

ГОДИШЊИ ИЗВЕШТАЈ О МОНЕТАРНОЈ ПОЛИТИЦИ



Народна банка Србије

2016

ГОДИШЊИ ИЗВЕШТАЈ

О МОНЕТАРНОЈ ПОЛИТИЦИ

2016

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 2016. размотрен је и усвојен на седници Извршног одбора 8. јуна 2017. 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

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

дсз. – десезонирано

ЕВБРД – Европска банка за обнову и развој

ЕЦБ – Европска централна банка

ЕМВИ – индекс обвезница тржишта у успону

ХоВ – хартије од вредности

ФЕД – Систем федералних резерви САД

ГОМС – Федерални комитет за операције на отвореном тржишту

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

РС – Република Србија

СДИ – стране директне инвестиције

Т – тромесечје

Не наводе се друге општепознате скраћенице.

Садржај

Резиме	1
I. Стратешки оквир монетарне политике	5
II. Монетарна политика и остварење циљане инфлације	7
1. Монетарна политика у 2016. години	7
2. Инструменти монетарне политике	10
Операције на отвореном тржишту	10
Депозитне и кредитне олакшице	11
Обавезна резерва	11
Операције на девизном тржишту	11
Девизни своп	12
Остале каматне стопе	12
3. Остварење циљане инфлације у 2016. години	13
III. Макроекономски услови спровођења монетарне политике	15
1. Међународно окружење	15
2. Међународне трансакције	19
Платнобилансна кретања и девизне резерве	19
Међународна инвестициона позиција земље	22
3. Кретања на финансијском тржишту	23
Каматне стопе	23
Премија ризика земље	26
Кретања на девизном тржишту и курс динара	27
Кретања на берзи	28
4. Новац и кредити	29
Монетарни агрегати M1, M2 и M3	29
Кредити банака	30
5. Показатељи степена динаризације	33
6. Инфлациона очекивања	35
7. Фискална политика	37
8. Агрегатна тражња	38
Домаћа тражња	39
Нето екстерна тражња	40
9. Економска активност	41
10. Зараде и запосленост	43
Додатак 1. Програм монетарне политике Народне банке Србије у 2017. години	46
Додатак 2. Меморандум Народне банке Србије о циљаним стопама инфлације до 2018. године	48
Списак графикана и табела	49

Резиме

Ниски инфлаторни притисци карактерисали су и 2016. годину. Када је реч о домаћим факторима, томе су највише допринели ефекти фискалне консолидације, релативна стабилност девизног курса, ниска инфлациона очекивања финансијског сектора и привреде и ефекти одличне пољопривредне сезоне, који су се одразили на ниже цене воћа и поврћа и ниске трошкове у производњи хране. Иако је крајем године забележен изванредан опоравак светске цене нафте, који је подстакао и умерен раст инфлације у зони евра, утицај цена из међународног окружења остао је релативно низак, тако да је међугодишња инфлација на крају године износила 1,6%. Да су ниски инфлаторни притисци трајнијег карактера, указује кретање базне инфлације (показатеља инфлације који искључује цене енергије, хране, алкохола и цигарета), која је крајем 2016. била на готово истом нивоу као годину дана раније и износила је 1,5%.

Постигнута ниска и стабилна инфлација три године заредом и знатно поправљање макроекономских фундамената и изгледа наше привреде за наредни период, којима су допринели успешна координација монетарне и фискалне политике и одлични резултати фискалне консолидације, омогућили су да Народна банка Србије у сарадњи с Владом Републике Србије донесе одлуку о снижењу циљане стопе инфлације на $3,0\% \pm 1,5$ процентних поена почев од 2017. године. У прилог таквој одлуци говоре и снижена и већ дужи период релативно стабилна инфлациона очекивања финансијског сектора и привреде у распону 2,0–3,0% како за годину тако и за две године унапред, што је истовремено потврда већег кредибилитета монетарне политике Народне банке Србије.

Ублажавање монетарне политике настављено је и током 2016. године, али успоренијим темпом у поређењу с претходном годином. Референтна каматна стопа смањена је за по 25 базних поена у фебруару и јулу, на 4,0%, чиме је од маја 2013, када је започет циклус ублажавања монетарне политике, смањена за укупно 775 базних поена. Снижење референтне каматне стопе било је истовремено праћено и сужавањем коридора каматних стопа, који је током 2016. снижен са $\pm 2,0$ на $\pm 1,5$ процентних поена у односу на референтну каматну стопу. Додатни простор за ублажавање монетарне политике омогућили су ниски инфлаторни притисци и спровођење фискалне консолидације и структурних реформи, који су повећали отпорност домаће привреде на екстерне потресе. С друге стране, дешавања у међународном окружењу налагала су опрезност.

Кретања у међународном окружењу почетком године обележила је нестабилност на робном и финансијском тржишту изазвана вестима о успоравању глобалног привредног раста, турбуленцијама на азијском финансијском тржишту, неизвесношћу у погледу монетарних политика водећих централних банака, падом светске цене нафте и других примарних производа, као и геополитичким тензијама. Средином године међународно финансијско тржиште додатно је било уздрмано одлуком Велике Британије да изађе из Европске уније, али је најављена спремност водећих централних банака да обезбеде ликвидност, уколико то буде потребно, у великој мери помогла да се тај шок превазиђе. Због одлуке Система федералних резерви да настави започето повећање референтне каматне стопе, с једне стране, и одлуке Европске

централне банке да продужи програм квантитативног попуштања до краја 2017, с друге стране, крајем године је дивергентност њихових монетарних политика додатно повећана. У складу с тим кретањима, мењало се и интересовање страних инвеститора у погледу портфолио улагања у земље у успону, а тиме и Србију – смањивано је почетком године, расло након Брегзита, да би се крајем године поново смањило како су расли изгледи да би динамика повећања референтне каматне стопе Система федералних резерви могла бити бржа од очекиване.

Ублажавање монетарне политике Народне банке Србије, уз ниске каматне стопе у зони евра, пад премије ризика земље и појачану конкуренцију међу банкама, одразило се на даље смањење трошкова задуживања приватног сектора. То је, уз ослобађање средстава по основу смањења стопе девизне обавезне резерве и убрзање економске активности, наставило да се позитивно одражава на кредитну активност. И поред интензивираних активности банака на решавању питања проблематичних кредита, које су за резултат имале знатан отпис кредита привреди, нарочито крајем године, у 2016. је остварен раст кредита привреди и становништву од 1,9%, искључујући ефекат девизног курса, односно близу 5%, искључујући ефекат отписа.

