
1.1. У иностранство (потраживања)	-38	-143
1.2. У Србију (обавезе)	1.410	1.003
2. Портфолио инвестиције – нето	-51	39
2.1. Актива (потраживања)	-5	-30
2.2. Пасива (обавезе)	-46	69
3. Остале инвестиције	3.249	204
3.1. Актива (потраживања)	75	-788
3.2. Пасива (обавезе)	3.174	992
4. Средства резерви	-2.364	929
ГРЕШКЕ И ПРОПУСТИ	-124	49
УКУПАН БИЛАНС	2.363	929

Извор: Народна банка Србије (ITRS), РЗС.

права вучења (за 422 млн евра), мањег коришћења краткорочних финансијских кредита (за 245 млн евра) и краткорочних робних кредита (за 562 млн евра), повећања редовних отплата дугорочних кредита – нарочито код банака (за 349 млн евра), као и повећања девизних резерви банака (за 389 млн евра), док је прошлој години регистровано смањење (за 445 млн евра).

Ако се искључи коришћење кредита ММФ-а, нето коришћење финансијских кредита је у односу на претходну годину било двоструко веће, али искључиво као резултат повећања нето коришћења дугорочних кредита државе за 477 млн евра. Банке су нето користиле 652 млн евра дугорочних кредита, и побољшале рочну структуру спољне задужености, док су предузећа по овом основу имала нето капитални одлив од 789 млн евра.

Прилив капитала је био мањи од дефицита текућег биланса, што се одразило на кретања на девизном тржишту и курс динара. Девизне резерве Народне банке Србије су у 2010. смањене за 929 млн евра рачунато по платнобилансној методологији, односно за 600 млн евра рачунато по текућем курсу.

На крају 2010. године **девизне резерве Народне банке Србије** су износиле 10.002 млн евра и обезбеђивале су покривеност новчане масе М1 од 417% и око осам месеци увоза робе и услуга.⁷

У структури девизних резерви и даље највеће учешће имају ХоВ (83,9%), док је знатно мање учешће средства на рачунима у иностранству (9,7%), злата и специјалних права вучења (4,5%) и ефективног страног новца (1,9%).

Током 2010. године Народна банка Србије је по основу девизних резерви остварила приход од 203,2 млн евра. По основу коришћења кредита за Републику Србију, преко девизних резерви Народне банке Србије је остварен прилив од 994,3 млн евра.⁸ По основу коришћења кредита од ММФ-а прилив је износио 344,1 млн евра, а по основу обављања привременог платног промета с Косовом и Метохијом 270,4 млн евра. Банке су по основу обавезне резерве нето издвојиле 328,8 млн евра (678,0 млн евра у 2009. години). Девизни прилив по основу донација износио је 131,1 млн евра, од чега је макрофинансијска помоћ Европске уније била 50,0 млн евра. По основу приватизације, преко девизних

Графикон III.2.1. Покривеност увоза девизним резервама



Извор: Народна банка Србије.

⁷ Однос девизних резерви на крају 2010. године и просечног месечног увоза робе и услуга током те године.

⁸ Европска инвестициона банка 261,3 млн евра (за развој малих и средњих предузећа, град Београд, обнову путева и мостова и општинску и регионалну

инфраструктуру), влада Руске Федерације 157,5 млн евра (за макрофинансијску подршку буџету), Светска банка 140,6 млн евра (за развој јавних финансија, приватног и финансијског сектора), Еурофима 6,3 млн евра и банке у земљи и иностранству 428,6 млн евра (за потребе финансирања буџетског дефицита).

резерви су остварени приливи због активирања три гаранције након раскида уговора за продају предузећа у укупном износу од 4,6 млн евра. Одлив из девизних резерви забележен је по основу интервенција на девизном тржишту у износу од 2,4 млрд евра, измирења доспелих обавеза према инокредиторима у износу од 394 млн евра, исплате старе девизне штедње и Зајма за привредни развој Србије у износу од 228,9 млн евра.

Народна банка Србије је у 2010. години испунила критеријум о минималном износу нето иностране активе договорен техничким меморандумом о разумевању с ММФ-ом: она је на крају децембра износила 4.944 млн евра прерачунато по (програмском) курсу по коме се пратило извршење програма ММФ-а⁹ (доња граница је била 4.000 млн евра).¹⁰

Међународна инвестициона позиција земље

Финансијске обавезе резидената Србије према иностранству су на крају 2010. године премашиле финансијска средства која су инвестирали у иностранству за 24.889 млн евра, што представља 83,3% БДП-а Србије.

У односу на крај 2009. године, негативна међународна инвестициона позиција Србије повећана је за 1.960 млн евра, или за 6,8 п.п. БДП-а. На такво кретање позиције утицали су прилив капитала по основу реализованих трансакција (-1.951 млн евра), валутне

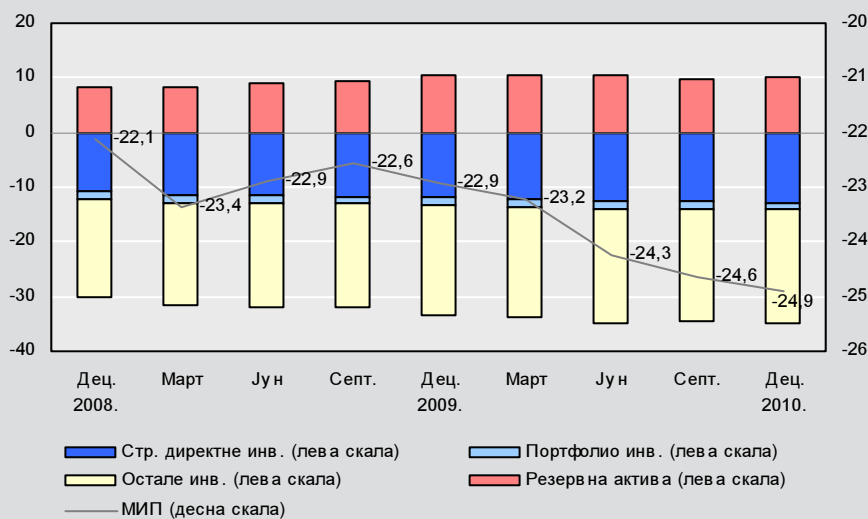
промене (-461 млн евра), углавном по основу јачања долара у односу на евро, пораст вредности монетарног злата и ХоВ у којима се чува резервна актива (+149 млн евра) и остале промене настале као последица отписа, ревалоризације, рекласификације, настанка или нестанка обавеза које нису последица трансакција (+303 млн евра).

Структура нето позиције је током 2010. године остала готово непромењена у односу на претходну годину. Највећи удео у структури имале су нето остале инвестиције (20.718 млн евра), директне инвестиције (12.882 млн евра) и портфолио инвестиције (1.351 млн евра), док је резервна актива, с позитивним предзнаком, износила 10.002 млн евра.

Стање иностране финансијске активе, тј. финансијских средстава резидената Србије у иностранству, смањено је током 2010. за 66 млн евра и на крају године је износило 15.940 млн евра. Промене настале углавном као последица наплате трговинских кредита путем компензације, пребијања и сл. (тзв. остале промене) износиле су -530 млн евра, док је одлив капитала по основу реализованих трансакција био позитиван (51 млн евра), као и валутне промене и промене цена инструмената у којима се чува резервна актива (413 млн евра).

Стање страних директних инвестиција резидената у иностранству повећано је за 210 млн евра, портфолио инвестиција за 32 млн евра, а резерви домаћих банака у иностранству за 421 млн евра. Смањење бележе девизне резерве земље за 600 млн евра, трговински

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



Извор: Народна банка Србије.

Табела III.2.2. Међународна инвестициона позиција Србије
 Стање на дан 31. 12. 2010.
 (у милионима евра)

	Актива	Пасива	Биланс
1. Директне инвестиције	2.958	15.780	-12.822
1.1. Акцијски капитал	2.958	12.983	-10.025
1.2. Остали капитал	0	2.798	-2.798
2. Портфолио инвестиције	77	1.427	-1.351
3. Финансијски деривати	–	–	–
4. Остале инвестиције	2.904	23.622	-20.718
4.1. Остали капитал	0	0	0
4.2. Готов новац и депозити	2.687	461	2.226
4.3. Кредити	167	22.583	-22.415
4.3.1. Народна банка Србије	0	1.603	-1.603
4.3.2. Јавни сектор	0	6.269	-6.269
4.3.3. Банке	137	5.093	-4.956
4.3.4. Остали сектори	30	9.617	-9.587
4.4. Финансијски лизинг	0	0	0
4.5. Осигурање и пензије	0	0	0
4.6. Трговински кредити и аванси	49	128	-79
4.7. Остала потраживања/дуговања	0	0	0
4.8. Специјална права вучења	–	449	449
5. Резервна актива	10.002	–	10.002
УКУПНО (1+2+3+4+5)	15.940	40.829	-24.889

Извор: Народна банка Србије.

