

ГОДИШЊИ ИЗВЕШТАЈ О МОНЕТАРНОЈ ПОЛИТИЦИ



Народна банка Србије

2015

ГОДИШЊИ ИЗВЕШТАЈ
О МОНЕТАРНОЈ ПОЛИТИЦИ

2015

НАРОДНА БАНКА СРБИЈЕ

Београд, Краља Петра 12

Тел. 011/3027-100

Београд, Немањина 17

Тел. 011/333-8000

www.nbs.rs

Тираж: 80 примерака

ISSN 2217-6292

Уводна напомена

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

Статутом Народне банке Србије² утврђено је да наведени извештаји садрже податке и анализе о стратегији монетарне политике, макроекономским кретањима (међународном окружењу, платнобилансним кретањима, међународној инвестиционој позицији земље, монетарним агрегатима, кретању цена, зарадама и запослености, као и другим макроекономским кретањима), о утврђеној и спроведеној монетарној политици (утврђеним и оствареним циљевима монетарне политике, примењеним инструментима и мерама монетарне политике и другим питањима у вези с монетарном политиком), као и о планираној монетарној политици.

Годишњи извештај о монетарној политици у 2015. размотрен је и усвојен на седници Извршног одбора 9. јуна 2016. године.

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

Извршни одбор Народне банке Србије:

Јоргованка Табаковић, гувернер

Ана Глигоријевић, вицегувернер

Веселин Пјешчић, вицегувернер

Диана Драгутиновић, вицегувернер

Ђорђе Јевтић, директор Управе за надзор над финансијским институцијама

¹ Закон о Народној банци Србије, „Службени гласник РС“, бр. 72/2003, 55/2004, 85/2005 – др. закон, 44/2010, 76/2012, 106/2012 и 14/2015.

² „Службени гласник РС“, бр. 12/2013, 18/2015 и 72/2015.

**СКРАЋЕНИЦЕ КОРИШЋЕНЕ
У ОВОМ ИЗВЕШТАЈУ**

БДП – бруто домаћи производ

б.п. – базни поен

СЕФТА – Уговор о слободној трговини земаља централне Европе

ДФО – друге финансијске организације

дес. – десезонирано

ЕЦБ – Европска централна банка

ЕМВИ – индекс обвезница тржишта у успону

ХоВ – хартије од вредности

ФЕД – Систем федералних резерви САД

ИПЦ – индекс потрошачких цена

МДТ – међубанкарско девизно тржиште

мг. – међугодишње

млн – милион

млрд – милијарда

ММФ – Међународни монетарни фонд

NPL – проблематични кредити

ОРЕС – Организација земаља извозница нафте

П – полугодиште

п.п. – процентни поен

СДИ – стране директне инвестиције

Т – тромесечје

Не наводе се друге општепознате скраћенице.

Садржај

Резиме	1
I. Стратешки оквир монетарне политике	3
II. Монетарна политика и остварење циљане инфлације	5
1. Монетарна политика у 2015. години	5
2. Инструменти монетарне политике	7
Операције на отвореном тржишту	7
Депозитне и кредитне олакшице	7
Обавезна резерва	8
Операције на девизном тржишту	9
Девизни своп	10
Остале каматне стопе	10
3. Остварење циљане инфлације у 2015. години	10
III. Макроекономски услови спровођења монетарне политике	13
1. Међународно окружење	13
2. Међународне трансакције	16
Платнобилансна кретања и девизне резерве	16
Међународна инвестициона позиција земље	19
3. Кретања на финансијском тржишту	20
Каматне стопе	20
Премија ризика земље	23
Кретања на девизном тржишту и курс динара	24
Кретања на берзи	26
4. Новац и кредити	26
Примарни новац	26
Монетарни агрегати М1, М2 и М3	27
Кредити банака	29
5. Показатељи степена динаризације	32
6. Инфлациона очекивања	33
7. Фискална политика	35
8. Агрегатна тражња	36
Домаћа тражња	36
Нето екстерна тражња	37
9. Економска активност	38
10. Зараде и запосленост	40
Додатак 1. Писмо Народне банке Србије Влади Републике Србије због одступања инфлације од утврђеног циља	43
Додатак 2. Писмо Народне банке Србије Влади Републике Србије због одступања инфлације од утврђеног циља	45
Списак графикана и табела	47

Резиме

Инфлаторни притисци остали су ниски и у току 2015. године како по основу већине домаћих фактора, тако и по основу ниских цена примарних производа (нафте и примарних пољопривредних производа) на светском тржишту и генерално ниске инфлације у међународном окружењу. Као и у већини других европских земаља, а пре свега као последица знатног пада цене нафте и примарних пољопривредних производа на светском тржишту, међугодишња инфлација је наставила да се креће на ниском нивоу и у децембру је износила 1,5%.

Ниски инфлаторни притисци, доследно спровођење фискалне консолидације и структурних реформи, као и закључење аранжмана с Међународним монетарним фондом, отворили су простор за интензивније ублажавање монетарне политике током 2015. године, упркос повећаној неизвесности на међународном финансијском тржишту. Референтна каматна стопа је у 2015. снижена седам пута, за укупно 350,0 базних поена – са 8,0% на 4,5%. Смањење референтне каматне стопе утицало је на пад каматних стопа на међубанкарском тржишту новца и кредита. Каматне стопе на новоодобрене динарске кредите привреди и становништву нашле су се на крају године на до тада најнижем нивоу, што је, уз ослобађање средстава по основу смањења стопе девизне обавезне резерве, допринело опоравку кредитне активности у другој половини године. У условима снижења референтне каматне стопе, у мају је сужен и коридор каматних стопа са $\pm 2,5$ процентних поена на $\pm 2,0$ процентних поена у односу на референтну каматну стопу.

Постигнута и одржана усидреност инфлационих очекивања потврђује поверење тржишних учесника у мере које предузима Народна банка Србије.

Макроекономски услови спровођења монетарне политике у 2015. били су повољнији у односу на претходну годину, пре свега захваљујући побољшаној макроекономској перспективи земље, а највише повољнијим фискалним и платнобилансним кретањима. Међутим, међународно окружење суочило се с бројним изазовима.

Кретања у међународном окружењу почетком године обележила је нестабилност на финансијским тржиштима изазвана неизвесношћу у погледу монетарних политика водећих централних банака, падом светске цене нафте и других примарних производа, као и геополитичким тензијама. Ипак, одлука Европске централне банке о почетку куповине државних хартија од вредности у марту и одлагање повећања референтне стопе Система федералних резерви за другу половину године умирили су тржишта и подстакли раст глобалне ликвидности. Крајем јуна међународно финансијско тржиште било је уздрмано кризом у Грчкој, а у августу вестима о успоравању раста Кине и последичним турбуленцијама на њеном финансијском тржишту, које су се пренеле на берзе широм света. Неизвесност на међународном финансијском тржишту поново је била повећана крајем године због реакције инвеститора на започето смањење експанзивности монетарне политике Система федералних резерви и вести о лошијим изгледима за глобални раст.

Премије ризика земаља у успону биле су под утицајем нестабилности на међународном финансијском тржишту. Иако је премија ризика Србије пратила регионалну динамику, њеном израженијем паду на нивоу године у односу на друге земље у региону допринело је поправљање

макроекономске перспективе земље, а пре свега смањење интерне и екстерне неравнотеже, као и закључење стендбај аранжмана из предострожности с Међународним монетарним фондом и позитивне оцене о његовом спровођењу.

Инвестиције у извозно оријентисане секторе, уз опоравак зоне евра, нашег најзначајнијег спољнотрговинског партнера, позитивно су се одразиле на активност у домаћој прерађивачкој индустрији у 2015. години. О томе сведочи остварен раст активности у 18 од 24 области, као и раст извоза у 20 области прерађивачке индустрије. Уз ревитализацију производних капацитета у рударству и енергетици од последица поплава које су 2014. задесиле Србију, праћених и снажним растом грађевинарства, то је допринело да бруто домаћи производ на нивоу године оствари раст од 0,74%. С друге стране, пад је забележила пољопривредна производња услед неповољних временских прилика, као и део услужних сектора.

Посматрано с расходне стране, највећи позитиван допринос кретању бруто домаћег производа дале су приватне инвестиције, а у другој половини године и државне, док је у супротном смеру деловала потрошња домаћинства и државе услед ефеката мера фискалне консолидације. Ипак, потрошња домаћинства се постепено опорављала у другој половини године због раста расположивог дохотка по основу нижих трошкова отплате кредита, већих дознака из иностранства и пада цене нафте. Велики допринос расту инвестиција пружили су обезбеђена макроекономска и очувана финансијска стабилност, поправљање пословног и инвестиционог амбијента, као и нижи трошкови пословања по основу нижих трошкова задуживања и пада цене нафте.

Спољнотрговинска неравнотежа је у 2015. наставила да се смањује, захваљујући у великој мери спровођењу фискалне консолидације и структурних реформи, паду цене нафте на светском тржишту и постепеном опоравку екстерне тражње. Дефицит текућег рачуна платног биланса износио је 4,8% бруто домаћег производа, што је у поређењу са 2014. годином ниже за 1,2 процентна поена. За разлику од претходних година, дефицит текућег рачуна платног биланса био је у потпуности покривен нето приливом страних директних инвестиција, што јача екстерну позицију Србије. Захваљујући знатно већем приливу страних директних инвестиција (1,8 милијарди евра нето), али и мањем раздуживању по основу финансијских кредита, за разлику од 2014. године, остварен је нето прилив капитала, што је

резултирало повећањем девизних резерви Народне банке Србије. Оне су крајем године износиле 10,4 милијарде евра, обезбеђујући покриће од близу седам месеци увоза робе и услуга.

Знатно смањење фискалне неравнотеже доприноси одрживости јавних финансија и већој отпорности Србије на екстерне поремећаје. Фискални дефицит је на нивоу године био знатно нижи од дозвољеног споразумом с Међународним монетарним фондом и износио је 3,8% бруто домаћег производа. Тиме је он смањен за готово 3,0 процентних поена у односу на 2014. годину, док је примарни дефицит износио свега 0,5% бруто домаћег производа.

Током 2015. кретање курса динара било је релативно стабилно, захваљујући пре свега смањеној интерној и спољној неравнотежи и повећаном приливу дознака и страних улагања у власнички капитал. У већем делу године преовладавали су апрецијацијски, а крајем године депрецијацијски притисци услед повећане неизвесности на међународном финансијском тржишту и сезонски веће тражње за девизама ради плаћања увоза енергената. Посматрано крајем периода, динар је према евр у 2015. ослабио за 0,5%. Народна банка Србије је пажљиво пратила и оцењивала јачину екстерних поремећаја, реагујући на ублажавање прекомерних краткорочних осцилација девизног курса у оба смера – и то као купац девиза са 970,0 милиона евра и као продавац девиза са 450,0 милиона евра. Као резултат, Народна банка Србије је у 2015. години била нето купац девиза у износу од 520,0 млн евра.

Један од важнијих резултата у протеклој години било је и закључење аранжмана из предострожности с Међународним монетарним фондом и три успешно завршене ревизије, што је резултат удруженог рада Владе Републике Србије и Народне банке Србије и пуне координисаности монетарне и фискалне политике. Народна банка Србије ће и у наредном периоду, са своје стране, наставити да предузима све мере и активности како би испунила своје обавезе договорене тим програмом. При томе, одржавање ниске и стабилне инфлације у средњем року и очување финансијске стабилности остају и даље њени главни задаци, јер је то најбољи начин да централна банка допринесе економском просперитету земље. У мери у којој јој то дозволе кретања кључних фактора инфлације и ризици из међународног окружења, монетарна политика ће и у наредном периоду наставити да преко кредитне активности подстиче привредни раст.

I. Стратешки оквир монетарне политике

Потпуно циљање инфлације представља монетарну стратегију Народне банке Србије почев од 2009, с тим што су елементи овог режима у праксу постепено увођени од 2006. године. У децембру 2008. Монетарни одбор Народне банке Србије¹ усвојио је Меморандум о циљању (таргетирању) инфлације као монетарној стратегији, којим је и формално дефинисана примена режима инфлационог циљања од 1. јануара 2009. Меморандум је сачињен у складу са Споразумом Народне банке Србије и Владе о циљању инфлације, усвојеним на седници Владе 19. децембра 2008. Народна банка Србије и Влада оцениле су да у постојећим околностима циљање инфлације представља најадекватнији режим монетарне политике.

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

Циљ за инфлацију Народне банке Србије дефинисан је као стопа укупне инфлације (с дозвољеним одступањем) мерена годишњом процентуалном променом ИПЦ-а. Утврђен је у виду јединствене вредности с дозвољеним одступањем. Ради дефинисања оквира за одлучивање о монетарној политици на средњи рок и усидравања и стабилизације инфлационих очекивања, Извршни одбор је утврдио средњорочну циљану стопу инфлације на нивоу од 4,0%, с дозвољеним одступањем $\pm 1,5$ п.п.

Путања циљане инфлације одражава намеру да се стабилност цена постигне без изазивања макроекономских поремећаја. Циљана инфлација је и даље изнад нивоа квантитативне дефиниције ценовне стабилности и нивоа циљане инфлације у развијеним земљама (2,0% или 2,5%). Постављени циљ за инфлацију произлази из оцене да номинална, реална и структурна конвергенција према ЕУ још није завршена.

Треба имати у виду да је циљана инфлација средњорочни циљ, тј. да остварена инфлација може краткорочно одступати од циљане услед егзогених поремећаја. Народна банка Србије ће дозволити привремено одступање инфлације од утврђеног циља у случају када би враћање инфлације на циљ у кратком временском периоду захтевало такве промене у монетарној политици које би изазвале додатне

¹ 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.

макроекономске поремећаје. То се односи и на случајеве наглих промена цена примарних производа или на одступања у планираном расту цена производа које су под директним или индиректним утицајем одлука Владе.

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

финансијских тржишта без угрожавања стабилности финансијског система.

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

Ради јачања транспарентности монетарне политике и отворене комуникације с јавношћу, Извршни одбор доноси одлуке о монетарној политици према утврђеном распореду седница и редовно обавештава јавност о остварењу утврђених циљева за инфлацију и мерама које предузима ради њиховог остваривања.

II. Монетарна политика и остварење циљане инфлације

1. Монетарна политика у 2015. години

Ублажавање монетарне политике настављено је у 2015. години – референтна каматна стопа снижена је са 8,0% на 4,5%. **Даље ублажавање монетарне политике омогућили су пре свега ниски инфлаторни притисци по основу већине домаћих фактора, доследно спровођење фискалне консолидације, закључење аранжмана из предострожности с ММФ-ом, као и снажан пад светске цене нафте и других примарних производа.**

Након минимума у јануару, м.г. инфлација је повећана, при чему се и током 2015. кретала испод доње границе дозвољеног одступања од циља. На кретање инфлације испод циља у највећој мери је утицао пад цена примарних производа на светском тржишту, пре свега нафте, а у већем делу године и низак раст регулисаних цена. Раст цена успоравала је већина домаћих фактора, као и ниска инфлација у међународном окружењу. На одсуство већих инфлаторних притисака указивало је и стабилно кретање и краткорочних и средњорочних инфлационих очекивања у границама циља, што је кључан предуслов стабилизације инфлације и повећања ефикасности мера монетарне политике.

Смањујући референтну каматну стопу, Извршни одбор Народне банке Србије имао је у виду да су дезинфлаторни притисци додатно појачани рестриктивном домаћом фискалном политиком, која потврђује опредељеност носилаца економске политике ка јачању јавних финансија и одрживости јавног дуга. Буџетски дефицит је у 2015. години готово преполовљен – са 6,6% на 3,8% БДП-а. Поред смањења унутрашње, смањена је и спољна

неравнотежа – дефицит текућег рачуна платног биланса био је нижи за петину и у потпуности покривен СДИ. Уз структурне реформе и закључење аранжмана с ММФ-ом, то је позитивно деловало на премију ризика земље и перцепцију инвеститора дугорочније оријентисаних према улагањима у Србију.

Смањење унутрашње и спољне неравнотеже било је од пресудног значаја за макроекономску стабилност, с обзиром на неизвесност у међународном окружењу по неколико кључних питања: од динамике глобалног економског опоравка и ефеката различитих монетарних политика и неочекиваних потеза водећих централних банака до кретања цене нафте на светском тржишту и присутних геополитичких тензија.

Управо су кретања у међународном окружењу у највећој мери одредила динамику снижавања референтне каматне стопе током 2015. Посматрано по месецима, референтна каматна стопа је задржана на непромењеном нивоу у прва два и последња два месеца у години, као и у јулу. У свим осталим месецима референтна каматна стопа је смањивана за по 50,0 б.п.

Упркос ниским инфлаторним притисцима, **у прва два месеца 2015. референтна каматна стопа је задржана на непромењеном нивоу због ризика из међународног окружења.** Снажан пад цене нафте на светском тржишту крајем 2014. и почетком 2015. године и геополитичка дешавања отежали су предвидивост промена у монетарним политикама ФЕД-а и ЕЦБ-а и повећали нестабилност на међународном финансијском тржишту. Међународно финансијско тржиште је у јануару било додатно

уздрано неочекиваном одлуком централне банке Швајцарске да укине доњу границу девизног курса од 1,20 франка за један евро. У таквим околностима инвеститори су поново преиспитивали своје процене ризика улагања у земље у успону, а под утицајем тих дешавања, и премија ризика Србије, као и других земаља у успону, почетком јануара је расла. Међутим, потврда кредитног рејтинга од стране агенција *Fitch* и *Standard & Poor's*, захваљујући усвајању мера фискалне консолидације, спровођењу структурних реформи и закључењу аранжмана из предострожности с ММФ-ом, допринела је заустављању тог раста и нижој премији ризика у наредним месецима. Поред тога, кретања у међународном окружењу постала су повољнија него почетком године, јер је глобална ликвидност поново почела да расте. Наиме, поред раније предузетих експанзивних мера, ЕЦБ је у марту започела програм куповине државних ХоВ земаља чланица како би стимулисала економску активност. У исто време ФЕД није мењао висину референтне стопе, иако је наговестио да ће се то десити у наредном периоду. Ако се узму у обзир ниски, па и негативни приноси у развијеним земљама, од високе глобалне ликвидности и тражења виших приноса од стране инвеститора очекивало се да позитивно делују на прилив капитала у Србију и стабилност девизног тржишта. То је, уз ниске инфлаторне притиске по основу већине домаћих фактора, у највећој мери определило одлуку Извршног одбора да **у периоду март–јун снизи референтну каматну стопу са 8,0% на 6,0%.**

Крајем јуна међународно финансијско тржиште било је уздрано кризом у Грчкој и могућношћу њеног изласка из зоне евра. Иако би директни ефекти ескалације грчке кризе на Србију били мали, Извршни одбор је имао у виду ризик евентуалних индиректних ефеката преко утицаја грчке кризе на раст нестабилности на међународном финансијском тржишту. Томе треба додати неизвесност у погледу светских цена примарних производа, пре свега нафте, као и ефеката очекиваног асиметричног изласка водећих централних банака из експанзивне монетарне политике. Зато је Извршни одбор у јулу **одлучио да референтну каматну стопу задржи на непромењеном нивоу.**

У августу се у центру економских дешавања у свету нашла Кина. Турбуленције на њеном финансијском тржишту пренеле су се на берзе широм света, а сигнали о успоравању њене привреде на слабљење изгледа за глобални раст. Таква дешавања одразила су се на одлуке о монетарној политици ФЕД-а и ЕЦБ-а,

које у највећој мери одређују глобалну ликвидност. ФЕД је одложио одлуку о повећању референтне каматне стопе, а ЕЦБ је кориговала наниже пројекцију привредног раста зоне евра и најавила могућност увођења додатних стимуланса у децембру.

Поред фактора на страни понуде, слабији изгледи за глобални раст допринели су поновном паду светске цене нафте и других примарних производа у јулу и августу. Због дезинфлаторнијег ефекта цена примарних производа од очекиваног, пројекција инфлације за наредну годину дана у августу је била нижа у односу на претходну. С друге стране, пројекција економске активности за 2015. ревидирана је навише (са стагнације на раст од 0,5%, првенствено због мањег пада потрошње од претходно очекиваног). Имајући то у виду, као и очекивање да би монетарне политике развијених земаља могле остати експанзивне дуже него што се предвиђало, Извршни одбор је **на све три седнице у периоду август–октобар смањио референтну каматну стопу за по 50,0 б.п., на 4,5%.**

Пад цена примарних производа на светском тржишту поново је био разлог ниже пројекције инфлације у новембру. Када је у питању пројекција економске активности, очекивало се да БДП у 2015. забележи раст од 0,8%, који би у 2016. требало да убрза на 1,8%. Наведене стопе раста више су за по 0,3 п.п. у односу на пројекцију из августа услед бржег раста инвестиција од очекиваног. Међутим, узимајући у обзир повећану неизвесност у међународном окружењу, као и очекиване ефекте дотадашњег ублажавања монетарне политике, Извршни одбор **у новембру и децембру није мењао висину референтне каматне стопе (4,5%).** Истовремено, у комуникацији с јавношћу констатовано је да ће монетарна политика остати експанзивна, јер ће и у наредном периоду бити присутни ниски инфлаторни притисци, док ће степен експанзивности зависити првенствено од процене потенцијалног инфлаторног утицаја екстерних ризика.

Екстерни ризици су у највећој мери потицали од неизвесне реакције тржишних учесника на очекивано повећање референтне каматне стопе ФЕД-а и њених ефеката на робна и финансијска тржишта, посебно на токове капитала према земљама у успону, па и Србији. ФЕД је средином децембра започео „нормализацију“ монетарне политике и повећао референтну стопу. Такву одлуку ФЕД-а тржишта су и очекивала, али је неизвесан темпо и обим повећања референтне каматне стопе током 2016, као и то у којој мери ће се

одразити на токове капитала у земљама у успону, јер је ЕЦБ истовремено повећала степен експанзивности монетарне политике.

Све извесније успоравање привредног раста Кине и депрецијација њене валуте појачали су нестабилност на међународном финансијском тржишту. Инвеститори широм света постали су осетљиви на турбуленције на кинеским берзама, али и на вести о успоравању кинеске привреде због њеног ефекта на глобални раст и тражњу на тржиштима примарних производа. Неизвесност у међународном окружењу изазвале су и геополитичке тензије, пре свега на Блиском истоку.

С друге стране, ублажавању екстерних ризика требало би да допринесе монетарна политика ЕЦБ-а, која је, у складу с најавама у октобру, додатно ублажена у децембру. Наиме, ЕЦБ је донела одлуку да продужи трајање програма квантитативних олакшица за пола године, до марта 2017, као и да смањи стопу на депозитне олакшице за 0,1 п.п., на -0,3%.