Домаћи макроекономски услови спровођења монетарне политике у 2016. били су повољнији у односу на претходну годину, пре свега захваљујући побољшаној макроекономској перспективи земље и настављеном смањењу интерне и екстерне неравнотеже. О томе сведочи кретање главних макроекономских показатеља, као и константно побољшавање њихових пројекција током године како од стране Народне банке Србије тако и релевантних међународних институција и кредитних рејтинг агенција, које су повећале кредитни рејтинг Србије, односно поправиле изгледе за његово побољшање.

Раст бруто домаћег производа у 2016. убрзан је на 2,8%, при чему је позитиван допринос потекао од свих производних и већине услужних сектора. Поред пољопривреде, којој су допринели одлични агрометеоролошки услови, који су се одразили на висок раст приноса главних ратарских култура, највећи допринос расту економске активности дала је прерађивачка индустрија, у оквиру које 18 од 24 области карактерише раст физичког обима производње. На раст прерађивачке индустрије утицали су инвестиције у извозно оријентисане

секторе, опоравак зоне евра, нашег најзначајнијег спољнотрговинског партнера, али и нижи трошкови задуживања привреде и опоравак домаће тражње. На раст активности у рударству позитивно се одразио опоравак цена метала на светском тржишту крајем године, док је раст у сектору снабдевања електричном енергијом, гасом и паром био умеренији услед ремонта у значајним објектима електроенергетског система у већем делу године.

Посматрано с расходне стране, раст бруто домаћег производа био је вођен инвестицијама и извозом, а позитиван допринос потекао је и од потрошње домаћинства, пре свега захваљујући расту запослености и зарада у приватном сектору. Расту инвестиција доприносили су постигнута макроекономска стабилност и очувана финансијска стабилност, поправљање инвестиционог и пословног амбијента, о коме сведочи и напредак Србије на међународној листи конкурентности Светске банке другу годину заредом (овог пута са 54. на 47. место од 189 земаља), као и реализација стратешки важних инфраструктурних пројеката.

Спољнотрговинска неравнотежа је у 2016. наставила да се смањује, о чему сведочи за 13% нижи дефицит текућег рачуна платног биланса у поређењу са 2015. и пад његовог учешћа у бруто домаћем производу на 4,0%. То је постигнуто пре свега због знатно бржег раста извоза од увоза робе и услуга. Притом, поред тога што је био висок, извоз робе и услуга карактерисао је и већи степен диверсификације, посматрано и производно и географски. Томе је допринео и нето прилив страних директних инвестиција од 1,9 милијарди евра (5,5% бруто домаћег производа), који је био претежно оријентисан у извозне секторе и другу годину заредом више него довољан да покрије дефицит текућег рачуна.

Девизне резерве Србије су и даље на нивоу који обезбеђује заштиту од екстерних ризика – на крају 2016. износиле су 10.204,6 милиона евра, што је износ којим се обезбеђује покривеност увоза робе и услуга од преко шест месеци и новчане масе М1 од 207%.

Кључан допринос знатном смањењу фискалне неравнотеже у протекле две године дале су мере штедње на расходној страни буџета, уз растући допринос већих прихода у 2016. због повољнијих макроекономских кретања и убрзања привредног раста, као и боље наплате пореза. Фискални дефицит је на нивоу године био знатно нижи од планираног и дозвољеног аранжманом с Међународним

монетарним фондом и износио је 1,3% бруто домаћег производа. Штавише, постављени трогодишњи циљеви овог програма, који су се односили на прилагођавање структурног дефицита и смањење учешћа јавног дуга у бруто домаћем производу, достигнути су у 2016. тј. годину дана раније од планираног. Први пут од 2005. године остварен је примарни суфицит буџета од 1,8% бруто домаћег производа, што је такође показатељ успешности фискалне консолидације и предуслов за обезбеђење одрживости јавних финансија.

Током 2016. посебни напори били су усмерени на јачање капацитета пословних банака да решавају питање проблематичних кредита, као и на подстицање развоја тржишта проблематичних кредита. Као резултат предузетих мера које су део Стратегије за решавање питања проблематичних кредита, учешће проблематичних кредита у укупним кредитима смањено је током 2016. за 4,6 процентних поена, на 17,0%, што је најнижи ниво још од јануара 2011. године. То је само још једна потврда да системски, међуинституционални и координирани приступ и у овој области даје резултате.

Народна банка Србије је и током 2016. године наставила да спроводи активности које имају за циљ веће коришћење динара у финансијском систему Србије. Те мере су, уз остварене резултате на пољу макроекономске стабилности, пре свега кроз обезбеђење ценовне и релативне стабилности девизног курса, доприносиле даљем расту степена динаризације и кредита и депозита.

Један од важнијих резултата у протеклој години била је и прва емисија дугорочне динарске хартије од вредности Европске банке за обнову и развој, којом ће се трговати на Београдској берзи, а средства од те продаје биће искоришћена за динарско кредитирање домаће привреде, пре свега малих и средњих предузећа. Тиме је дата додатна подршка процесу динаризације.

Одржавање ниске и стабилне инфлације у средњем року и очување финансијске стабилности остају и даље главни задаци Народне банке Србије, јер је то најбољи начин на који централна банка доприноси економском просперитету земље.

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, у коме је оцењено да циљање инфлације у постојећим околностима представља најадекватнији режим монетарне политике у Србији.

Режим циљања инфлације спроводи велики број централних банака као прагматичан одговор на недостатке других режима монетарне политике. Томе је допринело схватање да 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 Народне банке Србије за инфлацију дефинисан је као стопа укупне инфлације (с

дозвољеним одступањем) мерена годишњом процентуалном променом индекса потрошачких цена. Циљ је утврђен у виду јединствене вредности с дозвољеним одступањем. За 2016. годину средњорочна циљана стопа инфлације била је утврђена на нивоу од 4,0%, с дозвољеним одступањем од $\pm 1,5$ п.п.