кредити за 119 млн евра и потраживања по кредитима одобренем нерезидентима за 8 млн евра.

Стање иностране финансијске пасиве, тј. финансијских обавеза резидената Србије према иностранству, повећано је током 2010. за 1.895 млн евра и на крају године је износило 40.829 млн евра. Повећање је резултат прилива капитала по основу реализованих трансакција (2.002 млн евра) и валутних промена (725 млн евра), док су остале промене имале негативан предзнак (–833 милиона евра).

Стање страних директних инвестиција нерезидената у Србији повећано је за 1.134 млн евра, портфолио инвестиција за 107 млн евра и дуга по иностраним кредитима за 1.326 млн евра.

Спољни дуг

Спољни дуг Републике Србије на крају 2010. године је износио 23.786 млн евра и повећан је у односу на крај 2009. за 1.299 млн евра. Његово учешће у БДП-у је повећано за 4,7 п.п. и на крају године је достигло 82,5%. Повећање спољног дуга последица је повећања јавног спољног дуга и спољног дуга банкарског сектора. При томе, евро је у односу на амерички долар ослабио за 7,4%, тако да је по основу депрецијације евра спољни дуг у еврима порастао за 470,3 млн.

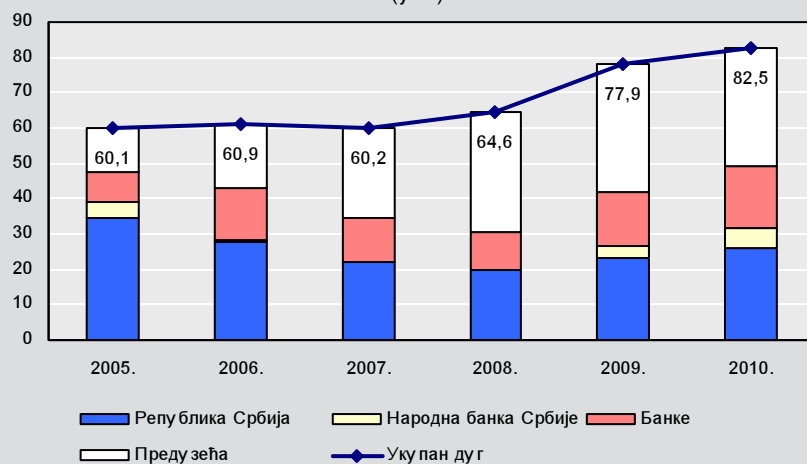
Спољни дуг јавног сектора¹¹ је током 2010. повећан за 1.313 млн евра и на крају године је износио 9.076 млн евра, што представља 38,2% укупног дуга. За разлику

⁹ Курс од 11. марта 2009; прерачунато по курсу од 31. децембра 2010, нето инострана актива је на крају децембра износила 5.073 млн евра.

¹⁰ За крај марта 2010. програмски циљ за доњу границу нето иностране активе износио је 4.000 млн евра, док је остварено 6.103 млн евра; за крај јуна циљ је био 4.900 млн евра, а остварено је 5.442 млн евра; за крај септембра циљ је био 4.600 млн. евра, а остварено је 5.003 млн евра.

¹¹ 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.

од јавног сектора, приватни сектор је смањио свој спољни дуг за 14 млн евра и он је на крају године износио 14.710 млн евра, или 61,8% укупног дуга.

Спољни дуг приватног сектора смањен је по основу раздуживања предузећа у иностранству. Спољни дуг предузећа је на крају године износио 9.617 млн евра, што је за 796 млн евра мање него на крају 2009. године. Спољни дуг банкарског сектора је повећан за 783 млн евра и тиме је достигао износ од 5.093 млн евра. Повећан је пре свега дугорочни дуг банака – за 765 млн евра и он износи 3.362 млн евра. Повећано задуживање банака по основу краткорочних депозита и линија је уобичајено крајем године, тако да је стање дуга по овом основу достигло износ од 1.731 млн евра, што представља повећање од 18 млн евра у односу на крај претходне године.

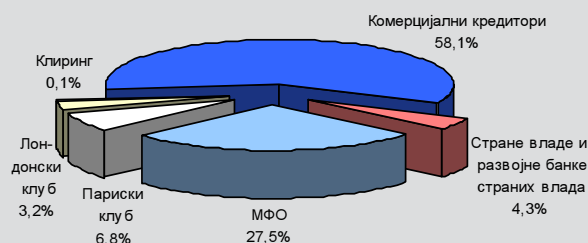
По делатностима, током 2010. године повећана је спољна задуженост сектора финансијског

посредовања (за 744,6 млн евра), саобраћаја и складиштења (за 65,1 млн евра) и рударства (за 23,2 млн евра), док смањење спољне задужености бележе прерађивачка индустрија (за 279,3 млн евра), финансијски лизинг (за 206,8 млн евра), информисање и комуникације (за 157,9 млн евра), трговина на велико и мало (за 65,3 млн евра), грађевинарство (за 43,4 млн евра), некретнине (за 43,0 млн евра) и помоћне услужне делатности (за 37,3 млн евра).

На крају 2010. године, у валутној структури спољног дуга евро је учествовао са 76,4%, учешће долара износи 10,0%, специјалних права вучења 8,3%, швајцарског франка 4,6% и клириншког долара 0,1%. Учешће осталих валута износи 0,6%.

Структура спољног дуга по рочности, која је и иначе повољна, током 2010. године је даље побољшана повећањем учешћа дугорочног дуга у укупном дугу на 92,3%. Побољшани су и индикатори који указују на

Графикон III.2.4. Спољни дуг Републике Србије по инокредиторима (стање на дан 31. децембра 2010)



Извор: Народна банка Србије.

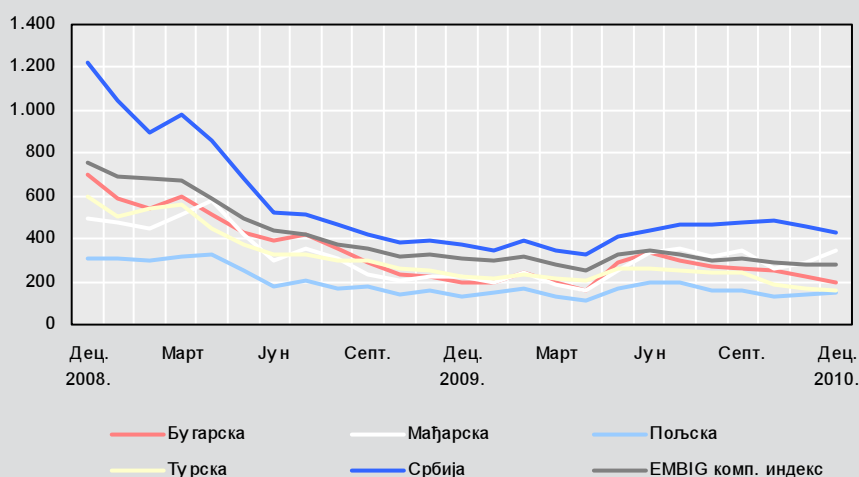
екстерну ликвидност – смањен је однос спољног дуга и извоза робе и услуга за 29,1 п.п., на 236,2%, као и однос спољног дуга, извоза робе, услуга и иностраних дознака¹² за 10,5 п.п., на 181,3%. Такође, однос укупних отплата по спољном дугу и извоза робе и услуга смањен је на 33,8%, а ако се извозу додају дознаке, учешће отплата је смањено на 28,1%.

Крајем децембра 2010. дуг према међународним финансијским организацијама представљао је 27,5% укупног дуга. Консолидовани дуг према Париском клубу поверилаца износио је 6,8%, а према Лондонском клубу поверилаца 3,2% укупног дуга. Дуг према страним владама и развојним банкама страних влада чинио је 4,3%. Више од половине дуга (58,1%) односи се на дуг према страним банкама и другим финансијским институцијама, добављачима,

3. Кретања на девизном тржишту и курс динара

Динар је у току 2010. године номинално ослабио према еврџу 9,1%. Таква кретања била су последица повећане премије ризика земље и, последично, нижег прилива капитала. Депрецијацијски притисци били су најизраженији у периоду од маја до јула. Наиме, у мају је, због кризе јавног дуга у појединим чланицама еврозоне и негативне перцепције инвеститора у погледу могућих последица по регион централне и источне Европе, дошло до наглог скока премије ризика (мерено индексом ЕМВИ¹³) у овим земљама, као и депрецијацијских притисака. Раст премије ризика Србије је настављен, иако споријим темпом, све до октобра. Од новембра, кад је и рејтинг агенција

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



Извор: JP Morgan.