Ублажавање монетарне политике Народне банке Србије допринело је знатном смањењу трошкова задуживања приватног сектора и државе, као и опоравку кредитне активности, који бележимо од средине 2015. Каматне стопе на динарске кредите приватном сектору управо су у 2015. исказале највећи пад до сада, од близу 5 п.п., и крајем године нашле су се на минимуму од када се тржишно формирају.

2. Инструменти монетарне политике

Основни инструмент монетарне политике Народне банке Србије је референтна каматна стопа, тј. каматна стопа која се примењује у спровођењу главних операција на отвореном тржишту. Улога референтне каматне стопе подржана је коридором каматних стопа на депозитне и кредитне олакшице и другим операцијама на отвореном тржишту. Поред основног инструмента, Народна банка Србије у спровођењу монетарне политике користи и друге инструменте монетарног регулисања, пре свега обавезну резерву и операције на девизном тржишту.

Операције на отвореном тржишту

Главне операције на отвореном тржишту Народне банке Србије током 2015. године биле су једнонедељне реверзне репо трансакције, тј. репо трансакције продаје ХоВ (повлачење ликвидности).

Репо трансакције Народна банка Србије је спроводила својим ХоВ. За потребе репо продаје у 2015. години емитована је једна серија благајничких записа, у укупној номиналној вредности од 500,0 млрд динара. Емисија једне серије благајничких записа високе номиналне вредности наставак је праксе из претходних година која банкама омогућава да адекватније располажу хартијама у оквиру исте серије и једноставније управљају ликвидношћу.

Током 2015. године организовано је 45 аукција репо продаје ХоВ. Аукције су организоване једном недељно по моделу варијабилне вишеструке каматне стопе. Укупна продаја ХоВ износила је 1.504,7 млрд динара. Остварени обим продаје био је знатно нижи него у 2014. години (3.585,8 млрд динара).

Просечно стање ХоВ Народне банке Србије у портфолију банака током 2015. износило је 28,5 млрд динара, што је за 42,3 млрд динара мање него у 2014. Посматрано у односу на крај 2014. године, стање тих ХоВ је повећано за 23,1 млрд динара и крајем децембра износило је 30,6 млрд динара.

Обим продаје ХоВ постепено се повећавао током 2015. године, а посебно у П2. Укупна продаја ХоВ у П1 износила је 327,6 млрд динара, а у П2 1.177,1 млрд динара. Раст продаје ХоВ био је у великој мери резултат повећања динарске ликвидности банака услед интервенција Народне банке Србије куповином девиза на МДТ-у.

Депозитне и кредитне олакшице

Народна банка Србије је током 2015. године наставила да примењује Одлуку о условима и начину депоновања вишкова ликвидних средстава банака код Народне банке Србије, којом су уређене депозитне олакшице.

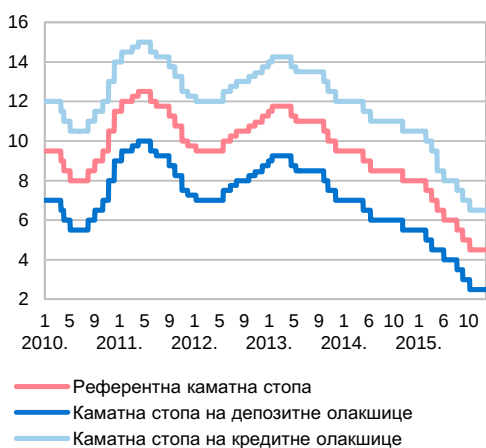
У складу са овом одлуком, банке су и у 2015. наставиле с преконоћним депоновањем средстава код Народне банке Србије. Просечно дневно стање депонованих средстава банака код Народне банке Србије у 2015. износило је 45,9 млрд динара, што је за 30,7 млрд динара више него у 2014. години. Максимално просечно месечно стање депонованих средстава забележено је у августу (71,0 млрд динара), а минимално у фебруару (10,2 млрд динара).

Током 2015. године Народна банка Србије је наставила да примењује и Одлуку о условима и

начину одобравања кредита за одржавање дневне ликвидности банака на основу залогe ХоВ, којом су уређене кредитне олакшице.

У посматраном периоду банке су користиле кредитне олакшице као дневни и као преконоћни кредит. Дневни кредит је коришћен у укупном износу од 38,0 млрд динара, од чега је у ТЗ коришћено 21,6 млрд динара. Преконоћни кредит је коришћен у укупном износу од 166,4 млрд динара, од чега 151,2 млрд динара у ТЗ.

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



Извор: НБС.

Графикон II.2.2. Стање продатих/купљених ХоВ Народне банке Србије
(у млрд RSD)



Извор: НБС.

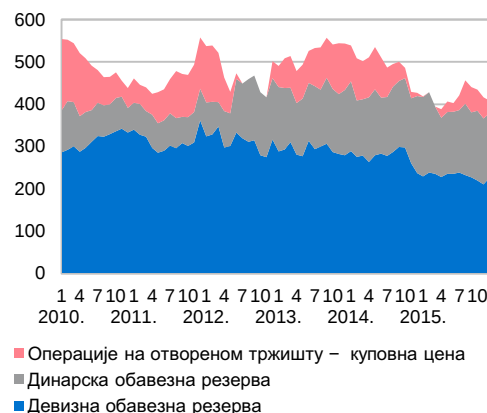
Обавезна резерва

Одлука о обавезној резерви банака код Народне банке Србије измењена је у току 2015. три пута.

Измена Одлуке из јануара резултат је оцене да ће додатно смањење девизне обавезне резерве, тј. ослобађање кредитног потенцијала банака, стимулативно деловати на кредитну активност банака. Њом је прописано даље смањење стопа по којима банке обрачунавају девизну обавезну резерву за по 1,0 п.п. – на 26,0%, односно 19,0% на део девизне основице коју чине обавезе са уговореном рочношћу до две године, односно преко две године, уз истовремено повећање процента девизне обавезне резерве која се издваја у динарима за по 2,0 п.п. – на 38,0% и 30,0%, у зависности од рочности обавеза. Та мера представљала је наставак циклуса смањења стопа девизне обавезне резерве, које је започето у новембру 2014. године.

Ради даљег ублажавања монетарне политике, у септембру је Одлука поново измењена. У складу са опредељењем да се том ублажавању приступа опрезно, оцењено је да се, уз задржавање различитих стопа у зависности од рочности извора средстава, у наредних шест обрачунских периода стопе обавезне резерве на девизне обавезе са уговореном рочношћу до две године и преко две године (26,0% и 19,0%) постепено смањују за по 1 п.п., тако да почев од фебруарског обрачунског периода у 2016. буду

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



Извор: НБС.

утврђене на нивоу од 20,0%, односно 13,0%, респективно.

Како би се дестимулисао раст динарских обавеза банака које су индексирани девизном клаузулом, а које су могле изазвати депрецијацијске притиске, почев од јуна 2012. године, у оквиру девизне обавезне резерве, уведена је посебна рестриктивна стопа обавезне резерве, у висини од 50,0%, на део девизне основице коју чине ове обавезе. У децембру 2015. наведена стопа је повећана са 50,0% на 100,0% ради даљег дестимулисања индексирања динарских обавеза девизном клаузулом и стимулисања тржишних учесника да више користе стандардне мере заштите од ризика.

И поред раста динарске основице, обрачуната обавезна резерва која се издваја у динарима у 2015. смањена је у односу на претходну годину за 12,8 млрд динара, на 145,3 млрд динара. Такво кретање резултат је смањења динарског издвајања девизне обавезне резерве услед наведене промене прописа. Обрачуната обавезна резерва која се издваја у девизама смањена је за 374,9 млн евра и крајем 2015. износила је 1,6 млрд евра, што је последица поменутог смањења стопа девизне обавезне резерве.

Операције на девизном тржишту

У складу с Програмом монетарне политике за 2015. годину, Народна банка Србије је наставила да спроводи режим руковођено пливајућег девизног курса. Интервенције на девизном тржишту имале су за циљ ублажавање прекомерних краткорочних осцилација девизног курса, очување стабилности финансијског система и одржавање адекватног нивоа девизних резерви.

У 2015. години динар је номинално депрецирао према еврџ за 0,5%. Народна банка Србије је на МДТ-у интервенисала нето куповином 520,0 млн евра, при чему је у девизним интервенцијама купила 970,0 млн евра и продала 450,0 млн евра. Девизне интервенције су реализоване искључиво по тржишним условима, прихватањем курсева које су нудиле банке (улога *price taker*-а).

Депрецијација динара према еврџ у јануару (2,1%) највећим делом била је последица сезонски повећане тражње за девизама домаћих увозника енергената. Међутим, позитивна очекивања тржишних учесника

у вези са закључењем аранжмана из предострожности с ММФ-ом, као гаранцијом наставка спровођења мера фискалне консолидације и структурних реформи, утицала су на раст интересовања инвеститора за улагање у државне ХоВ дужих рочности, што је довело до јачања домаће валуте према еврџ за 2,7% у фебруару и за 0,1% у марту. Динар је у Т1 номинално ојачао према еврџ за 0,6%, а Народна банка Србије је интервенисала нето куповином 170,0 млн евра (куповином 260,0 млн евра и продајом 90,0 млн евра).

Релативно стабилно кретање динара у Т2 (динар је номинално ослабио за 0,3%) остварено је захваљујући првенствено побољшаној макроекономској и фискалној перспективи земље. Повећана тражња клијената банака за девизама готово у целисти је надомештена појачаним приливом дознака (тј. откупом ефективног страног новца од мењача и физичких лица), чиме су депрецијацијски притисци у великој мери ублажени. Додатну стабилност на девизном тржишту обезбедила је потреба банака за продајом девиза након одобравања индексираних кредита како би се уравнотежиле њихове девизне позиције. Током Т2 Народна банка Србије је интервенисала нето куповином 120,0 млн евра (куповина 150,0 млн евра и продаја 30,0 млн евра). Сличне тенденције су настављене и у П2, све до средине октобра. Динар је у Т3 номинално ојачао према еврџ за 0,7%, а Народна банка Србије је интервенисала нето куповином 440,0 млн евра (куповина 450,0 млн евра и продаја 10,0 млн евра). Позитивни макроекономски показатељи и успех мера фискалне консолидације потврђени су и позитивним оценама ММФ-а.

У Т4 су преовлађивали депрецијацијски притисци (пре свега као резултат појачане неизвесности на међународним тржиштима услед пада цене нафте и почетка подизања каматних стопа ФЕД-а). Од друге половине октобра интензивирана је тражња нерезидената за девизама, праћена продајом динарских државних ХоВ на секундарном тржишту. Депрецијацијски притисци су делом ублажени повећаним откупом ефикативности од стране мењача и физичких лица. У децембру су притисци на слабљење динара појачани због повећане продаје девиза домаћим предузећима и увозницима енергената и веће тражње страних инвеститора за девизама у ишчекивању да ће ФЕД на децембарском састанку донети одлуку о почетку повећања референтне

каматне стопе. Само у децембру Народна банка Србије је у нето износу на МДТ-у продала 270,0 млн евра, а на нивоу тромесечја 210,0 млн евра.

Девизни своп

Народна банка Србије је у 2015. години наставила са организовањем редовних тромесечних и двонедељних аукција своп продаје и куповине девиза за динаре, чији циљ је стимулисање развоја међубанкарске своп трговине и омогућавање банкама да ефикасније управљају својом ликвидношћу. Тромесечне своп аукције организоване су једном недељно, по тржишним условима и са ограниченим количинама. Двонедељне своп аукције, као додатна мера подршке у управљању ликвидношћу банкарског система, организоване су такође једном недељно, по тржишним условима и без унапред одређеног износа девиза који ће бити продат, односно купљен на аукцији.

У току 2015. године Народна банка Србије је организовала 102 тромесечне и 98 двонедељних своп аукција. На тромесечним аукцијама је своп продала и своп купила по 75,0 млн евра, док су на двонедељним аукцијама своп продаја и своп куповина девиза износиле по 437,5 млн евра. Поред тога, Народна банка Србије је 6. јула организовала ванредне своп аукције девиза, рочности 28 дана, на којима је своп продала и своп купила по 38,0 млн евра. На крају 2015. стање девизних потраживања и стање девизних обавеза Народне банке Србије по основу тромесечних своп аукција износило је по 26,0 млн евра, а по основу двонедељних своп аукција по 31,0 млн евра.

Остале каматне стопе

Одлука о каматним стопама које Народна банка Србије примењује у поступку спровођења монетарне политике измењена је у 2015. четири пута.

У условима снижења референтне каматне стопе, као и ради смањења могућих знатнијих осцилација каматних стопа на међубанкарском тржишту новца, у мају је сужена ширина коридора каматних стопа (каматне стопе на кредитне и депозитне олакшице) са $\pm 2,5$ п.п. на $\pm 2,0$ п.п. у односу на референтну каматну стопу.

Ради примене Одлуке о условима и начину одобравања кредита за хитно обезбеђење ликвидности банака у ситуацијама када банка не врати кредит у прописаном року, као и ради усаглашавања прописа Народне банке Србије са Законом о затезној камати, Одлука о каматним стопама које Народна банка Србије примењује у поступку спровођења монетарне политике поново је измењена у јулу. Том изменом је утврђено да Народна банка Србије наплаћује камату на кредите који нису враћени у прописаном року – по каматним стопама утврђеним поменутиим законом.

Такође, усклађена је и каматна стопа на мање издвојену/обрачунату динарску обавезну резерву (која је утврђена на нивоу референтне каматне стопе увећане за 5,0 п.п.) с каматном стопом на динарске кредите за хитно обезбеђење ликвидности, који, иначе, за банке представљају најскупљу врсту кредита код централне банке.

Аналогно претходном, извршено је и усклађивање казних каматних стопа у девизном знаку. Каматна стопа на мање издвојену/обрачунату девизну обавезну резерву (која је утврђена у висини тромесечног *EURIBOR*-а који важи на дан обрачуна камате увећаног за 5,0 п.п.) изједначила се с каматном стопом на девизне кредите за хитно обезбеђење ликвидности банака.

Поред тога, Одлука је измењена још два пута, у октобру и новембру, када је смањена каматна стопа коју Народна банка Србије плаћа на износ оствареног просечног дневног стања издвојене динарске обавезне резерве, и то са 2,5% на 2,0%, односно на 1,75% на годишњем нивоу.

3. Остварење циљане инфлације у 2015. години

Инфлаторни притисци остали су ниски и у 2015. години како по основу већине домаћих фактора, тако и по основу ниских цена примарних производа (нафте и примарних пољопривредних производа) на светском тржишту и генерално ниске инфлације у међународном окружењу.

Као и у већини других европских земаља, а пре свега због знатног пада цене нафте и примарних

пољопривредних производа на светском тржишту, м.г. инфлација је наставила да се креће на ниском нивоу и у децембру је износила 1,5%. Просечна м.г. стопа инфлације у 2015. износила је 1,4%.²

Цене хране су, укупно посматрано, у 2015. стагнирале. Иако су цене прерађене хране забележиле одређен раст, он је био неутрализован падом цена непрерађене хране, који је уследио од средине године.

Цене непрерађене хране су на нивоу године исказале пад од 4,5%, а њихов допринос инфлацији износио је -0,5 п.п. Иако су **цене прерађене хране** у току године убрзале раст, он је остао низак (2,5% м.г. у децембру, допринос инфлацији 0,5 п.п.), захваљујући и даље ниским ценама примарних пољопривредних производа (првенствено пшенице и кукуруза) на светском и домаћем тржишту. Највећи позитиван допринос потекао је од цена безалкохолних пића, шећера и кондиторских производа, а највећи негативан од цена млека, млечних и месних прерађевина.

Цене индустријских производа без хране и енергије су у току 2015. порасле 3,0% (допринос инфлацији 0,9 п.п.). Притом, оне су у П1 биле у м.г. паду, да би средином године тај тренд био преокренут. На то су доминантно утицале цене цигарета, које су у току године повећане у три наврата (у априлу, јулу и децембру), делом због корекције минималне акцизе, а

делом због пословне одлуке произвођача. Тиме су цене цигарета, упркос м.г. паду у јануару од 8,0%, годину завршиле м.г. растом од 12,9%, а њихов допринос м.г. инфлацији повећан је са -0,4 п.п. на +0,6 п.п. Релативна стабилност курса динара и ниска домаћа тражња ограничавали су раст цена осталих производа у овој групи, тако да је он био умерен.

Цене услуга су на нивоу године порасле 2,0% (допринос инфлацији 0,5 п.п.), чему је највише допринело повећање цена туристичких пакет-аранжмана и мобилне телефоније.

Цене енергије порасле су за 1,5% (допринос инфлацији 0,2 п.п.). Раст је био вођен поскупљењем електричне енергије у августу од 12,2% (допринос инфлацији 0,6 п.п.). Наведено поскупљење ублажиле су цене нафтних деривата и природног гаса, које су под утицајем пада цене нафте на светском тржишту снижене. Тако су на домаћем тржишту нафтни деривати на нивоу године појефтинили 5,8% (допринос инфлацији -0,3 п.п.), а природни гас 15,0% (допринос инфлацији -0,1 п.п.).

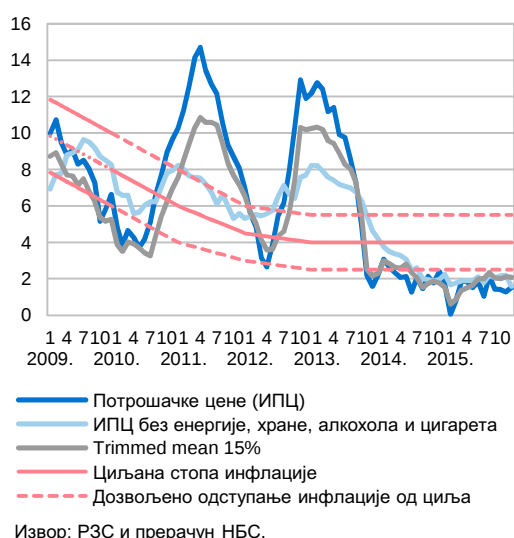
Регулисане цене, тј. цене чије су промене под директном или индиректном контролом државе, порасле су у 2015. за 5,5% (допринос инфлацији 1,1 п.п.). Оне су у периоду јануар-јул биле у м.г. паду, да би од августа, када је електрична енергија

Табела II.3.1. Раст и доприноси компоненти расту потрошачких цена у 2015.

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

Извор: РЗС и прерачун НБС.

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



² Према оцени Републичког завода за статистику, просечна годишња стопа инфлације у 2015. била је нешто виша и износила је 1,9%.

поскупела, поново забележиле м. раст. Поред електричне енергије, расту регулисаних цена допринело је у истој мери (0,6 п.п.) и повећање цене цигарета, док су у супротном смеру деловале цене лекова и природног гаса.

Базна инфлација,³ као део ИПЦ-а на који монетарна политика има највећи утицај, такође је у 2015. наставила да се креће испод доње границе дозвољеног одступања од циља и у децембру је износила 1,6% м. (допринос м. инфлацији 0,7 п.п.). Такво њено кретање може се довести у везу с релативно стабилним курсом динара, ниском агрегатном тражњом и ниском инфлацијом у међународном окружењу. Највећи позитиван допринос базној инфлацији потекао је од цена туристичких пакет-аранжмана и услуга мобилне телефоније, а највећи негативан допринос од цена лекова.

Због наставка кретања м. инфлације испод доње границе дозвољеног одступања од циља, Народна банка Србије је у марту и септембру упутила Влади писма којима ју је обавестила о разлозима одступања инфлације од циља, мерама које је предузела и које треба предузети да би се инфлација у средњем року вратила у границе циља, као и о томе када се очекује

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



повратак инфлације у границе циља.⁴ Наиме, према Споразуму Народне банке Србије с Владом о циљању (таргетирању) инфлације, Народна банка Србије Влади упућује ова писма у случају да одступање инфлације од утврђеног циља траје више од шест узастопних месеци.

³ ИПЦ по искључењу цена енергије, хране, алкохола и цигарета, који представља најчешће коришћену меру базне инфлације.

⁴ Видети Додатак 1 и 2, стр. 43 и 45.

III. Макроекономски услови спровођења монетарне политике

1. Међународно окружење

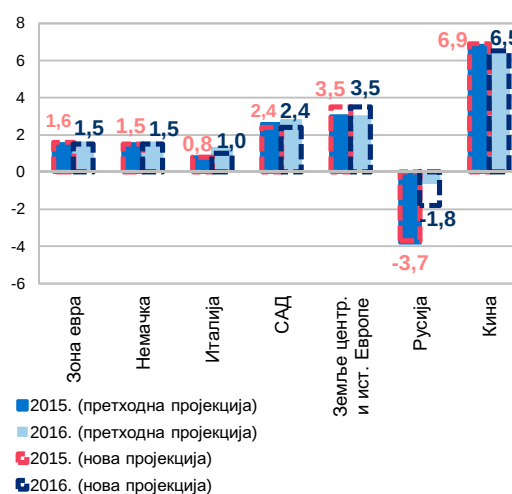
Раст економске активности у **зони евра**, започет крајем 2014, био је настављен и током 2015. На нивоу године БДП зоне евра порастао је за 1,6% реално. При томе, снажнији раст забележен је у П1 (0,6% дсз. у Т1 и 0,4% дсз. у Т2) и у највећој мери био је вођен екстерном тражњом, на коју су се позитивно одражавали ефекти депрецијације евра према главним светским валутама. Током П2 БДП је благо успорио раст (по 0,3% дсз. у оба тромесечја), будући да је допринос екстерне тражње умањен због успоравања привредног раста у земљама у успону. У том периоду главни покретач раста била је домаћа тражња, пре свега финална потрошња домаћинства, на коју је позитиван ефекат током целе године имало повећање расположивог дохотка услед пада цене нафте и побољшања ситуације на тржишту рада⁵. Позитиван допринос дале су и приватне инвестиције, на које су позитивно деловали нижи трошкови задуживања, подстакнути експанзивним мерама монетарне политике ЕЦБ-а. Раст БДП-а у 2015. остварен је у свим земљама зоне евра, изузев у Грчкој, при чему је за нас значајан излазак Италије, нашег главног спољнотрговинског партнера, из трогодишње рецесије (раст од 0,8% у 2015).

Након што је у првим месецима 2015. била негативна, инфлација у зони евра је у мају прешла у позитивну зону (0,3% мг.), али је до краја године била нижа од очекиване и кретала се близу нуле (0,1–0,2% мг.). Главни узрок ниске инфлације био је знатан пад

светске цене нафте. Раст инфлације очекивао се крајем године, пре свега по основу базног ефекта услед пада цене нафте крајем 2014, али је и он изостао због поновног пада цене нафте са ионако ниског нивоа, али и мањег раста цена хране и услуга.

