

TRENDOVI

1. Pregled

Makroekonomske prilike u 2011. godini možemo grubo podeliti na dva perioda. Prvi, početkom godine, kada se privredna aktivnost ubrzano oporavljala od posledica prvog udara ekonomske krize i drugi, koji je započeo već od Q2, u kom je taj oporavak potpuno zaustavljen uz dalji postepeni pad privredne aktivnosti. Inflacija je, po sličnom vremenskom obrascu kao privredni rast, početkom godine bila visoka, pa zatim – od maja – za Srbiju neuobičajeno niska, a tekući deficit je bio relativno stabilan sve do poslednjeg kvartala, kada je snažno porastao. Zapažanje *QM*-a jeste da je ekonomska politika vođena *ad hoc* merama sa zakasnelim i nedovoljno odlučnim odgovorima na pogoršanje trendova u međunarodnom okruženju i u Srbiji. Zbog toga će neophodna prilagođavanja u 2012. godini gotovo izvesno morati da budu znatno oštrija i samim tim i teža za sprovođenje.

Međugodišnji rast BDP-a je u Q4 procenjen na 0,8%, sa čim ukupni rast privredne aktivnosti u 2011. godini iznosi skromnih 1,8%. Nepovoljan je i trend sezonalnog BDP-a koji postepeno opada već treći kvartal zaredom, zbog čega ocenjujemo da se privreda Srbije nalazi u blagoj recesiji. Posmatrano po *upotrebi* BDP-a, investicije su jedine pozitivno doprinosile rastu privrede u 2011, dok su sve druge komponente BDP-a stagnerale ili imale manji pad.

U 2012. godini, međutim, biće teško povećati privrednu aktivnost. Investicije najverovatnije više neće moći da pozitivno doprinosu rastu privredne aktivnosti kao u 2011. godini. Naime, završavaju se veliki investicioni projekti poput FIAT-a i NIS-a, a postoji i neizvesnost po pitanju izvršenja planiranih državnih investicija. Privatna i državna potrošnja takođe teško mogu da pokrenu privredu u 2012, jer država mora da smanjuje fiskalni deficit, a veća privatna potrošnja trenutno nema održiv izvor finansiranja. Stoga, kao jedina preostala komponenta koja može da pozitivno utiče na rast BDP-a u 2012, a, po svemu sudeći, i u srednjem roku – preostaje neto izvoz.

Neto izvoz, međutim, u 2012. ulazi sa značajnim padom. Izvoz robe je u Q4 2011. imao skroman rast od 2%, a uvoz od skoro 17% zbog čega je neto izvoz bio u oštrom padu. Iako je visok rast uvoza u Q4 dobrim delom jednokratani (energenti i kapitalni proizvodi), pa stvarni trend kretanja neto izvoza verovatno nije toliko loš – teško je očekivati pozitivan doprinos neto izvoza rastu privrede početkom 2012. godine. Moguće je da će u drugoj polovini 2012. izvoz kompanije FIAT automobili Srbija da preokrene trend, ali smatramo da će to biti tek dovoljno da kompenzuje očekivani blaži pad proizvodnje ostatka privrede, pa će ukupni rast BDP-a u 2012. biti oko 0% (v. odeljak 2. „Privredna aktivnost“).

Uzimajući u obzir da bi neto izvoz (uz pozitivan, ali ipak nešto manji doprinos investicija) morao biti u srednjem roku najbitniji pokretač rasta privrede, u *QM*-u smo razmatrali da li je u 2011. godini vođena odgovarajuća ekonomska politika koja će podržati rast neto izvoza. Zaključak analize je da ni monetarna ni fiskalna politika koje su vođene u 2011. godini nisu bile potpuno adekvatne za prelazak na novi model privrednog rasta zasnovanog na izvozu. Naime, veličina izvoza Srbije u osnovi zavisi od mnogo različitih činilaca. Na neke činioce se ekonomskom politikom ne može uticati – poput nepovoljnih privrednih kretanja u evrozoni zbog kojih je smanjena tražnja na, za Srbiju, vrlo bitnim tržištima; kretanje svetskih cena poljoprivrednih proizvoda i osnovnih metala i drugo. Ipak, pojedini činioци, poput kursa dinara, jednako su bitni za rast izvoza, i što je još važnije, na njih se moglo uticati odgovarajućom ekonomskom politikom.