Знатно поправљање макроекономских фундамената и изгледа наше привреде за наредни период, којима су допринели успешна координација монетарне и фискалне политике и одлични резултати фискалне консолидације, као и постигнута ниска и стабилна инфлација три године заредом, омогућили су Народној банци Србије да у новембру, у сарадњи с Владом РС, донесе одлуку о **смањењу циљане стопе инфлације од 2017. на 3,0% $\pm 1,5$ п.п.**² Важан разлог за промену циља јесу и снижена и већ дужи период релативно стабилна инфлациона очекивања финансијског сектора и привреде у распону 2,0–3,0% како за годину тако и за две године унапред, што је истовремено потврда већег кредибилитета монетарне политике Народне банке Србије. Поред тога, раст регулисаних цена у последње три године знатно је спорији него што је то био случај раније. С обзиром на то да је наведена промена резултат опредељења Владе да нерационалности у пословању јавних предузећа решава првенствено смањењем трошкова пословања, а не као раније поскупљењима робе и услуга тих предузећа, раст регулисаних цена требало би да остане релативно низак и у наредном периоду.

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.

² Меморандум Народне банке Србије о циљаним стопама инфлације до 2018. године (пречишћен текст).

Снижење циља потврђује одлучност носилаца економске политике да инфлација у средњем року остане ниска, стабилна и предвидива. На тај начин се доприноси даљем унапређењу пословне и инвестиционе климе, паду дугорочних динарских каматних стопа, као и већој употреби динара у финансијским трансакцијама, а тиме и смањењу валутног ризика и трошкова привреде, становништва и државе. Поред тога, нови, нижи циљ за инфлацију и даље је изнад нивоа квантитативне дефиниције ценовне стабилности и нивоа циљане инфлације у развијеним земљама (2,0% или 2,5%), чиме је остављен простор за даље одвијање процеса ценовне конвергенције.

Ширина дозвољеног одступања од циља задржана је на нивоу од $\pm 1,5$ п.п., што умањује потребу за честим реакцијама монетарне политике и доприноси већој предвидивости монетарних услова. Србија је као мала и отворена привреда изложена дешавањима на међународном робном и финансијском тржишту, која привремено могу да узрокују волатилност укупне инфлације. Распон дозвољеног одступања од циља оставља Народној банци Србије већи простор да води рачуна и о свом другом циљу – финансијској стабилности, као и да подржава економску политику Владе РС која подстиче одрживи привредни раст.

Поред тога, 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 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 РС.

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 финансијског 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 прекомерних 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 2016. години

Монетарна политика се у 2016. водила у складу с **Програмом монетарне политике Народне банке Србије у 2016. години**.³ Пошто су пројекције указивале на то да ће инфлаторни притисци у 2016. бити ниски, Програм је предвиђао да ће монетарна политика бити експанзивна како би давала подстрек започетом економском опоравку. Притом, Програмом је утврђено да ће ублажавање монетарне политике пратити темпо фискалног прилагођавања и да ће зависити од кретања актуелних макроекономских показатеља и економских ризика – и домаћих и екстерних. Очекивало се да смањење стопе обавезне резерве и позитивни ефекти примене Стратегије за решавање проблематичних кредита допринесу бољем функционисању кредитног канала, а тиме и ефикаснијој трансмисији мера монетарне политике на реални сектор. Такође, у Програму је истакнуто да ће Народна банка Србије, у окружењу ниске и предвидиве инфлације и стабилног девизног курса, наставити да спроводи стратегију динаризации како би смањила осетљивост привреде и становништва на промене курса динара и истовремено повећала ефикасност мера монетарне политике.

Имајући у виду ефекте дотадашњег ублажавања монетарне политике и чињеницу да су дешавања у међународном окружењу налагала повећану опрезност при доношењу одлука о референтној каматној стопи, ублажавање монетарне политике спровођено је у 2016. опрезном динамиком. У

посматраном периоду референтна каматна стопа смањена је за по 25 б.п. у фебруару и јулу, на 4,0%. Од маја 2013, када је започет циклус ублажавања монетарне политике, референтна каматна стопа је смањена за укупно 7,75 п.п. Додатни простор за ублажавање монетарне политике омогућили су ниски инфлаторни притисци и доследно спровођење фискалне консолидације и структурних реформи, који су повећали отпорност домаће привреде на екстерне потресе.

Као и у претходном периоду, инфлаторни притисци су током 2016. били ниски по основу већине домаћих фактора, као и ниских трошковних притисака из међународног окружења услед ниске цене нафте и примарних пољопривредних производа на светском тржишту и генерално ниске инфлације у међународном окружењу. Постепени раст м.г. инфлације очекивао се средином године, повратак у границе циља почетком 2017. године, а након тога њено кретање у границама дозвољеног одступања од циља. Таквом кретању инфлације требало је да допринесе постепено слабљење дезинфлаторних притисака по основу светских цена примарних производа, домаће тражње и инфлације у међународном окружењу. Ризици остварења пројекције инфлације односили су се првенствено на факторе из међународног окружења, тј. на даља кретања на светском робном и финансијском тржишту. Истовремено, кретање економске активности било је повољније у односу на наша очекивања, а наше пројекције раста БДП-а неколико пута током године су кориговане навише.

³ „Службени гласник РС”, бр. 102/2015.

Раст неизвесности у међународном окружењу био је главни фактор **задржавања референтне каматне стопе у јануару на 4,5%**. Такође, Извршни одбор је имао у виду и очекиване ефекте дотадашњег смањења референтне каматне стопе и постепеног смањења стопе девизне обавезне резерве⁴ на кретање инфлације у наредном периоду. Екстерни ризици су у највећој мери потицали од неизвесне реакције тржишних учесника на различите монетарне политике ФЕД-а и ЕЦБ-а, као и успоравање привредног раста Кине, а тиме и неповољније изгледе за глобални раст. ФЕД је средином децембра 2015. започео нормализацију монетарне политике и повећао референтну каматну стопу. Такву одлуку ФЕД-а тржишта су очекивала, али је неизвестан био 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. Успоравање привредног раста Кине и депрецијација њене валуте појачали су нестабилност на међународном робном и финансијском тржишту. Поред тога, неизвесност у међународном окружењу изазвале су и геополитичке тензије, пре свега на Блиском истоку.