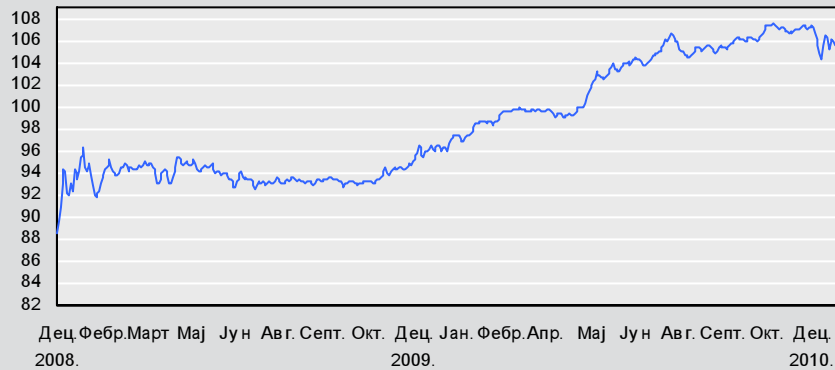
стратешким партнерима и другим предузећима. Дуг у неконвертибилној валути (клиринг) односи се на нерегулисани дуг према страним кредиторима из бивше Чехословачке и представљао је 0,1% укупног дуга.

Fitch побољшала изгледе кредитног рејтинга Србије с „негативних“ на „стабилне“, индекс ЕМВИ за Србију бележи пад.

¹² У оквиру индикатора екстерне ликвидности, отплата дуга се може посматрати у односу на извоз робе и услуга у који је укључен прилив по основу иностраних дознака, с обзиром на то да је реч о стабилном и значајном приливу. Исто се односи и на спољни дуг у оквиру индикатора екстерне солвентности земље.

¹³ Енгл. *Emerging Markets Bond Index*.

Графикон III.3.2. Кретање курса динара према еврџ



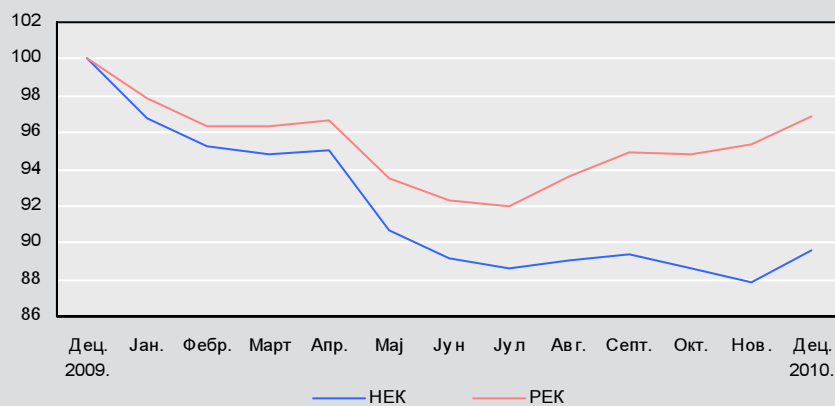
Извор: Народна банка Србије.

Крајем 2010. године депрецијацијски притисци су почели да јењавају. Поред смањења премије ризика, стабилизацији, а затим и јачању курса динара, допринели су већи прилив девиза од дознака, повећан откуп девиза од нерезидената, као и повећање референтне каматне стопе. Народна банка Србије је у 2010. години интервенисала на МДТ-у продајом девиза у износу од 2,6 млрд евра и куповином 236,5 млн евра. Просечан дневни промет између банака на

МДТ-у (без Народне банке Србије) био је већи за око 50% у односу на 2009. и износио је 42 млн евра.

У 2010. години динар је забележио номиналну депрецијацију према долару од 15,8%. Уз веће слабљење номиналног ефективног курса динара (10,5%)¹⁴ него што је био раст домаћих цена у односу на иностране, у 2010. години је забележена реална ефективна депрецијација динара од 3,1% (1,8% према еврџ и 8,3% према долару).

Графикон III.3.3. Кретање номиналног (НЕК) и реалног (РЕК) ефективног курса (децембар 2009 = 100)



Извор: Народна банка Србије.

¹⁴ Коришћени пондери: 0,8 за еврџ и 0,2 за долар.

4. Кретања на тржишту новца

Каматне стопе

Током већег дела 2010. године каматна стопа BEONIA се кретала испод референтне каматне стопе, а само у четири месеца изнад референтне стопе. Кретање каматне стопе BEONIA било је у складу са осцилацијама у текућој ликвидности банкарског сектора. Због тога су месечна одступања просечне вредности каматне стопе BEONIA од референтне каматне стопе износила од -0,8 п.п. до 0,4 п.п. Просечна дневна вредност промета на преконоћном тржишту у 2010. години износила је 8,3 млрд динара и била је у односу на претходну годину већа за 1,5%.

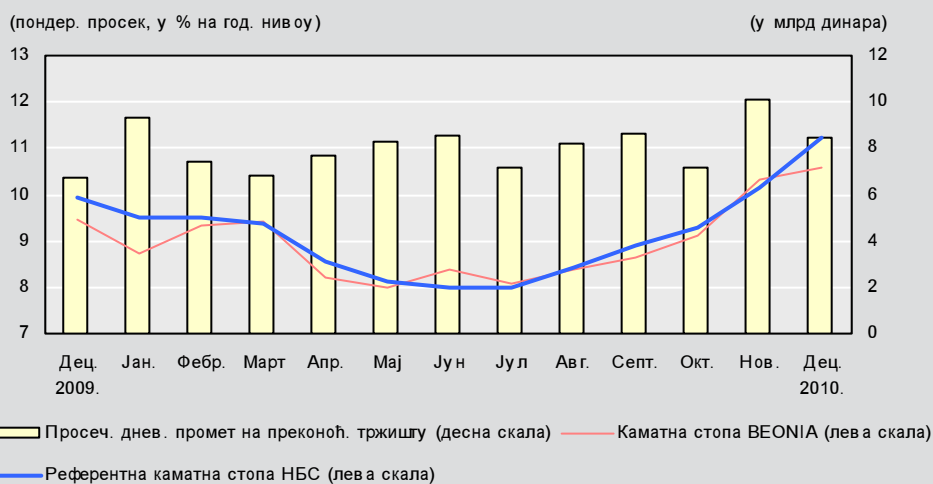
Кретање каматних стопа BELIBOR за рочност до два месеца било је одређено кретањем референтне каматне стопе. Само је у јулу забележено одступање када је остварен благи раст упркос непромењеном нивоу референтне каматне стопе. Каматне стопе BELIBOR за рочност од три и шест месеци пратиле су првенствено кретање извршних стопа на трезорске записе исте рочности. Због тога је распон каматних стопа BELIBOR између најкраће и најдуже рочности доста варирао, од 0,4 п.п. крајем првог тромесечја до 2,5 п.п. крајем трећег тромесечја. Раст каматних

поређењу с децембром претходне године то представља раст од 2,1 п.п. и 2,6 п.п., респективно, док је истовремено BELIBOR за најкраћу рочност (Т/Н) остварио раст од 1,2 п.п. и у децембру 2010. године се кретао на нивоу од 11,7%.

Након емитовања трезорских записа рочности три, шест и 12 месеци у 2009. години, држава је од маја 2010. године емитовала и записе с рочношћу од 18 месеци. Од јула је отпочела са емитовањем двогодишњих трезорских записа, чиме је омогућено и формирање дуже динарске криве приноса.

Ублажавање монетарне политике до маја 2010. године одразило се на смањење извршних стопа на трезорске записе. У фебруару су се извршне стопе за рочност од три месеца кретале чак незнатно испод референтне каматне стопе. До промене тренда кретања извршних стопа на трезорске записе дошло је у мају. Наиме, ескалација фискалне кризе у појединим чланицама еврозоне узроковала је глобални раст премије ризика, што се одразило и на Србију. Од августа је на раст извршних стопа утицало и заостравање монетарне политике, тако да су извршне стопе до краја године бележиле раст. Држава је крајем године први пут емитовала евроиндексирани трезорске записе, који су реализовани по стопи од 5,25%.

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

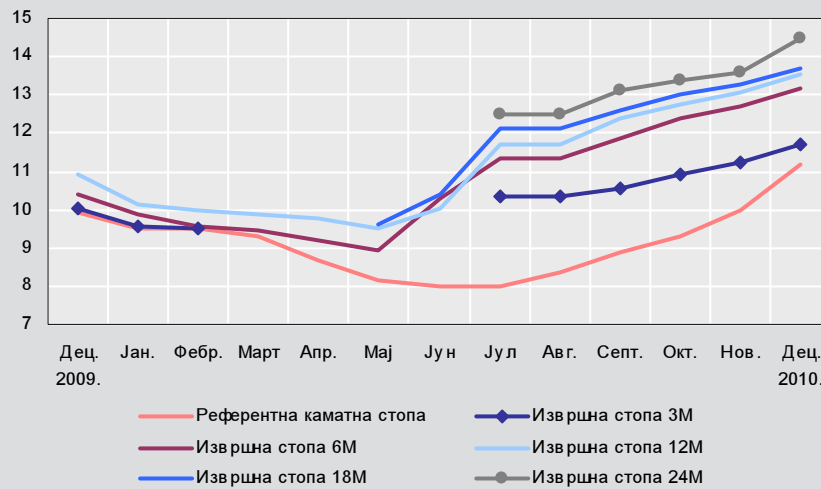


Извор: Народна банка Србије.