Monetarna politika je početkom 2011. povećavala restriktivnost podižući referentnu kamatnu stopu tri puta u ukupnom iznosu od 100 baznih poena – sa 11,5% na 12,5%. Razlog tome bila je visoka inflacija koja je samo u periodu od januara do kraja aprila dostigla 6,7%. U *QM*-u smo,

međutim, još tada uočili da je visoka inflacija gotovo isključivo posledica rasta cena hrane i nekih administrativno kontrolisanih cena, a da je tržišna inflacija, na koju utiče monetarna politika, (koju računamo tako što iz ukupne inflacije isključimo cene hrane, energije, alkoholnih pića i duvana) zapravo na vrlo niskom nivou za Srbiju (oko 0,4% mesečno ili 4,5% godišnje). Očekivali smo, dakle, da će inflacija usporiti u drugoj polovini godine i preporučivali da se pažljivo modelira i dozira restriktivnost monetarne politike, kako ona ne bi imala uticaja na apresijaciju dinara i time izazvala negativne posledice na izvozno orijentisani deo privrede Srbije (v. Pregled QM 25).

Inflacija je, u skladu sa očekivanjima, do kraja godine usporila – od maja do decembra rast cena je iznosio svega 0,3%, a NBS je počela da reaguje u drugom smeru, odnosno da smanjuje referentnu kamatnu stopu koja sada iznosi 9,5%. Ali dinar je tokom 2011. realno apresirao u odnosu na evro za oko 7%, za koliko je približno smanjena i cenovna konkurentnost privrede koju merimo preko evro-JTR (v. Grafikon T2-4). Na realnu apresijaciju dinara tokom 2011. godine dodatno su uticali prilivi stranog kapitala koji su nastali po osnovu prodaje domaćih preduzeća i realizacije nekoliko velikih investicionih projekata (v. odeljak 4. „Platni bilans i spoljna trgovina“). Smanjenje cenovne konkurentnosti nepovoljno utiče na izvoz, ali i proizvodnju za domaće tržište, budući da uvozna roba postaje konkurentnija od domaće.

Negativna posledica suviše jakog dinara jeste njegov uticaj na rast neravnoteže u tekućem bilansu plaćanja. Smatramo, naime, da su kurs dinara, odnosno smanjenje cenovne konkurentnosti, uz pad tražnje u evrozoni i povećani uvoz energenata i kapitalnih proizvoda – bili razlozi za rast tekućeg deficita. Tekući deficit je u 2011. godini iznosio 9% BDP-a, što je znatno više nego u prethodne dve godine kada se kretao oko 7% BDP-a, što ujedno predstavlja i njegovo udaljavanje od ravnotežnog – dugoročno održivog nižeg nivoa (v. odeljak 4. „Platni bilans i spoljna trgovina“). Do najvećeg pogoršanja došlo je u Q4 kada je tekući deficit bio za čak 700 miliona evra veći nego u istom periodu prethodne godine. Problem može nastati ukoliko se ispostavi da su izvori finansiranja tog povećanog tekućeg deficita u 2011. bili privremeni (*carry trade*, velike jednokratne investicije i sl.), jer ono što sledi s visokim deficitom tekućeg računa i manjkom priliva, ili čak mogućim odlivom na kapitalnom računu – jeste pad deviznih rezervi i/ili nagla depresijacija dinara, koja u ekstremnim slučajevima može da ugrozi i makroekonomsku stabilnost zemlje. Verovatno deo objašnjenja za nešto veću depresijaciju dinara početkom 2012. i intervencije NBS iz deviznih rezervi (od prvog januara do prvog marta kurs dinara je oslabio sa 104,6 dinara za evro na 110,6 dinara za evro, a prodato je oko 250 miliona evra iz deviznih rezervi) – leži i u činjenici da je tekući deficit porastao (v. Odeljak 5. „Cene i devizni kurs“).