Поновни пад цена нафте и других примарних производа крајем 2015. и почетком 2016. године довео је до ревизије кретања тих цена наниже за наредни период и повећао изгледе да ће глобална инфлација још неко време бити изузетно ниска. Такође, процењивало се да би све извесније успоравање раста појединих земаља у успону могло имати негативне ефекте на глобалну тражњу и привредни раст. Водеће централне банке су реаговале најавама да ће водити стимулативнију монетарну политику него што се до тада очекивало. Како би подржала повратак инфлације ка циљу, као и економски опоравак зоне евра, ЕЦБ је у јануару најавила могућност увођења нових експанзивних мера у марту, иако је монетарну политику додатно ублажила у децембру 2015. године. ФЕД је најавио спорију динамику повећања референтне каматне стопе од претходно очекиване, што је донекле умирило финансијска и робна тржишта. Очекивало се да се то позитивно одрази на

ликвидност на међународном финансијском тржишту и токове капитала према земљама у успону, а тиме и Србији. Такође, стимулативне мере економске политике које је предузела Кина умањиле су ризик од наглог успоравања њеног, а тиме и глобалног раста.

Имајући у виду наведене повољније околности у међународном окружењу, као и ниске инфлаторне притиске по основу већине домаћих фактора, који су се очекивали и у наредном периоду, Извршни одбор је донео одлуку о **смањењу референтне каматне стопе у фебруару за 25 б.п., на 4,25%**. На ниске инфлаторне притиске указивала су и додатно снижена инфлациона очекивања тржишних учесника. Инфлациона очекивања финансијског сектора и привреде и даље су била испод централне вредности циља за инфлацију од 4,0% како за једну тако и за две године унапред. Ниским инфлаторним притисцима доприносили су и рестриктивна фискална политика, релативна стабилност динара, као и још увек ниска агрегатна тражња. Поред смањења референтне стопе, Извршни одбор је у фебруару одлучио да **сузи коридор каматних стопа за 0,25 п.п., са $\pm 2,0$ п.п. на $\pm 1,75$ п.п.** у односу на референтну каматну стопу.

Након смањења у фебруару, Извршни одбор до јула **није мењао висину референтне каматне стопе**. Њено задржавање на непромењеном нивоу било је првенствено опредељено дешавањима у међународном окружењу, као и оценом да постојећи степен експанзивности монетарне политике обезбеђује ниску и стабилну инфлацију у средњем року, уз постепен опоравак економске активности. Неизвесност је посебно била изражена у погледу кретања цена нафте и примарних пољопривредних производа, као и различитих оцена о динамици повећања референтне каматне стопе ФЕД-а. Ублажавању екстерних ризика доприносили су мере ЕЦБ-а донете у марту, смањење референтне каматне стопе на 0,0% и одлука о повећању месечног нивоа куповине активе са 60,0 млрд евра на 80,0 млрд евра до априла 2017. године.

Нестабилност на међународном финансијском и робном тржишту изазвала је у јуну и одлука грађана

⁴ Почев од септембра 2015, па у наредних шест месеци, стопе девизне обавезне резерве смањиване су за по 1 п.п., чиме је Народна банка Србије и тим инструментом дала подршку опоравку кредитне, а тиме и економске активности. Стопе динарске обавезне резерве остале су непромењене (5,0% на изворе до две године и 0% на изворе дужих рочности), тако да су банке и даље стимулисане да користе динарске изворе финансирања.

Велике Британије о изласку из ЕУ. Иако су директни ефекти такве одлуке на Србију веома мали, с обзиром на то да Србија има ограничену директну изложеност ка Великој Британији путем трговинског и финансијског канала, могући су индиректни ефекти, пре свега преко утицаја на зону евра, која је наш главни трговински партнер. Забринутост за последице које би Брегзит могао имати на привредни раст зоне евра због очекиване економске и политичке несигурности довела је до смањења прогноза раста зоне евра, пре свега за 2017.

Након Брежита очекивало се да ће настала неизвесност допринети и томе да ФЕД одложи повећање референтне каматне стопе за крај године, као и да ће монетарна политика ЕЦБ-а бити експанзивнија. То је требало да има позитиван ефекат на ликвидност на међународном финансијском тржишту и токове капитала у земље у успону, а тиме и Србију, посебно ако се има у виду константно поправљање наших макроекономских фундамената. Поменута дешавања у међународном окружењу, заједно с ниским инфлаторним притисцима по основу већине домаћих фактора и новим падом цена нафте и примарних пољопривредних производа на светском тржишту од краја јуна, определили су одлуку Извршног одбора о даљем **смањењу референтне каматне стопе – на 4,0% у јулу**. Поред смањења референтне каматне стопе, Извршни одбор је на седници у јулу усвојио и измену Одлуке о каматним стопама Народне банке Србије, којом је **коридор каматних стопа у односу на референтну каматну стопу даље смањен са $\pm 1,75$ п.п. на $\pm 1,50$ п.п.**

До краја 2016. референтна каматна стопа је задржана на непромењеном нивоу. Таква одлука Извршног одбора била је заснована на очекиваним ефектима дотадашњег смањења референтне каматне стопе, као и очекиваном кретању инфлације у наредном периоду. Према оцени Извршног одбора, очекивало се да ће повратак мг. инфлације у границе циља почетком 2017. бити вођен пре свега ниском базом код цена нафтних деривата, постепеним растом агрегатне тражње у Србији и постепеним растом инфлације у међународном окружењу, док ће је ниски трошкови у производњи хране још неко време успоравати.

Кад је реч о кретањима у међународном окружењу у овом периоду, током летњих месеци повећана су улагања страних инвеститора у ХоВ земаља у успону. Ипак, како је постало све јасније да су краткорочни

негативни ефекти Брежита на зону евра мањи од претходно очекиваних, смањивала се и спремност инвеститора за портфолио улагања у земље у успону. Постајало је и извесније да ће се повећати дивергентност монетарних политика водећих централних банака. ФЕД је повећање референтне каматне стопе померио на децембар, али су повећани изгледи да ће даља нормализација монетарне политике бити бржа него што се очекивало. С друге стране, ЕЦБ није мењала висину референтне каматне стопе, али је у децембру продужила трајање програма квантитативних олакшица до краја 2017, с тим да ће обим куповина од априла смањити са 80,0 на 60,0 млрд евра месечно. Поред тога, светска цена нафте почела је да се опоравља, уз изражену волатилност, у светлу најаве водећих светских произвођача да ће ограничити њену производњу. Процењивало се да ће то, уз ефекат ниске базе код цена нафтних деривата, допринети постепеном расту мг. инфлације у наредном периоду. Све то је упућивало на опрезност у вођењу монетарне политике. Ипак, за монетарну политику Народне банке Србије од посебног значаја било је успешно спровођење фискалне консолидације и структурних реформи, као и смањење спољне неравнотеже. Захваљујући бољим перформансама наше привреде, а пре свега смањењу интерне и екстерне неравнотеже, курс динара био је релативно стабилан. Томе су допринеле и интервенције Народне банке Србије, како продајом тако и куповином девиза, ради спречавања прекомерних краткорочних осцилација девизног курса.