стопа BELIBOR за рочност од три и шест месеци био је посебно изражен у другој половини године, тако да су оне крајем године износиле 13,1% за рочност од три месеца и 13,6% за рочност од шест месеци. У

Просечне пондерисане каматне стопе банака на новоодобрене пласмане привреди и становништву у 2010. години имале су опадајућу тенденцију. Ипак, ако се искључе максималне вредности с почетка и

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

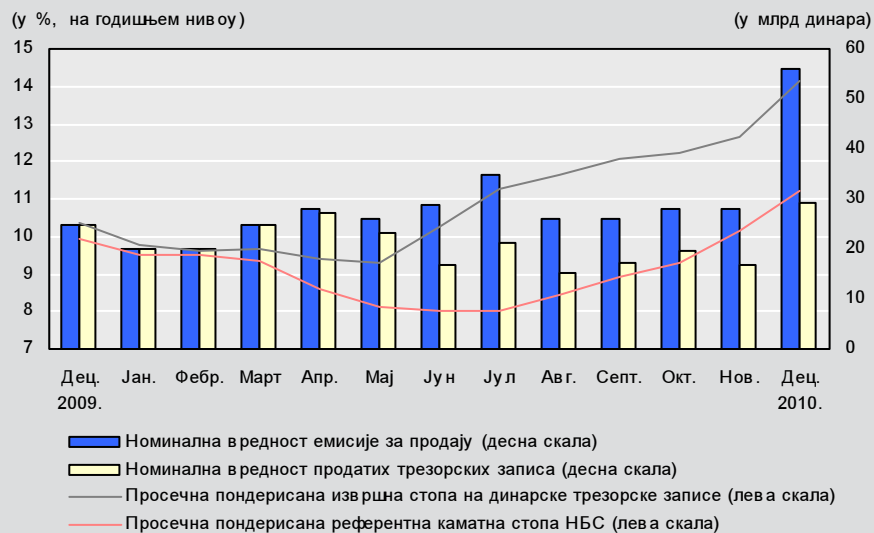


Извор: Министарство финансија и Народна банка Србије.

минималне вредности с краја године, може се рећи да су активне каматне стопе банака током 2010. осцилирале око нивоа од 15%¹⁵. У односу на исти

период прошле године то представља пад за 2,5 п.п., а дугује се како нижем нивоу референтне каматне стопе, тако и паду каматне стопе EURIBOR који је

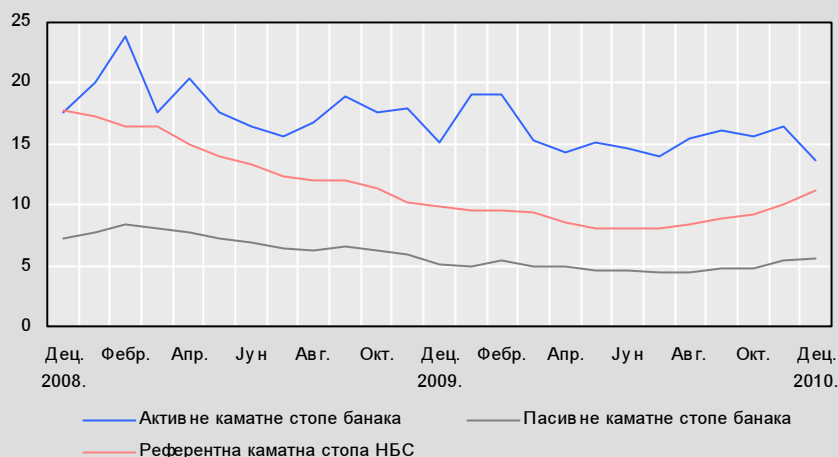
Графикон III.4.3. Кретања на примарном тржишту државних ХоВ и кретање референтне каматне стопе



Извор: Министарство финансија.

¹⁵ На кретање активних каматних стопа утиче и степен кредитне активности банака. Високе вредности активних каматних стопа могу се објаснити сезонским падом кредитне активности на почетку године. Исто тако, пад каматних стопа забележен у децембру последица је знатног раста кредитне активности – троструко већег у односу на почетак године.

Графикон III.4.4. Референтна каматна стопа и каматне стопе банака* (пондерисани просек, у % на годишњем нивоу)



* Активне каматне стопе односе се на индексирани и динарске кредите.
Извор: Народна банка Србије.

био изражен до средине 2010. године. На нижи ниво активних каматних стопа утицао је и знатно већи обим кредита са субвенционисаном каматном стопом у оквиру Програма Владе за ублажавање негативних ефеката светске економске кризе у Србији.

Каматне стопе на депозите привреде и становништва су у 2010. години знатно мање осцилирале. Благо повећање депозитних каматних стопа на крају године остварено је захваљујући повољнијим условима које су банке нудиле клијентима у „Недељи штедње“.

Монетарни агрегати

Примарни новац

Укупан примарни новац је у 2010. години номинално повећан за 0,7%, док је реално смањен за 8,7%.¹⁶ Динарски примарни новац је смањен за 66,1 млрд динара, а девизни повећан за 69,7 млрд. Таква кретања су у највећој мери резултат примене нове Одлуке о обавезној резерви која је била донета у марту 2010. године. Одлука је, између осталог, прописивала да се обавезна резерва обрачунава по унифицираним стопама, као и да се обрачуната

динарска обавезна резерва издваја у динарима, а обрачуната девизна у еврима.

Током 2010. године примарни новац је емитован динарским каналом, док је повлачење примарног новца вршено девизним каналом.

Нето инострана актива смањена је за 16,7 млрд динара. Остварени прилив није био довољан да покрије одлив пре свега по основу продаје девиза банкама на МДТ-у, као и измиривања обавеза државе према иностранству и обавеза по основу старе девизне штедње, због чега су девизне резерве Народне банке Србије смањене за 600 млн евра. Прилив у девизне резерве остварен је у највећој мери по основу кредита које је држава добила од домаћих банака и Руске Федерације за финансирање буџетског дефицита, повлачења четири трансхе у оквиру аранжмана с ММФ-ом и средстава издвојених по основу девизне обавезне резерве.

Пад пласмана банака у репо хартије, који је у великој мери мотивисан профитабилнијим улагањем у трезорске записе, највише је допринео емитовању примарног новца динарским каналом. Ради стерилизације ликвидности по основу ослобађања

¹⁶ Дефлационирано индексом потрошачких цена.

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

	Дец. 2009.	Дец. 2010.	Промене у 2010.
Нето потраживања од иностранства	908.284	892.721	-15.563
Нето девизне резерве	910.173	893.497	-16.676
Бруто девизне резерве	1.016.607	1.055.151	38.544
Кредити од ММФ-а	-106.434	-161.654	-55.220
Остала нето потраживања од иностранства	-1.889	-776	1.113
Нето домаћа актива	-374.508	-355.382	19.126
Нето домаћи кредити НБС	-250.734	-149.570	101.164
Нето потраживања од државе ¹⁾	-100.939	-106.392	-5.453
Кредити држави	11.300	1.319	-9.981
Депозити државе	-112.239	-107.711	4.528
Нето потраживања од банака	-151.293	-46.504	104.789
Кредити банкама	386	404	18
Репо операције	-151.676	-46.900	104.776
Друге ХоВ	-3	-8	-5
Кредити јавним предузећима	0	0	0
Кредити небанкарским финансијским орган.	4.879	5.519	640
Кредити осталим секторима	2.463	3.404	941
Орочени и ограничени депозити	-5.844	-5.597	247
Штедни записи НБС	0	0	0
Остала нето актива	-123.774	-205.812	-82.038
Примарни новац	533.776	537.339	3.563
Динарски примарни новац	254.268	188.162	-66.106
Готов новац у оптицају	95.519	91.750	-3.769
Банкарске динарске резерве	151.030	87.413	-63.617
Обавезна резерва	111.874	65.079	-46.795
Слободне резерве	39.156	22.334	-16.822
Остали депозити осталих сектора	1	1	0
Депозити локалне самоуправе	7.718	8.998	1.280
Девизни депозити банака	279.508	349.177	69.669

¹⁾ Нису укључени органи локалне самоуправе.
Извор: Народна банка Србије.

динарске обавезне резерве, Народна банка Србије је продала обвезнице Републике Србије емитоване 2004. године у номиналном износу од 10,7 млрд динара за измирење обавеза државе према Народној банци Србије. Ефекат ове продаје надмашио је ефекат емисије по основу смањења динарских депозита код Народне банке Србије, тако да је нето позиција државе деловала у смеру повлачења примарног новца. Смањење остале нето активе, највише као резултат позитивних курсних разлика, такође је утицало на повлачење примарног новца.

