

7. Monetarni tokovi i politika

Makroekonomsko okruženje tokom Q2 emitovalo je divergentne signale o tome kakvu monetarnu politiku NBS treba da sprovodi. Recesija u prethodna četiri kvartala kao i spori oporavak privrede u Q2 upućivali su na potrebu realizacije ekspanzivne monetarne politike. Međutim, snažni depresijacijski pritisci, kao i umereno, ali relativno postojano ubrzanje inflacije upućivali su na neophodno sprovođenje restriktivne monetarne politike. Osim toga autonomni tokovi kreiranja novca po osnovu operacija na deviznom tržištu promenili su smer. Krajem Q2 i u toku Q3 restriktivnost monetarne politike je dodatno pojačana povećanjem referentne kamatne stope, ali i promenom valutne strukture obaveznih rezervi u smeru rasta učešća dinarskog dela rezervi. Zabeleženo razduživanje privrede u Q2 prolaznog je karaktera i već na početku Q3 primetan je porast novoplasiranih kredita privredi, dok prekogranični krediti nastavljaju sa trendom rasta već treći kvartal u nizu. Izvori za nove plasmane banaka su smanjeni u Q2 i pored rasta depozita privrede i stanovništva usled odluke poslovnih banaka da značajan deo sredstava iskoriste za razduživanje prema inostranstvu. Narodna banka Srbije je sredinom godine prešla sa reverznih repo operacija na standardne repo operacije, što znači da se sada repo transakcijama ubacuje dodatna likvidnost. Navedena promena predstavlja odgovor NBS na izmenjene okolnosti jer se sada zbog malog priliva/odliva kapitala, deviznim transakcijama povlači likvidnost, dok je u prošlosti deviznim operacijama kreirana likvidnost. U uslovima ubrzane inflacije standardne repo operacije, kojim se kreira dodatna likvidnost, impliciraju potrebu za visokom oprežnošću NBS. Problemi sa likvidnošću srpske privredi i nastavak depresijacije dinara dodatno su povećali učešće nenaplativih kredita u ukupnim. Ukoliko isključimo blago smanjenje u drugoj polovini 2009. godine, učešće nenaplativih kredita već četiri godine beleži konstantni rast bez naznaka o mogućoj promeni u budućnosti.

Centralna banka: bilans i monetarna politika

Pad primarnog novca nastavljen u Q2 ...

... usled potrebe NBS da interveniše na međubankarskom deviznom tržištu

Nivo neto sopstvenih rezervi smanjen u Q2...

... kao posledica prodaje deviza u cilju stabilizacije kursa

U drugom kvartalu, slično kao i u prethodnom, fiskalna politika je bila izrazito ekspanzivna (videti deo o fiskalnoj politici), što je imalo za posledicu znatno kreiranje novca po tom osnovu. Sa druge strane, NBS se opredelila za restriktivnu monetarnu politiku, koja je u Q2 pre svega ispoljavana preko prodaje deviza, kojom su povlašćeni dinari, ali i ublažavani depresijacijski pritisci. Ocenjuje se da je ovakav izbor NBS u uslovima visoko evroizovane privrede kao što je srpska opravdan, jer bi se eventualna snažna depresijacija dinara uskoro prenela i na cene, čija stabilnost je osnovni cilj NBS. Osim toga snažna depresijacija dinara bi negativno uticala na privredu, građane pa i državu koji su uglavnom zaduženi u devizama ili u dinarskim kreditima koji se indeksiraju prema kretanju evra. U uslovima visoke evroiziranosti kredita, snažna depresijacija dinara, bi se skoro izvesno prelila na kreditnu krizu.

Usled depresijacijskih pritisaka koji su se nastavili u Q2, intervencije NBS na međubankarskom deviznom tržištu (MDT) su intenzivirane. Sa 823 miliona evra koje je NBS iskoristila u cilju usporavanja trenda depresijacije, ukupno upotrebljena sredstva od početka godine su se povećala na 1,28 milijardi evra (Tabela T7-1). Usled prodaje deviza, neto sopstvene rezerve NBS su smanjene u Q2 za 28% u odnosu na vrednost primarnog novca na početku godine, što je imalo negativan uticaj na nivo primarnog novca. Sa druge strane, poslovne banke su velikim povlačenjem sredstava iz repo stoka kod NBS pozitivno delovale na kreiranje primarnog novca i nadomestile negativne efekte od prodaje deviza na MDT. Zajedno sa trošenjem dela depozita koje država ima na računima kod NBS, ukupan efekat na nivo primarnog novca je rast od 31% u odnosu na vrednost primarnog novca na početku godine.