Убрзање привредног раста зоне евра прелило се и на **регион централне и источне Европе**, чији је раст БДП-а у 2015. благо убрзан на 3,5%. При томе, релативно снажан темпо раста задржан је у земљама централне Европе, чије су привреде највише повезане

Графикон III.1.1. Ревизија прогноза реалног раста БДП-а за 2015. и 2016. ММФ-а (у %)



Извор: ММФ WEO (октобар 2015) и ММФ WEO (април 2016).

⁵ Стопа незапослености је у 2015. смањена за 1,0 п.п., на 10,4% у децембру.

са зоном евра и које су у највећој мери искористиле позитивне ефекте монетарног ублажавања ЕЦБ-а. Раст БДП-а, мада нешто споријег темпа, забележен је и у земљама југоисточне Европе. С друге стране, пад цене нафте и економске санкције утицале су на пад БДП-а Русије, што се одразило и на успоравање раста у балтичким земљама.

Ниске или негативне стопе инфлације у већини земаља централне и источне Европе настављене су и током 2015. због ниже цене нафте, али и хране, која има значајан пондер у ИПЦ-у у овим земљама. Негативне стопе инфлације имала је Бугарска, која је две и по године у дефлацији. Инфлација је током целе године била негативна у Босни и Херцеговини, а од средине године и у Румунији, Македонији и Хрватској. Дезинфлаторни притисци били су присутни и у Мађарској и Црној Гори, али у нешто слабијој мери. Изузетак у региону чине Русија и Турска, које су имале знатну депрецијацију валуте и последично високу инфлацију.

Привредни раст у САД је и у 2015. настављен истим темпом као и у претходној години (2,4%). Потрошња домаћинства наставила је да пружа главни подстицај расту БДП-а захваљујући побољшању ситуације на тржишту рада. Стопа незапослености је седму годину заредом у паду и у децембру је износила 5,0%, док је број новоотворених радних места ван пољопривреде и у 2015. задржао релативно висок просечан ниво од око 230.000 месечно. Поред тога, пад цене нафте, ниска инфлација и раст цена некретнина и берзанских индекса утицали су на повећање реалног расположивог дохотка домаћинства и индекса

потрошачког поверења. С друге стране, јачање долара у односу на главне светске валуте и успоравање глобалног привредног раста одразили су се на нето извоз, који је негативно допринео кретању БДП-а. Пад цене нафте и смањење увозних цена по основу апрецијације долара стварали су дезинфлаторне притиске у САД током године. Мг. инфлација се у већем делу П1 кретала испод или близу 0%, да би се тек у јуну вратила у позитивну зону (0,1%). Иако се до краја године постепено повећавала (на 0,7 мг. у децембру), она је и даље била знатно испод дугорочног циља од 2,0%. Према очекивањима ФЕД-а, инфлација ће се у кратком року задржати на ниском нивоу, али ће се у средњем року, са ишчезавањем ефекта пада цене нафте и даљим побољшањем ситуације на тржишту рада, вратити на циљаних 2,0%.

Прилагођавање новом економском моделу раста успорило је раст БДП-а **Кине** на 6,9% у 2015, што је најнижа стопа раста у последњих 25 година. Раст је с расходне стране био вођен финалном потрошњом, а с производне услугама, док је допринос инвестиција, иако позитиван, био нижи него у претходној години. Сигнали о успоравању раста Кине појавили су се током лета, што је изазвало нестабилност на кинеским берзама, одлив капитала, притиске у правцу слабљења валуте и смањење девизних резерви. Успоравање раста Кине у П2 било је један од главних фактора раста неизвесности на међународном финансијском тржишту, нестабилности на берзама широм света и пада цена на светском тржишту примарних производа, што је преко трговинских и финансијских канала успорило глобални привредни раст.

Монетарне политике централних банака развијених земаља биле су у 2015. и даље експанзивне, што је, уз пад светске цене нафте, створило услове за економски опоравак. Све експанзивнију монетарну политику током године водила је **ЕЦБ** како би се изборила са спорим привредним растом и ниском инфлацијом. ЕЦБ је у марту започела програм куповине државних ХоВ земаља чланица, уз наставак раније започетих програма куповине хартија с покрићем у активи и куповине покривених обвезница. Тим програмима је планиран месечни откуп ХоВ у износу од 60,0 млрд евра, што би до краја септембра 2016, до када је планирано њихово окончање, требало да убризга око 1.100 млрд евра додатне ликвидности. Процењујући да бројне мере нису у потпуности испуниле очекивања, нарочито на плану повећања инфлације,

Табела III.1.1. Процена привредног раста по земљама
(у %)

	Consensus Forecast јануар 2016.		ММФ април 2016.	
	2015.	2016.	2015.	2016.
Пољска	3,5	3,5	3,6	3,6
Чешка	4,5	2,6	4,2	2,6
Мађарска	2,7	2,3	2,9	2,3
Албанија	2,7	3,3	2,6	3,4
Бугарска	2,8	2,6	3,0	2,3
БиХ	2,7	2,9	2,8	3,0
Македонија	3,3	3,8	3,7	3,6
Црна Гора	-	-	4,1	4,7
Румунија	3,7	4,0	3,7	4,2
Словенија	2,6	2,1	2,9	1,9
Хрватска	1,6	1,5	1,6	1,9

Извор: Consensus Forecast и ММФ.

ЕЦБ је у децембру донела нове мере: смањила је стопу на депозитне олакшице на $-0,3\%$ и продужила програм квантитативних олакшица до марта 2017. Нове мере донете су у условима ниске цене нафте и успоравања кинеске привреде и стога слабијих изгледа за глобални раст. Ти услови су и одложили одлуку **ФЕД-а** о почетку „нормализације“ монетарне политике до децембра, када је први пут од 2006. референтна каматна стопа подигнута за 0,25 п.п., тако да се креће у интервалу 0,25–0,50%. На одлуку о повећању референтне стопе највише су утицали повољни подаци с тржишта рада, посебно о знатно већем броју новоотворених радних места од очекиваног. Истакнуто је да ће евентуално заостравање бити постепено и благо, тј. да ће бити померање од најекстремније експанзивне политике у историји ка умерено експанзивној монетарној политици.

Захваљујући ниској цени нафте, глобално ниској инфлацији, све експанзивнијој монетарној политици ЕЦБ-а и одлагању одлуке ФЕД-а о повећању референтне стопе, и монетарне политике централних банака земаља **централне и источне Европе** биле су експанзивне у 2015. Референтна каматна стопа је у већини земаља смањивана у П1, док у П2 углавном није мењана. На крају године била је нижа за 1,0 п.п. у Румунији, за по 0,75 п.п. у Мађарској и Турској и за 0,5 п.п. у Пољској. Русија је током 2015. имала највеће смањење референтне стопе (за 5,0 п.п., на 11,0%), која је у децембру 2014. била подигнута за

9,0 п.п., на 17,0%, због оштрог пада светске цене нафте и проблема ограниченог приступа руских компанија међународном тржишту капитала (због санкција које су увеле западне земље), што је изазвало снажан пад вредности рубље.

Различите монетарне политике ЕЦБ-а и ФЕД-а одразиле су се на **кретања на валутним тржиштима** у смеру слабљења евра према долару. Слабљењу евра допринела је и криза у Грчкој. Посматрано крајем периода, евро је у 2015. ослабио према долару за 10,1%, а на најниже вредности од 2003. године спуштао се средином марта и априла и почетком децембра.

Потрес на валутним тржиштима у јануару изазвала је и одлука централне банке Швајцарске да укине минимални девизни курс од 1,20 према евр, водећи се проценом да је од његовог увођења (септембар 2011) прецењеност франка смањена и да је привреда способна да се прилагоди новим тржишним условима. Та одлука је утицала на апрецијацију франка, који је с минималног нивоа ојачао на мање од једног франка за један евро, али се убрзо потом стабилизовао и током осталог дела године кретао се између 1,04 и 1,09 франка за један евро. Таква кретања утицала су и на кредитна тржишта појединих земаља централне и источне Европе у којима је део портфолија банака деноминован у францима, будући да је апрецијација франка учинила сервисирање кредита скупљим.

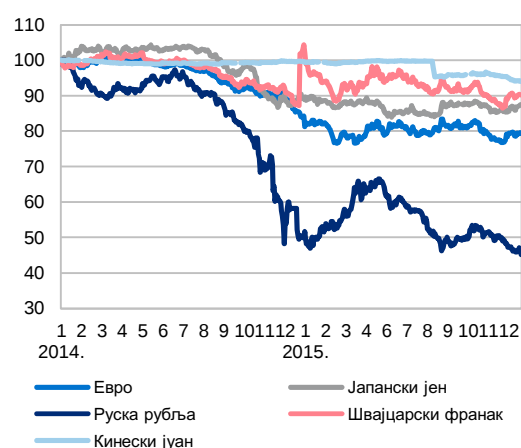
Графикон III.1.2. Кретање хармонизованог индекса потрошачких цена по земљама (мг. стопе, у %)



Извор: Евростат, Bureau of Labor Statistics и статистички заводи појединих земаља.

* ИПЦ.

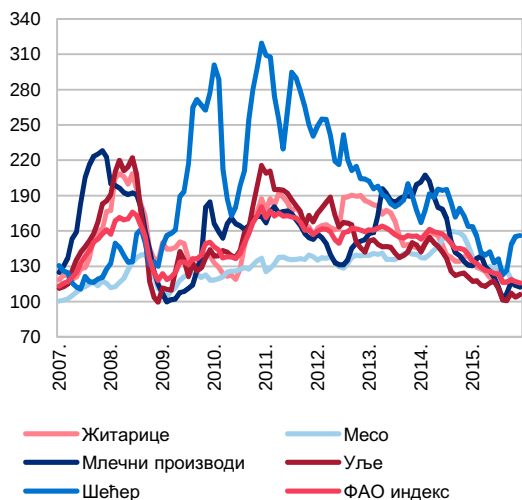
Графикон III.1.3. Кретање курса одређених националних валута према долару* (дневни подаци, 31. 12. 2013 = 100)



Извор: База података ММФ-а.

* Раст представља апрецијацију.

Графикон III.1.4. Индекс светских цена хране (реално, 2002 – 2004 = 100)



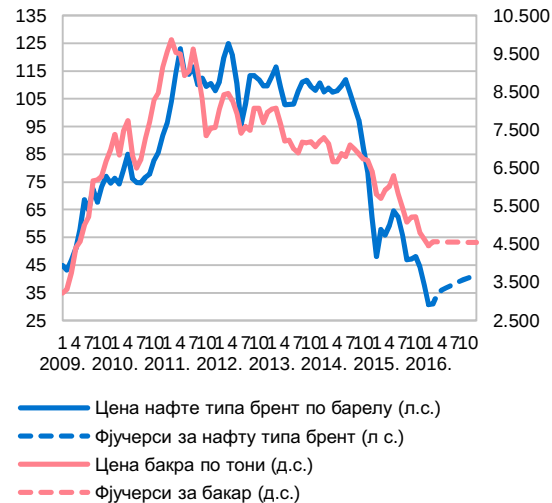
Извор: ФАО, УН.

Светске цене хране, мерене индексом ФАО, реално су смањене за 18,9% у 2015, што је четврта узастопна година њиховог пада. Главни разлози за низак ниво цена хране и у 2015. години били су скромна светска тражња у условима великих залиха и јачање америчког долара. Притом, цене свих врста хране биле су реално знатно ниже него у 2014. Највише су смањене цене млечних производа (28,7%), шећера (21,2%), уља (19,1%), житарица (15,6%) и меса (15,3%).

Светска цена нафте типа брент је у 2015. наставила пад, спустивши се на 35 долара за барел крајем године, што је за 35,9% ниже него крајем 2014. И просечна цена у 2015. од 52 долара за барел била је знатно нижа у поређењу с ценом од 99 долара за барел у 2014. Главни разлози снажног пада светске цене нафте налазе се и на страни тражње и на страни понуде: спорији глобални раст од очекиваног, рекордно високе светске залихе нафте и прекомерна понуда услед одсуства жеље земаља чланица *OPEC*-а да смање производњу.

Цена бакра, метала који има широку употребу, од аутомобилске индустрије до преноса електричне енергије, није се опоравила ни у 2015. Током највећег дела године кретала се испод 6.000 долара по тони, да би крајем године пала испод 5.000 долара по тони. На пад цене бакра највише су утицали јачање долара и успоравање раста Кине, која је највећи светски потрошач и увозник ове сировине.

Графикон III.1.5. Кретање цена нафте и бакра (просечне месечне цене, у USD)



Извор: Блумберг.

Нестабилност на финансијским тржиштима почетком године повећала је **цену злата**, али је тражња за златом убрзо смањена због јачања долара и очекиваног заокрета у монетарној политици ФЕД-а, што је утицало на померање инвеститора ка активи с већим приносима. На нивоу године цена злата је опала 12,1%.

2. Међународне трансакције

Платнобилансна кретања и девизне резерве

Спољнотрговинска неравнотежа је у 2015. наставила да се смањује, у великој мери захваљујући спровођењу фискалне консолидације и структурних реформи, паду цене нафте на светском тржишту и постепеном опоравку екстерне тражње. Дефицит текућег рачуна платног биланса био је нижи за петину и у потпуности покривен СДИ. Због већег прилива СДИ и мањег раздуживања по основу финансијских кредита, на рачуну капиталних и финансијских трансакција, за разлику од 2014. године, забележен је нето прилив капитала. То је резултирало повећањем девизних резерви Народне банке Србије.

Према прелиминарним подацима,⁶ дефицит **текућег рачуна** платног биланса је у 2015. износио 1.577,4

⁶ Подаци платног биланса дати су у складу с *BPM6*.

млн евра (4,8% БДП-а) и био је за 407,3 млн евра нижи у односу на претходну годину. Структура текућег рачуна је побољшана, јер је робни дефицит био мањи, а суфицит биланса услуга и секундарног дохотка већи. Једино је повећан дефицит примарног дохотка, што је и било очекивано.

Доследно спровођење фискалне консолидације и структурних реформи, пад светске цене нафте и постепен економски опоравак наших главних спољнотрговинских партнера (земље ЕУ и *CEFTA*) повољно су деловали на **робни дефицит**, који је износио 3.993,4 млн евра, или за 117,3 млн евра мање него у 2014. години. **Извоз** је повећан за 6,7% мг., вођен пре свега знатним растом извоза прерађивачке индустрије (основних метала, производа од метала, осталих машина и опреме и дуванских производа), као и пољопривредних производа, пре свега воћа и поврћа. С друге стране, пад извоза забележен је у нафтној индустрији, јер су ниже цене нафтних деривата утицале на нижу вредност извоза ове групе производа, као и у аутомобилској индустрији. Истовремено, Железара Смедерево је обновила производњу и знатно поправила извоз у односу на претходну годину.

У 2015. забележен је раст робног **увоза** од 4,1%. У највећој мери је повећан увоз машина, телекомуникационе опреме и металних руда. С друге стране, знатан пад цене нафте на светском тржишту омогућио је увоз веће количине нафте и нафтних деривата, уз скоро 300 млн евра мању вредност у односу на 2014. годину. Слично је и са увозом гаса. Захваљујући већем расту извоза од увоза, покривеност увоза робе извозом повећана је са 72,1% у 2014. на 74,0% у 2015.

Суфицит на **рачуну услуга** повећан је у 2015. за 260,1 млн евра, као резултат већег раста извоза од увоза услуга. Повећање извоза услуга (за 463,8 млн евра) забележено је у готово свим категоријама, при чему је највише порастао извоз услуга транспорта, компјутерских услуга, осталих пословних услуга и туристичких услуга. Увоз услуга је повећан за 203,7 млн евра, пре свега туристичких, транспортних и осталих пословних услуга. Грађевинске услуге су имале мањи и извоз и увоз него у 2014.

Дефицит на **рачуну примарног дохотка** повећан је на 1.658,0 млн евра. По основу дохотка од СДИ нето расход је повећан за 247,6 млн евра, а по основу дохотка од портфолио инвестиција за 112,9 млн евра. Доходак од осталих инвестиција био је такође у минусу, али мањем за 18,6 млн евра него у 2014.

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

	2014.	2015.
I. ТЕКУЋИ РАЧУН	-1.984,7	-1.577,4
1. Салдо робне размене	-4.110,7	-3.993,4
1.1. Извоз	10.641,0	11.357,1
1.2. Увоз	14.751,7	15.350,5
2. Салдо услуге	465,3	725,4
2.1. Извоз	3.809,6	4.273,5
2.2. Увоз	3.344,4	3.548,1
3. Салдо робе и услуга	-3.645,4	-3.268,0
3.1. Извоз робе и услуга	14.450,7	15.630,6
3.2. Увоз робе и услуга	18.096,1	18.898,6
4. Примарни доходак	-1.342,6	-1.658,0
4.1. Приходи	642,3	682,1
4.2. Расходи	1.984,9	2.340,1
од тога: камате	907,6	1.010,3
5. Секундарни доходак	3.003,3	3.348,6
5.1. Приходи	3.399,8	3.794,5
5.2. Расходи	396,6	445,9
II. КАПИТАЛНИ РАЧУН	6,5	-17,5
III. ФИНАНСИЈСКИ РАЧУН (без девизних резерви)	91,6	-1.371,4
1. Директне инвестиције – нето	-1.236,3	-1.803,8
1.1. Актива (потраживања)	264,2	310,4
1.2. Пасива (обавезе)	1.500,5	2.114,2
2. Портфолио инвестиције – нето	-368,9	289,2
2.1. Актива (потраживања)	72,9	76,8
2.2. Пасива (обавезе)	441,7	-212,5
3. Финансијски деривати – нето	-6,0	1,9
3.1. Актива (потраживања)	-5,8	1,9
3.1. Пасива (обавезе)	0,2	0,0
4. Остале инвестиције – нето	1.702,8	141,3
4.1. Трговински кредити	116,4	128,8
4.1.1. Актива (потраживања)	436,5	464,3
4.1.2. Пасива (обавезе)	320,1	335,5
4.2. Финансијски кредити	756,7	230,4
4.2.1. Актива (потраживања)	-33,5	32,2
4.2.1.1. Дугорочни	-36,0	17,8
4.2.1.2. Краткорочни	2,5	14,3
4.2.2. Пасива (обавезе)	-790,2	-198,2
4.2.2.1. Дугорочни	-687,8	-375,9
4.2.2.2. Краткорочни	-102,4	177,7
4.3. Готов новац и депозити – нето	829,7	-217,9
4.3.1. Актива (потраживања)	935,2	-189,0
4.3.2. Пасива (обавезе)	105,5	28,9
IV. Средства резерви	-1.796,7	166,5
V. ГРЕШКЕ И ПРОПУСТИ	273,1	390,0
VI. УКУПНИ БИЛАНС	1.796,7	-166,5

Извор: РЗС и НБС.

Напомена: Прелиминарни подаци.

години. Захваљујући адекватном управљању и међувалутним кретањима на међународном финансијском тржишту, током 2015. настављено је повећање прихода по основу дохотка од девизних резерви за 17,2 млн евра у односу на 2014.

Повећање суфицита **секундарног дохотка** од 345,3 млн евра остварено је пре свега по основу раста дознака за 228,8 млн евра, на 2.671,1 млн евра. Тиме је њихово учешће у БДП-у повећано са 7,2% у 2014. на 8,1% БДП-а у 2015. години. Суфицит секундарног дохотка повећан је и услед раста текућих трансфера државе (за 72,1 млн евра), као резултат повећаног

прилива по основу званичне помоћи. Због раста суфицита секундарног дохотка, повећано је покриће дефицита робе и услуга и примарног дохотка за 7,6 п.п., на 67,8%.

На рачуну **капиталних и финансијских трансакција** (искључујући промену девизних резерви) у 2015. остварен је нето прилив капитала од 1.353,9 млн евра, или 4,1% БДП-а. Побољшани макроекономски услови и пословни амбијент водили су знатно већем приливу **СДИ**. Оне су у нето износу повећане на 1.803,8 млн евра, што је за 567,5 млн евра (око 46%) више у односу на 2014. годину. СДИ су у највећој мери биле усмерене на прерађивачку индустрију, финансијске делатности, грађевинарство и трговину. У оквиру прерађивачке индустрије, најзначајнија улагања била су улагања у производњу гуме и пластике, моторних возила, прехранбених производа, хемијских производа и текстила. Повољно је и то што су токови СДИ пројектно диверсификовани, чиме се јача одрживост привредног раста у наредном периоду. Притом, 86,0% СДИ у Србију дошло је из европских земаља, од чега се 72,4% односило на земље ЕУ, 4,6% на Русију и 4,5% на Швајцарску, док је 5,7% СДИ било из Уједињених Арапских Емирата.

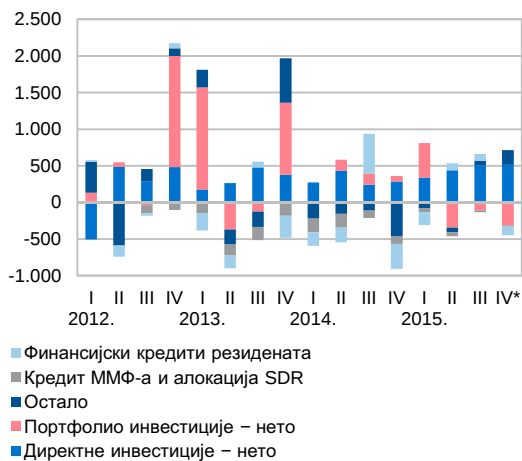
У ишчекивању одлуке о повећању референтне каматне стопе ФЕД-а, страни инвеститори су током 2015. смањивали своју изложеност према тржиштима у успону, па и Србији. Након нето прилива **портфолио инвестиција** у 2014. (368,9 млн евра), у 2015. је забележен нето одлив од 289,2 млн евра.

Нето раздуживање по основу **финансијских кредита** из иностранства у 2015. је смањено на скоро четвртину раздуживања из 2014. и износило је 198,2 млн евра. Сви сектори осим државе смањили су нето кредитне обавезе према иностранству: Народна банка Србије за 153,4 млн евра, банке за 401,8 млн евра и предузећа за 107,2 млн евра. Држава је повећала нето кредитне обавезе за 464,2 млн евра.

За разлику од претходне године, забележено је смањење **депозита резидената у иностранству** (од 189,0 млн евра) и повећање депозита нерезидената код домаћих банака (од 28,9 млн евра), док је по основу **трговинских кредита**, као и претходне године, забележен одлив (од 128,8 млн евра).

Платнобилансна кретања у 2015. години резултирала су повећањем девизних резерви за 166,5 млн евра (без валутних промена, промена тржишних вредности ХоВ и цене злата).