У структури динарског примарног новца најзначајније смањење забележено је код банкарских резерви (63,6 млрд динара), у највећој мери због смањења динарске обавезне резерве (46,8 млрд динара). Слободна средства банака била су мања за 16,8 млрд динара у односу на крај 2009, а готов новац у оптицају за 3,8 млрд динара. Примена нове Одлуке о обавезној резерви утицала је на повећање средстава на девизним рачунима банака.

Новчани агрегати М1, М2 и М3

Динарски новчани агрегати у 2010. години бележе пад, док је раст најширег новчаног агрегата (М3) настављен.

Новчана маса М1 је у односу на крај 2009. номинално смањена за 2,0%, а реално за 11,1%. Смањење М1 (5,1 млрд динара) последица је пада готовог новца у оптицају, у већој, као и смањења средстава на трансакционим рачунима, у мањој мери.

Примена новог закона о стечају предузећа (према коме се стечај аутоматски покреће над предузећима која су у блокади дуже од три године) пресудно је утицала на смањење динарских штедних и орочених депозита за 21,1 млрд динара. Динарска штедња становништва није остварила знатније повећање, тако да је, уз забележени пад М1, новчани агрегат М2 номинално смањен за 6,0%, а реално за 14,8%.

Монетарни агрегат М3 је једини агрегат који је остварио раст у односу на крај 2009 – номинално 12,5%, а реално 2,3%. Раст девизних депозита

резултат је у потпуности раста девизне штедње грађана, која је током 2010. године порасла за 1 млрд евра, највише током „Недеље штедње“, захваљујући повољним условима које банке нуде у том периоду.

Покривеност новчане масе М3 девизним резервама Народне банке Србије је смањена са 84,3% у 2009, на 77,5% у 2010. години, а покривеност укупним девизним резервама банкарског сектора са 95,7% на 90,6%.

Нето домаћа актива деловала је у правцу креирања, а нето инострана актива у правцу повлачења М3. Највећи појединачни допринос креирању нето домаће активе дала је кредитна активност банака, пре свега кроз кредитирање привреде и становништва. И нето допринос државе је био позитиван – задуживање путем продаје трезорских записа и узимање кредита у девизама за покриће буџетског дефицита надмашило је ефекат раста укупних депозита државе код Народне банке Србије и банака. Негативан допринос нето иностране активе резултат је смањења нето иностране активе и Народне банке Србије и банака.

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

	Дец. 2009.	Дец. 2010.	Промене у 2010.
Нето потраживања од иностранства	570.503	507.330	-63.173
Нето потраживања банака од иностранства	-337.781	-385.391	-47.610
Нето домаћа актива банкарског сектора	635.067	853.448	218.381
Нето домаћи кредити	1.301.660	1.722.550	420.890
Нето потраживања од државе	-4.419	65.644	70.063
Кредити држави	119.124	193.983	74.859
Депозити државе	-123.543	-128.339	-4.796
Кредити осталим резидентним секторима	1.306.079	1.656.906	350.827
Кредити другим финансијским орг.	18.775	35.433	16.658
Кредити привреди	850.854	1.074.501	223.647
Кредити становништву	418.924	528.203	109.279
Кредити орг. локалне самоуправе	11.533	18.106	6.573
Кредити непрофитним и другим орг.	5.993	663	-5.330
Остала нето актива	-666.593	-869.102	-202.509
Новчана маса М3	1.205.570	1.360.777	155.207
Новчана маса М2	436.768	410.495	-26.273
Новчана маса М1	258.427	253.286	-5.141
Готов новац у оптицају	95.519	91.750	-3.769
Трансакциони депозити	162.908	161.536	-1.372
Динарски штедни и орочени депозити	178.341	157.209	-21.132
Девизни депозити	768.802	950.282	181.480

Извор: Народна банка Србије.

Кредити банака

У складу са започетим опоравком економске активности, раст кредитне активности банака током 2010. био је убрзан у односу на претходну годину. Учешће потраживања банака по основу кредита у БДП-у повећано је за 7,7 п.п. и износило је 54,8%.

Кредити привреди и становништву остварили су реални раст од 15,8%¹⁷. Од тога су кредити привреди реално повећани за 19,0%, а становништву за 10,5%.

Потраживања банака од нефинансијског сектора номинално су повећана за 348,6 млрд динара (27,2%), а искључујући ефекат промене курса динара за 222,3 млрд динара (17,4%).

Банке су у већој мери користиле домаће изворе финансирања. Раст нето задужења у иностранству такође се, али у мањој мери, позитивно одразио на раст кредитног потенцијала.

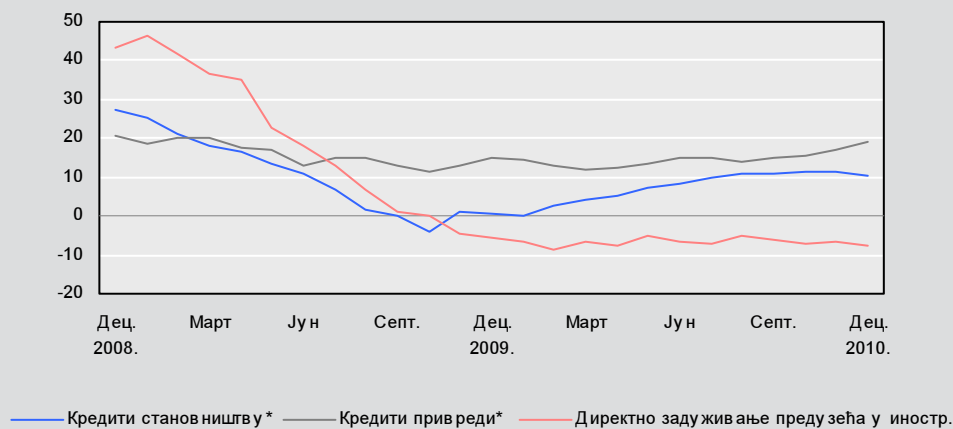
С обзиром на то да је одржавање текуће ликвидности и даље један од главних проблема српске привреде, предузећа су највише користила кредите за ликвидност. Знатан раст остварили су и инвестициони кредити, као потврда започетог опоравка економске активности. Посматрано по секторима, у највећој мери су кредитирана предузећа из области

индустрије, трговине и саобраћаја. У оквиру кредита становништву, највећи раст је забележен код стамбених кредита, док умерено повећање бележе кредити пољопривредним произвођачима, као и потрошачки и готовински кредити.

Процес динаризације који промовише Народна банка Србије дао је позитивне резултате у 2010, када је учешће девизних и девизно индексираних кредита у укупним смањено за 5,9 п.п. и крајем године је износило 69,5%.

Програми субвенционисаних кредита настављени су и у 2010. години и банке су одобриле готово 2 млрд евра ових кредита. Највише кредита одобрено је у склопу Програма Владе за ублажавање негативних ефеката светске економске кризе (1,8 млрд евра), где су најзаступљенији били кредити за ликвидност (67%). Због велике тражње за овим кредитима, средства намењена субвенционисању камата потрошена су пре завршетка године. Ребалансом буџета одобрена су додатна средства како би Програм субвенционисаног кредитирања био настављен до краја године. Субвенционисани сегмент је значајно допринео кредитној активности, што потврђује и учешће субвенционисаних кредита у новоодобреним, које је током године просечно износило 17,1%.

Графикон III.4.5. Реална потраживања банака по кредитима и директно задужевање предузећа у иностранству (међугодишње стопе раста, у %)



* Дефлационирано инфлацијом, по искључењу ефекта промене курса.

Извор: Народна банка Србије.

¹⁷ Дефлационирано инфлацијом, по искључењу ефекта промене курса.

Табела III.4.3. Субвенционисани кредити
(у милијардама динара)

	2009.	2010.
Програм мера Владе за ублажавање негативних ефеката светске финансијске кризе		
Укупно одобрено	104,8	185,1
Ликвидност	88,7	124,6
Инвестиције	0,2	24,2
Потрошачки	15,9	9,2
Динарски готовински		27,1
Субвенционисани стамбени кредити	2,1	13,2

Извор: Министарство економије и регионалног развоја и Национална корпорација за осигурање стамбених кредита.

5. Агрегатна тражња

Према оцени Републичког завода за статистику, БДП Републике Србије је у 2010. години остварио раст од 1,8%.

Раст БДП-а био је опредељен растом иностране тражње. Извоз је растао брже од увоза, што је довело до знатног смањења спољнотрговинског дефицита. Такво кретање резултирало је позитивним доприносом нето извоза расту БДП-а, који је био већи од негативног доприноса домаће тражње.