Fiskalna politika se tokom čitave 2011. u znatnoj meri oslanjala na kratkoročne mere kojima se pokušavalo odgovoriti na veliki broj problema koji su eskalirali tokom godine. Srbija je u 2011. ušla sa strukturnim deficitom od preko 4% BDP-a, što je onda sa usporavanjem privredne aktivnosti dovelo do ostvarenog godišnjeg deficita od 4,7% BDP-a i rasta javnog duga na preko 45% BDP-a (v. Odeljak 6. „Fiskalni tokovi i politika“). „Ulje na vatru“ su tokom 2011. dodavale, u osnovi, političke odluke, koje su imale značajne negativne fiskalne posledice – izdvajamo kao najopasnije fiskalno neodgovorne izmene Zakona o finansiranju lokalne samouprave, kojima se učešće lokalnog nivoa vlasti u prihodima od poreza na zarade povećalo sa 40% na 80% – bez neophodnih mera kojima bi se nadoknadio nastali gubitak u centralnoj kasi. Na ovaj način je napravljen trajni gubitak u republičkom budžetu od oko 40 milijardi dinara godišnje.

Stoga su kao nužan odgovor na pogoršavanje makroekonomskog okruženja i iznuđenu promenu zakonskih odredaba u drugom delu 2011. učinjena znatna, ali nesistematska prilagođavanja republičkog budžeta – prihodi su jednokratno povećani preuzimanjem određenih potraživanja iz stečajne mase preduzeća, smanjeni su značajno rashodi za nabavku robe i usluga, smanjena je potrošnja sopstvenih prihoda budžetskih korisnika, a bila su neizbežna i značajna smanjenja izdvajanja za javne investicije. Fiskalni deficit u 2011. je i pored svih preduzetih prilagođavanja bio nešto veći od planiranog i iznosio je 158 milijardi dinara umesto 153 milijarde dinara (4,7% BDP-a umesto 4,5% BDP-a). Još je nepovoljnija činjenica to da su problemi javnih finansija najvećim delom preneti na 2012. godinu.

Planirani fiskalni deficit u 2012. godini od 4,25% BDP-a će stoga teško biti ostvaren. Prihodi budžeta su planirani optimistično čak i kada bi se ostvario malo verovatni privredni rast od 1,5%, a postoje i brojni rizici da se rashodi otrgnu kontroli. U objavljenom edmemoaru (fran. aide-memoire) misije MMF-a iz februara procenjena je „rupa“ u budžetu u iznosu od 34 milijarde dinara, odnosno oko 1% BDP-a. Navedena procena je u skladu sa analizom Fiskalnog saveta iz decembra, gde je budžetski manjak u 2012. procenjen na identičnom nivou.

Javni dug je na kraju 2011. prešao zakonsku granicu od 45% BDP-a i, po svemu sudeći, nastaviće da raste i u 2012. godini. Očekujemo da će na kraju 2012. javni dug premašiti 50% BDP-a jer će fiskalni deficit biti visok (najmanje 4,25% BDP-a), a BDP će stagnirati. Eventualna depresijacija dinara dodatno bi povećala učešće javnog duga u BDP-u. Zbog probijanja granice od 45% BDP-a Vlada Republike Srbije je po Zakonu o budžetskom sistemu u obavezi da sa narednim budžetom pripremi plan kredibilnih mera kojima će javni dug u srednjoročnom periodu da se trajno vrati u zakonski propisane granice. Osim zakonske obaveze, javni dug se mora smanjivati i iz ekonomskih razloga. Empirijska istraživanja pokazuju da za zemlje nivoa razvoja Srbije, investitori mogu da odustanu od kupovine državnih obveznica pri visini javnog duga od oko 50% BDP-a, pa čak i pri nižem dugu (v. Osvrt 1). Napominjemo i da se nekoliko zemalja u regionu (Mađarska, Hrvatska) već suočava s pritiskom investitora u pogledu njihovih državnih obveznica, i zbog toga su primorane da sprovode fiskalnu konsolidaciju (v. Odeljak 8. „Međunarodno okruženje“).