Tabela T7-1. Srbija: NBS intervencije i devizne rezerve 2009-2012

	2009		2010				2011				2012	
	Sep	Dec	Mar	Jun	Sep	Dec	Mar	Jun	Sep	Dec	Mar	Jun
Repo stok (u milionima evra)	1.721,12	1.593,79	1.406,63	1.037,51	626,87	449,00	549,77	746,09	1.000,42	1.174,84	1.055,98	111,98
Repo stopa NBS	12,00	9,50	9,00	8,00	9,00	11,50	12,25	12,00	11,25	9,75	9,50	10,00
repo stopa korigovana za inflaciju	11,18	8,91	8,60	7,68	8,36	10,44	10,74	10,65	10,29	9,11	9,21	-3,53
repo stopa korigovana za promene kursa	11,51	-31,19	-2,30	-19,45	3,20	21,90	13,99	-7,14	25,90	6,51	-19,08	-12,16
Intervencije NBS na međubankarskom dev. tržištu (u milionima evra)	18,20	-80,90	-631,50	-785,00	-595,20	-321,50	5,00	-30,00	-30,00	-30,00	-488,50	-1278,80
Neto sopstvene rezerve ²⁾	9,6	20,8	-15,3	-31,2	-57,5	-61,3	-8,9	14,0	26,8	73,9	-17,6	-45,4
Neto Domaća aktiva (NDA)	-38,4	-40,9	-0,3	4,5	30,6	33,9	-0,7	-15,5	-28,6	-51,8	2,4	61,3
Dinarski depoziti države ³⁾	1,0	-13,0	2,7	4,8	7,9	3,1	-4,6	-3,3	3,6	2,7	-5,1	6,1
Repo operacije i trajna prodaja hartija NBS ³⁾	-22,6	-19,9	4,9	14,2	35,4	42,5	-6,9	-15,3	-32,2	-47,5	2,2	53,7
Ostala (domaća) aktiva, neto ⁴⁾	-16,7	-8,1	-7,9	-10,4	-8,6	-7,6	10,9	3,1	0,0	-7,0	5,3	1,5
Primarni novac	-28,8	-20,1	-15,6	-26,7	-26,9	-27,3	-9,6	-1,5	-1,8	22,1	-15,2	15,9
od čega: gotovina u opticaju	-2,3	1,8	-3,9	-3,2	-2,3	-1,5	-5,8	-4,2	1,3	12,4	-3,3	-4,0
od čega: slobodne rezerve	-16,5	-4,6	-13,7	-12,5	-8,6	-6,8	-3,8	2,5	-5,5	6,3	-13,6	-1,6
Narodna banka Srbije, neto	681,73	1.446,10	-183,43	-388,66	-990,08	-1.058,90	56,41	281,69	1.374,46	2.203,13	-1.070,60	-2.087,45
Bruto rezerve	1.371,41	2.476,67	-134,91	4,78	-637,24	-653,92	15,50	308,18	1.426,15	2.333,77	-1.138,11	-2.090,09
Obaveze	-689,68	-1.030,57	-48,52	-393,44	-352,84	-404,99	40,91	-26,49	-51,69	-130,63	67,51	2,64
MMF	-747,41	-1.104,37	-46,79	-386,44	-356,26	-408,17	36,90	-32,40	-58,53	-131,88	58,24	-6,44
Ostale obaveze	57,72	73,80	-1,72	-6,99	3,41	3,18	4,01	5,90	6,85	1,24	9,27	9,07
STRUKTURA NETO REZERVEI NBS												
1. Narodna banka Srbije, neto	681,73	1.446,10	-183,43	-388,66	-990,08	-1.058,90	56,41	281,69	1.374,46	2.203,13	-1.070,60	-2.087,45
1.1 Depoziti poslovnih banaka	-280,43	-724,61	-114,97	-393,09	-377,44	-369,97	21,84	226,33	108,59	-461,78	459,45	740,45
1.2 Depoziti države	-82,21	-53,72	-79,75	38,66	21,79	7,91	-232,50	-257,55	-1.009,24	-455,09	263,40	488,43
1.3 NBS sopstvene rezerve	319,09	667,77	-378,14	-743,09	-1.345,74	-1.420,97	-154,25	250,47	473,81	1.286,27	-347,74	-858,58

Izvor: NBS.

1) U „država“ uključeni su svi nivoi vlasti: republički nivo i nivo lokalne samouprave.

2) Definicija neto sopstvenih rezervi NBS data je u odeljku 8 „Monetarni tokovi i politika“, Okvir 4, QM br. 5.

3) Ova kategorija uključuje Blagajničke zapise NBS (BZ), i repo operacije.

4) Ostala domaća aktiva neto uključuje: domaće kredite (neto potraživanja od banaka, isključujući BZ i repo transakcije; neto potraživanja od privrede) zajedno s ostalom aktivom (kapital i rezerve; i stavke u bilansu: ostala aktiva i ostala pasiva) i korigovana je za promenu kursa.

U Q2 povećana je referentna stopa NBS...

... kao i učesće dinarskog dela deviznih obaveznih rezervi

Nakon povećanja referentne kamatne stope u junu za 50 baznih poena, NBS je u julu i avgustu izvršila još dve korekcije referentne kamatne stope za 25 baznih poena nakon čega trenutna stopa iznosi 10,5%. Na sednici izvršnog odbora 07. juna, NBS je promenila Odluku o obaveznoj rezervi tako što je povećala stopu obavezne rezerve na dinarske obaveze indeksirane deviznom klauzulom na 50% za sve nivoe ročnosti. Pored toga povećala je drugi put od početka godine učesće dinarskog dela devizne obavezne rezerve po diferenciranim stopama. Za izvore ročnosti do dve godine stopa je povećana sa 20% na 27%, dok je na izvore ročnosti preko dve godine stopa povećana sa 15% na 19%. Ovim merama NBS pokušava da sterilise jedan deo dinarske likvidnosti bankarskog sektora i time smanji pritisak na kurs koji je primetno destabilizovan od početka godine, ali i da poveća ponudu deviza na međubankarskom tržištu.