него у претходној години. Успоравању пада финалне потрошње допринео је благи опоравак потрошње домаћинства, као и успоренији пад потрошње државе. У оквиру инвестиционе активности, подједнак негативан допринос расту БДП-а имале су бруто инвестиције у фиксне фондове (како приватног сектора, тако и државе) и прираст залиха.

Нето екстерна тражња

Раст извоза у 2010. години био је знатно бржи од раста увоза (23,8% наспрам 9,7%), захваљујући пре свега

Табела III.5.1. Расподела БДП-а у 2010. години*

	Стопе раста (у %)	Доприноси расту БДП-а (п.п.)
Бруто домаћи производ, у тржишним ценама	1,8	1,8
Домаћа тражња	-0,8	-1,0
Укупна финална потрошња	-0,2	-0,2
Инвестиције	-3,7	-0,8
Нето извоз (извоз – увоз)	15,5	2,8

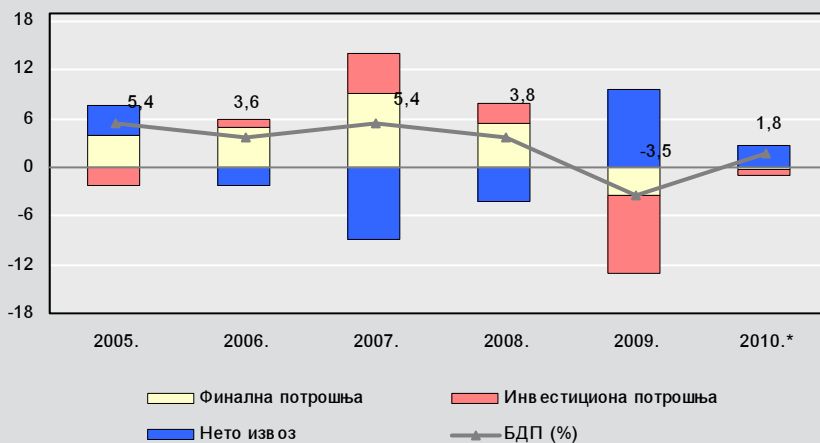
* Процена Народне банке Србије.

Домаћа тражња

Пад домаће тражње је у 2010. настављен, с тим што је био успорен у односу на 2009. годину. И финална потрошња и инвестиције су смањени, али у мањој мери

глобалном економском опоравку. Највише су извожени храна, основни метали и хемијски производи, а најважнија извозна тржишта била су Италија, Босна и Херцеговина и Немачка. У оквиру увоза доминирала су средства за репродукцију.

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



* На основу података о тромесечном БДП-у.

Извор: Републички завод за статистику и Народна банка Србије.

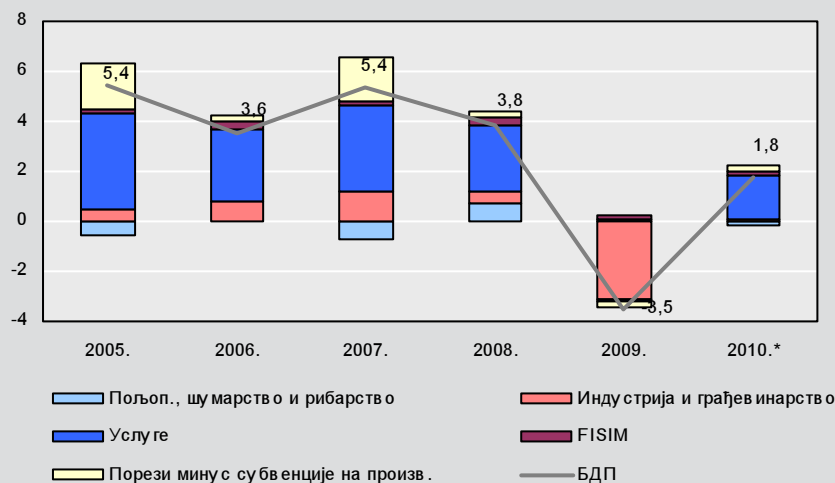
6. Економска активност

Процењено је да је БДП у 2010. години остварио раст од 1,8% и да је НДВ повећана за 2,3%. Раст економске активности резултат је раста у сектору услуга (3,1%), пре свега саобраћаја, складиштења и веза. Поред тога, раст активности је забележен и у сектору финансијског посредовања и послова с некретнинама.

Сектор трговине на велико и мало такође бележи раст, пре свега због опоравка промета у трговини на мало у другој половини 2010. године.

У 2010. години је остварен опоравак у сектору индустријске производње, првенствено у области прерађивачке индустрије. Највећи позитиван

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



* На основу података о тромесечном БДП-у.

Извор: Републички завод за статистику и Народна банка Србије.

Табела III.6.1. Економска активност у 2010. години

	Стопе раста (у %)	Доприноси расту БДП-а (п.п.)
Бруто домаћи производ, у тржишним ценама	1,8	1,8
Пољопривреда, шумарство и рибарство	-1,5	-0,2
Вађење руда и камена	4,7	0,1
Прерађивачка индустрија	3,4	0,4
Производња ел. енергије, гаса и воде	-4,3	-0,1
Грађевинарство	-10,1	-0,3
Трговина на велико и мало и поправке мот. воз.	1,3	0,1
Хотели и ресторани	-1,9	0,0
Саобраћај, складиштење и везе	6,9	1,1
Финансијско посредовање	6,9	0,3
Послови с некретнинама и изнајмљивање	2,5	0,3
Остале услуге	-0,5	-0,1
Делатности – укупно	1,9	1,7
FISIM	5,7	0,2
Бруто додата вредност, у базним ценама	1,8	1,5
Порези минус субвенције на производе	1,7	0,3

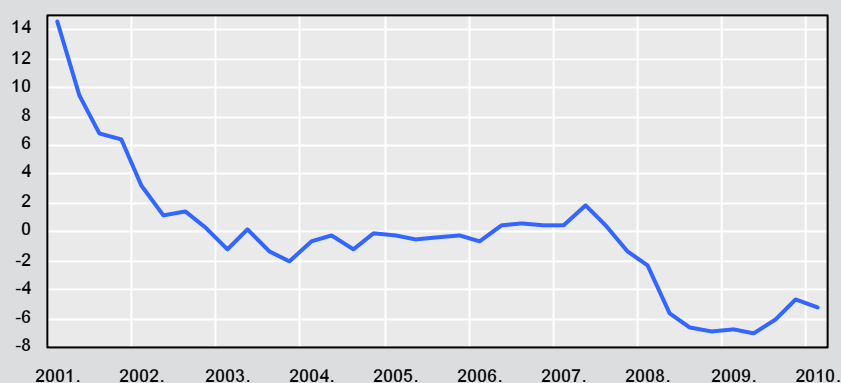
Извор: Републички завод за статистику и Народна банка Србије.

допринос расту индустријске производње дали су производња основних метала, хемикалија и хемијских производа, прехранбених производа, металских производа и електричне опреме. Опоравак је регистрован и у сектору рударства, и то пре свега код експлоатације сирове нафте и природног гаса. Највећи негативан допринос расту индустрије дао је сектор снабдевања електричном енергијом, гасом и паром, што се доводи у везу с благом зимом.

С друге стране, пад је, иако нешто мањи него у претходној години, забележила грађевинска активност. Неповољне временске прилике имале су за последицу смањен принос, односно пад у области пољопривредне производње.

Као резултат опоравка економске активности у 2010. години, негативан производни јаз је ублажен, али је и даље био изражен, што указује на наставак дезинфлаторног утицаја агрегатне тражње.

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



Извор: Народна банка Србије.

7. Зараде и запосленост

Укупне зараде су у 2010. години оствариле реални раст од 0,7% по основу реалног раста зарада у приватном сектору од 6,1%. Зараде у јавном сектору су реално смањене за 3,8%, као последица одлуке Владе да остану замрзнуте и у току 2010. године.

Спорији раст продуктивности од раста реалних бруто зарада резултирао је растом јединичних трошкова рада за 2,7%.

Реални раст зарада остварен је у сектору рударства, прерађивачкој индустрији, трговини на велико и мало, саобраћају, складиштењу и везама, финансијском посредовању и осигурању, грађевинарству и стручним, научним, иновационим и техничким делатностима, док је у осталим секторима забележен њихов пад.