Analiza *QM*-a, ali i važeća zakonska regulativa, ukazuju da je fiskalna konsolidacija nužna i u Srbiji i da je treba sprovesti odmah po formiranju nove Vlade. Već sada je izvesno da je neophodno snažno fiskalno prilagođavanje kojim bi se usporio, a potom i zaustavio rast odnosa javnog duga prema BDP-u. Prvi korak u fiskalnoj konsolidaciji, ostvario bi se kroz rebalans budžeta za 2012, u okviru koga bi se deficit smanjio za oko 300 miliona evra u odnosu na nivo koji bi bio ostvaren uz postojeću politiku. Drugi, ključni korak u fiskalnoj konsolidaciji je smanjivanje fiskalnog deficita u 2013. godini na nivo od 2,5% do 3% BDP-a. Naglo smanjivanje fiskalnog deficita je ključno za usporavanje rasta javnog duga, a time i za održanje poverenja investitora u solventnost države. Smanjivanjem fiskalnog deficita sa nivoa od oko 4,5% BDP-a koliko je iznosio u poslednje tri godine, na 2,5–3%, država bi jasno poslala poruku da su njene finansije pod kontrolom. Pri tome, smatramo, valja voditi računa ne samo o fiskalnoj održivosti – već i o ulozi fiskalne politike u prelasku na novi model rasta privrede zasnovanom na izvozu. Stoga se prilikom fiskalne konsolidacije ne smeju, kao u 2011. godini, „žrtvovati“ izdvajanja za javne investicije, već je, naprotiv, potrebno dodatnim uštedama napraviti dovoljno prostora za njihov značajniji rast. Takođe smatramo da bi u sklopu poreske reforme, koja sada izgleda sve izvesnija, uz povećanje poreza na potrošnju moralo doći i do određenog, svakako manjeg, smanjenja poreskog opterećenja rada.

Visoka nezaposlenost ostaje najveći strukturni problem domaće ekonomije. Po podacima iz ankete o radnoj snazi iz oktobra, nastavljaju se negativni trendovi na tržištu rada. Stopa nezaposlenosti je porasla sa 22,9% na 24,4% između aprila i oktobra 2011, a stopa zaposlenosti je nastavila da pada i dostiže izuzetno niske nivoe – neznatno premašuje 45% (v. odeljak 3. „Zaposlenost i zarade“). Pad zaposlenosti se još uvek odvija samo u privatnom sektoru, pošto zaposlenost u javnom sektoru ostaje nepromenjena. Reakcija ekonomske politike (Vlade) na to bila je formulisanje predloga izmena Zakona o radu s ciljem da se poveća fleksibilnost tržišta rada (koji su podneti Socijalno-ekonomskom savetu na razmatranje u oktobru). Predlog je bio glatko odbijen od strane sindikata tako da neće biti nikakvih izmena Zakona o radu do novih parlamentarnih izbora (v. Okvir 1. odeljka 3. „Zaposlenost i zarade“).

Srbija je na sednici Saveta EU od prvog marta 2012. godine dobila status kandidata za članicu EU. Dobijanje statusa kandidata je važna stepenica u procesu evropskih integracija Srbije i samim tim je od velikog značaja i za dalji napredak domaće ekonomije – pre svega kroz povećanje predvidivosti poslovnog okruženja i smanjenje rizika poslovanja. U praksi, povećavaju se mogućnosti korišćenja bespovratnih sredstava iz pretpristupne pomoći EU (pored postojeće IPA 1 i 2, sa kandidaturom je omogućeno korišćenje i IPA 3, 4 i 5 – sektorska podrška razvoju infrastrukture, energetike, poljoprivrede, regionalnog razvoja i podrška razvoju ljudskih resursa).

Ukupan iznos pretpriprustne pomoći EU, koji iznosi oko 200 miliona evra godišnje, ipak će ostati isti u nekoliko narednih godina. Za analize koje sprovodimo u QM-u je posebno važno i ubrzanje procesa integrisanja statističkih podataka i indikatora iz Srbije u standardizovane sisteme EU, kojim će se značajno unaprediti pouzdanost praćenja makroekonomskih trendova u Srbiji i njihova uporedivost sa istim podacima zemalja EU.

Jedno od važnijih pitanja u ovom trenutku odnosi se i na to kako će investitori precipirati rizik Srbije u 2012. godini. S jedne strane, na povećanje rizičnosti deluje zamrzavanje sporazuma sa MMF-om, rast javnog duga preko zakonskih ograničenja i sve neizvesnije održanje fiskalnog deficita pod kontrolom. S druge strane, međutim, napredak u evropskim integracijama je gotovo uvek bio praćen i smanjenjem rizičnosti zemlje koja se kreće ka EU. U 2012. godini smatramo da će se investitori nešto više nego obično rukovoditi makroekonomskim indikatorima i da zbog toga treba što ranije započeti proces fiskalne konsolidacije. Rizik zemlje, meren preko EMBI (Emerging Markets Bond Index), za Srbiju, ali i čitavu tranzicionu Evropu, jeste na relativno visokom nivou. Trenutno za Srbiju EMBI iznosi oko 520 baznih poena (b.p.), dok je pre godinu dana bio skoro za 150 b.p. niži. EMBI Srbije jeste trenutno u rangu sa nekim zemljama koje imaju bolji kreditni rejting (Hrvatske, Mađarske), ali ne treba zaboraviti da i Mađarska i Hrvatska zbog takve percepcije rizika upravo započinju proces fiskalne konsolidacije.