Позитивне макроекономске перформансе и изгледе потврђивали су и оцене ММФ-а, пад премије ризика земље и напредак на међународним листама конкурентности захваљујући унапређењу пословног и инвестиционог амбијента. Агенција *Fitch* је у јуну повећала кредитни рејтинг Србије, док је агенција *Standard & Poor's* у децембру поправила изгледе за побољшање кредитног рејтинга Србије због резултата фискалне консолидације и спровођења структурних реформи, као и убрзања привредног раста заснованог на инвестицијама и извозу.

Захваљујући знатно бољим макроекономским перформансама и изгледима за наредни период, Извршни одбор Народне банке Србије је у **новембру смањио циљану стопу инфлације на $3,0\% \pm 1,5$ п.п. од 2017. године**. Доносећи одлуке у новембру и децембру да не мења висину референтне каматне стопе, Извршни одбор је, поред осталог, имао у виду и нови, нижи циљ за инфлацију. Очекивао је да ће се мг.

инфлација у границе новог циља вратити почетком 2017. године и да ће се након тога кретати у тим границама.

Извршни одбор Народне банке Србије ће и у наредном периоду пажљиво пратити и оцењивати кретања на домаћем и међународном тржишту и користиће све инструменте како би инфлација остала ниска и стабилна у средњем року. Тиме ће, уз одржавање финансијске стабилности, дати најбољи допринос привредном расту на одрживим основама. Такође, Извршни одбор очекује да ће позитивни ефекти фискалне консолидације и структурних реформи, као и пуна координација монетарне и фискалне политике, наставити да доприносе отпорности домаће привреде на екстерне потресе, а тиме и макроекономској и ценовној стабилности.

2. Инструменти монетарне политике

Основни инструмент монетарне политике Народне банке Србије јесте **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 и током 2016. године биле су **једнонедељне реверзне репо трансакције**, тј. репо трансакције продаје ХоВ (повлачење ликвидности).

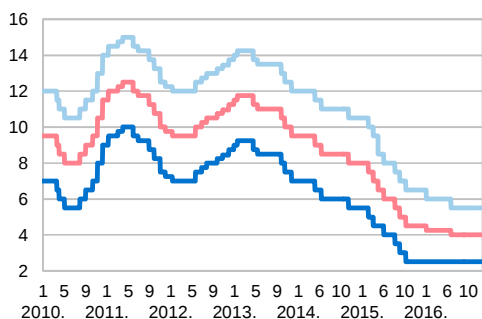
Репо трансакције Народна банка Србије је спроводила својим ХоВ. За потребе репо продаје у 2016. години емитована је једна серија благајничких записа у укупној номиналној вредности од 500,0 млрд динара. Емисија једне серије благајничких записа високе номиналне вредности наставак је праксе из претходних година која банкама омогућава да адекватније располажу хартијама у оквиру исте серије и једноставније управљају ликвидношћу.

Током 2016. године организоване су 52 аукције репо продаје ХоВ. Аукције су организоване једном недељно **по моделу варијабилне вишеструке каматне стопе**. Укупна продаја ХоВ износила је 2.343,4 млрд динара. Остварени обим продаје био је виши него у 2015. години (1.504,7 млрд динара).

Просечно стање ХоВ Народне банке Србије у портфолију банака током 2016. године износило је 45,0 млрд динара, што је за 16,5 млрд динара више него у 2015. Посматрано у односу на крај 2015. године, стање тих ХоВ је повећано за 3,2 млрд динара и крајем децембра је износило 33,8 млрд динара.

Обим продаје ХоВ постепено се повећавао током 2016. године, а посебно у П2. Укупна продаја ХоВ у

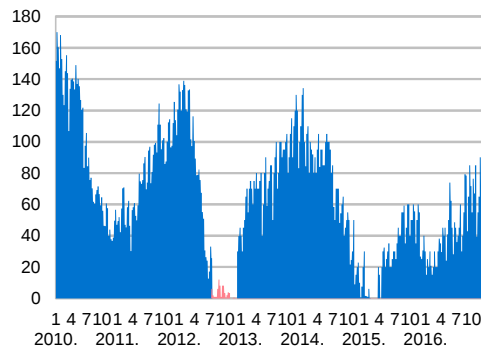
Графикон II.2.1. Референтна каматна стопа и коридор каматних стопа (дневни подаци, на годишњем нивоу, у %)



— Референтна каматна стопа
— Каматна стопа на депозитне олакшице
— Каматна стопа на кредитне олакшице

Извор: НБС.

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



■ Стање продатих ХоВ
■ Стање купљених ХоВ

Извор: НБС.

П1 износила је 872,7 млрд динара, а у П2 1.470,7 млрд динара.

Депозитне и кредитне олакшице

Народна банка Србије је током 2016. 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 с том одлуком, банке су и у 2016. години наставиле с преконоћним депоновањем средстава код Народне банке Србије. Просечно дневно стање депонованих средстава банака код Народне банке Србије у 2016. години износило је 27,8 млрд динара, што је за 18,1 млрд динара мање него 2015. године, када је износило 45,9 млрд динара. Максимално просечно месечно стање депонованих средстава забележено је у јануару (57,3 млрд динара), а минимално у новембру (13,9 млрд динара).

Током 2016. 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.