Графикон III.2.1. Структура финансијског биланса
(у млн EUR)



Извор: РЗС и НБС.

* Прелиминарни подаци.

Девизне резерве Народне банке Србије су 31. децембра 2015. године износиле 10.378,0 млн евра и биле су веће за 470,8 млн евра у односу на крај 2014, при чему је нето ефекат девизних трансакција био позитиван у износу од 166,5 млн евра, као и нето тржишни ефекти (међувалутне промене, промене цене злата и тржишне вредности ХоВ) у износу од 304,3 млн евра. Истовремено, нето девизне резерве су износиле 8.420,0 млн евра и биле су веће за 763,0 млн евра у односу на крај 2014.

Девизне резерве Народне банке Србије су 31. децембра 2015. године покривале новчану масу М1 у износу од 250% и око седам месеци увоза робе и услуга.

У структури девизних резерви, на крају 2015. године највеће учешће имале су иностране ХоВ (66,7%), затим девизна средства на рачунима у иностранству (22,1%), злато (5,5%), ефективни страни новац (5,6%)

и SDR код ММФ-а (0,1%). У складу са основним принципима сигурности и ликвидности, средства се пласирају код првокласних институција (централних банака, међународних финансијских институција и првокласних иностраних банака), као и у високоликвидне ХоВ чији су издаваоци најразвијеније земље у свету и међународне финансијске институције.

Народна банка Србије је у 2015. години остварила девизни прилив од продаје ХоВ Републике Србије деноминираних у еврима на домаћем финансијском тржишту у износу од 1.006,6 млн евра. Поред тога, прилив је остварен по основу коришћења кредита за Републику Србију (493,6 млн евра), интервенција Народне банке Србије на МДТ-у⁷ (425,0 млн евра нето), обављања привременог платног промета с Косовом и Метохијом⁸ (389,6 млн евра), донација (203,7 млн евра) и приватизације (19,7 млн евра). Народна банка Србије је у 2015. остварила девизни прилив по основу пласмана у иностране ХоВ и камата на девизна средства (59,0 млн евра).

У 2015. редовно су измириване обавезе према иностраним кредиторима у износу од 1.076,2 млн

евра на име главнице и камате. Из девизних резерви Народне банке Србије на име доспелих ХоВ Републике Србије деноминираних у еврима исплаћено је 684,2 млн евра, а за сервисирање старе девизне штедње 276,0 млн евра. Банке су у посматраном периоду повукле девизну обавезну резерву у нето износу од 273,8 млн евра. По основу измиривања обавеза према ММФ-у на име главнице и камате исплаћено је 146,9 млн евра, док је по основу отплате дуга државе по узетим кредитима од банака у земљи из девизних резерви исплаћено 57,9 млн евра.

Међународна инвестициона позиција земље

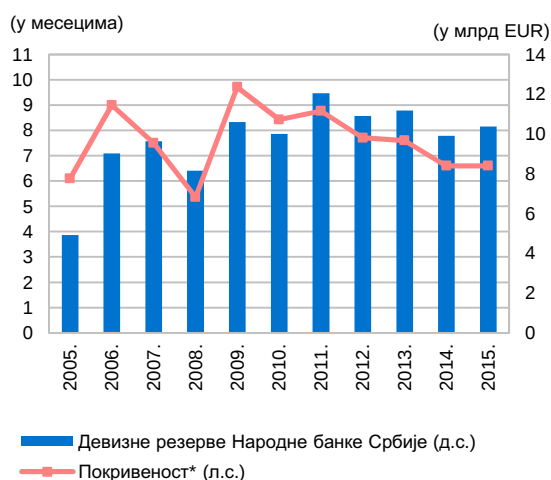
Међународна инвестициона позиција Србије као нето дужника повећана је током 2015. за 1,9 млрд евра и на крају године износила је 34,6 млрд евра, или 105,3% процењеног БДП-а.

Страна нето финансијска актива Србије је на крају 2015. године износила 19,4 млрд евра, што је за 1,2 млрд евра више у односу на 2014. До повећања је дошло због извршених трансакција од 858,5 млн евра и валутних промена од 363,1 млн евра. Промене цена и остале промене деловале су у правцу њеног смањења (57,9 млн евра и 5,4 млн евра, респективно). У оквиру нето финансијске активе знатније су повећане девизне резерве, које чине више од половине укупне активе, као и директне инвестиције и остале инвестиције резидената у иностранство, због повећања трговинских кредита и аванса.

Директне инвестиције резидената у иностранство повећане су у 2015. за 312,4 млн евра. Захваљујући томе, потраживања по том основу износила су на крају године 2,7 млрд евра, а њихово учешће у укупној активи 13,7%, што је за 0,9 п.п. више него на крају 2014.

Раст портфолио инвестиција резидената у иностранство је настављен, али оне и даље чине мали део укупне активе (1,0%). На крају 2015. вредност страних ХоВ у поседу инвеститора из Србије износила је 199,6 млн евра.

Графикон III.2.2. Покривеност увоза девизним резервама



Извор: РЗС и НБС.

* 12-месечни покретни просеци.

⁷ Реализација трансакција по основу интервенција Народне банке Србије на МДТ-у исказује се у складу с рачуноводственим правилима на дан извршења, а не на дан трговања.

⁸ Према Закону о привременом обављању одређених послова платног промета на територији СРЈ („Службени лист СРЈ“, бр. 9/01).

Остале инвестиције су повећане за 297,3 млн евра, на 6,2 млрд евра (31,8% укупне активе). Оне су повећане због раста трговинских кредита и аванса за 464,3 млн евра (на 1,3 млрд евра), док су готов новац и депозити смањени за 189,0 млн евра (на 4,7 млрд евра). Готов новац и депозите у иностранству смањиле су банке, док су их остали сектори повећали.

Страна нето финансијска пасива Србије је у 2015. повећана за 3,0 млрд евра, на 54,1 млрд евра. Повећање је резултат реализованих нето трансакција од 2,1 млрд евра, али и валутних промена од 964,0 млн евра. Промене цена деловале су на повећање, а остале промене на смањење нето финансијске пасиве (6,9 млн евра и 28,3 млн евра, респективно).

Пораст нето финансијске пасиве настао је пре свега по основу СДИ. Обавезе по основу СДИ повећане су у 2015. за 2,1 млрд евра, на 26,5 млрд евра, што представља 49,0% укупне пасиве. Повећање се у највећој мери односило на улагања иностраних инвеститора у власнички капитал (1,9 млрд евра), па је стање обавеза по основу тих улагања на крају 2015. износило 20,2 млрд евра (37,5% укупне пасиве), а по основу дужничких инструмената 6,2 млрд евра (11,6% укупне пасиве).

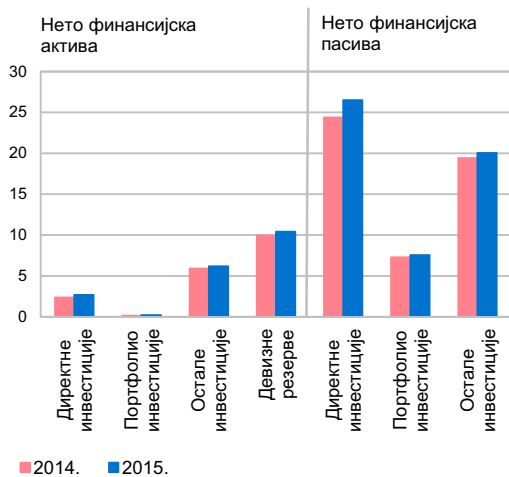
Због знатних валутних промена на међународном финансијском тржишту, обавезе резидената,

првенствено државе, по основу портфолио инвестиција веће су за 281,0 млн евра, иако су по основу самих трансакција смањене (212,5 млн евра). Портфолио инвестиције су на крају године износиле 7,6 млрд евра, што представља 14,0% укупне пасиве.

У структури финансијске пасиве, обавезе резидената по основу осталих инвестиција су на крају 2015. износиле 20,0 млрд евра и чиниле су 37,0% укупне пасиве. У односу на крај 2014, остале инвестиције су повећане за 610,7 млн евра. Готово три четвртине повећања последица је валутних промена, а остатак нето трансакција. Валутне промене су повећале обавезе по финансијским кредитима пре свега државе (за 341,9 млн евра), која их је по основу самих трансакција повећала за 464,2 млн евра. Тиме је задужење државе по финансијским кредитима повећано на 9,7 млрд евра. Отплатом дуга према ММФ-у централна банка је смањила своје обавезе по основу финансијских кредита на 62,3 млн евра. Банке и предузећа су се такође раздужили, тако да су њихове обавезе по овом основу на крају 2015. износиле 2,2 млрд евра и 5,0 млрд евра, респективно.

У оквиру осталих инвестиција, знатно повећање у 2015. забележили су и трговински кредити и аванси, па је њихово стање на крају године износило 1,5 млрд евра, или 2,8% укупне пасиве. Повећање је било знатно мање код готовог новца и депозита, на 878,7 млн евра.

Графикон III.2.3. Међународна инвестициона позиција* (у млрд EUR)



Извор: НБС.
* Прелиминарни подаци.

3. Кретања на финансијском тржишту

Каматне стопе

Просечна репо стопа⁹ је крајем децембра износила 2,6% и у односу на крај 2014. била је нижа за 3,6 п.п., што је незнатно већи пад у односу на смањење референтне стопе (3,5 п.п.) у 2015. При томе, услед привременог смањења вишкова динарске ликвидности банака, аукције нису одржаване од 18. фебруара до почетка априла, тако да је на првој репо аукцији одржаној након те паузе пад просечне репо стопе рефлектовао и мартовско смањење референтне стопе. Од тада, па до краја године, у условима обновљене динарске ликвидности банака, просечна репо стопа била је готово изједначена са стопом на депозитне олакшице.

⁹ Стопа остварена на репо аукцијама пондерисана износом продатих ХоВ.

Промет на међубанкарском преконоћном тржишту новца у 2015. у просеку је износио 3,6 млрд динара, што је за 1,1 млрд динара више у поређењу с претходном годином, при чему су највеће вредности промета остварене током Т1. Каматна стопа *BEONIA* кретала се у складу с променама ликвидности банака, па је, након фебруарског повећања, до краја П1 била у паду. Током јула и августа ова стопа је бележила веће осцилације због реакције тржишта на ескалацију кризе у Грчкој. Након постизања договора с кредиторима, неизвесност је крајем августа смањена, а *BEONIA* се поново приближила стопи на депозитне олакшице и наставила да се у остатку године креће близу ње. У децембру је ова стопа у просеку износила 2,6%, или за 4,9 п.п. мање него у децембру 2014.

Каматне стопе *BELIBOR* имале су почетком године слично кретање као *BEONIA* – пад у јануару, раст у фебруару и пад од марта, који је настављен до краја године. У децембру су се просечне вредности ових стопа кретале у распону између 3,1% за најкраћу и 4,1% за рочност од шест месеци, што представља пад између 4,7 п.п. и 4,9 п.п. у односу на децембар 2014.

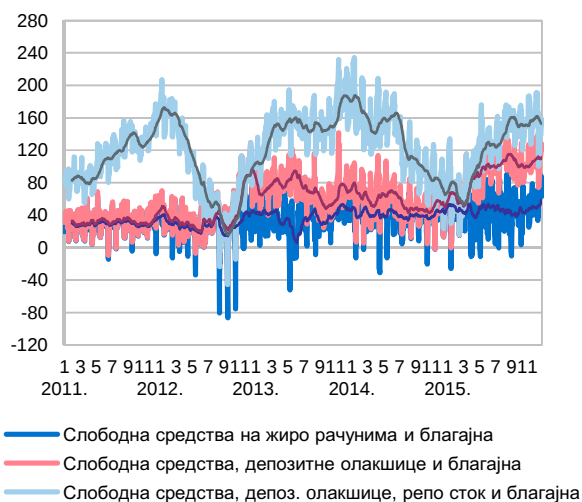
Стабилнијем кретању каматних стопа на међубанкарском тржишту новца допринела је и одлука Народне банке Србије да у мају смањи коридор каматних стопа у односу на референтну каматну стопу са $\pm 2,5$ п.п. на $\pm 2,0$ п.п.

Ублажавање монетарне политике и знатно побољшана фискална и екстерна позиција Србије утицали су и на пад трошкова задуживања државе у 2015. При томе, каматне стопе на аукцијама динарских државних ХоВ почетком године биле су у благом порасту, да би у марту започеле пад, који је настављен до краја године. Крајем године стопе на ове ХоВ кретале су се у распону од 2,9% за рочност од три месеца до 6,5% за петогодишње ХоВ, чиме се динарска крива приноса спустила на до тада најнижи ниво. У односу на аукције одржане крајем 2014, те стопе су снижене између 3,1 п.п. и 4,1 п.п. Стопа на петогодишње ХоВ била је за 4,3 п.п. нижа него на претходној аукцији одржаној у августу 2014, чему је у највећој мери допринело снижење референтне каматне стопе, које је у истом периоду износило 4,0 п.п.

Најдужи рок на који се држава задужила у динарима у 2015. био је седам година, последњи пут у марту, по стопи од 10,8%, што је за 1,2 п.п. ниже него крајем 2014.

Смањење рочности и обима ХоВ нуђених на продају, а током П2 и ишчекивање одлуке о почетку повећања каматних стопа ФЕД-а утицали су на мања улагања нерезидената на овом тржишту. Од маја они су учествовали на само две аукције – трогодишњих ХоВ у септембру и петогодишњих ХоВ у октобру.

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



Извор: НБС.

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



Извор: Томсон Ројтерс и НБС.

Пад, али блажи у односу на динарске, забележиле су и стопе на аукцијама државних ХоВ у еврима. Пад стопа је био најизраженији код двогодишњих ХоВ (за 1,7 п.п., на 1,8%). Стопе на десетогодишње ХоВ снижене су за 1,1 п.п., на 4,4%, на трогодишње и петогодишње ХоВ за по 1,0 п.п., на 3,5% и 4,0%, респективно, а на једногодишње ХоВ за 0,9 п.п., на 1,6%. Учешће страних инвеститора у примарној куповини ових ХоВ било је мало.

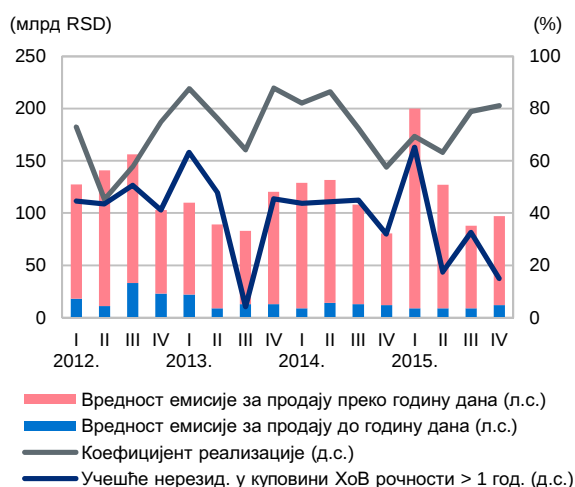
Страни инвеститори били су активнији у секундарном трговању државним ХоВ, посебно током Т4, и то претежно на страни продаје. Укупан промет на овом тржишту повећан је за 18,0%, на 337,7 млрд динара, а највише се трговало обвезницама иницијалне рочности од три и седам година. Стопе приноса пратиле су пад стопа на примарном тржишту и у децембру су се налазиле у распону од 2,9% за преосталу рочност од два месеца до 7,5% за преосталу рочност од 73 месеца.

Захваљујући пре свега ублажавању монетарне политике Народне банке Србије током 2015. године, као и нижим каматним стопама на међународном тржишту новца, трошкови задуживања приватног сектора у 2015. знатно су снижени. Уз то, паду каматних стопа доприносила је и повећана конкуренција банака на кредитном тржишту. Крајем године каматне стопе на новоодобрене кредите привреди и становништву достигле су најниже нивое откад се тржишно формирају.

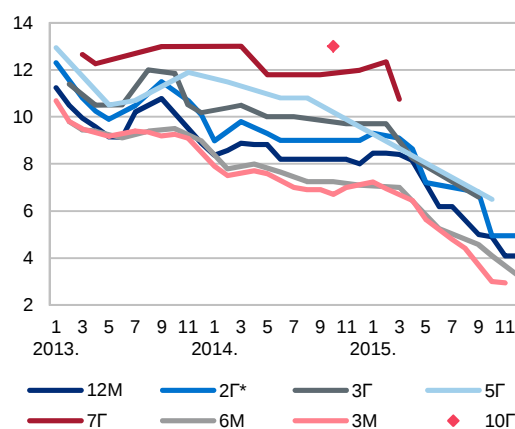
Каматне стопе на динарске кредите бележиле су раст почетком године, чему је допринео и завршетак програма субвенционисаних кредита, чије су релативно ниске каматне стопе опредељивале просечну цену кредита током П2 2014. Осетнији пад ових стопа уследио је од марта, са убрзањем ублажавања монетарне политике. Тако је просечна цена динарског кредитирања привреде, која је од јула једноцифрена, у децембру износила 6,2%, или за 4,7 п.п. мање него крајем 2014, док су каматне стопе на кредите становништву снижене за 4,8 п.п., на 12,1%. Истовремено, просечна стопа на динарске кредите привреди и становништву опала је за 3,8 п.п. и у децембру је износила 8,8%.

Каматне стопе на све врсте динарских кредита привреди и становништву биле су у паду. Крајем 2015. каматне стопе на новоодобрене динарске кредите за обртна средства и инвестиционе кредите износиле су 6,1% и 7,2%, респективно, или за 4,5 п.п. и 3,2 п.п. мање него крајем 2014. Највеће смањење (за 6,2 п.п.) забележено је код осталих кредита, који су у децембру одобравани по просечној стопи од 6,4%. Смањењу просечне цене динарских кредита становништву највише је допринео пад камата на најзаступљеније – готовинске и остале кредите, које су снижене на 12,1% и 12,0%, респективно. На нивоу године највише су смањене каматне стопе на најмање заступљене – потрошачке кредите (за 9,3 п.п., на 11,0%) и кредите за адаптацију стамбеног простора (за 9,1 п.п., на 6,7%).

Графикон III.3.3. Примарно тржиште државних ХоВ у динарима – коефицијент реализације и учешће страних инвеститора

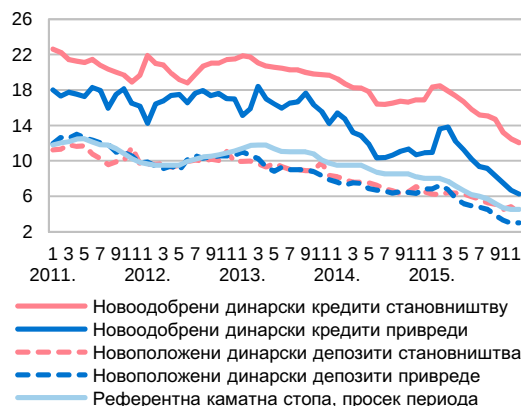


Графикон III.3.4. Каматне стопе на примарном тржишту државних ХоВ (на годишњем нивоу, у %)



Графикон III.3.5. Кретање каматних стопа на динарске кредите и депозите привреди и становништву*

(просечне пондерисане вредности, на годишњем нивоу, у %)

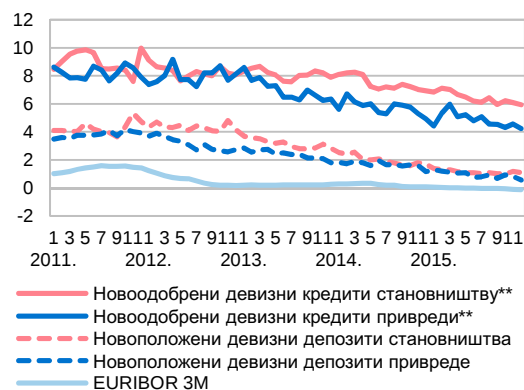


Извор: НБС.

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

Графикон III.3.6. Кретање каматних стопа на девизне кредите и депозите привреди и становништву*

(просечне пондерисане вредности, на годишњем нивоу, у %)



Извор: НБС и Европска банкарска федерација.

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

** У еврима и евроиндексирано.

Пад, али мање изражен у односу на динарску, у 2015. је забележила и просечна пондерисана каматна стопа на новодобрене кредите у еврима и динарске евроиндексиране кредите – за 0,7 п.п., на 4,4%. За толико је смањена и просечна стопа на кредите привреди, која је у децембру износила 4,2%, док је цена кредита становништву снижена за 1,0 п.п., на 5,9%. При томе, инвестициони кредити и кредити за обртна средства крајем 2015. одобравани су по стопи од 4,4%, што је у односу на крај 2014. ниже за 0,5 п.п. и 0,6 п.п., респективно. Цена осталих кредита привреди смањена је за 1,3 п.п., на 3,6%. Каматна стопа на стамбене кредите, који су најзаступљенији међу кредитима грађанима у девизном знаку, у 2015. је снижена за 0,9 п.п., на 3,8%. У паду су биле и стопе на готовинске и остале кредите и крајем године оне су износили 5,3% и 7,9%, респективно. Једино је цена потрошачких кредита повећана у односу на крај 2014. и у децембру је износила 6,3%.

Пад трошкова финансирања кредита и већа конкуренција међу банкама били су, према резултатима анкета о кредитној активности, главни фактори ублажавања кредитних стандарда. Каматне стопе на новоположене депозите у динарима имале су израженији пад и у просеку су смањене за 3,7 п.п., на 3,1% у децембру. Просечне стопе на динарске депозите привреде снижене су у нешто већој мери (за 3,8 п.п., на 3,0%) него стопе на депозите грађана (за 2,3 п.п., на 4,2%). Просечна пондерисана каматна стопа на новоположене депозите у еврима снижена је

за 0,7 п.п., на 0,8% крајем године, при чему су стопе на депозите привреде и становништва готово подједнако смањене и у децембру су износили 0,6% и 1,1%, респективно.

Премија ризика земље

Премија ризика Србије, мерена *EMBI*, у 2015. пратила је регионалну динамику, а њеном израженијем паду у односу на друге земље у региону на нивоу године допринело је поправљање макроекономске перспективе земље, а пре свега смањење интерне и екстерне неравнотеже, као и закључење стендбај аранжмана из предострожности с ММФ-ом и позитивне оцене о његовом спровођењу. Посматрано крајем периода, у односу на 2014. премија ризика нижа је за 12 б.п., а у просеку за 58 б.п. Од посматраних земаља у региону, једино *EMBI* за Мађарску бележи и просечно (45 б.п.) и крајем периода (33 б.п.) исти смер промена као и премија ризика Србије.