Na narednoj sednici 12. jula, NBS je donela odluku da se umesto na dvonedeljne transakcije repo prodaje hartija od vrednosti (reverzni repo), referentna kamatna stopa primenjuje na jedonedeljne transakcije repo kupovine hartija od vrednosti (standardni repo). Ovom odlukom, NBS je praktično promenila dosadašnje uloge, gde sada NBS od poslovnih banaka otkupljuje dinarske državne hartije od vrednosti da bi ih nakon nedelju dana poslovne banke otkupile nazad od NBS u vrednosti prethodno pozajmljenih sredstava uvećanih za kamatu. Referentna kamatna stopa prema novoj odluci određuje najnižu kamatnu stopu po kojoj poslovne banke otkupljuju nazad hartije od vrednosti. Ovim modelom NBS sada kreira likvidnost bankarskog sektora kupovinom hartija od vrednosti umesto da je smanjuje kao što je to do sada bio slučaj. Ova promena u načinu funkcionisanja repo operacija uticala je da se Q2 zabeleži veliki pad repo stoka. U julu je repo stok po osnovu reverznih operacija sveden na nulu. Prelazak na standardne repo operacije podrazumeva da NBS sada otkupljuje hartije od vrednosti banka i po tom osnovu ubacuje dodatnu likvidnost. Za sada su ove operacije vrlo skromne - NBS je krajem jula repo po osnovu bankarskih hartija od vrednosti kreirala likvidnost u iznosu od 2 milijarde dinara.

Prelazak sa reverznog na standardni repo posledica je izmenjenih makroekonomskih okolnosti, a pre svega promene smera uticaja operacija na deviznom tržištu na kreiranje novca. Tokom prethodne decenije po osnovu operacije na deviznom tržištu je uglavnom kreiran novac i to u količinama koje su bile veće od realne tražnje za novcem – što potvrđuje relativno visoka inflacija u tom periodu. U cilju suzbijanja inflacije kao i smanjenja pritiska na devizno tržište, NBS je emisijom reverznih repo hartija povlačila višak likvidnosti. Od početka ove godine stanje na deviznom tržištu je bitno promenjeno – ponuda deviza je znatno manja od tražnje, pa se o osnovu deviznih

operacija povlači dinarski novac. U takvim okolnostima dinarska likvidnost opada pa se javlja potreba za primenom standardnih repo operacije kojima NBS povećava likvidnost. Međutim, NBS i u budućnosti treba pažljivo da prati kretanje na deviznom tržištu, kao i operacije države, kako bi adekvatno reagovala u smeru kreiranja ili povlačenja likvidnosti. Zbog visoke inflacije u Srbiji i niske realne tražnje za dinarima neophodno je u budućnosti velika opreznost NBS, kako se kreiranjem dodatne likvidnosti ne bi pokrenula depresijacija dinara i dodatno ubrzala inflacija.

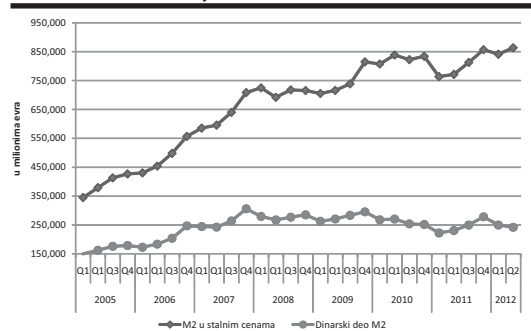
Odluke novog rukovodstva NBS da se poveća referentna kamatna stopa, i na taj način poveća restriktivnost monetarne politike, ukazuje na to da će po svoj prilici nakon iznuđene ostavke guvernera, u oblasti monetarne politike, biti nastavljen kontinuitet, umesto najavljenog zaokreta. To prvenstveno znači da će držanje inflacije pod kontrolom i dalje biti osnovni cilj NBS, a ne „podsticanje“ privrede. Naravno i u budućnosti se mogu očekivati pritisci na NBS da kreira dodatnu likvidnost kako bi se „pokrenula“ privreda ili rešio problem nelikvidnosti, iza koga se u stvari krije problem nesolventnosti dela srpske privrede.

Pozivanje zagovornika ekspanzivne fiskalne politike na druge centralne banke je sasvim neadekvatno, jer su uslovi u kojim se realizuje monetarna politika u Srbiji bitno drugačiji, pa bi i rezultati ekspanzivne politike bili drugačiji. U Srbiji već više decenija postoji dvovalutni sistem, koji je delimično legalizovan, i u kome je dinar inferiorna valuta u odnosu na evro. U ukupnoj novčanoj masi dinar učestvuje sa manje od 30%, i osim toga postoji tendencija smanjenja njegovog učešća. Realni nivo tražnje za dinarima je nizak, zbog čega monetarna ekspanzija tj. povećanje ponude dinara ne dovodi do rasta štednje i kredita u dinarima, nego na rasta tražnje za devizama. Rast tražnje za devizama dovodi do depresijacije dinara, koji se sa određenim pomakom prenosi na rast inflacije. Rast kursa, a potom i inflacije smanjuje realnu vrednost dinarske novčane mase, iako je njena nominalna vrednost povećana. Upravo to se dogodilo tokom prve polovine ove godine kada je usled ekspanzivne fiskalne politike došlo do povećanja nominalne dinarske novčane mase ali je njena realna vrednost u evrima i dinarima opala.