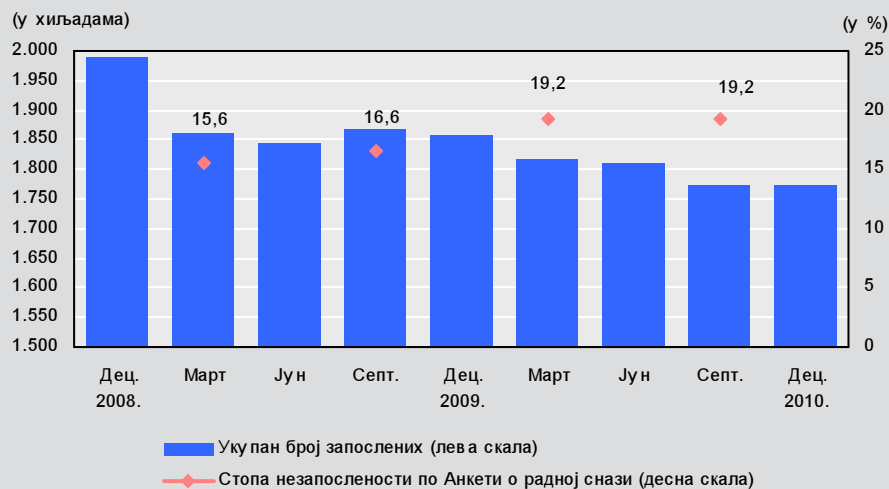
Номинално, укупне зараде су повећане за 7,6% (12,3% у приватном и 2,4% у јавном сектору). Просечна нето зарада запослених у Републици Србији у 2010. години је износила 34.142 динара (око 330 евра).

86.538 лица, или 4,7%. На пад запослености, посматрано по секторима, највише је утицао пад броја запослених (1,6 п.п.) и пад броја предузетника и запослених (3,1 п.п.) у прерађивачкој индустрији.

Стопа незапослености, према подацима Анкете о радној снази, повећана је са 16,6% у септембру 2009. на 19,2% у марту и на том нивоу је остала и у септембру 2010. Стопа формалне запослености смањена је са 40,8% у септембру 2009. на 37,9% у септембру 2010, а стопа неформалне запослености са 20,6% на 19,6%.

Према Анкети, број запослених у септембру је смањен за 8,0%, док је број незапослених повећан за 9,5% у односу на исти период претходне године. Повећан је и број незапослених који траже посао дуже од годину дана – њихово учешће у укупном броју незапослених је веће за 6,1 п.п. (са 65,5% на 71,6%). Погоршање услова на тржишту рада није могло да буде заустављено у 2010. години будући да је опоравак економске активности био и даље слаб.

Графикон III.7.1. Запосленост и стопа незапослености



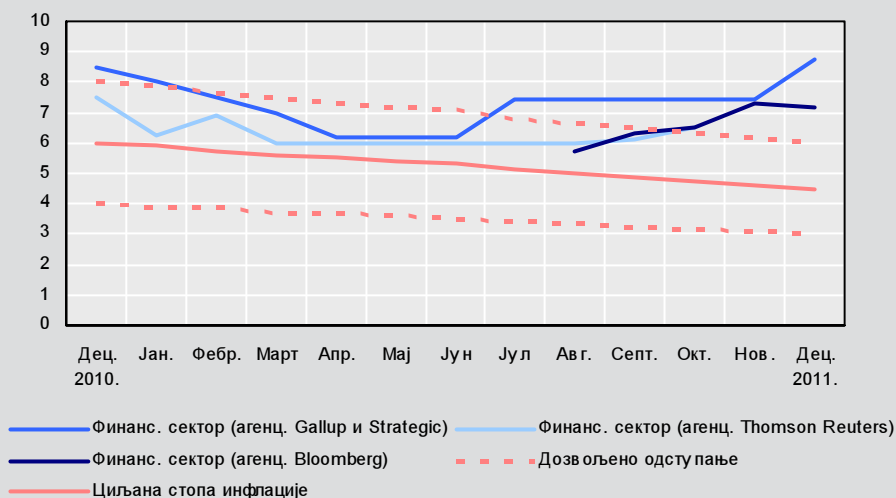
Извор: Републички завод за статистику.

Према подацима Националне службе за запошљавање, број незапослених у децембру 2010. био је мањи за 852 лица у односу на децембар 2009. године. У исто време, према подацима Републичког завода за статистику, број запослених је био мањи за

8. Инфлациона очекивања

Током 2010. године забележено је повећање очекивања у погледу кретања инфлације у наредних 12 месеци код свих сектора обухваћених анкетом о

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



Извор: Народна банка Србије.

очекиваној инфлацији¹⁸, тако да су за крај 2011. године она била изнад горње границе дозвољеног одступања од циља за инфлацију.

У првој половини 2010. године инфлациона очекивања за наредну годину дана кретала су се у границама дозвољеног одступања од циља. Међутим, у другој половини године долази до њиховог повећања и кретања изнад горње границе дозвољеног одступања од циља.

Према резултатима анкета агенција за истраживања (*Bloomberg, Thomson Reuters, Medium Gallup*), инфлациона очекивања финансијског сектора су на крају првог тромесечја била у паду у односу на крај 2009. године, да би се током другог тромесечја стабилизовала на нивоу од око 6,0%. Насупрот томе, у сектору привреде, становништва и синдиката у првој половини године забележен је благ раст инфлационих очекивања.

Током друге половине године, инфлациона очекивања свих сектора су умерено повећана и поред високог раста потрошачких цена. Чињеница да инфлациона очекивања, иако изнад циља, нису порасла у већој мери била је одраз уверености економских учесника да је убрзање инфлације привремено, имајући у виду узроке инфлације и рестриктивне мере монетарне политике.

9. Фискална политика

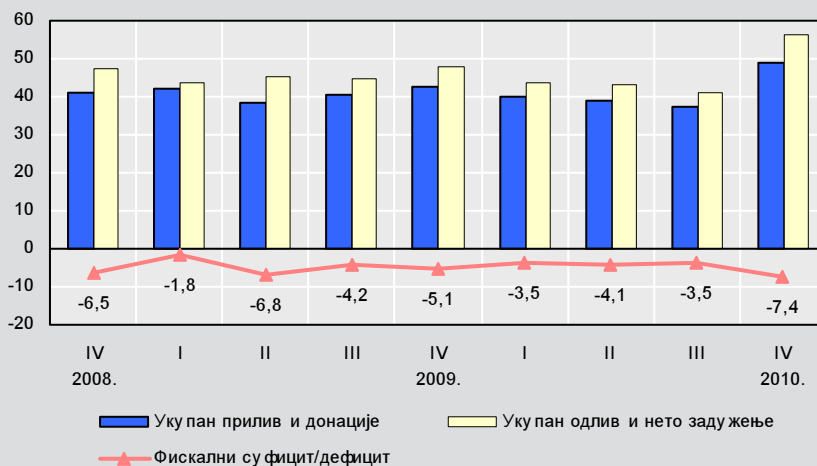
Консолидовани буџет у 2010. години је забележио дефицит од 136,7 млрд динара, односно 4,6% БДП-а. Укупно су остварени приходи у износу од 1.222,9 млрд динара, док су расходи (након ребаланса) на крају године износили 1.359,7 млрд динара. Дефицит је финансиран претежно домаћим задуживањем, што је за последицу имало ограничену експанзивност фискалне политике, тј. знатно мањи ефекат фискалне политике на тражњу. Тај ефекат проценили смо на 47,9 млрд динара, односно 1,6% БДП-а.

Током 2010. настављене су емисије трезорских записа с циљем финансирања буџетског дефицита, при чему су дотадашње рочности до 12 месеци повећане на период до 24 месеца, што је допринело развоју финансијског тржишта. Тржишна вредност укупно емитованих записа у 2010. износила је 254,8 млрд динара, а стање дуга по овом основу је на крају године износило 164,6 млрд динара.

Стање укупног јавног дуга је на крају 2010. године порасло на 12,2 млрд евра, односно 42,2% БДП-а, што представља пораст од високих 8,1 п.п. у односу на крај 2009. године. Захваљујући емитовању трезорских

¹⁸ Анкета обухвата финансијски сектор, предузећа, становништво и синдикате.

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



* Методологија ММФ-а.

Извор: Прерачунао на основу података Министарства финансија РС.

записа, структура јавног дуга се и даље мењала у пожељном смеру – ка већој деноминацији у домаћој валути и по фиксним каматним стопама. Будући да је валутна структура дуга побољшана, динарски део дуга је на крају 2010. износио 14,6% (у односу на 12,8% с краја 2009). Иако се Србија, према међународним критеријумима, и даље сврстава у средње задужене земље, брзина задуживања током 2010. године је била забрињавајуће висока.

Током 2010. године су, у оквиру Закона о буџетском систему, усвојена фискална правила која лимитирају ниво јавног дуга на 45% БДП-а (не укључујући дуг по основу трошкова реституције), а фискални дефицит на 1% БДП-а годишње у средњем року, с дозвољеним краткорочним одступањима како би се омогућило вођење антицикличне фискалне политике¹⁹. Та правила би требало да допринесу стабилизацији јавног дуга.

Кад су у питању фискални приходи, 2010. година је била релативно успешна, с обзиром на постепени опоравак привреде након изласка из економске кризе. У односу на 2009. годину, укупни приходи остварили су реалан раст од 3,8%. Најзначајнија категорија прихода – приходи од ПДВ-а – забележили су скроман реални раст (1,5%), док су осетнији реални раст остварили приходи од акциза (6,5%) и непорески приходи (23,6%).