На раст премије ризика земаља у региону почетком године утицала је нестабилност на међународном финансијском тржишту услед очекиваног различитог карактера монетарних политика водећих централних банака, неизвесности у вези с кретањем цене нафте на светском тржишту и присутних геополитичких тензија. Потом, због одлуке ЕЦБ-а да започне квантитативно попуштање у марту и последично повећаној ликвидности на међународном

финансијском тржишту, премије ризика земаља у региону биле су у паду током марта. Тај пад је за Србију био израженији захваљујући доследном спровођењу мера фискалне консолидације и закључењу аранжмана с ММФ-ом.

У наредна три месеца премија ризика Србије била је релативно стабилна, да би крајем јуна и у јулу, услед реакције инвеститора на кризу у Грчкој, била привремено повећана у готово свим земљама региона. Од средине августа, због поновног повећања неизвесности на међународном финансијском тржишту, коју су изазвали потреси на кинеској берзи и очекивање могућег почетка повећања референтне стопе ФЕД-а, премије ризика земаља у региону поново бележе раст, а вредност *EMBI Global* је у септембру достигла ниво од 483 б.п., што је највиши ниво од октобра 2011.

Са ублажавањем монетарне политике кинеске централне банке и одлагањем подизања референтне стопе ФЕД-а, премије ризика земаља у успону пале су у октобру. Премија ризика Србије смањена је током октобра, а затим је до краја године била релативно стабилна. На крају године премија ризика Србије износила је 254 б.п.

Кредитни рејтинг Србији потврдиле су у јануару агенције *Standard & Poor's* (BB– с негативним изгледима) и *Fitch* (B+ са стабилним изгледима), а у децембру је агенција *Fitch* поправила изгледе за побољшање кредитног рејтинга Србије за дугорочно

задуживање у домаћој и иностраној валути са стабилних на позитивне. Према њиховој оцени, поправљању изгледа за побољшање кредитног рејтинга Србије допринели су пре свега бржи привредни раст од очекиваног, доследно спровођење фискалне консолидације и смањење екстерне неравнотеже.

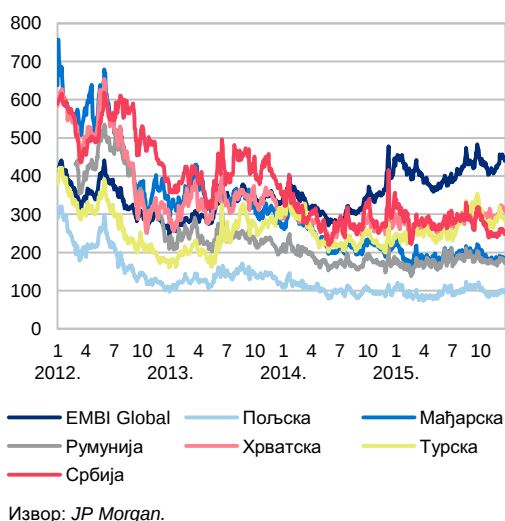
Кретања на девизном тржишту и курс динара

Током 2015. кретање курса динара било је релативно стабилно. Посматрано крајем периода, динар је у 2015. ослабио према еврју за 0,5%. У већем делу године преовладавали су апрецијацијски, док су почетком године и током Т4 били присутни депрецијацијски притисци.

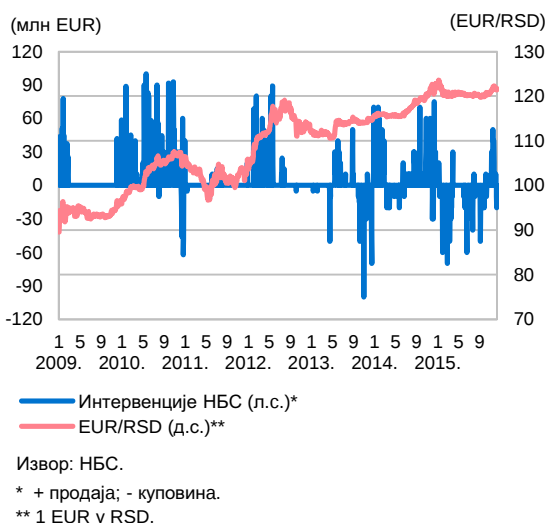
Све већа разлика у монетарним политикама у зони евра и САД резултирала је снажним јачањем долара према еврју у Т1 и Т4, док је због очекивања тржишта да ће ФЕД одложити одлуку о повећању референтне каматне стопе евро благо ојачао према долару током Т2 и Т3. На нивоу 2015. долар је ојачао према еврју за 10,1%, због чега је динар на крају децембра био за 10,6% слабији према долару у односу на крај 2014.

Под утицајем глобалних и домаћих фактора депрецијацијски притисци с краја 2014. године настављени су и у јануару, да би од фебруара уследило јачање динара. Тражња домаћих предузећа за девизама, пре свега увозника енергената, била је

Графикон III.3.7. Показатељ премије ризика – *EMBI* по земљама (дневни подаци, у б.п.)



Графикон III.3.8. Кретање курса динара и интервенције Народне банке Србије на девизном тржишту



повећана у јануару, а како је промет на домаћем девизном тржишту био низак, то је за последицу имало јачање депрецијацијских притисака. У јануару је било смањено и нето улагање нерезидената у државне ХоВ, али су након закључења трогодишњег стандардизованог аранжмана с ММФ-ом, у условима доследног спровођења фискалне консолидације, пласмани знатно повећани у фебруару. Истовремено, ликвидност на међународном финансијском тржишту повећана је по основу нових мера квантитативног попуштања ЕЦБ-а, што је, уз ниске стопе приноса на ХоВ развијених земаља, утицало на веће усмеравање токова капитала према тржиштима у успону, укључујући и наше. Као резултат тога, улагање нерезидената у домаће динарске ХоВ било је високо у фебруару и марту, што се одразило на њихову већу тражњу за динарима.

Од априла је тражња домаћих предузећа за девизама смањена и, уз знатно нижи дефицит текућег рачуна и релативно висок прилив дознака из иностранства, била је међу факторима који су определили стабилно кретање курса у наредним месецима. Прилив дознака, али и доспеће нове серије обвезница старе девизне штедне утицали су и на повећан откуп ефективног страног новца по мењачким пословима. Понуда девиза повећана је и по основу прилива СДИ, а забележен је и раст задужења Владе према иностранству. И банке су у условима доспећа раније одобрених динарских субвенционисаних кредита и повећања валутно индексиране активе по другим основима повећале понуду девиза.

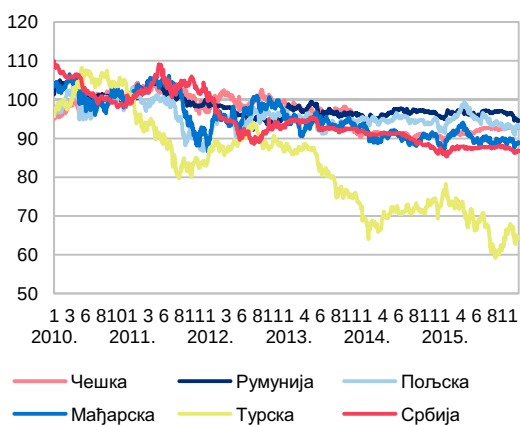
У Т4 су били присутни депрецијацијски притисци, којима је допринела нижа активност нерезидената. Пред почетак поштовања монетарне политике САД они су смањили своју изложеност према тржиштима у успону, па и Србији. Тражња за девизама на домаћем тржишту у Т4 је била већа делом и због већих плаћања за увоз енергената и исплате добити иностраним власницима. Истовремено, банке и предузећа су, уобичајено пред крај године, измиривали кредитне обавезе према иностранству у нешто већем износу.

Ипак, и поред депрецијацијских притисака крајем године, перцепција инвеститора о дугорочним улагањима у Србију је на нивоу 2015. била повољна, о чему сведочи нето прилив СДИ од 1,8 млрд евра у 2015, који је био знатно већи него у 2014. **И успешан завршетак три ревизије аранжмана с ММФ-ом, побољшање изгледа кредитног рејтинга од стране агенције Fitch, уз напредак у процесу прикључивања ЕУ, потврђују резултате остварене у постизању макроекономске стабилности и унапређењу пословног амбијента и дају основа за очекивања да ће релативна стабилност динара бити обезбеђена и у наредном периоду.**

Како би ублажила прекомерне краткорочне осцилације курса на девизном тржишту, Народна банка Србије је у 2015. на МДТ-у интервенисала у оба смера – куповином 970,0 млн евра и продајом 450,0 млн евра (нето куповина од 520,0 млн евра).

Графикон III.3.9. Кретање курсева одређених националних валута према евра*

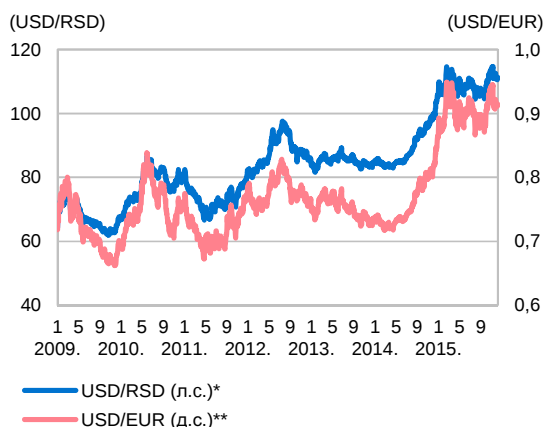
(дневни подаци, 31. 12. 2010 = 100)



Извор: НБС и веб-сајтови централних банака.

* Раст представља апрецијацију.

Графикон III.3.10. Кретање курса динара према долару и међувалутни однос евра према долару



Извор: НБС.

* 1 USD у RSD.

** 1 USD у EUR.

Кретања на берзи

Крајем децембра индекс најликвиднијих акција *BELEX15* износио је 644,1 индексни поен и у односу на крај 2014. изгубио је 3,4% вредности, за разлику од индекса *BELEXline*, који је повећан за 2,7%, на 1.380,4 индексна поена. При томе, вредност индекса Београдске берзе није се много мењала током Т1, у априлу је повећана, да би од маја започела пад, који се делом може повезати са ескалацијом кризе у Грчкој, растућим ризицима на међународном финансијском тржишту (посебно у августу и септембру), али и чињеницом да у структури индекса *BELEX15* знатно учешће (19%) има компанија из нафтног сектора. Опоравак индекса уследио је у Т4, али за *BELEX15* он није био довољан да надокнади пад из Т3.

И поред тога што је благо повећано у односу на 2014. (за 1,7 млрд динара), трговање акцијама је и у 2015. бележило релативно ниске вредности. Укупан промет акцијама на Београдској берзи у 2015. износио је 17,3 млрд динара, од чега се 10,4 млрд динара односило на промет најликвиднијим акцијама. Највиша вредност промета остварена је у марту (5,1 млрд динара) и резултат је пре свега трговања на *open market*¹⁰ сегменту, и то претежно акцијама банака.



¹⁰ Део регулисаног тржишта који чине акције које не испуњавају услове да буду укључене на листинг акција Београдске берзе.

Страни инвеститори су у 2015. учествовали са око 40% у укупном промету акцијама. Као и претходне године, они су били нето продавци акција, у укупном износу од 2,8 млрд динара.

Укупан промет обвезницама повећан је са 4,7 млрд динара у 2014. на 5,3 млрд динара у 2015, чему је допринело укључивање дугорочних обвезница Републике Србије на листинг Београдске берзе у новембру. На промет овим ХоВ односило се 1,6 млрд динара. Остатак се углавном односио на трговање обвезницама старе девизне штедње.

Дугорочне државне обвезнице биле су и предмет прве међубанкарске репо трансакције на домаћем финансијском тржишту, која је закључена у складу са стандардизованим Оквирним уговором о реоткупу ХоВ, у чијој изради је учествовала и Народна банка Србије. То представља даљи корак у развоју домаћег финансијског тржишта, пошто је до сада репо трансакције обављала само Народна банка Србије с банкама у оквиру својих операција на отвореном тржишту. С обзиром на то да је предмет наведене репо трансакције динарска дугорочна државна обвезница, развој тих трансакција може допринети и повећању ликвидности секундарног тржишта ових ХоВ.

Тржишна капитализација Београдске берзе је у 2015. смањена за 113,3 млрд динара и крајем децембра износила је 683,4 млрд динара. При томе, капитализација регулисаног сегмента тржишта смањена је за 73,0 млрд динара, на 377,2 млрд динара, што је делом резултат пада цена акција, доспећа обвезница серије А2015 у мају, али и искључења акција одређених издавалаца из трговања. Капитализација МТП сегмента¹¹ смањена је за 40,3 млрд динара, на 306,2 млрд динара. Под утицајем таквих кретања учешће тржишне капитализације у оцењеном БДП-у¹² смањено је за 3,2 п.п., на 17,2% крајем 2015.

4. Новац и кредити

Примарни новац

Динарски примарни новац је у 2015. номинално повећан за 13,8%, а реално за 12,1%. Раст укупног

¹¹ МТП представља тржиште мултилатералне трговачке платформе. Организује га берза и на њему су тренутно листиране акције компанија које не испуњавају услове за листирање на регулисаном тржишту.

¹² Оцењени БДП у последња четири тромесечја.

примарног новца био је мање изражен (6,9% номинално и 5,3% реално), пошто су девизни депозити банака код Народне банке Србије смањени због ублажавања стопа девизне обавезне резерве. Посматрано у апсолутном износу, динарски примарни новац је повећан за 51,0 млрд динара, а укупан примарни новац за 42,0 млрд динара.

Динарски примарни новац је највећим делом повећан по основу нето куповине девиза Народне банке

Србије на МДТ-у (50,2 млрд динара) и трансакција платног промета с Косовом и Метохијом (47,0 млрд динара). При томе, нето продаја девиза Народне банке Србије на МДТ-у почетком и крајем године деловала је у смеру повлачења ликвидности, док је у остатку године Народна банка Србије била нето купац девиза, што је и определило укупан ефекат интервенција у 2015. у правцу раста ликвидности банака. С друге стране, средства на динарским депозитима државе код Народне банке Србије повећана су за 22,0 млрд динара, чему су допринели позитивни ефекти фискалне консолидације и боља пореска дисциплина. Поред тога, држава је током 2015. од Народне банке Србије куповала девизе ради регулисања девизних обавеза, што је, уз раст динарских депозита, утицало на то да држава у 2015. делује на пад ликвидности банака са 47,4 млрд динара. С друге стране, смањени су девизни депозити државе код Народне банке Србије због сервисирања обавеза према нерезидентима. Путем операција на отвореном тржишту повучено је 23,1 млрд динара. При томе, пад улагања у репо ХоВ почетком године деловао је на повећање ликвидности, да би након шестонедељне паузе, током које Народна банка Србије није организовала репо аукције, раст пласмана банака у ове ХоВ од априла деловао у супротном смеру.

У структури динарског примарног новца, највећи раст током 2015. забележиле су слободне динарске резерве банака¹³ (49,7 млрд динара), пре свега под утицајем повећаног износа преконоћних депозита које су банке држале код Народне банке Србије, док су средства на жиро рачунима банака смањена. Обрачуната обавезна резерва која се издваја у динарима смањена је за 12,8 млрд динара због ублажавања прописа о обавезној девизној резерви, а тиме и дела девизне обавезне резерве која се издваја у динарима. Износ готовог новца у оптицају повећан је за 9,4 млрд динара, средства на рачунима локалне самоуправе за 4,4 млрд динара и осталих сектора за 0,3 млрд динара.

Монетарни агрегати М1, М2 и М3

Са опоравком економске активности брзина оптицаја новчане масе је смањена, при чему је то смањење било израженије за динарске агрегате.

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

	Дец. 2014.	Дец. 2015.	Промене у 2015.
Нето потраживања од иностранства	1.181.851	1.264.741	82.890
Нето девизне резерве	1.179.936	1.260.428	80.492
Бруто девизне резерве	1.198.357	1.262.232	63.875
Кредити од ММФ-а	-18.421	-1.804	16.617
Остала нето потраживања од иностранства	1.915	4.313	2.398
Нето домаћа актива	-572.391	-613.250	-40.859
Нето домаћи кредити НБС	-278.220	-284.677	-6.457
Нето потраживања од државе ¹⁾	-256.415	-227.643	28.772
Пласмани држави	1.223	1.181	-42
Депозити државе	-257.638	-228.824	28.814
Нето потраживања од банака	-6.889	-29.932	-23.043
Кредити банкама	625	711	86
Репо операције	-7.500	-30.600	-23.100
Друге ХоВ	-14	-43	-29
Кредити јавним предузећима	1.183	1.154	-29
Кредити небанкарским финансијским организацијама	2.562	1.213	-1.349
Кредити осталим секторима	1.168	1.160	-8
Орочени и ограничени депозити	-19.829	-30.629	-10.800
Остала нето актива	-294.171	-328.573	-34.402
Примарни новац	609.460	651.491	42.031
Динарски примарни новац	370.690	421.668	50.978
Готов новац у оптицају	130.468	139.818	9.350
Банкарске динарске резерве	211.628	248.495	36.867
Обавезна резерва	158.126	145.324	-12.802
Слободне резерве	53.502	103.171	49.669
Остали депозити осталих сектора	2	331	329
Депозити локалне самоуправе	28.592	33.024	4.432
Девизни депозити банака	238.770	229.823	-8.947

¹⁾ Нису укључени органи локалне самоуправе.

Извор: НБС.

¹³ Обухватају средства на жиро рачунима банака, готовину у благајни и преконоћне депозите банака код Народне банке Србије.

Новчана маса је повећана у 2015, пре свега услед раста у П2. Највећи раст исказала су средства на динарским трансакционим депозитима (64,3 млрд динара), а за 14,7 млрд динара повећани су и штедни и орочени динарски депозити. То је резултирало реалним растом монетарних агрегата М1 од 15,4% и М2 од 12,7%. Повећани су и девизни депозити за 319,7 млн евра, тако да је најшири монетарни агрегат, М3, у 2015. реално повећан за 5,6%.

Раст кредита приватном сектору је од П2, после дужег времена, утицао на креирање М3, а у истом смеру деловао је и раст улагања банака у државне ХоВ.

Повећање динарских депозита, и краћих и дужих рочности, било је пре свега одређено растом средстава на рачунима привреде и становништва. Код привреде највећи део раста остварен је на рачунима предузећа из области прерађивачке индустрије, енергетике, трговине, пословања некретностима и саобраћаја. У мањој мери повећана су и средства на рачунима ДФО.

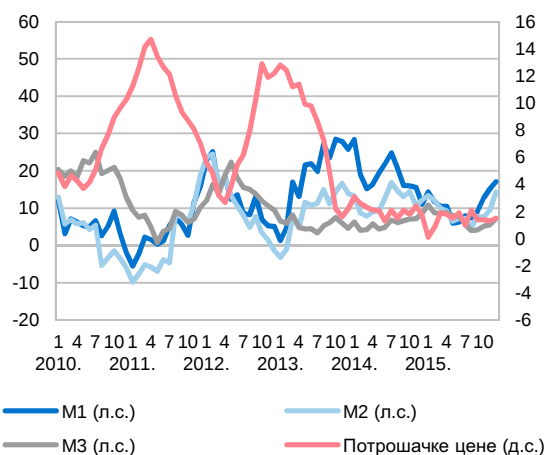
Динарска штедња становништва од априла 2015. бележи континуиран раст, чему доприносе дуг период ниске и стабилне инфлације, релативна

стабилност девизног курса, као и повољније каматне стопе и порески третман у односу на девизну штедњу. Крајем 2015. достигла је ниво од 45,4 млрд динара. Током 2015. она је повећана за 7,3 млрд динара, при чему су грађани предност давали штедни по виђењу и орочењима између једне и две године. Истовремено, девизна штедња грађана је повећана за 86,0 млн евра и крајем 2015. износила је 8,3 млрд евра.

Поред девизне штедне грађана, у 2015. повећани су и девизни депозити привреде, чему доприноси раст извоза. У исто време, средства на рачунима осталих сектора – ДФО, непрофитних организација и локалних нивоа власти су смањена.

Покривеност новчане масе М3 девизним резервама Народне банке Србије у 2015. смањена је за 1,1 п.п., на 63,1%, колико је износила у децембру.

Графикон III.4.1. Монетарни агрегати и потрошачке цене (мг. стопе, у %)



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

	Дец. 2014.	Дец. 2015.	Промене у 2015.
Нето потраживања од иностранства	1.036.784	1.086.787	50.003
Нето потраживања банака од иностранства	-145.067	-177.955	-32.888
Нето домаћа актива банкарског сектора	828.659	912.782	84.123
Нето домаћи кредити	2.048.253	2.203.653	155.400
Нето потраживања од државе	122.669	223.360	100.691
Пласмани држави	458.249	539.657	81.408
Депозити државе	-335.580	-316.297	19.283
Потраживања од невладиних сектора	1.925.584	1.980.293	54.709
Становништво	725.455	759.875	34.420
Привреда	1.140.200	1.162.049	21.849
Др. финансијске корпорације	23.588	24.770	1.182
Локални нивои власти	35.246	32.193	-3.053
Непрофитне и др. организације	1.095	1.406	311
Остала нето актива	-1.219.594	-1.290.871	-71.277
Новчана маса М3	1.865.443	1.999.569	134.126
Новчана маса М2	614.259	702.590	88.331
Новчана маса М1	430.915	504.516	73.601
Готов новац у оптицају	130.468	139.818	9.350
Трансакциони депозити	300.447	364.698	64.251
Динарски штедни и орочени депозити	183.344	198.074	14.730
Девизни депозити	1.251.184	1.296.979	45.795

Извор: НБС.

Кредити банака

Кредитна активност банака бележи благ опоравак у 2015. упркос доспећу субвенционисаних кредита одобрених 2014. године. Томе је допринело ублажавање монетарне политике и последични пад каматних стопа на динарске кредите, као и ниске каматне стопе на међународном тржишту новца. Такође, део кредитног потенцијала ослобођен је у новом циклусу смањења стопа девизне обавезне резерве.

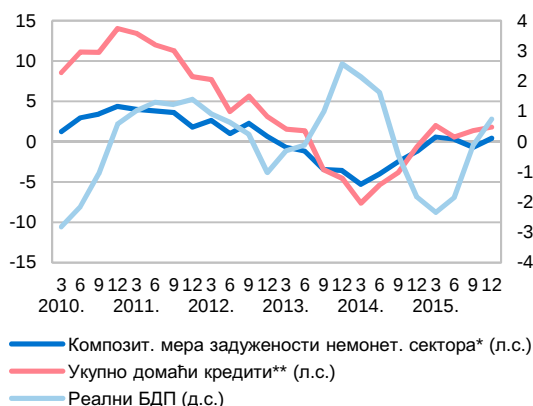
Иако је у 2015. доспело око 110 млрд динара, тј. 80,0% субвенционисаних кредита одобрених у 2014. години, укупни домаћи кредити су без ефекта девизног курса порасли за 1,8%, а њихово учешће у оцењеном БДП-у за 0,7 п.п. и у децембру је износило 48,7%.