Srbija: izabrani makroekonomski pokazatelji, 2004–2011

	Godišnji podaci								Kvartalni podaci							
	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2010				2011				
								Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1-Q4
Cene i kurs	međugodišnji rast¹⁾															
Indeks potrošačkih cena ²⁾	10,1	16,5	12,7	6,5	11,7	8,4	6,5	4,4	4,0	6,5	9,6	12,7	13,6	10,6	7,9	11,0
Realni kurs dinar/evro (prosek 2005=100) ³⁾	100,5	100,0	92,1	83,9	79,7	84,1	86,5	85,3	86,1	87,2	86,7	83,0	78,3	79,9	80,5	80,4
Nominalni kurs dinar/evro ³⁾	72,62	82,92	84,19	79,97	81,46	93,90	102,90	98,60	101,30	105,15	106,56	104,00	99,80	101,51	102,09	101,87
Privredna aktivnost	međugodišnji realni rast¹⁾															
BDP (u mlrd. dinara)	1.380,7	1.683,5	1.962,1	2.276,9	2.661,4	2.713,2	2.986,6	--	--	--	--	--	--	--	--	3358,8
BDP	9,3	5,4	3,6	5,4	3,8	-3,5	1,0	-0,2	1,0	1,7	1,2	3,9	2,5	0,5	0,8	1,8
Nepoljoprivredna BDV	6,9	5,8	4,9	6,1	4,1	-3,2	1,7	-0,4	1,7	3,3	1,9	3,8	2,4	0,1	0,8	1,7
Industrijska proizvodnja	6,5	0,6	4,2	4,1	1,4	-12,6	2,5	1,1	7,3	4,3	-1,8	6,4	3,6	-1,8	0,4	2,2
Prerađivačka industrija	8,3	-1,0	4,5	4,7	1,1	-16,1	3,9	2,5	8,1	5,8	-0,4	5,8	0,6	-2,1	-0,4	-0,4
Prosečna mesečna neto plata (u din.) ⁴⁾	14.108	17.478	21.745	27.785	29.174	31.758	34.159	31.924	34.192	34.372	36.149	35.108	37.994	38.760	40.139	38.000
Ukupno zaposlenih, bez poljoprivrede (mil.)	2,047	2,056	2,028	1,998	1,997	1,901	1,805	1,838	1,815	1,796	1,773	1,769	1,755	1,755	1,738	1,753
Fiskalni podaci	u % BDP								međugodišnji realni rast							
Javni prihodi	41,2	42,1	42,4	42,1	41,5	38,6	-1,5	-4,0	2,5	-3,6	-1,3	-2,8	-6,6	-3,8	-4,7	-4,6
Javni rashodi	40,0	39,7	42,7	42,8	43,7	42,7	-1,7	-1,4	-3,1	-3,2	0,3	-3,0	-4,9	1,1	-5,4	-3,3
Konsolidovani bilans (def. GFS) ⁵⁾	17,5	14,8	-33,5	-58,2	-68,9	-121,8	-136,4	-24,1	-31,2	-28,8	-52,3	-26,4	-42,4	-44,4	-45,1	-158,2
Platni bilans	u milionima evra, tokovi¹⁾															
Uvoz robe ⁶⁾	-8.302	-8.286	-10.093	-13.451	-15.917	-11.096	-12.176	-2.659	-3.032	-3.182	-3.302	-3.270	-3.392	-3.440	-3.850	-13.952
Izvoz robe ⁶⁾	2.991	4.006	5.111	6.383	7.416	5.978	7.402	1.473	1.861	1.938	2.129	1.955	2.163	2.169	2.151	8.438
Bilans tekućeg računa ⁷⁾	-2.197	-1.805	-3.137	-5.053	-7.054	-2.084	-2.082	-760	-615	-519	-188	-761	-621	-683	-903	-2.968
u % BDP ⁷⁾	-11,6	-8,6	-12,9	-18	-22	-7	-7	-12	-9	-7	-3	-10	-7	-8	-11	-9
Bilans finansijskog računa ⁷⁾	2.377	3.863	7.635	5.176	7.133	2.207	1.986	698	596	488	204	644	566	642	899	2.752
Strane direktne investicije	773	1.248	4.348	1.821	1.824	1.372	860	284	136	176	265	307	259	661	600	1.827
NBS bruto devizne rezerve (+ znači povećanje)	349	1.675	4.240	742	-1.687	2.363	-929	-367	-321	-313	73	168	33	1.078	523	1.801
Monetarni podaci	u milionima dinara, stanja na kraju perioda¹⁾															
NBS neto sopstvene rezerve ⁸⁾	103.158	175.288	302.783	400.195	475.110	578.791	490.534	563.529	547.249	493.899	489.847	460.348	484.971	514.453	606.834	606.834
NBS neto sopstvene rezerve ⁸⁾ , u mil. evra	1.291	2.050	3.833	5.051	5.362	6.030	4.616	5.652	5.287	4.684	4.609	4.455	4.860	5.083	5.895	5.895
Kreditni nedržavnom sektoru	342.666	518.298	609.171	842.512	1.126.111	1.306.224	1.660.870	1.389.783	1.523.040	1.583.687	1.656.905	1.658.603	1.700.248	1.714.617	1.784.237	1.784.237
Devizna štednja stanovništva	110.713	190.136	260.661	381.687	413.766	565.294	730.846	604.783	651.132	681.704	732.066	730.892	742.597	744.100	775.600	775.600
M2 (12-m realni rast, u %)	10,4	20,8	30,6	27,8	2,9	9,8	1,3	14,5	17,1	11,4	2,4	-5,4	-8,0	-1,2	2,7	2,7
Kreditni nedržavnom sektoru (12-m realni rast, u %)	27,3	28,6	10,3	24,9	25,2	5,2	13,9	9,1	19,9	17,9	15,0	4,5	-1,0	-1,1	0,5	0,5
Kreditni nedržavnom sektoru, u % BDP	23,9	29,6	28,6	35,0	42,0	45,8	53,8	47,7	51,3	52,3	53,7	53,2	51,9	50,8	51,2	51,2