Prema tome efekat eventualne monetarne ekspanzije bio bi rast kursa i inflacije, umesto rasta štednje i kredita u dinarima i pokretanje privrede. Efekat eventualne ekspanzivne politike na kurs dinara bio bi naročito snažan u okolnostima kada je ponuda deviza vrlo niska, što je upravo slučaj u 2012. godini. Naravno i u takvim okolnostima, koristi za privilegovane korisnike kredita bile bi veće od troškova, dok bi za sve ostale građane troškovi bili veći od koristi. Stoga je monetarna politika u Srbiji, prinuđena da balansira po vrlo tankoj liniji, između namere da podstakne privredu, i rizika da ubrza inflaciju. Pri tome je relevantno da su ključni problemi privrede Srbije sistemske prirode i da se oni ne mogu rešiti ekspanzivnom monetarnom i fiksnom politikom – pad privredne aktivnosti u prvoj polovini ove godine, uprkos vrlo ekspanzivnoj fiskalnoj politici ubedljivo to potvrđuje.

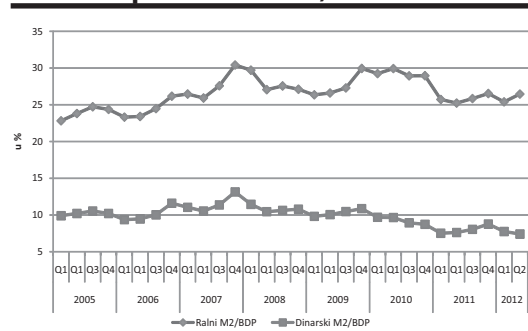
Monetarni sistem: struktura i tokovi novčane mase

Grafikon T7-2. Stanje novčane mase u stalnim cenama, 2005–2012



Izvor: Proračun QM-a

Grafikon T7-3. Srbija: kretanje novčane mase kao procenat BDP-a, 2005-2012



Izvor: Proračun QM-a

Povećana potrošnja države i povlačenje banaka iz repo plasmana u Q2...

... pozitivno su delovali na rast novčane mase

Realni nivo novčane mase povećan je u Q2 za 12% međugodišnje (u Q1 realni rast 10,1% međugodišnje, Tabela T7-4). Ipak, nakon korekcija za promenu deviznog kursa usled depresijacije dinara, međugodišnja stopa je negativna i iznosi -1,2%, pri čemu je se pad beleži kod domaćinstava od -2,4% međugodišnje, dok kod privrede pad iznosi -0,5% međugodišnje. Rast M2 u Q2 gledano na vrednost ovog monetarnog agregata sa kraja prošle godine iznosi 6%. Novčana masa kreirana je dinarskim kanalima, trošenjem državnih depozita kod NBS i povlačenja repo plasmana poslovnih banaka, dok je neto strana aktiva (tj. operacije na deviznom tržištu) uticala na smanjenje likvidnosti jer je i u tekućem i u kapitalnom bilansu ostvaren deficit.

Povećanje međugodišnje stope rasta M2 koja u Q2 iznosi 18,1% nominalno (u Q1 rast 14% međugodišnje), duguje se sa preko 80% rastu deviznih depozita čija je međugodišnja stopa rasta iznosila 14,96%. U istom periodu stope rasta štednih i oročeni depoziti od 0,78% međugodišnje kao i baznog M1 sa 2,39% međugodišnje, smanjili su svoj doprinos rastu M2 na oko 17,5% od ukupno ostvarenog (u Q1 zbirni doprinos iznosio 33,7% od ukupnog rasta M2).