Приликом финансирања кредитне активности банке су се ослањале на домаће изворе финансирања, пре свега на динарске и девизне депозите привреде и становништва.¹⁴ Део кредитног потенцијала ослобођен је и по основу смањења стопа девизне обавезне резерве.

Уколико се искључи ефекат промене курса, кредити привреде су током 2015. повећани за 13,7 млрд

динара, или 1,2%. При томе, захваљујући интензивнијем кредитирању током П2, кредити привредним друштвима су у 2015. повећани за 16,4 млрд динара, док је кредитирање јавних предузећа смањено за 2,7 млрд динара. При томе, банке су почетком године, сезонски уобичајено, одобравале мање нових кредита, а тада су почеле да доспевају и рате субвенционисаних кредита, што се одразило на пад потраживања банака по овом основу. Од Т2 кретања су била повољнија, што потврђују и виши износи новодобрених кредита. Банке су и даље највише одобравале кредите за обртна средства, који су у 2015. чинили око 43% новоодобрених кредита, док се на остале кредите односило око 25%. Позитиван сигнал представља знатно повећање учешћа инвестиционих кредита у новим кредитима на 29,0% (са 15,0% у 2014), указујући на то да се привреда у 2015. у већој мери ослањала на овај вид финансирања инвестиција. Раст тих кредита (за око 150% мг., на 222,8 млрд динара) највише је утицао на то да износ укупних новоодобрених кредита у 2015. (747,9 млрд динара) буде виши него у 2014. (542,5 млрд динара), када је на снази био програм субвенционисаног кредитирања. Присуство позитивних тенденција потврђује и чињеница да чак и ако се искључе кредити који су рефинансирани по

Графикон III.4.2. Кредитна активност и БДП (мг. стопе, у %)

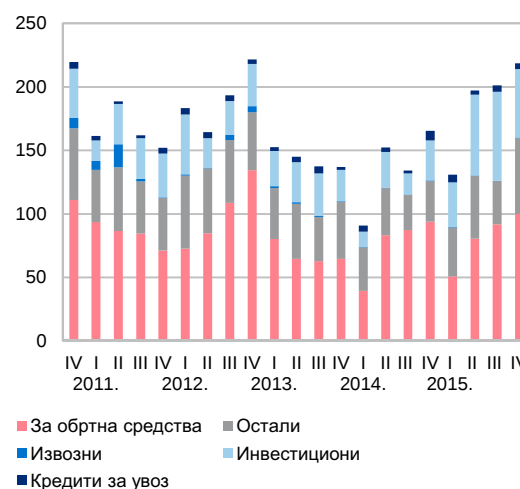


Извор: НБС и РЗС.

* Као показатељ укупног задуживања, обухвата домаће кредитирање приватног сектора, јавних предузећа и локалних нивоа власти, као и директно задуживање предузећа и становништва у иностранству.

** Искључен ефекат промене девизног курса.

Графикон III.4.3. Структура новоодобрених кредита привреде (у млрд RSD)



Извор: НБС.

¹⁴ И поред опоравка кредитне активности, раст потраживања по овом основу био је нижи у односу на раст депозитне базе, што је утицало на то да показатељ односа кредита и депозита (*LTD* коефицијент) у 2015. буде смањен за 3,6 п.п., на 107,5%.

повољнијим условима (око 25%), износ нових укупних кредита привреди у 2015. је за 4,0% виши од укупних новоодобрених кредита у 2014. Раст инвестиционих кредита допринео је и продужавању рочности кредитног портфолија – учешће укупних кредита с рочношћу дужом од две године је у односу на 2014. повећано за 6,8 п.п., на 64,3%. Током 2015. највећи раст задужења остварила су предузећа из области енергетике, трговине и пољопривреде, док је пад потраживања по основу кредита био најизраженији у сектору прерађивачке индустрије, који је био и највећи корисник субвенционисаних кредита.

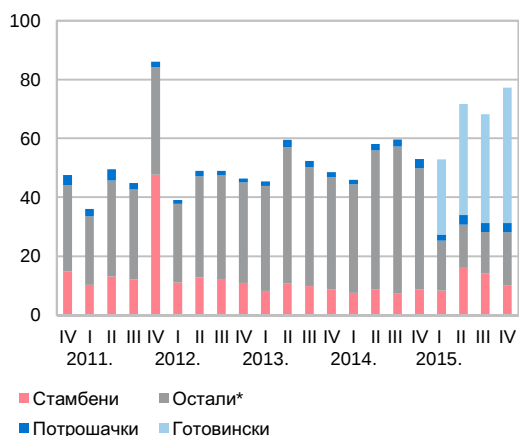
Резултати анкете Народне банке Србије о кредитној активности банака¹⁵ указују на то да су банке од Т2 започеле са ублажавањем кредитних стандарда привреди, што је настављено и током П2. Према мишљењу банака, разлог за ублажавање стандарда су нижи трошкови извора за кредите и већа конкуренција банака на кредитном тржишту, иако су ризици у погледу могућности наплате потраживања и колатерала и неповољна очекивања о будућем привредном расту, мада све мањи, били и даље присутни. Тренд снижења маржи и пратећих

трошкова настављен је и у 2015, а предузећима су нуђени и повољнији рокови отплате. У П2 ублажени су и захтеви у погледу максималног износа кредита, док су захтеви у погледу колатерала, након ублажавања у Т3, у Т4 поново пооштрени. После сезонски уобичајеног пада у Т1, тражња предузећа за кредитима бележила је раст у наредна три тромесечја, а тај раст је, према оцени банака, био вођен потребом финансирања обртних средстава и рефинансирања постојећих обавеза.

Супротно очекивањима, смањење плата у јавном сектору и пензија није се одразило на мање задуживање грађана, тако да су кредити становништву у 2015. наставили кретање према устаљеној сезонској динамици – након уобичајено ниже активности почетком године, у каснијим месецима бележили су релативно стабилан раст. Кредити становништву повећани су у 2015. за 20,4 млрд динара, или 3,1%. Грађани су највише користили готовинске кредите, који су чинили више од половине новоодобрених кредита (54%). Задуживање грађана по основу стамбених кредита и даље је релативно ниско. Коришћење потрошачких кредита благо је повећано, док је задуживање по скупљим категоријама кредита – кредитним картицама и прекорачењима по текућим рачунима било на сличном нивоу као претходне године. Од 269,9 млрд динара, колико су износили укупни новоодобрени кредити грађанима у 2015, око 19% односило се на постојеће кредите чији су услови отплате измењени. Један део тог износа односи се на измену услова отплате постојећих, пре свега стамбених кредита, након примене Одлуке о мерама за очување стабилности финансијског система у вези с кредитима индексираним у инострану валуту,¹⁶ коју је Народна банка Србије донела у фебруару 2015.

Према резултатима анкете Народне банке Србије о кредитној активности банака, раст кредита становништву резултат је континуираног ублажавања стандарда у 2015, које је било вођено истим факторима као и у случају привреде. Стандарди су ублажавани за кредите свих намена, и за динарске и за девизне. Током целе године банке су смањивале каматне марже и пратеће трошкове, а у П2 неке су

Графикон III.4.4. Структура новоодобрених кредита становништву (у млрд RSD)



Извор: НБС.

* До децембра 2014. године у категорији „Остали кредити“ подразумевали су се готовински и остали кредити заједно.

¹⁵ Поменути анкету Народна банка Србије спроводи тромесечно, од почетка 2014. године. Учешће у анкети је добровољно, а одзив је готово 100%.

¹⁶http://www.nbs.rs/export/sites/default/internet/latinica/20/zast/finansijska_stabilnost_krediti.pdf.

ублажиле и захтеве у погледу колатерала. Рокови отплате, након што су продужени у Т2, до краја године нису мењани. Према оцени банака, тражња становништва за кредитима је, након стагнације у Т1, расла у остатку године и била је пре свега вођена потребом рефинансирања постојећих обавеза, тако да су готовински кредити и кредити за рефинансирање били најтраженији.

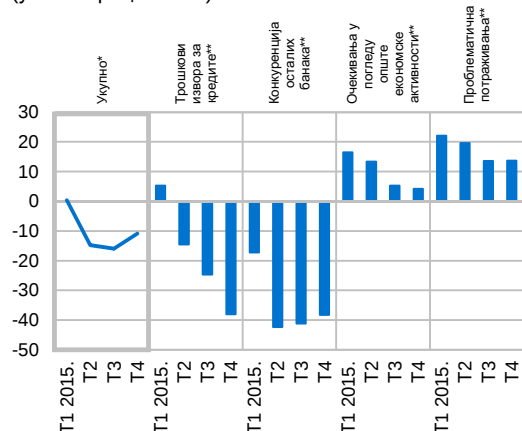
Проблематична потраживања су, уз очекивања о економској активности, главни фактор који, према одговорима банака у анкети о кредитној активности, отежава ублажавање кредитних стандарда. Крајем 2015. учешће *NPL* у укупним кредитима, рачунато по бруто принципу, било је готово непромењено у односу на крај 2014. и износило је 21,6%. У сектору привреде, где је лоциран највећи део кредитног портфолија, учешће *NPL* је смањено за 2,9 п.п., на 21,7%, чему доприноси опоравак кредитне активности, као и наплата, отпис и реструктурирање дела *NPL*. Код становништва то учешће је повећано за 0,6 п.п., на 10,9%.¹⁷ Спровођење Стратегије за

решавање питања проблематичних кредита, коју су израдиле Влада и Народна банка Србије, у сарадњи с ММФ-ом, Светском банком и Европском банком за обнову и развој, а Влада усвојила у августу 2015, требало би да омогући решавање питања *NPL* на тржишан и одржив начин.

И поред високог учешћа *NPL* у укупним кредитима, коефицијент адекватности капитала од око 21% указује на то да је домаћи банкарски сектор стабилан. Исправка вредности укупних кредита у 2015. је повећана за 7,9 п.п. и у децембру је износила 66,8% *NPL*, а регулаторна резервисања за билансну изложеност¹⁸ и даље у потпуности покривају износ бруто *NPL* и у децембру су износила 114,2%.

Високу капитализованост банкарског сектора потврдили су и резултати посебних дијагностичких испитивања биланса банака која су спроведена са стањем на дан 31. марта 2015. и која су обухватила 14 банака, чија актива чини 88,0% активе банкарског сектора.¹⁹

Графикон III.4.5. Утицај појединих фактора на промену кредитних стандарда у одобравању кредита и кредитних линија предузећима (у нето процентима)

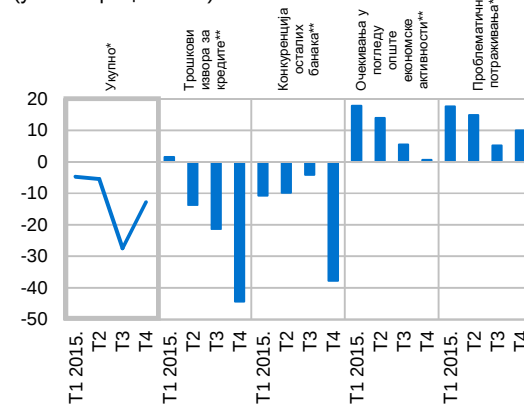


Извор: НБС.

* Позитивне вредности указују на поштравање, а негативне на ублажавање кредитних стандарда у односу на претходно тромесечје.

** Позитивне вредности указују на допринос датог фактора поштравању, а негативне ублажавању кредитних стандарда.

Графикон III.4.6. Утицај појединих фактора на промену кредитних стандарда у одобравању кредита и кредитних линија становништву (у нето процентима)



Извор: НБС.

* Позитивне вредности указују на поштравање, а негативне на ублажавање кредитних стандарда у односу на претходно тромесечје.

** Позитивне вредности указују на допринос датог фактора поштравању, а негативне ублажавању кредитних стандарда.

¹⁷ Уколико се укључе предузетници и приватна домаћинства, то учешће је повећано за 0,6 п.п., на 11,8%.

¹⁸ Регулаторна резерва није рачуноводствена категорија, што значи да не пролази кроз биланс успеха, већ само служи за обрачун капитала банака. Ради се на групној основи по класама активе за које су дефинисани износи резервисања (0%, 2%, 15%, 30% и 100% потраживања класификованих у категорије А, Б, В, Г и Д, респективно).

¹⁹ Извештај о посебним дијагностичким испитивањима банака налази се на адреси http://www.nbs.rs/export/sites/default/internet/latinica/55/55_0/2015_aqr_PDI.pdf.

5. Показатељи степена динаризации

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

Препознајући потребу да се већом употребом динара у финансијском систему подигне ниво финансијске стабилности земље, умањи ризик од промене девизног курса у најрањивијим секторима привреде, ојача ефикасност монетарне политике и тиме помогне стварању предуслова за одржив привредни развој, Народна банка Србије и Влада су у априлу 2012. године потписале Меморандум о стратегији динаризации финансијског система Србије.

Током 2015. године Народна банка Србије је путем политике обавезне резерве наставила да стимулише банке да користе динарске изворе финансирања. Наиме, и поред смањења стопе девизне обавезне резерве, стопе обавезне резерве на динарске изворе и

даље су ниже у односу на девизне, а Народна банка Србије не плаћа банкама камату на издвојену девизну обавезну резерву, за разлику од динарске.

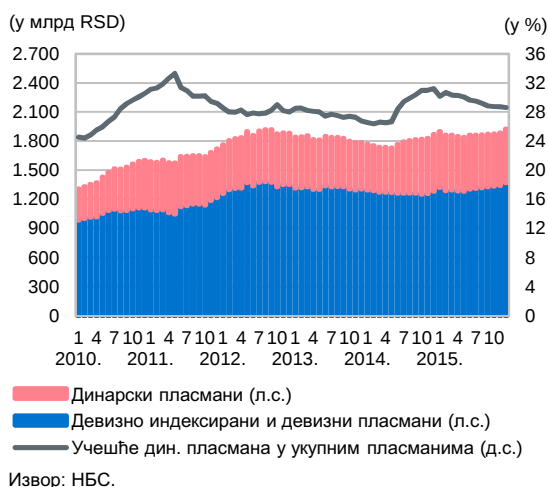
Народна банка Србије је наставила рад на даљем развоју основних инструмената заштите од девизног ризика. Током 2015. редовно су организоване двонедељне и тромесечне своп аукције девиза. На тај начин подстиче се међубанкарска своп трговина и развој инструмената за управљање ликвидношћу и заштитом од девизног ризика.

Са становишта динаризации, од значаја је укључивање дугорочних државних ХоВ у трговање на Београдској берзи у новембру 2015. године. На тај начин проширује се база инвеститора у државне ХоВ, што доприноси ликвидности секундарног тржишта државних ХоВ, али и развоју осталих финансијских инструмената на тржишту капитала. Од 12. новембра 2015, када су ове ХоВ укључене на листинг Београдске берзе, до краја године укупан промет динарских државних ХоВ на овом тржишту износио је 350,6 млн динара, а девизних 10,4 млн евра.

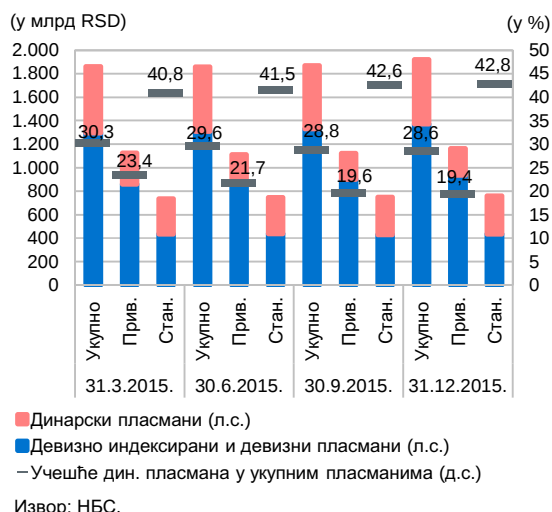
Степен динаризации, мерен учешћем динарских пласмана у укупним пласманима банака привреди и становништву, бележио је дивергентна кретања током 2015.

Степен динаризации пласмана привреди је у 2015. смањен због смањења динарских пласмана привреди

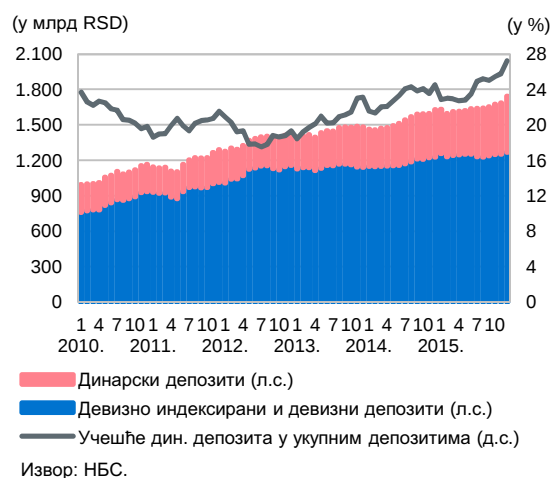
Графикон III.5.1. Учешће динарских пласмана у укупним пласманима банака привреди и становништву



Графикон III.5.2. Секторска структура пласмана банака



Графикон III.5.3. Учешће динарских депозита у укупним депозитима привреде и становништва



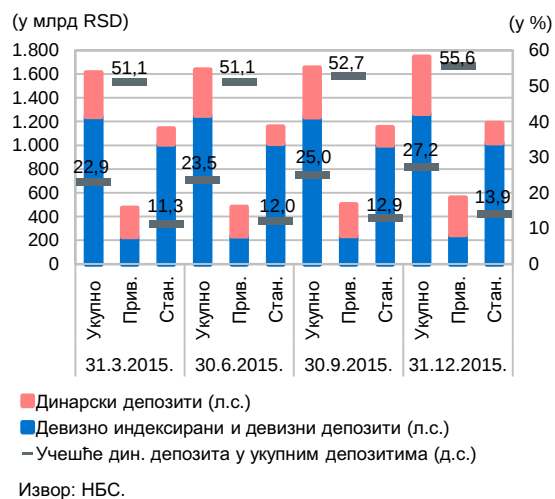
(за 31,6 млрд динара) и раста валутно индексираних и девизних пласмана (за 88,5 млрд динара). То је углавном последица доспећа динарских субвенционисаних кредита одобрених током 2014. године, који су добрим делом замењени кредитима с валутном клаузулом, због чега је учешће динарских пласмана у укупним пласманима привреди током 2015. смањено за 5,6 п.п., на 19,4% крајем године.

За разлику од пласмана привреди, динарски пласмани становништву су наставили да бележе раст. Током 2015. они су повећани за 28,3 млрд динара, и то у највећој мери по основу раста готовинских кредита. Девизни и валутно индексирани пласмани становништву остварили су мањи раст (6,4 млрд динара), па је степен динаризације пласмана становништву током 2015. повећан за 1,8 п.п. и крајем године је износио 42,8%.

Ако се посматра степен динаризације депозита, мерен учешћем динарских депозита у укупним депозитима привреде и становништва код банака, овај показатељ је на крају 2015. износио 27,2% и повећан је у односу на крај претходне године за 2,7 п.п.

Притом, благо су порасла учешћа динарских депозита и становништва и предузећа у укупним депозитима – крајем 2015. године износила су 13,9% и 55,6%, респективно (са 11,5% и 53,6% у 2014, респективно). Иако је учешће динарских депозита

Графикон III.5.4. Секторска структура депозита банака



становништва и даље релативно ниско, наставља се тренд његовог повећања, пре свега због раста динарске штедње становништва, која је на крају 2015. износила 45,4 млрд динара, или за 7,3 млрд динара више него крајем 2014.

Повећан је и степен динаризације мерен учешћем динарског дуга у укупном јавном дугу – у децембру је износио 22,2%, или за 0,8 п.п. више него крајем 2014.

6. Инфлациона очекивања

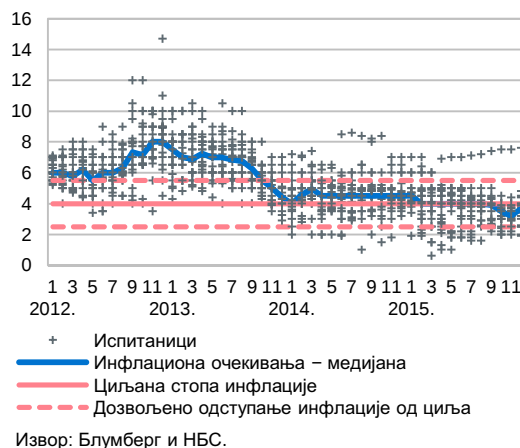
Захваљујући дужем периоду ниске инфлације и ниским очекиваним инфлаторним притисцима, финансијски сектор и привреда очекују најнижу инфлацију од када се спроводе анкете како за годину, тако и за две године унапред. **Постигнута усидреност инфлационих очекивања потврђује поверење тржишних учесника у мере које предузима Народна банка Србије.**

Инфлациона очекивања финансијског сектора и привреде, која су се и током 2014. године кретала у границама циља, додатно су снижена у 2015. Према анкетама агенције **Блумберг**, финансијски сектор је највећи део године очекивао да ће **инфлација за годину дана унапред** бити на нивоу централне вредности циља за инфлацију од 4,0%. Последњих месеци 2015. финансијски сектор је додатно смањио

своја очекивања и она су се кретала од 3,9% до 3,2%. Према анкетама агенције **Нинамедија**,²⁰ инфлациона очекивања финансијског сектора су била нешто нижа и кретала су се у распону од 4,0% до 2,5%. Када је у питању привреда, инфлациона очекивања су се константно смањивала, са 5,0% почетком године на 2,0% у октобру и новембру, да би се у децембру повећала на 2,5%.