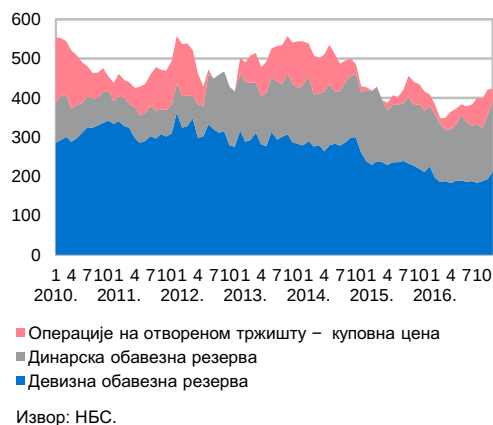
У посматраном периоду банке су користиле кредитне олакшице само као унутардневни кредит (укупно седам банака), док преконоћни кредит није коришћен. Унутардневни кредит је коришћен у укупном износу од 29,2 млрд динара, а највећи износ коришћења био је у Т3 (15,2 млрд динара).

Обавезна резерва

Одлука о обавезној резерви банака код Народне банке Србије, која је у примени од 2011. године, током 2016. године није мењана.

Међутим, на основу измене Одлуке из септембра 2015. године настављен је процес постепеног смањења стопа обавезне резерве на девизне обавезе са уговореном рочношћу до и преко две године и у том циклусу су у шест наредних месеци ове стопе снижене за по 1,0 п.п. Тај процес је окончан у фебруару 2016. године, када су те стопе утврђене на нивоу од 20,0% на обавезе са уговореном рочношћу до две године и на нивоу од 13,0% на обавезе са уговореном рочношћу преко две године.

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



На основу измене Одлуке из децембра 2015. године, **стопа обавезне резерве на динарске обавезе индексиране девизном клаузулом почев од јануара 2016. године повећана је са 50,0% на 100,0%.** Утврђивањем тако рестриктивне стопе обавезне резерве настављен је процес подржавања динаризације финансијског система.

Обрачуната обавезна резерва која се издваја у динарима крајем 2016. године је повећана у односу на крај претходне године за 2,0 млрд динара и износи 147,3 млрд динара, што је резултат повећања динарске основице за 100,6 млрд динара. У истом периоду обрачуната обавезна резерва која се издваја у девизама, и поред раста девизне основице за 446,9 млн евра, смањена је за 79,3 млн евра и у децембру 2016. износила је 1,5 млрд евра. Такво кретање је последица смањења динарских обавеза индексираних девизном клаузулом, као и девизних обавеза с рочношћу преко две године.

Операције на девизном тржишту

У складу с Програмом монетарне политике за 2016. годину, Народна банка Србије је наставила да спроводи режим руковођено пливајућег девизног курса. Према овом програму, Народна банка Србије **интервенише на девизном тржишту ради смањења прекомерних краткорочних осцилација девизног курса, очувања стабилности финансијског система и одржавања адекватног нивоа девизних резерви.**

У 2016. години динар је номинално депрецирао према еврџ за 1,5%. Народна банка Србије је на МДТ-у интервенисала нето продајом 160,0 млн евра (продаја 980,0 млн евра и куповина 820,0 млн евра). У П1 су преовладавали депрецијацијски притисци, па је Народна банка Србије интервенисала углавном на страни продаје девиза (820,0 млн евра нето), док су П2 обележили апрецијацијски притисци, па је интервенисала претежно на страни куповине девиза (660,0 млн евра нето). Девизне интервенције су имале за циљ ублажавање прекомерних краткорочних осцилација девизног курса, а реализоване су искључиво по тржишним условима, прихватањем курсева које су нудиле банке (улога *price taker-a*).

Депрецијацијски притисци на домаћем девизном тржишту током П1 у највећој мери су били последица појачаних турбуленција на међународном финансијском тржишту и раста неизвесности по основу геополитичких тензија. Фактори попут кризе на азијским берзама (која се прелила и на европска и америчка тржишта), пада цене нафте, различитих монетарних политика највећих централних банака, па и Брегзита, за последицу су имали повлачење страних инвеститора из ХоВ земаља у развоју, тиме и динарских ХоВ на секундарном тржишту. То је било праћено нето откупом девиза од стране нерезидената. Слабљење динара почетком године било је делом узроковано и сезонски повећаном тражњом домаћих предузећа – увозника енергената за девизама. Такође, потреба банака за куповином девиза, како би смањиле изложеност својих билансних позиција девизном ризику у условима знатног смањења нето индексиране имовине, изазвала је депрецијацијске притиске у П1 2016. године. Ипак, благовремене интервенције Народне банке Србије на МДТ-у допринеле су томе да се, и поред снажних притисака, одржи релативна стабилност девизног курса.

Током Т3 умирене су тензије на међународним тржиштима. Поред тога, извесност све бољих макроекономских резултата (смањење унутрашње и спољне неравнотеже, ниска и стабилна инфлација, неколико ревизија раста БДП-а навише) утицала је на повећану заинтересованост страних портфолио инвеститора за улагање у дугорочне динарске државне ХоВ. Таква кретања су у потпуности преокренула ситуацију на девизном тржишту, на коме су у Т3 доминирали апрецијацијски притисци. Народна банка Србије је са истим циљем, одржавања релативне стабилности девизног курса, интервенисала на МДТ-у на страни куповине девиза

(475,0 млн евра). Релативно стабилна кретања на девизном тржишту у Т3 су била последица и знатно мање нето продаје девиза домаћим предузећима (укупно 351,6 млн евра), наставка високог откупа ефективног страног новца од овлашћених мењача и физичких лица, као и благог повећања нето имовине индексиране валутном клаузулом.

Кретања на домаћем девизном тржишту и у Т4 су у великој мери одредили међународни фактори. И поред повећане неизвесности на међународном финансијском тржишту крајем октобра и почетком новембра у ишчекивању повећања референтне каматне стопе ФЕД-а, кретања на домаћем девизном тржишту остала су релативно стабилна, а Народна банка Србије је интервенисала куповином девиза како би ублажила прекомерно краткорочно јачање динара. Ипак, као и претходне године, децембар 2016. карактерисали су депрецијацијски притисци изазвани сличним факторима – сезонски појачаном тражњом домаћих предузећа увозника енергената за девизама, изласком нерезидената из динарских државних ХоВ и смањењем нето индексиране активе услед већих исправки вредности потраживања.