Расходи су у 2010. години реализовани нешто испод плана (иако су уштеде остварене готово искључиво у категорији капиталних расхода). Због замрзавања, плате и пензије су забележиле реални пад од 3,6%, док су капитални расходи забележили реални раст од 1,5%.

¹⁹ Тако фискални дефицит у годинама рецесије може бити већи од циљаног, а у годинама експанзије мањи или се може остварити суфицит.

IV. Монетарна политика у 2011. години

Водећи рачуна да се инфлација у средњем року стабилизује око циља, Извршни одбор Народне банке Србије је почетком 2011. године наставио да предузима рестриктивне мере монетарне политике повећањима референтне каматне стопе, као и изменом Одлуке о обавезној резерви којом је заустављен процес релаксације обавезне резерве. Опадање инфлације и њено враћање у границе дозвољеног одступања од циља у првој половини 2012. године у највећој мери ће бити резултат слабења трошковних притисака на раст цена хране у случају уобичајено добре пољопривредне сезоне, ниске агрегатне тражње и предузетих мера монетарне политике. Пад премије ризика земље, повољнији кредитни рејтинг и раст учешћа страних инвеститора на домаћем финансијском тржишту резултирали су апрецијацијским притисцима, што ће допринети процесу смањења инфлације. Слична кретања забележена су и у другим источноевропским економијама с флексибилним девизним курсом. Пуни ефекти предузетих мера монетарне политике на инфлацију тек ће се испољити, а Народна банка Србије ће и у наредном периоду користити све инструменте које има на располагању да би се обезбедило враћање инфлације на циљ у средњем року.

Треба истаћи да Народна банка Србије дели став с Владом да су неопходне системске мере и активности чији је циљ стабилизација тржишта хране. Стабилизација тог тржишта би омогућила да се избегну нагле промене карактера монетарне политике због снажних флукуација инфлације и инфлационих очекивања, што би допринело макроекономској

стабилности, као и расту економске активности и запослености.

Монетарна политика Народне банке Србије у 2011. години спроводиће се према Програму који је Извршни одбор Народне банке Србије утврдио крајем 2010. године²⁰:

– Основни циљ монетарне политике Народне банке Србије је постизање циљане инфлације, чиме ће Народна банка Србије допринети одржавању стабилности финансијског система и остваривању одрживог економског раста.

Монетарна политика Народне банке Србије у 2011. години засниваће се на Меморандуму Народне банке Србије о монетарној стратегији²¹ и Меморандуму Народне банке Србије о циљаним стопама инфлације од 2010. до 2012. године.²²

Циљ монетарне политике Народне банке Србије у 2011. години изражен је нумерички – као годишња процентуална промена индекса потрошачких цена: циљана инфлација постепено се смањује са $6\% \pm 2$ п.п. с почетка године на $4,5\% \pm 1,5$ п.п. на крају године. Будући да је утврђен у виду континуирано опадајуће вредности (с дозвољеним одступањем) годишњих промена потрошачких цена – циљ за инфлацију одређен је за сваки појединачни месец у години, па се остварење циљане инфлације може пратити у сваком моменту, што доприноси одговорности и кредибилитету монетарних власти, а тиме и стабилизацији инфлационих очекивања.

²⁰ Одлука о утврђивању програма монетарне политике Народне банке Србије у 2011. години, „Службени гласник РС“, бр. 95/2010.

²¹ Меморандум Народне банке Србије о монетарној стратегији усвојен је на седници Монетарног одбора Народне банке Србије 22. децембра 2008. године.

²² Меморандум Народне банке Србије о циљаним стопама инфлације од 2010. до 2012. године усвојен је на седници Монетарног одбора Народне банке Србије 14. децембра 2009. године.

Током 2011. године Извршни одбор Народне банке Србије доносиће одлуке о монетарној политици које ће бити усмерене на постизање циљане инфлације у средњем року. Циљ је да се инфлација у 2012. години постепено смањује са $4,5\% \pm 1,5$ п.п. с почетка године на $4,0\% \pm 1,5$ п.п. на крају године. Утврђена путања циљева за инфлацију до 2012. године усклађена је с потребом постизања средњорочне стабилности цена и одражава намеру да се та стабилност постигне постепеним смањењем инфлације, 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.

Делујући транспарентно и одговорно према јавности, Народна банка Србије се обавезала на комуникацију с јавношћу на следећи начин: а) саопштењима за јавност, б) конференцијама за штампу, в) извештајем о инфлацији и г) другим публикацијама.

Народна банка Србије наставиће да спроводи режим руковођено пливајућег девизног курса. Висок ниво девизних резерви Народне банке Србије обезбедиће стабилност девизног тржишта. Интервенције на девизном тржишту Народна банка Србије спроводиће ради смањења прекомерних дневних осцилација курса и/или стимулисања обима промета, као и у случају угрожености финансијске и ценовне стабилности.

Народна банка Србије ће у 2011. години наставити да развија и јача тржишне инструменте монетарног

регулисања и да, у сарадњи с банкама, ствара услове за даље унапређење међубанкарског тржишта новца.

Народна банка Србије наставиће да, у сарадњи с Владом, спроводи процес динаризиције с обзиром на то да је степен евроизације у Србији и даље веома висок. Процес динаризиције ће се заснивати на три стуба: на очувању макроекономске стабилности, на развоју динарског новчаног тржишта и тржишта капитала и на развоју инструмената заштите од девизног ризика. Смањење степена евроизације допринеће већој ефикасности монетарне политике, као и смањењу осетљивости јавног и приватног сектора на промене девизног курса.

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.

У режиму циљања инфлације значајна је координација монетарне и фискалне политике. Народна банка Србије ће и у 2011. години остваривати сарадњу с Владом РС. Влада РС се Споразумом о циљању (таргетирању) инфлације²³ обавезала да ће спроводити одрживу и предвидиву фискалну политику у складу с циљаном инфлацијом.

У случају да одступање инфлације од утврђеног циља траје више од шест узастопних месеци – Народна банка Србије ће Владу РС писмено обавестити о разлозима тог одступања, мерама које се морају предузети и времену потребном да се инфлација врати на утврђени циљ.

²³ Споразум Народне банке Србије и Владе Републике Србије о циљању (таргетирању) инфлације усвојен је на седници Владе 19. децембра 2008. године.

Списак графикана и табела

Графикони

II.2.1.	Референтна каматна стопа и коридор каматних стопа	4
II.2.2.	Репо продаја и стање продатих ХоВ	5
II.2.3.	Обим стерилизације инструментима монетарне политике	7
II.3.1.	Кретање инфлације	8
II.3.2.	Базна инфлација по компонентама	9
II.3.3.	Доприноси компоненти ИПЦ међугодишњој инфлацији	10
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.	Структура међународне инвестиционе позиције	16
III.2.3.	Спољни дуг Републике Србије према сектору дужника у односу на БДП	18
III.2.4.	Спољни дуг Републике Србије по инокредиторима	18
III.3.1.	Показатељ премије ризика – ЕМВИ по земљама	19
III.3.2.	Кретање курса динара према еврџ	20
III.3.3.	Кретање номиналног (НЕК) и реалног (РЕК) ефективног курса	20
III.4.1.	Кретања на преконоћном међубанкарском тржишту новца и кретање референтне стопе НБС	21
III.4.2.	Извршне стопе на трезорске записе и референтна каматна стопа	22
III.4.3.	Кретања на примарном тржишту државних ХоВ кретања референтне каматне стопе	22
III.4.4.	Референтна каматна стопа и каматне стопе банака	23
III.4.5.	Реална потраживања банака по кредитима и директно задуживање предузећа у иностранству	26
III.5.1.	Доприноси годишњем расту БДП-а – расходна страна	28
III.6.1.	Доприноси годишњем расту БДП-а – производна страна	28
III.6.2.	Производни јаз	29
III.7.1.	Запосленост и стопа незапослености	30
III.8.1.	Очекивана и циљана инфлација за наредну годину	31
III.9.1.	Јавни приходи и расходи	32

Табеле

II.3.1.	Раст и доприноси годишњој стопи раста потрошачких цена, по компонентама у 2010. години	10
III.2.1.	Платни биланс Србије	14
III.2.2.	Међународна инвестициона позиција Србије	17
III.4.1.	Биланс Народне банке Србије	24
III.4.2.	Монетарни преглед	25
III.4.3.	Субвенционисани кредити	27
III.5.1.	Расподела БДП-а у 2010. години	27
III.6.1.	Економска активност у 2010. години	29

CIP - Каталогизација у публикацији
Народна библиотека Србије, Београд

336.71

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

Два пута годишње
ISSN 2217-6292 = Годишњи извештај о
монетарној политици
COBISS.SR-ID 185198604