Tabela T7-4. Srbija: rast novca i agregata koji mu doprinose, 2009–2012

	2009				2010				2011				2012	
	Mar	Jun	Sep	Dec	Mar	Jun	Sep	Dec	Mar	Jun	Sep	Dec	Mar	Jun
M2 ¹⁾	6,5	12,1	10,4	21,3	19,9	22,1	20,1	13,0	8,0	3,7	8,1	10,1	14,0	18,1
Krediti nedržavnom sektoru ²⁾ (promena stanja u dinarima)	33,8	27,7	22,3	16,1	14,4	25,0	27,1	26,8	19,3	11,6	8,3	7,7	14,4	14,0
Krediti nedržavnom sektoru ³⁾ (korigovani tokovi za promenu kursa)	20,9	13,9	7,7	10,2	10,4	16,2	16,8	19,6	16,7	13,0	11,7	8,1	8,6	4,6
Domaćinstva	-2,4	1,5	4,4	3,7	7,9	16,1	18,7	29,4	25,1	20,6	17,8	5,7	5,7	3,3
Privreda	-28,7	-20,9	9,3	13,6	11,6	16,3	15,8	15,0	12,8	-9,4	8,8	9,3	10,1	5,3
M2 ¹⁾	-2,7	3,5	2,9	13,8	14,5	17,1	11,4	2,4	-5,4	-8,0	-1,2	2,7	10,1	12,0
Krediti nedržavnom sektoru ²⁾ (promena stanja u dinarima)	22,2	17,9	14,0	9,0	9,1	19,9	17,9	15,0	4,5	-1,0	-1,1	0,5	10,5	8,1
Krediti nedržavnom sektoru ³⁾ (korigovani tokovi za promenu kursa)	10,2	4,3	-0,5	3,2	5,3	11,3	7,8	7,9	1,8	0,2	2,2	0,9	4,9	-1,2
Domaćinstva	-2,1	-7,1	-3,6	-2,9	2,9	11,1	9,6	16,8	9,2	7,0	7,8	-1,3	2,0	-2,4
Privreda	17,3	10,7	1,0	6,4	6,5	11,3	6,9	3,7	-1,6	-3,0	-0,5	2,1	6,3	-0,5
Novčana masa: M2 ¹⁾	1.015,4	1.061,7	1.087,2	1.204,0	1.217,8	1.296,2	1.306,0	1.360,8	1.315,6	1.344,8	1.412,2	1.498,0	1.499,7	1.588,6
Novčana masa: dinarski M2 ¹⁾	378,1	401,1	417,9	436,8	403,7	417,9	403,0	410,5	382,7	402,0	433,8	486,5	445,0	444,6
Devizni depoziti (privreda i domaćinstva)	637,3	660,6	670,2	767,2	814,0	878,2	903,0	950,3	932,9	942,8	978,3	1.011,5	1.054,7	1.144,0
M2 ¹⁾	2,3	6,9	9,5	21,3	1,1	7,7	8,5	13,0	-3,3	-1,2	3,8	10,1	0,1	6,1
Neto strana aktiva (NSA), dinarski prirast	2,2	0,4	3,6	8,9	-0,9	-0,6	-1,7	-5,2	-1,9	-1,4	9,5	11,9	-5,6	-4,5
Neto domaća aktiva (NDA)	0,1	6,5	6,0	12,4	2,1	8,3	10,2	18,3	-1,4	0,2	-5,7	-1,8	5,7	10,5

Izvor: NBS

1) Novčana masa: komponente – v. Analitičke i notacijske konvencije QM-a.

2) Krediti nedržavnom sektoru – krediti privredi (uključujući lokalnu samoupravu) i domaćinstvima.

3) Tokovi su korigovani za promenu kursa. Korekcije su sprovedene pod pretpostavkom da je 70% kredita nedržavnom sektoru (i domaćinstvima i privredi) indeksirano prema evru.

4) Početnim M2 označava se stanje M2 na početku odnosno, tj. na kraju prethodne godine.

Bankarski sektor: plasmani i izvori finansiranja

Privreda i stanovništvo u Q2 se razduživali prema domaćim bankama ...

... pri čemu je razduživanje privrede najvećim delom rezultat otpisa nenaplativih kredita

Rast prekograničnih kredita privredi nastavlja se i u Q2

Kreditni plasmani bankarskog sektora privredi i stanovništvu u Q2 su zabeležili pad od 173 miliona evra (Tabela T7-5). Dok je stanovništvo povećalo svoju zaduženost za 42 miliona evra, privreda je smanjila svoja dugovanja za 214 miliona evra i time uticala na ukupan pad kreditnih plasmana. Treba ipak naglasiti da se je jednim delom na neto razduživanje privrede delovao i otpis dela nenaplativih potraživanja od strane nekoliko banaka. Već u julu mesecu ovaj trend je prekinut i beleži se rast novih kredita privredi za 237 miliona evra. Takođe, privreda je povećala zaduženost prema inostranstvu po osnovu porasta prekograničnih kredita. Porast prekograničnih kredita koji je ponovo započeo pre dva kvartala, i u Q2 iznosi 132 miliona evra (u Q1 prirast prekograničnih kredita iznosio 115 miliona evra). Na osnovu ovog zaduženja ukupan pad kreditne aktivnosti u Q2 u segmentu privrede i stanovništva je delimično ublažen i iznosi -41 miliona evra. Pored smanjenih kreditnih plasmana, poslovne banke su u Q2 povukle i 916 miliona evra iz REPO plasmana da bi u julu mesecu bilo povučeno dodatnih 107 miliona evra čime je repo stok došao na najniži nivo od kada pratimo njegovo kretanje¹. Deo povučenih repo sredstava banke su iskoristile za pokrivanje dinarskog dela obavezne devizne rezerve, koji je NBS povećala u aprilu. Sa druge strane na aukcijama trezorskih zapisa, prikupljeno je iz bankarskog sektora preko 620 miliona evra sredstava. Jednim delom ova sredstva su korišćena za finansiranje prethodnih emisija koje su pristigle na naplatu a drugim delom za finansiranje državne potrošnje u ovom periodu. Iz istog razloga, država je u Q2 povlačila sredstva sa računa kod poslovnih banaka i time povećala neto zaduženost za 257 miliona evra, čime je donekle umanjeno ukupni pad plasmana bankarskog sektora u Q1 na 833 miliona evra.