Izvor: FREN.

1) Ukoliko drugačije nije naznačeno.

2) Podaci za 2004, 2005. i 2006. godinu bazirani su na Indeksu maloprodajnih cena. RZS je prešao na obračun inflacije Indksom potrošačkih cena od 2007. godine.

3) Računica zasnovana na 12-m prosecima za godišnje podatke, i na tromesečnim prosecima za kvartalne podatke.

4) Podaci od 2008. godine predstavljaju korigovane podatke na osnovu proširenog obuhvata uzorka za računanje prosečne zarade. Time su nominalne vrednosti zarada za 2008. godinu uporedive sa nominalnim vrednostima za 2009. i 2010, ali nisu uporedive sa prethodnim godinama.

5) Pratimo ukupni fiskalni rezultat (overall fiscal balance po GFS 2001) - Konsolidovani sučicit/deficit korigovan za "budžetske kredite" (lending minus repayment prema starom GFS).

6) Republički zavod za statistiku je promenio metodologiju spolnotrgovinske razmene. U Srbiji je od 01.01.2010. godine, po preporukama odeljenja za statistiku UN, počeo da se primenjuje opšti sistem trgovine, koji predstavlja širi koncept od prethodnog, radi bolje prilagodivosti kriterijumima datim u Platnom bilansu i Sistemu nacionalnih računa. Detaljnije objašnjenje je dato u QM 20, odeljak 4, Platni bilans i spoljna trgovina.

7) Narodna banka Srbije je u Q1 2008. promenila metodologiju po kojoj izrađuje platni bilans. Promena metodologije dovodi do manjeg deficita tekućeg računa, i do manjeg salda kapitalnog računa. Detaljnije objašnjenje je dato u QM12, odeljak 6, Platni bilans i spoljna trgovina.

8) NBS neto sopstvene rezerve predstavljaju razliku između neto deviznih rezervi NBS i zbira deviznih depozita poslovnih banaka i deviznih depozita države. Detaljnija objašnjenja data su u odeljku Monetarni tokovi i politika.