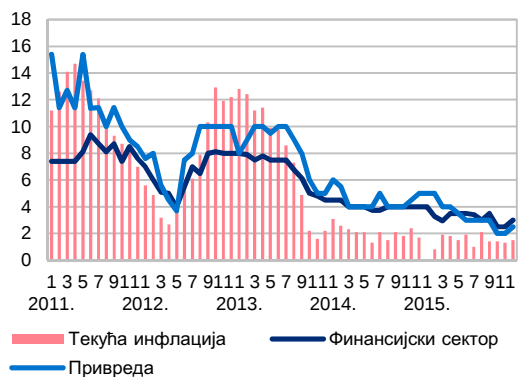
Иако су уобичајено виша, инфлациона очекивања становништва стабилizована су у границама циља на око 5%. Она су само у јулу и августу била привремено повећана (на 8,0% и 7,0%, респективно), у највећој мери због поскупљења електричне енергије. Када је реч о квалитативно исказаним инфлационим очекивањима, и перципирана и очекивана инфлација становништва наставиле су пад започет средином 2014. и до средине 2015. биле су ниже за готово 30 индексних поена. Након тога, обе су биле релативно стабилне. Имајући у виду чињеницу да је остварена инфлација већ дуже време ниска, перципирана инфлација становништва је, упркос знатном паду, и даље прецењена. Ипак, перципирана инфлација је виша од очекиване, што сигнализира да један део становништва који има осећај да су цене повећане у претходних 12 месеци не очекује да ће се то наставити, већ да ће оне бити стабилizоване или да ће

Графикон III.6.2. Циљана инфлација и инфлациона очекивања 12 месеци унапред – финансијски сектор (мг. стопе, у %)



пасти у наредних 12 месеци. Током 2015. повољно је било и кретање средњорочних инфлационих очекивања у случају свих сектора. Финансијски сектор је углавном очекивао да ће **инфлација за две године** унапред бити на централној вредности циља за инфлацију, а у појединим месецима је смањивао своја очекивања до 3,5%. Слично је са средњорочним

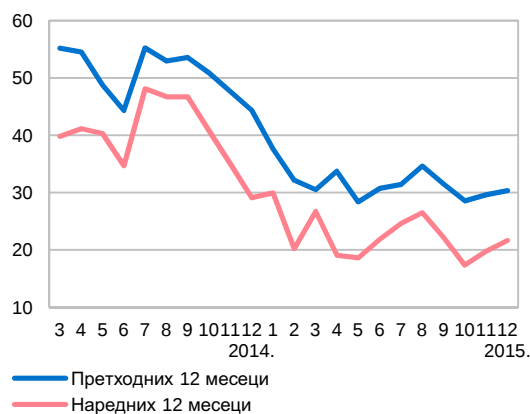
Графикон III.6.1. Текућа инфлација и инфлациона очекивања 12 месеци унапред* (мг. стопе, у %)



Извор: Галуп, Ипсос, Нинамедија и НБС.

* Агенција Нинамедија од децембра 2014, а агенције Ипсос и Галуп у претходном периоду. Анкета није спроведена у новембру 2014.

Графикон III.6.3. Перципирана и очекивана инфлација становништва (у индексним поенима)



Извор: Ипсос/Нинамедија и НБС (Нинамедија од децембра 2014).

²⁰ Нинамедија клипинг д.о.о. Нови Сад од децембра 2014. спроводи анкету о очекивањима економских субјеката, у складу с досадашњом методологијом.

инфлационим очекивањима привреде, с тим да су она крајем године у већој мери смањена на доњу границу дозвољеног одступања од циља (2,5%). Средњорочна инфлациона очекивања становништва била су виша, али стабилна од фебруара 2015. на нивоу од 5,0%.

Дисперзија одговора испитаника финансијског сектора, која је најнижа од свих сектора, била је релативно стабилна током 2015. и у анкетама Блумберга и у анкетама Нинамедије. Истовремено, дисперзија одговора испитаника привреде наставила је да се смањује током године захваљујући све извеснијем одсуству већих инфлаторних притисака. Дисперзија одговора становништва смањивала се у П1, а затим је била релативно стабилна.

7. Фискална политика

Крајем 2014. године започет је трогодишњи програм фискалне консолидације како би се зауставио раст јавног дуга и обезбедила одрживост јавних финансија. Као главна мера на расходној страни буџета одређени су смањење плата у јавном сектору и пензија и рационализација јавног сектора, док је на приходној страни буџета приоритет дат борби против сиве економије и пореске евазије. Додатно, програм је подржан закључењем трогодишњег стендбај

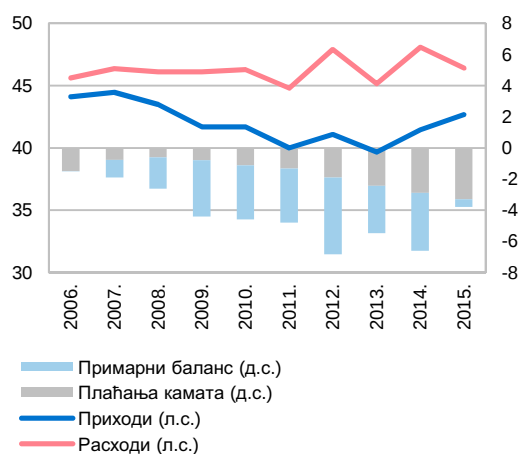
аранжмана из предострожности с ММФ-ом у фебруару 2015.

У првој години спровођења фискалне консолидације знатно је смањен консолидовани буџетски дефицит, а сви квантитативни критеријуми извршења програма с ММФ-ом били су испуњени, при чему су фискални показатељи били знатно повољнији него што је било предвиђено.

Консолидовани буџетски дефицит је у 2015. износио 148,6 млрд динара, или 3,8% оцењеног БДП-а, што је за 2,8 п.п. мање него у 2014. Притом, знатан део дефицита (преко 85%) чинили су трошкови камата, тако да је примарни дефицит износио свега 0,5% БДП-а. Посматрано по нивоима државе, консолидовани дефицит био је последица дефицита централног нивоa власти,²¹ пре свега дефицита Републике Србије (3,2% БДП-а).

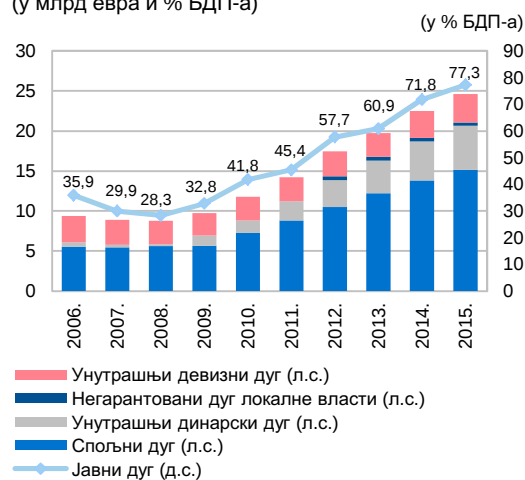
Консолидовани приходи у 2015. износили су 1.694,8 млрд динара и у односу на 2014. годину реално су били већи за 3,0%. Највећи утицај на раст прихода државе имали су непорески приходи, а у оквиру пореских прихода – акцизе и ПДВ. Висока реална стопа раста непореских прихода (27,7%) била је првенствено резултат уплата добити и дивиденди

Графикон III.7.1. Буџетски приходи, расходи и резултат (у % БДП-а)



Извор: Министарство финансија и НБС.

Графикон III.7.2. Јавни дуг опште државе* (у млрд евра и % БДП-а)



Извор: Министарство финансија.

* Негарантовани дуг локалних власти обухваћен је од 2012.

²¹ Централни ниво државе укључује: буџет Републике Србије, ПИО фонд, Републички фонд здравственог осигурања, Националну службу за запошљавање, Фонд СОВО и ЈП „Путеви Србије“ и „Коридори Србије“, а локални ниво државе општине и градове и АП Војводину.

предузећа у власништву државе у буџет, као и уплата по основу умањења зарада у јавним предузећима и локалним самоуправама, које се такође приказује на овој ставци. Приходи од акциза забележили су реални раст од 9,3%, захваљујући пре свега бољој наплати акциза на дуван и нафтне деривате, на шта су утицале строже контроле произвођача и продаваца дуванских производа, као и проширење обухвата нафтних деривата који се маркирају. Иако у мањој мери, расту прихода од акциза допринела је и у августу уведена акциза на електричну енергију. На раст прихода државе у 2015. утицао је и пораст прихода од ПДВ-а на увозну робу, који је делом био неутрализован падом прихода од ПДВ-а на домаће производе.

На повећање прихода државе деловале су и царине (реални раст од 5,8%), док је највише смањен порез на добит (15,1%). Реални пад су забележили и доприноси (2,2%) и порез на доходак грађана (1,3%).

Консолидовани расходи у 2015. износили су 1.843,4 млрд динара и у односу на претходну годину реално су били нижи за 3,3%. Највећи утицај на смањење расхода државе имало је смањење плата у сектору опште државе и пензија. Притом, у односу на 2014, издвајања из буџета за плате реално су била мања за 9,8%, а за пензије за 4,9%. У истом смеру деловале су и буџетске позајмице, које су исказале пад од преко 95%.

Реално повећање у односу на 2014. забележено је код капиталних расхода, издатака за социјалну помоћ, субвенција и отплата камата. Капитални расходи реално су повећани за 16,7% и по том основу знатније су повећана улагања у саобраћајну инфраструктуру. На повећање расхода за субвенције (13,0%) и социјалну заштиту (16,3%) утицале су у великој мери једнократне обавезе крајем године, настале по основу доцње у исплати субвенција пољопривредним произвођачима, преузимања отплате дуга Србијагаса према НИС-у и исплате дуга војним пензионерима. Због тога су поменути расходи били знатно већи у односу на првобитно планиране. С друге стране, расходи за отплату камата, иако високи (и реално већи за 11,1% у односу на 2014), били су мањи од планираних, а разлог за то су побољшани услови задуживања државе.

Буџетски дефицит држава је највећим делом финансирала задуживањем путем продаје ХоВ на

домаћем тржишту. У току 2015. дуг државе по основу динарских ХоВ повећан је за 88,0 млрд динара (на 638,6 млрд динара), а дуг по основу ХоВ деноминираних у еврима за 429,8 млн евра (на 2,2 млрд евра).

Дуг опште државе²² порастао је у 2015. за 2,0 млрд евра и на крају године је износио 25,2 млрд евра.²³ На крају 2015. 77,8% јавног дуга било је деноминирано у иностраној валути (око трећине дуга у доларима и око 40% у еврима). Од тога, депрецијација евра према долару од око 10% у току 2015. допринела је расту јавног дуга са око 900 млн евра. Истовремено, учешће тог дуга у БДП-у повећано је за 5,5 п.п., на 77,3%, чиме је настављен његов раст изнад законом прописане границе од 45%. Ипак, наставак доследног спровођења фискалне консолидације требало би да резултира стабилизацијом нивоа јавног дуга до 2017, а затим и његовим падом.

8. Агрегатна тражња

Оцењени раст БДП-а од 0,74% у 2015, посматрано с расходне стране, пре свега је био вођен фиксним инвестицијама. Позитиван допринос у мањој мери је дао и нето извоз, с обзиром на то да је извоз брже растао од увоза. Допринос финалне потрошње кретању БДП-а у 2015. био је негативан, али у мањој мери него што је то случај у претходној години.

Посматрано по тромесечјима, БДП је у Т1 забележио м.г. пад (1,8%) услед негативног доприноса потрошње и нето извоза, који је надмашио позитиван допринос инвестиција. Ипак, у наредна два тромесечја извоз је знатно брже растао од увоза и позитивно допринео кретању БДП-а. Током године негативан допринос финалне потрошње БДП-у постепено се смањивао, да би у Т4 био неутралан.

Домаћа тражња

Наставак успешног спровођења мера фискалне консолидације утицао је на кретање **потрошње домаћинстава** и у 2015. Пад ове компоненте износио је 0,6%, уз негативан допринос БДП-у од 0,4 п.п. Ипак, током године краткорочни негативни ефекти постепено су слабили. На то указује кретање промета у трговини на мало, који је, након пада у Т1, у остатку

²² Дуг опште државе обухвата дуг централног нивоа власти и негарантовани дуг локалног нивоа власти.

²³ Дуг централног нивоа власти на крају 2015. износио је 24,8 млрд евра, или 75,9% БДП-а.

Графикон III.8.1. Доприноси годишњој стопи раста БДП-а – расходна страна (у п.п.)



године бележио дсз. тромесечне стопе раста, као и увоз потрошних добара, који је растао у П2. Сличну динамику кретања имали су и главни извори потрошње – маса зарада и трансфери социјалног осигурања, који су почев од Т2 бележили дсз. раст на тромесечном нивоу.

Највећи позитиван допринос БДП-у у 2015. дале су приватне инвестиције (1,1 п.п.), које су забележиле раст од 6,9%. То је омогућено постизањем макроекономске стабилности, знатнијим унапређењем пословног и инвестиционог амбијента након доношења системских закона из области рада и грађевинарства, као и смањењем трошкова пословања по основу повољнијих услова задуживања и нижих цена енергената. Раст инвестиција потврђен је и кретањем показатеља из области грађевинарства, високим растом увоза опреме и домаћом производњом машина и опреме. Раст инвестиционе активности био је финансиран приливом СДИ, које су порасле за око 46% на годишњем нивоу и достигле износ од 1,8 млрд евра. Поред тога, годишњи раст од чак 150,0% забележен је у случају нових инвестиционих кредита.

Мере фискалне консолидације највише су се одразиле на кретање **финалне потрошње државе**, која је смањена 1,2%, уз негативан допринос БДП-у од 0,2 п.п. Смањење плата у јавном сектору од 10,0%

Табела III.8.1. Показатељи инвестиција у 2015. (мг. стопе раста, у %)

Сектор грађевинарства (национални рачуни)	11,1
Број издатих грађевинских дозвола	26,3
Производња грађевинског материјала	3,0
Вредност изведених радова (територија Србије)	18,3
од чега: - зграде	12,4
- остало (инфраструктура)	20,4
Инвестиције у фиксне фондове (национални рачуни)	8,3
Увоз опреме	11,7
Производња домаћих машина и опреме	19,1
Поправка и монтажа машина и опреме	6,6

Извор: РЗС и прерачун НБС.

у новембру 2014. утицало је на смањење расхода за зараде, чији је реални пад износио 9,8% у 2015. Такође, мере штедне утицале су и на другу компоненту финалне потрошње државе, тако да су издаци за куповину робе и услуга смањени за 1,1%.

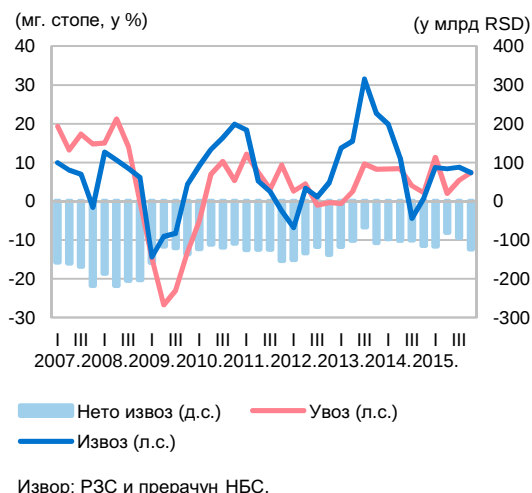
Попут приватних, и **инвестиције државе** су у 2015. забележиле реални раст (17,0%) и позитивно допринеле кретању БДП-а са 0,4 п.п. Снажан раст ове компоненте нарочито је био присутан од П2, што се повезује са убрзањем реализације бројних инфраструктурних пројеката. На то указује и динамика кретања консолидованих капиталних расхода државе, који су у П2 повећани за око 30% у односу на П1.

Нето екстерна тражња

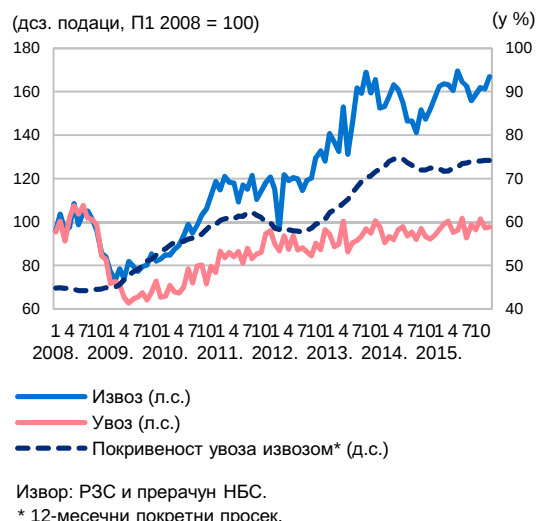
Опоравак екстерне тражње услед убрзања раста у зони евра позитивно се одразио на домаћи извоз робе и услуга, који је у 2015. убрзао реални раст на 7,8% (5,7% у 2014). С друге стране, раст реалног увоза робе и услуга (5,5%) био је на сличном нивоу као у 2014, с обзиром на то да је нижи увоз енергената компензован повећаним увозом опреме. Таква кретања утицала су на позитиван допринос нето извоза БДП-у од 0,3 п.п. у 2015.

На позитиван подстицај екстерне тражње домаћем извозу у 2015. упућивао је раст показатеља екстерне тражње за извозом Србије,²⁴ који је на годишњем нивоу порастао за 2,2%. Томе је допринео постепен опоравак економског поверења у зони евра и убрзање њеног привредног раста.

²⁴ Водећи показатељ екстерне тражње за извозом Србије конструисан је на основу кретања водећег показатеља економске климе Европске комисије (ESI). Обухвата 20 земаља наших најзначајнијих спољнотрговинских партнера, где су пондери њихова учешћа у извозу Србије.

Графикон III.8.2. Извоз и увоз робе и услуга
(у сталним ценама претходне године, реф. 2010)

Графикон III.8.3. Робна размена у еврима



Раст робног извоза израженог у еврима у 2015. је износио 7,9% мг. и остварен је у готово свим областима прерађивачке индустрије (20 од 23 гране).²⁵ У највећој мери је резултат повећаног извоза пољопривредних и прехранбених производа и производа металског комплекса (основни метали, производи од метала и машине и опрема). Поред тога, релативно значајан раст забележен је и у извозу производа од гуме и пластике, дуванских производа и фармацеутских производа и препарата. С друге стране, извоз моторних возила и деривата нафте, који су у 2013. и 2014. били главни покретачи извоза, у 2015. су забележили пад.

Робни увоз изражен у еврима порастао је у 2015. за 5,8% мг., што је у највећој мери последица раста увоза опреме услед повећане инвестиционе активности. Највећи пад увоза забележен је у групи енергија због нижих цена енергената (нафте и природног гаса) на светском тржишту.

Бржи раст робног извоза од увоза утицао је на побољшање показатеља робне размене, будући да је покривеност робног увоза извозом у децембру 2015. достигла 74,2% и била је за 1,8 п.п. виша у односу на исти период претходне године.

9. Економска активност

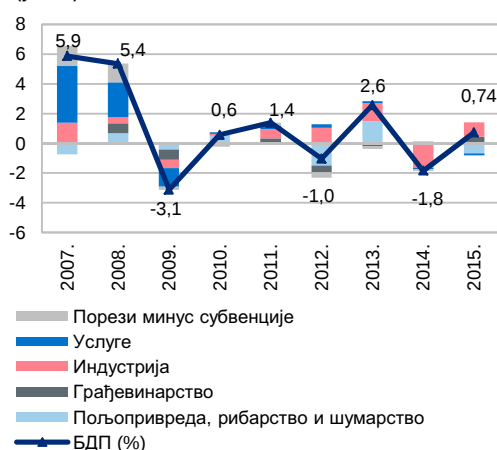
Кретање економске активности у 2015. години обележио је опоравак индустријске производње и снажан раст грађевинарства. Та два сектора привреде били су главни покретачи раста БДП-а, који је на нивоу године износио 0,74%. С друге стране, пад је забележила пољопривредна производња, као и део услужних сектора.

Посматрано на нивоу тромесечја, БДП је смањен једино у Т1 (1,8% мг.) и последица је деловања базног ефекта, као и чињенице да се рударско-енергетски комплекс још није био у потпуности опоравио од поплава. С његовим опоравком, до којег је дошло у Т2, БДП је забележио раст (1,1% мг.), који је настављен и у остатку године (2,3% мг. у Т3 и 1,2% мг. у Т4).

Захваљујући опоравку екстерне тражње и ревитализацији рударско-енергетског комплекса након поплава из маја 2014, индустријска производња је у 2015. остварила раст бруто додате вредности од 4,7%. При томе, највећи раст забележен је у сектору снабдевања електричном енергијом, гасом и паром (15,7%) захваљујући модернизацији производних капацитета током отклањања штета од поплава.

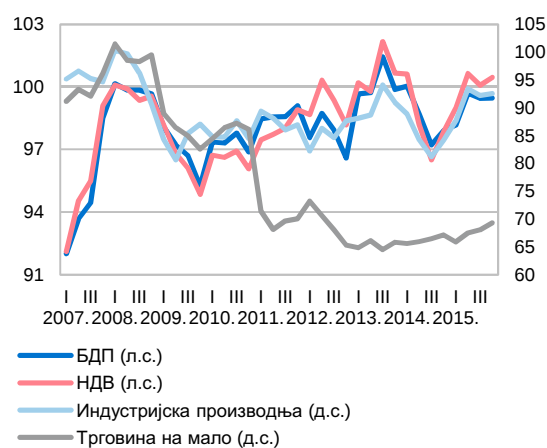
²⁵ Према класификацији, прерађивачка индустрија обухвата 24 области, али поправка и монтажа опреме није укључена у робни извоз.

Графикон III.9.1. Доприноси годишњој стопи раста БДП-а – производна страна (у п.п.)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

Графикон III.9.2. Кретање показатеља економске активности (дсз. подаци, П1 2008 = 100)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

Нешто мањи раст регистрован је у сектору рударства (10,0%) и у највећој мери је резултат опоравка у производњи угља, док су експлоатација сирове нафте и руда метала смањене због пада њихових цена на светском тржишту.

Раст бруто додате вредности забележен је и у прерађивачкој индустрији (3,0%). Томе је, поред убрзања раста у зони евра, које је подстакло екстерну тражњу, допринео и пад цена енергената и осталих примарних производа на светском тржишту, који је, уз ниже трошкове задуживања, утицао на смањење трошкова пословања. Раст физичког обима производње овог сектора износио је 5,3%, при чему је раст остварен у 18 од 24 области. Позитивна кретања на светском тржишту челика започета од П2 2014. утицала су на поновно покретање производње у Железари Смедерево, што се одразило на раст производње основних метала од 20,6%, а опоравак производње забележен је и у остатку металског комплекса (производњи производа од метала и машина и опреме). Поред тога, опоравак производње забележен је и у хемијској индустрији, којој је погодовао пад цене природног гаса, као и у другим гранама с високим извозним потенцијалом – производњи гуме и пластике, фармацеутској и дуванској индустрији. С друге стране, пад је забележен у производњи моторних возила, осталих саобраћајних средстава и производњи рачунара.

Табела III.9.1. Економска активност у 2015.