1 Razlog povlačenja sredstava iz REPO plasmana duguje se najvećim delom odluci NBS da sa reverznih repo operacija pređe na standardne repo operacije.

Tabela T7-5. Srbija: poslovanje banaka – izvori i struktura plasmana, korigovani¹⁾ tokovi, 2009-2012

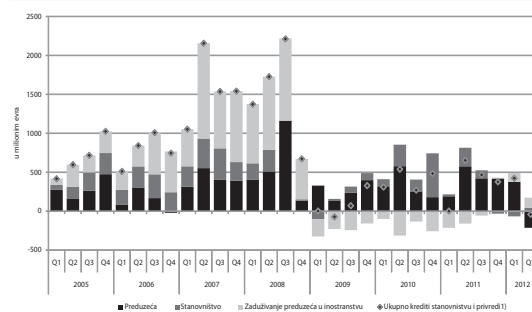
	2009				2010				2011				2012	
	Mar.	Jun.	Sep.	Dec.	Mar.	Jun.	Sep.	Dec.	Mar.	Jun.	Sep.	Dec.	Mar.	Jun.
u milionima evra, kumulativni od početka god.														
Izvori sredstava (-, povlačenje)	958	61	-1.171	-2.790	7	-117	-68	-1.495	603	69	-822	-1.083	672	692
Domaći depoziti	235	-336	-691	-1.633	131	-233	-236	-836	206	-148	-844	-1.169	589	146
Depoziti stanovništva	-40	-270	-551	-1.314	-137	-323	-500	-1.020	-92	-295	-483	-655	-49	-189
dinarski depoziti	46	-2	-30	-89	30	21	25	12	24	13	-68	-182	30	69
devizni depoziti	-87	-268	-521	-1.225	-167	-343	-525	-1.032	-116	-308	-416	-473	-79	-258
Depoziti privrede	276	-67	-140	-319	268	89	264	184	298	147	-361	-513	638	336
dinarski depoziti	171	5	-174	-284	213	84	232	151	176	13	-128	-350	362	304
devizni depoziti	105	-72	34	-35	55	5	32	33	122	134	-233	-164	275	31
Obaveze prema inostr. (zaduživanje i rač. nerezid.)	299	186	-558	-1.271	-196	40	90	-563	580	634	678	545	3	345
Kapital i rezerve ¹⁾	424	212	78	114	72	77	78	-96	-183	-416	-656	-459	80	200
Devizne rezerve (-, povlačenje)	-407	-449	-5	311	53	-120	197	430	-720	-674	-517	-923	-199	371
Plasmani¹⁾	156	1.057	1.980	2.844	397	1.279	1.281	2.285	309	1.270	2.158	2.771	409	-424
Ukupno privreda i stanovništvo	226	381	696	1.183	411	1.264	1.669	2.434	216	1.030	1.554	1.940	309	136
Privreda	331	465	700	1.097	319	897	1.142	1.756	191	766	1.189	1.607	375	161
Stanovništvo	-104	-84	-4	86	91	368	527	678	25	263	365	333	-67	-25
Plasmani u hartije NBS ²⁾	40	256	694	625	-125	-445	-839	-1.010	86	268	529	720	-28	-944
Neto kreditiranje države ³⁾	-105	421	590	1.036	112	460	451	861	7	-28	75	111	128	385
PRO MEMORIA														
Obavezne rezerve i depoziti	-191	-225	-185	36	54	-182	-188	-115	-157	-429	-210	391	-552	-418
Ostala potraživanja od NBS (neto) ⁴⁾	-385	-380	-481	-158	-287	-272	-195	-229	17	123	2	110	-199	-20
od čega: slobodne rezerve posl. banaka	-409	-394	-501	-177	-279	-252	-173	-220	22	123	-3	100	-187	45
Ostale stavke ⁵⁾	-166	-158	-254	-99	-147	-331	-692	-565	-136	-195	-246	-601	150	222
Efektivna obavezna rezerva (u %) ⁶⁾	30	28	26	25	26	24	24	23	23	21	21	24	22	23

Izvor: NBS

1) Izračunavanje prirasta vrši se uz pretpostavku da je 70% od ukupnih plasmana indeksirano prema evru. Prirasti za originalno dinarske vrednosti depozita izračunati su po prosečnom kursu za period. Za devizne depozite – kao razlika stanja preračunatih po kursu na krajevima perioda. Kapital i rezerve preračunati su po kursu evra na krajevima perioda i ne sadrže efekat promene kursa od preračunavanja ostatka bilansa.

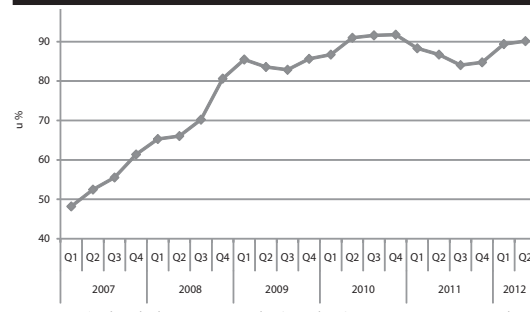
2) U hartije od vrednosti NBS uključene su državne hartije i blagajnički zapisi NBS koji se prodaju po repo stopi i po stopi koja se određuje na tržištu kada su u pitanju trajne aukcijske prodaje s rokom dospeća većim od 14 dana.