Девизни своп

Народна банка Србије је у 2016. години наставила са организовањем редовних тромесечних и двонедељних аукција своп продаје и куповине девиза за динаре ради развоја међубанкарске своп трговине и омогућавања банкама да ефикасније управљају својом ликвидношћу. У 2016. години организовано је 100 редовних двонедељних своп аукција, на којима је Народна банка Србије своп продала и своп купила по 295,0 млн евра, и 100 редовних тромесечних своп аукција, на којима је своп продала и своп купила по 145,0 млн евра. Највећи обим реализације у 2016. години забележен је у септембру, када је своп продала и своп купила по 80,0 млн евра. На крају 2016. године стање девизних потраживања и девизних обавеза Народне банке Србије по основу тромесечних своп аукција износило је по 36,0 млн евра, док по основу двонедељних своп аукција није имала девизна потраживања, ни девизне обавезе према банкама.

Остале каматне стопе

Одлука о каматним стопама које Народна банка Србије примењује у поступку спровођења монетарне политике у току 2016. године измењена је два пута.

Оба пута приликом снижавања референтне каматне стопе током 2016. године сужаван је коридор каматних стопа (каматне стопе на кредитне и депозитне олакшице) – у фебруару са $\pm 2,0$ п.п. на $\pm 1,75$ п.п. и у јулу са $\pm 1,75$ п.п. на $\pm 1,50$ п.п. у односу на референтну каматну стопу.

3. Остварење циљане инфлације у 2016. години

Ниски инфлаторни притисци карактерисали су и 2016. годину. Када је реч о домаћим факторима, томе су највише допринели ефекти фискалне консолидације, релативна стабилност девизног курса, ниска инфлациона очекивања финансијског сектора и привреде и ефекти одличне пољопривредне сезоне, који су се одразили на ниже цене воћа и поврћа и ниске трошкове у производњи прерађене хране. Иако је крајем године забележен извесан опоравак светске цене нафте, који је подстакао и умерен раст инфлације у зони евра, утицај цена из међународног окружења остао је релативно низак.

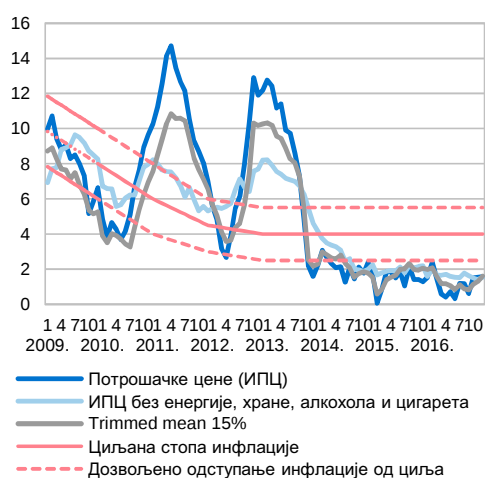
Након што се у јуну спустила на 0,3% м.г., инфлација је у наредним месецима бележила очекиван умерен раст, пре свега због ниске базе, поскупљења електричне енергије, цигарета и нафтних деривата и

на крају године је износила 1,6%. Просечна стопа инфлације у 2016. износила је 1,2%.⁵

Цене хране су, укупно посматрано, у 2016. порасле за 0,4% (допринос инфлацији 0,1 п.п.). У оквиру тога, **цене непрерађене хране** снижене су за 0,4%, пре свега због одличне пољопривредне сезоне, која се одразила на пад цена воћа и поврћа од око 7%. С друге стране, позитиван допринос укупној инфлацији од 0,3 п.п. потекао је од цена свежег меса, које су због поскупљења на светском тржишту током лета бележиле већи раст од сезонски уобичајеног. **Цене прерађене хране** у децембру су биле више за 0,9% м.г., тако да је њихов допринос укупној инфлацији у 2016. остао низак (0,2 п.п.), пре свега захваљујући и даље ниским ценама примарних пољопривредних производа (првенствено пшенице и кукуруза) на светском и домаћем тржишту. Највећи позитиван допринос потекао је од цена шећера и кондиторских производа, као и од млека и млечних прерађевина.

Цене индустријских производа без хране и енергије у децембру су биле више за 1,8% м.г., а њихов допринос инфлацији износио је 0,5 п.п. Раст цена ове групе доминантно је одредило поскупљење цигарета у јулу од 4,7% (допринос инфлацији 0,2 п.п.), а у мањој мери и фармацеутских производа. Релативна стабилност курса динара и ниска домаћа тражња ограничавале су раст цена осталих производа у овој групи, тако да је он био умерен.

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



Извор: РЗС и прерачун НБС.

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



Извор: РЗС и прерачун НБС.

⁵ Према оцени Републичког завода за статистику.

Цене услуга су на нивоу године порасле за 1,6% (допринос инфлацији 0,4 п.п.), чему је највише допринело поскупљење туристичких пакет-аранжмана од око 30%.

Највећи раст цена током 2016. забележен је у групи **енергије** (3,3%, допринос инфлацији 0,5 п.п. у децембру). Притом, допринос цена нафтних деривата м.г. инфлацији, након што је достигао минимум у марту (-0,5 п.п.), растао је у остатку године и у децембру је износио 0,3 п.п. Поред очекиваног ефекта ниске базе, томе је допринео и опоравак светске цене нафте крајем године након постигнутог договора земаља *OPEC*-а о ограничавању њене производње. Позитиван допринос укупној инфлацији од 0,2 п.п. дало је и поскупљење електричне енергије од 3,8% у октобру (допринос инфлацији 0,2 п.п.), а у мањој мери и дрва за огрев (0,1 п.п.). У супротном смеру деловало је појефтињење гаса за домаћинства (-0,1 п.п.).

Регулисане цене, тј. цене на које директно или индиректно утиче држава, порасле су у 2016. за 2,2%, уз допринос укупној инфлацији од 0,4 п.п. Раст ове групе цена готово у потпуности је био опредељен поскупљењем електричне енергије и цигарета. У супротном смеру деловало је појефтињење гаса за домаћинства и услуга друштвене заштите деце.

Базна инфлација,⁶ као део ИПЦ-а на који монетарна политика има највећи утицај, такође је наставила да се креће испод доње границе дозвољеног одступања од

Табела II.3.1. Раст и доприноси компоненти расту потрошачких цена у 2016.