	Стопе раста (у %)	Доприноси расту БДП-а (п.п.)
БДП	0,74	0,74
Пољопривреда, шумарство и рибарство	-7,5	-0,7
Индустрија	4,7	0,9
Грађевинарство	11,1	0,5
Трговина на велико и мало и поправка моторних возила; саобраћај и складиштење и услуге смештаја и исхране	0,7	0,1
Информисање и комуникације	-0,4	0,0
Финансијске делатности и делатност осигурања	2,2	0,1
Пословање некретнинама	-0,6	-0,1
Стручне, научне, иновационе и техничке делатности и административне и помоћне услужне делатности	-0,3	0,0
Државна управа и обавезно социјално осигурање; образовање и здравствена и социјална заштита	-1,3	-0,2
Уметност, забава и рекреација; остале услужне делатности и делатност домаћинства као послодавца	-1,4	0,0
Бруто додата вредност (БДВ)	0,9	0,8
Нето порези	-0,2	0,0

Извор: РЗС и прерачун НБС.

Позитиван допринос расту БДП-а у 2015, поред индустрије, дало је и **грађевинарство**, чија је бруто додата вредност порасла 11,1%. Томе је погодновало унапређење законских прописа, захваљујући чему се убрзало издавање грађевинских дозвола и олакшало стицање права својине над грађевинским земљиштем, што су у ранијем периоду били главни недостаци који су кочили снажнији раст овог сектора. На раст грађевинарства указују и сви показатељи из ове области. Тако је вредност изведених радова у 2015. реално порасла за 18,3%, број радника на градилиштима повећан је за 2,3%, а ефективни часови рада за 2,9%. Поред тога, снажан раст забележен је и у случају издатих грађевинских дозвола (26,3%), док је производња грађевинског материјала порасла за 3,0%.

Талас топлот времена током јула неповољно је утицао на приносе кукуруза и индустријског биља, што је довело до пада бруто додате вредности **пољопривредне производње** од 7,5%. Производња кукуруза била је нижа за око 30% у односу на 2014, а производња индустријског биља за око 20%. Позитивна кретања остварена су у виноградарству, које је забележило раст од близу 40%, воћарству и повртарству, као и у производњи пшенице, на коју се суша није у већој мери одразила. На основу кретања показатеља процењује се да је благ раст забележен и у сточарској производњи због ниске цене сточне хране на светском тржишту.

Активност у услужним секторима је у 2015. практично стагнирала (пад бруто додате вредности од 0,2%). Благ раст активности регистрован је у секторима трговине, саобраћаја и складиштења и услугама смештаја и исхране, на шта указује кретање главних показатеља. Промет у трговини на мало је реално порастао за 2,2%, док су индекси физичког обима у путничком и теретном саобраћају били виши за 6,7% и 7,1%, респективно. Повећан је и индекс промета у угоститељству (1,9%), као и број долазака (11,2%) и ноћења (9,3%) туриста, а раст активности забележен је и у сектору финансијских делатности. У осталим секторима услуга исказан је пад активности, који је био најизраженији код државне управе и администрације, образовања, здравствене и социјалне заштите.

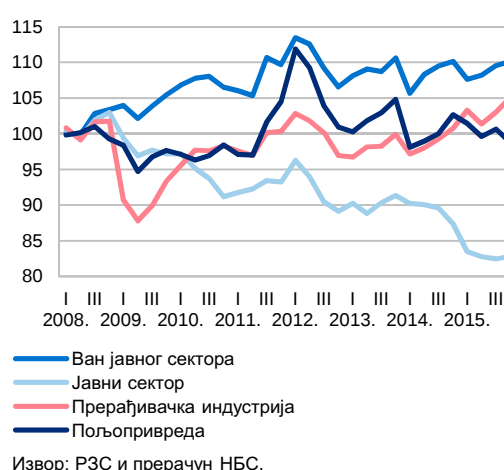
10. Зараде и запосленост

Реална нето зарада је и у 2015, трећу годину заредом, опала (2,1%). На пад реалне зараде у великој мери су утицале мере фискалне консолидације, тј. смањење зарада запослених у јавном сектору за 10,0% од новембра 2014. То потврђује и чињеница да је нижа реална зарада резултат њеног смањења у јавном сектору (7,2%), док је реална нето зарада ван јавног сектора чак и благо повећана (0,4%) захваљујући опоравку економске активности. Таква кретања допринела су даљем смањењу јаза зарада у јавном

Графикон III.9.3. Доприноси м.г. расту физичког обима индустријске производње (у п.п.)



Графикон III.10.1. Кретање реалне нето зараде (дсз. подаци, П1 2008 = 100)



сектору и ван њега за 0,8 п.п. у 2015. и он је у децембру износио 5,3%. Просечна исплаћена месечна номинална нето зарада у 2015. износила је 44.432 динара и била је готово непромењена у односу на 2014.

Посматрано по делатностима, релативно висок раст реалне нето зараде присутан је у грађевинарству, прерађивачкој индустрији, информисању и комуникацијама и услугама смештаја и исхране, тј. у областима у којима доминира приватни сектор, и може се повезати са опоравком економске активности у поменутих секторима. Нешто блажи раст реалне зараде забележен је у трговини, рударству и финансијском сектору. С друге стране, смањење плата у јавном сектору одразило се на пад реалне зараде у областима привреде у којима доминантно учешће заузима држава. Тако је реална зарада највише смањена у секторима државне управе и администрације, образовању, здравственој и социјалној заштити, уметности, забави и рекреацији и у снабдевању електричном енергијом, гасом и паром.

Током 2015. побољшана је трошкова конкурентност, мерено јединичним трошковима рада, који су на нивоу укупне индустрије смањени 2,6% у односу на 2014. То је у великој мери резултат опоравка индустријске производње од последица поплава из 2014, с обзиром на то да је раст продуктивности од 6,6% надмашио раст бруто

реалне зараде (4,0%). Раст продуктивности забележен је и у прерађивачкој индустрији (2,8%), али је у овом сектору остварен и знатан раст бруто реалне зараде (6,8%), тако да су јединични трошкови рада у овом сектору повећани.

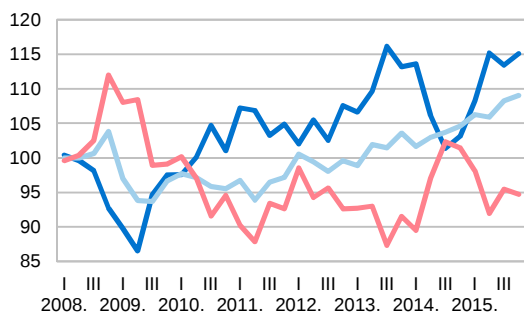
Опоравак економске активности побољшао је и ситуацију на тржишту рада у 2015. Према подацима Анкете о радној снази, просечна стопа запослености је повећана за 0,5 п.п., на 42,5%, уз истовремено повећање стопе партиципације²⁶ (за 0,3 п.п., на 63,6%)

Табела III.10.1. Кретања формалне запослености и незапослености
(тримесечне стопе раста, стање крајем периода)

	2015.			
	T1	T2	T3	T4
Укупан број формално запослених	0,1	0,4	0,9	-1,0
Запослени код правних лица	0,1	0,2	0,8	-1,2
Приватни предузетници и Индивидуални пољопривредници	0,0	2,0	2,0	0,6
Незапослена лица	-0,8	-1,0	-1,2	-1,0
Први пут траже запослење	3,3	-2,7	-1,3	-1,6
Били у радном односу	1,2	-2,7	-1,1	-1,7
	4,4	-2,7	-1,5	-1,6

Извор: РЗС и Национална служба за запошљавање.

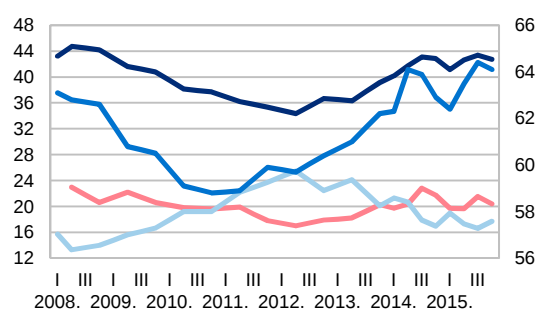
Графикон III.10.2. Кретање продуктивности, бруто реалних зарада и јединичних трошкова рада у индустрији
(дсз. подаци, П1 2008 = 100)



— Продуктивност
— Бруто реалне зараде
— Јединични трошкови рада

Извор: РЗС и прерачун НБС.

Графикон III.10.3. Показатељи тржишта рада према Анкети о радној снази
(у %)



— Стопа запослености (п.с.)
— Стопа неформалне запослености (п.с.)
— Стопа незапослености (п.с.)
— Стопа партиципације (д.с.)

Извор: РЗС.

²⁶ Мерена као учешће активних (запослених и незапослених) у укупном броју радно способних лица (15–64 године).

и смањење неформалне запослености. Повећање запослености регистровано је у секторима који су водили привредни раст – индустрији и грађевинарству и у мањој мери у услужним секторима. С друге стране, запосленост у пољопривреди је смањена услед лошије пољопривредне сезоне. Повећан је и број лица која раде пуно радно време, док је број запослених с непуним радним временом смањен. Посматрано према врсти уговора, повећање запослености забележено је у случају рада на одређено време, на шта су утицале измене радног законодавства, којима је продужено максимално трајање ове врсте уговора с једне на две године. Те измене су, уз јачање инспекцијског надзора, подстицајно деловале и на сузбијање сиве економије на тржишту рада, на шта, поред пада неформалне запослености, указује и смањен број запослених у оквиру нерегистроване приватне својине.

Поред раста запослености, у 2015. је смањена и просечна стопа незапослености за 1,5 п.п., на 17,7%. При томе, незапосленост међу младом популацијом (15–24 године) нижа је у просеку за 3,4 п.п., на 43,2%, а побољшана је и ситуација у погледу дугорочне

незапослености,²⁷ чији је удео у укупном броју незапослених у просеку био нижи за 2,6 п.п.

Побољшање ситуације на тржишту рада потврђују и подаци из других извора. Према подацима Централног регистра обавезног социјалног осигурања, број формално запослених у децембру 2015. повећан је 0,4% м.г. Раст је забележен код приватних предузетника и запослених код њих, док је број индивидуалних пољопривредника смањен. Запосленост код правних лица, која обухвата највећи број запослених, остала је скоро непромењена.

Смањење незапослености потврђују и подаци Националне службе за запошљавање, према којима је број незапослених у децембру 2015. био нижи за 17.810 лица у односу на годину дана раније. Нижа незапосленост забележена је готово у свим групама занимања, изузев појединих које су повезане с јавним сектором (здравство и социјална заштита, култура, уметност и јавно информисање). Смањење незапослености одразило се и на мањи број лица која примају накнаду за незапосленост. У децембру је 45.162 лица примало ту надокнаду, што је за 10.573 лица мање него пре годину дана.

²⁵ Незапослени који траже посао дужи од годину дана.

Додатак 1. Писмо Народне банке Србије Влади Републике Србије због одступања инфлације од утврђеног циља**НАРОДНА БАНКА СРБИЈЕ****ГУВЕРНЕР**

КГ бр. - 943/1 /15

Београд, 19. март 2015.

ВЛАДИ РЕПУБЛИКЕ СРБИЈЕ**Г. Александру Вучићу, председнику Владе**

У складу са Споразумом о циљању (таргетирању) инфлације (тачка 6. став 4), закљученим између Владе РС и Народне банке Србије, обавештавам Вас да је међугодишњи раст потрошачких цена у фебруару износио 0,8%, што је шести узастопни месец у коме се инфлација нашла испод доње границе дозвољеног одступања од циља ($4,0 \pm 1,5\%$) након што смо Вам упутили писмо о разлозима одступања инфлације од циља у септембру 2014. године. Тим поводом желимо да укажемо на разлоге због којих је дошло до овог одступања, на мере које би требало предузети да се инфлација врати и у средњем року одржи у оквирима дозвољеног одступања од циља, као и да Вас обавестимо о томе када очекујемо да ће се инфлација вратити у границе циља.

Извршни одбор Народне банке Србије процењује да је кретање инфлације испод доње границе циља у периоду од септембра 2014. до фебруара 2015. године у највећој мери последица деловања привремених фактора: изостанка раста регулисаних цена и пада светских цена нафте.

Очекивања да ће се инфлација вратити у границе дозвољеног одступања од циља до краја претходне године, која смо истакли у писму које смо Вам упутили у септембру те године, базирали смо на претпоставци корекције цене електричне енергије од 15% (допринос инфлацији +0,75 п.п.), која се није остварила. Да је до те корекције дошло, инфлација би се крајем претходне године нашла у границама дозвољеног одступања од циља. То се, између осталог, одразило и на кретање регулисаних цена у целини, чији је међугодишњи раст пао са 3,5% (колико је износио у септембру 2014. године) на -2,3% (у фебруару 2015. године), што је у том периоду допринело смањењу инфлације за 1,2 п.п.

Поред тога, знатан пад светских цена нафте у другој половини 2014. резултирао је појефтинјењем нафтних деривата, што је додатно оборило инфлацију за 0,5 п.п. у периоду од

септембра до фебруара. Напомињемо да ниска инфлација није специфична само за Србију. Штавише, већина европских земаља почетком 2015. године има негативне стопе инфлације, тј. налазе се у дефлацији.

Народна банка Србије предузела је мере из своје надлежности како би се инфлација у средњем року вратила у оквире дозвољеног одступања од циља. Смањење степена рестриктивности монетарне политике започето је још у мају 2013. године. Референтна каматна стопа је од тада снижена са 11,75% на 7,50%, док се просечна пондерисана каматна стопа на једнонедељне операције Народне Банке Србије креће око 6%. Такође, ради стимулisaња кредитне, а посредно и економске активности – банкама је смањена стопа издвајања девизне обавезне резерве у новембру, децембру и јануару.

Опрезно ублажавање монетарне политике у протеклом периоду налагали су и ризици из међународног окружења (геополитичке тензије и нестабилност токова међународног капитала).

Међугодишња инфлација, након историјског минимума у јануару, који је пре свега последица високе прошлогодишње базе узроковане повећањем стопе ПДВ-а и акциза, у фебруару 2015. године започела је раст. Очекујемо да се инфлација у другој половини године врати у границе дозвољеног одступања од циља ($4\pm 1,5\%$), чему ће, поред релаксације монетарне политике, допринети и очекиване корекције регулисаних цена, као и ишчезавање ефекта пада цена примарних производа из претходног периода.

У остваривању циљева монетарне политике, Народна банка Србије ће, као и до сада, поступати одговорно, наставити да буде отворена према јавности и настојати да допринесе стварању сигурног и предвидивог пословног и инвестиционог амбијента.

С поштовањем,



Др Јоргованка Табаковић

Ко:

- г. Расиму Љајићу, потпредседнику Владе и министру трговине, туризма и телекомуникација;
- г. Душану Вујовићу, министру финансија;
- гђи Снежани Богосављевић Бошковић, министру пољопривреде и заштите животне средине

Додатак 2. Писмо Народне банке Србије Влади Републике Србије због одступања инфлације од утврђеног циља**НАРОДНА БАНКА СРБИЈЕ**
ГУВЕРНЕР

КГ.бр. 943/2115

Београд, 15. септембра 2015. године

ВЛАДИ РЕПУБЛИКЕ СРБИЈЕ
Г. Александру Вучићу, председнику Владе

У складу са Споразумом о циљању (таргетирању) инфлације (тачка 6. став 4), закљученим између Владе РС и Народне банке Србије, обраћам Вам се отвореним писмом у коме Вас обавештавам да је међугодишњи раст потрошачких цена у августу износио 2,1%. То је шести узастопни месец у коме се инфлација нашла испод доње границе дозвољеног одступања од циља ($4,0 \pm 1,5\%$) након што смо Вам упутили писмо о разлозима одступања инфлације од циља у марту 2015. године. Тим поводом желимо да укажемо на разлоге због којих је дошло до овог одступања, на мере које смо предузели и које би требало предузети да се инфлација врати и у средњем року одржи у оквирима дозвољеног одступања од циља, као и да Вас обавестимо о томе када очекујемо да ће се инфлација вратити у границе циља.

У писму које смо Вам упутили у марту 2015. изнели смо очекивања да ће се инфлација у другој половини ове године вратити у границе дозвољеног одступања од циља при чему смо, поред дејства предузетих мера релаксације монетарне политике и очекиване корекције регулисаних цена, претпоставили и ишчезавање ефеката пада цена примарних производа из претходног периода. Међутим, кретање светских цена примарних производа, пре свега снажан пад цене нафте од јула 2015. године, утицали су на то да примарни производи остану фактор са дезинфлаторним дејством и у другој половини 2015. године. Поред тога, неуобичајено снажан пад цена воћа и поврћа (посебно у јулу) довео је до тога да инфлација буде нижа од иницијално очекиване за додатних 0,4 п.п. за период од марта до августа 2015. године. Такође, са корекцијом цена електричне енергије, међугодишњи раст регулисаних цена се у августу вратио у позитивну зону, што је касније него што смо ми очекивали.

Народна банка Србије предузела је мере из своје надлежности како би се инфлација у средњем року вратила у оквире дозвољеног одступања од циља.

Референтна каматна стопа је од марта смањена за 300 базних поена на 5%, тако да се просечна пондерисана каматна стопа на једнонедељне операције Народне Банке Србије сада креће око 3,5%. Смањење референтне каматне стопе је било праћено и падом каматних стопа на међубанкарском тржишту новца и кредита. На последњој седници Извршног одбора Народне банке Србије, која је одржана 10. септембра 2015, одлучено је да се смањи стопа на девизну обавезне резерву за по 1 п.п. у наредних шест месеци. На тај начин ће банкама бити ослобођена

значајна девизна и динарска средства чиме се омогућава даље снижење каматних стопа на кредите и повећање кредитне активности банака, што би требало да се одрази и на убрзање опоравка привреде.

Ублажавање монетарне политике је омогућено успешним спровођењем фискалне консолидације и аранжмана са ММФ-ом који су утицали на смањење унутрашње и спољне неравнотеже и побољшање инвестиционог амбијента.

Народна банка Србије процењује да ће се међугодишња инфлација, имајући у виду очекиване ефекте предузетих мера монетарне политике, у наредних годину дана кретати око доње границе дозвољеног одступања од циља (2,5%) уз могућност да се нађе у тим границама крајем ове или почетком следеће године. Од средине 2016. године очекујемо да ће се инфлација постепено приближавати циљу од 4%, а то очекују финансијско тржиште и привреда.

У остваривању циљева монетарне политике, Народна банка Србије ће, као и до сада, остати доследна и одговорна, чиме доприноси макроекономској стабилности и расту привреде.

С поштовањем,



Др Јоргованка Табаковић

Ко:

- г. Расиму Љајићу, потпредседнику Владе и министру трговине, туризма и телекомуникација;
- г. Душану Вујовићу, министру финансија.

Списак графикана и табела

Графикони

П.2.1.	Референтна каматна стопа и коридор каматних стопа	8
П.2.2.	Стање продатих/купљених ХоВ Народне банке Србије	8
П.2.3.	Обим стерилизације ликвидности инструментима монетарне политике	8
П.3.1.	Кретање цена (мг. стопе, у %)	11
П.3.2.	Допринос мг. стопи раста потрошачких цена	12
III.1.1.	Ревизија прогноза реалног раста БДП-а за 2015. и 2016. ММФ-а	13
III.1.2.	Кретање хармонизованог индекса потрошачких цена по земљама	15
III.1.3.	Кретање курсева одређених националних валута према долару	15
III.1.4.	Индекс светских цена хране	16
III.1.5.	Кретање цена нафте и бакра	16
III.2.1.	Структура финансијског биланса	18
III.2.2.	Покривеност увоза девизним резервама	19
III.2.3.	Међународна инвестициона позиција	20
III.3.1.	Динарска ликвидност	21
III.3.2.	Кретање каматних стопа	21
III.3.3.	Примарно тржиште државних ХоВ у динарима – коефицијент реализације и учешће страних инвеститора	22
III.3.4.	Каматне стопе на примарном тржишту државних ХоВ	22
III.3.5.	Кретање каматних стопа на динарске кредите и депозите привреди и становништву	23
III.3.6.	Кретање каматних стопа на девизне кредите и депозите привреди и становништву	23
III.3.7.	Показатељ премије ризика – <i>EMBI</i> по земљама	24
III.3.8.	Кретање курса динара и интервенције Народне банке Србије на девизном тржишту	24
III.3.9.	Кретање курсева одређених националних валута према евра	25
III.3.10.	Кретање курса динара према долару и међувалутни однос евра према долару	25
III.3.11.	Индекс <i>BELEX15</i> и промет на Београдској берзи	26
III.4.1.	Монетарни агрегати и потрошачке цене	28
III.4.2.	Кредитна активност и БДП	29
III.4.3.	Структура новоодобрених кредита привреди	29
III.4.4.	Структура новоодобрених кредита становништву	30
III.4.5.	Утицај појединих фактора на промену кредитних стандарда у одобравању кредита и кредитних линија предузећима	31
III.4.6.	Утицај појединих фактора на промену кредитних стандарда у одобравању кредита и кредитних линија становништву	31
III.5.1.	Учешће динарских пласмана у укупним пласманима банака привреди и становништву	32
III.5.2.	Секторска структура пласмана банака	32
III.5.3.	Учешће динарских депозита у укупним депозитима привреде и становништва	33
III.5.4.	Секторска структура депозита банака	33
III.6.1.	Текућа инфлација и инфлациона очекивања 12 месеци унапред	34
III.6.2.	Циљана инфлација и инфлациона очекивања 12 месеци унапред – финансијски сектор	34
III.6.3.	Перципирана и очекивана инфлација становништва	34
III.7.1.	Будетски приходи, расходи и резултат	35
III.7.2.	Јавни дуг опште државе	35

III.8.1. Доприноси годишњој стопи раста БДП-а – расходна страна	37
III.8.2. Извоз и увоз робе и услуга	38
III.8.3. Робна размена у еврима	38
III.9.1. Доприноси годишњој стопи раста БДП-а – производна страна	39
III.9.2. Кретање показатеља економске активности	39
III.9.3. Доприноси м.г. расту физичког обима индустријске производње	40
III.10.1. Кретање реалне нето зараде	40
III.10.2. Кретање продуктивности, бруто реалних зарада и јединичних трошкова рада у индустрији	41
III.10.3. Показатељи тржишта рада према Анкети о радној снази	41

Табеле

II.3.1. Раст и доприноси компоненти расту потрошачких цена у 2015.	11
III.1.1. Процена привредног раста по земљама	14
III.2.1. Платни биланс Републике Србије	17
III.4.1. Биланс Народне банке Србије	27
III.4.2. Монетарни преглед	28
III.8.1. Показатељи инвестиција у 2015.	37
III.9.1. Економска активност у 2015.	39
III.10.1. Кретања формалне запослености и незапослености	41

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