3) Neto kreditiranje države: krediti odobreni državi umanjeni za depozite države u poslovnim bankama; negativni predznak označava veći porast depozita nego kredita. Država obuhvata sve nivoe vlasti: republički nivo i nivo lokalne samouprave.

Grafikon T7-6. Srbija: zaduživanje privrede i stanovništva, 2005-2012


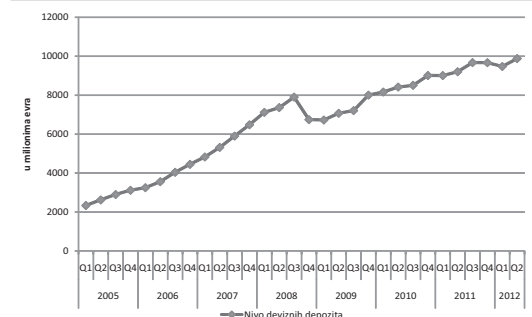
Proračun QM-a

1) V. fusnotu 1 u Tabeli T7-5.

Grafikon T7-7. Srbija: ukupna kreditna zaduženost u % od BDP-a, 2005-2012


Proračun QM-a

Smanjenje izvora za nove plasmane nastavljeno u Q2...

Grafikon T7-8. Srbija: nivo deviznih depozita, 2005-2012


Izvor: NBS

... i pored povećanja depozita privrede i stanovništva

dok su paralelno povukle dodatnih 120 miliona evra sa računa kapitala i rezervi. Time je neutralisan pozitivan efekat koji od rasta depozita stanovništva i privrede, usled čega je i došlo do pada

izvora za nove plasmane banaka. Prema tome, struktura izvora finansiranja je promenjena u smeru povećanja značaja domaćih izvora finansiranja i smanjenja značaja stranih izvora finansiranja. Rast depozita građana u bankama ukazuje na to da uprkos političkoj nestabilnosti i problemima u grupi domaćih banaka poverenje građana u bankarski sistem u prvoj polovini godine je bilo relativno visoko. O tome dodatno svedoči i činjenica da je stanovništvo u julu kada je u medijima slučaj stečaja Agrobanke bio vrlo zastupljen, ipak povećalo nivo deponovanih sredstava na svojim računima kod poslovnih banaka.

Tabela T7-9. Srbija: učešće nenaplativih kredita prema tipu dužnika, 2008-2012

	2008		2009				2010				2011				2012		Avg.
	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2		
Pravna lica	6,86	11,05	14,86	13,24	12,14	11,62	14,18	13,83	14,02	14,39	16,23	17,44	17,07	17,72	18,47	18,02	
Preduzetnici	3,66	5,28	8,93	10,21	11,21	12,19	13,73	15,7	15,8	15,66	15,75	16,99	17,07	16,05	7,69	8,04	
Fizička lica	3,78	5,36	6,19	6,63	6,69	6,37	6,79	7,04	6,71	6,79	7,1	7,4	7,24	7,57	15,72	15,98	

Izvor: Proračun QM-a

Učešće nenaplativih kredita u Q2 ponovo povećano ...

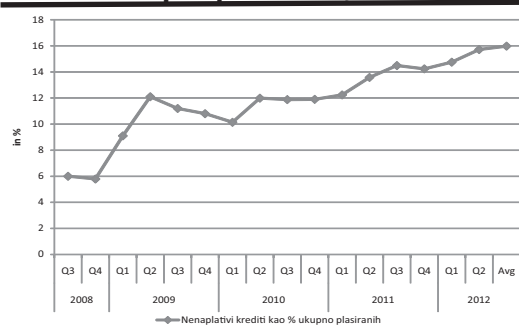
U prvoj polovini godine nastavljen je rast učešća nenaplativih kredita u ukupno odobrenim kreditima. Na kraju juna, ukupno učešće nenaplativih kredita povećano je na 15,72% od ukupno plasiranih kredita u privredi Srbije (Tabela T7-9). Kašnjenje u isplati rate kredita od preko 90 dana, koju uzimamo kao granicu za klasifikovanje kredita u grupu nenaplativih, povećano je kod sve tri kategorije dužnika koje pratimo.

... pri čemu prednjači rast u segmentu pravnih lica

Najveći uticaj na ukupni rast učešća nenaplativih kredita imala su pravna lica, kod kojih je zabeležen porast učešća sa 17,72% krajem marta, na 19,26% na kraju juna. Sličan porast zabeležen je u ukupnoj sumi kredita koji su plasirani preduzetnicima, dok je nešto manji rast nenaplativih kredita primetan i kod grupe fizičkih lica. Ipak, ovo pogoršanje nema toliki efekat usled činjenice da nenaplativi krediti preduzetnicima i fizičkim licima čine oko 18% od ukupnih kredita koji su u docnji. Ako se podsetimo da su učešća nenaplativih kredita pre 2010. godine bila obično ispod 10%, učešća u ovoj i prethodnoj godini kao i činjenica da se primećuje konstantni porast svedoče o tome da privreda Srbije još uvek nema jasno rešenje za prevazilaženje ovog problema koji može dodatno da se uveća ukoliko se nastavi depresijacija dinara i time dodatno oteža vraćanje kredita koji su indeksirani u stranoj valuti. Povećanje učešća nenaplativih kredita jednim delom je posledica ekonomske krize, zbog koje su mnoga solidna preduzeća i solventni građani, upali u teškoće sa vraćanjem kredita. Slična pojava je registrovana i u drugim državama ali je u Srbiji ona intenzivnija zbog evroiziranosti većine kredita.

Drugi razlog za visok rast nenaplativih kredita je neopreznost banaka u periodu kreditnog buma (2003-2008. godina), kada su krediti odobravani bez detaljnije provere poslovnih performansi i perspektiva preduzeća. Banke su se u tom periodu pre svega borila da ostvare što veće učešće na tržištu, dok su sigurnost za naplatu kredita tražili u obezbeđenju kolaterala (uglavnom imovine). Međutim, sa početkom krize vrednost imovine, kao i njena likvidnost je značajno opala² što ima za posledicu rast nenaplativosti kredita.

Grafikon T7-10. Srbija: učešće nenaplativih kredita u ukupno plasiranim, 2008-2012



Izvor: Proračun QM-a

2 Postoje indicije da je inicijalna vrednost imovine često bila precenjena.

Okvir 1. Očekivanja do kraja 2012. godine

Mada je do kraja godine ostalo svega nekoliko meseci, još uvek postoje neizvesnost u kakvom makroekonomskom okruženju će se realizovati monetarna politika. Verovatno je, mada ne i izvesno, da će se privreda stagnirati (videti deo o privrednoj aktivnosti), ali postoji velika neizvesnost o tome kako će operacije na deviznom tržištu uticati na kreiranje, odnosno na povlačenje novca. U narednom delu godine očekuje se nastavak postepenog smanjenja deficita u tekućem platnom bilansu, ali sporije nego što se to do skora očekivalo (manji izvoz poljoprivrednih i prehrambenih proizvoda, veći uvoz struje, kontradiktorne procene tražnje za FIAT-ovim automobilima proizvedenim u Srbiji i dr.). Znatno veća neizvesnost je vezana za procenu kretanja u kapitalnom bilansu. Na osnovu tendencije iz prethodnog dela godine, ali i zbog smanjenja kreditnog rejtinga Srbije, odlaganje sporazuma sa MMF i EU, može se očekivati da će po osnovu komercijalnih tokova Srbije u preostalom delu godine ostvariti odliv kapitala ili vrlo skroman priliv. Relativno visok deficit u tekućem bilansu uz odsustvo značajnijeg priliva kapitala po osnovu komercijalnih transakcija uticao bi na višak tražnje za devizama u odnosu na ponudu deviza. Ova neravnoteža bi se mogla otkloniti visokom depresijacijom dinara (što je malo verovatno) ili trošenjem deviznih rezervi NBS (što je verovatnije). U ovom scenariju verovatno je da bi neto efekte operacija na deviznim tržištu bio smanjenje dinarske likvidnosti, a to bi značilo i stvaranje dodatnog prostora za smanjenje restriktivnosti monetarne politike. Međutim, taj prostor bi bio relativno skroman zbog rastuće inflacije kao i zbog opasnosti od depresijacije dinara. Ako država obezbedi znatniju količinu deviznih kredita u inostranstvu kojima bi finansirala tekući fiskalni deficit ili servisiranje dospelih obaveza stanje¹ u kapitalnom bilansu može u potpunosti da se promeni. Znatna priliv deviza po osnovu zaduživanja države mogao bi da promeni odnos ponude i tražnje na deviznom tržištu u korist ponude deviza, što bi za neposrednu posledicu imalo apresijaciju dinara i rast deviznih rezervi. U ovom slučaju neto monetarni efekat deviznih operacija bilo bi povećanje likvidnosti, što bi moglo da zahteva primenu restriktivne monetarne politike. Ukoliko bi se pak država zadužila u devizama u zemlji, monetarni efekti bi zavisili od toga da li se devize kojima se kupuju državne hartije obezbeđuju iz inostranstva, ili investitori prodaju višak dinara NBS da bi kupili devize kojima kupuju državne hartije. U slučaju da devize za kupovinu državnih deviznih hartija dolaze iz inostranstva monetarni efekti su isti kao da se država direktno zadužuje u inostranstvu. Ako se devize obezbeđuju u zemlju pri kupovini deviza od NBS došlo bi do povlačenja dinara (smanjenje likvidnosti), ali bi konačni monetarni efekti zavisili od toga da li se država zadužuje da bi izmirila dinarske ili devizne obaveze. Ukoliko bi država izmirivala dinarske obaveze ona bi prodajom deviza kreirala dodatnu dinarsku likvidnost, dok bi u slučaju izmirivanja deviznih obaveza, smanjenjem likvidnosti po ovom osnovu bilo trajno. Ipak treba imati u vidu da, iako bi zaduživanje države u devizama kratkoročno povoljno uticalo na stabilizaciju deviznog tržišta, ono nije dugoročno održivo jer su i spoljni dug zemlje i javni dug u kritičnoj zoni.

¹ Monetarni efekat bi bio naročito značajan ako bi se dospеле dinarske obaveze finansirale zaduživanjem države u devizama.