	Стопе раста (у %)	Доприноси (у п.п.)
Потрошачке цене (ИПЦ)	1,6	1,6
Непрерађена храна	-0,4	0,0
Прерађена храна	0,9	0,2
Индустријски производи без хране и енергије	1,8	0,5
Енергија	3,3	0,5
Услуге	1,6	0,4
Индикатори базне инфлације		
ИПЦ без енергије	1,3	1,1
ИПЦ без енергије и непрерађене хране	1,5	1,1
ИПЦ без енергије, хране, алкохола и цигарета	1,5	0,7
Регулисане цене	2,2	0,4

Извор: РЗС и прерачун НБС.

циља и у децембру је износила 1,5% м.г., што је блиско нивоу на коме се налазила годину дана раније. Такво кретање базне инфлације указује на то да су ниски инфлаторни притисци трајнијег карактера и да су у највећој мери резултат рестриктивне фискалне политике, релативне стабилности курса динара и усидрених инфлационих очекивања, као и ниске инфлације у међународном окружењу. Посматрано по групама производа и услуга, једини већи позитиван допринос базној инфлацији током 2016. потекао је од цена туристичких пакет-аранжмана.

⁶ ИПЦ по искључењу цена енергије, хране, алкохола и цигарета, који представља најчешће коришћену меру базне инфлације.

III. Макроекономски услови спровођења монетарне политике

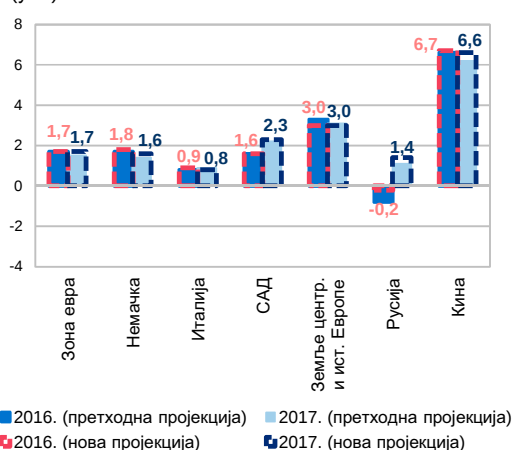
1. Међународно окружење

Вођен домаћом тражњом, БДП у **зони евра** је у 2016. наставио раст (1,7%). Подстицај приватној потрошњи, која је имала највећи позитиван допринос расту БДП-а, пружио је раст реалног расположивог дохотка, на који су се позитивно одразили побољшање ситуације на тржишту рада (повећање запослености и зарада) и ниска цена деривата нафте. На раст БДП-а позитивно је деловало и повећање фиксних инвестиција, подстакнуто повољним условима финансирања, већом профитабилношћу компанија и већом тражњом за некретностима. С друге стране, мање реално повећање извоза од увоза утицало је на то да нето извоз забележи негативан допринос расту БДП-а.

Посматрано по земљама, раст БДП-а је у 2016. убрзан у Немачкој и Италији, нашим главним спољнотрговинским партнерима, док је у Француској и Шпанији задржао сличну динамику као у 2015. У свим посматраним земљама раст је био вођен домаћом тражњом, уз позитиван допринос нето извоза у Шпанији и Француској. Изгледу раста за 2017. су за већину земаља, као и за зону евра у целини, након Брежита кориговани наниже због очекиваних негативних последица, али је у периоду који је уследио закључено да ће ефекат Брежита ипак бити нижи него што се првобитно очекивало.

Ниска цена нафте је у највећој мери утицала на то да инфлација у зони евра током 2016. буде изузетно

Графикон III.1.1. Ревизија прогноза реалног раста БДП-а за 2016. и 2017. ММФ-а (у %)



Извор: ММФ WEO (октобар 2016) и ММФ WEO (април 2017).

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

	Consensus Forecast јануар 2017.		ММФ април 2017.	
	2016.	2017.	2016.	2017.
Пољска	2,7	3,0	2,8	3,4
Чешка	2,4	2,5	2,4	2,8
Мађарска	2,0	2,9	2,0	2,9
Албанија	3,2	3,6	3,4	3,7
Бугарска	3,3	3,0	3,4	2,9
БиХ	2,2	2,9	2,5	3,0
Македонија	2,3	3,0	2,4	3,2
Румунија	4,8	3,5	4,8	4,2
Словенија	2,4	2,4	2,5	2,5
Хрватска	2,7	2,7	2,9	2,9

Извор: Consensus Forecast и ММФ.

ниска. У јуну се инфлација, након четири месеца, вратила у позитивну зону (0,1% м.г.) и до краја године је постепено расла, али је и даље била испод циља. У децембру је достигла 1,1%, што је уједно био њен највиши ниво од септембра 2013. Пораст инфлације је пре свега одражавао даљи м.г. раст цена енергената, док је изостанак њеног знатнијег опоравка првенствено био последица индиректних ефеката пада цена нафте у претходном периоду. Постепен раст инфлације ка циљу требало би да се настави у 2017. и 2018. години због експанзивне монетарне политике и очекиваног економског опоравка.

Повољна ситуација на тржишту рада и ублажавање монетарних услова позитивно су се одразили на приватну потрошњу, која је била главни покретач раста БДП-а у **региону централне и источне Европе**. Највећи раст БДП-а међу земљама у региону, подстакнут стимулативним фискалним мерама, забележила је Румунија (4,8%), док је у остатку централне Европе раст успорен услед нижих инвестиција изазваних смањеним пласманом средстава из фондова ЕУ. Раст БДП-а у земљама западног Балкана био је претежно вођен приватном потрошњом, на коју се позитивно одразило поправљање ситуације на тржишту рада, док је одређени позитиван допринос потекао и од веће екстерне тражње. Негативни ефекти пада цене нафте, додатно појачани финансијским санкцијама развијених земаља, наставили су да негативно делују на привреду Русије, која је у 2016. забележила пад од 0,2%.

Када је у питању инфлација, у већини земаља централне и источне Европе она је била изузетно ниска. Због депрецијације националних валута у претходном периоду, инфлација је била висока у Русији и Турској. Знатан број земаља региона бележио је негативне стопе инфлације. Дефлацији у Румунији допринело је смањење стопе ПДВ-а од почетка године. Иако су дефлаторни притисци временом слабили, одређен број земаља је све до краја године бележио негативне стопе м.г. инфлације (Бугарска, Босна и Херцеговина, Македонија, Румунија). Инфлација је крајем године била позитивна, али и даље ниска у Хрватској и Црној Гори, док је у Мађарској била нешто виша (1,1–1,8% током Т4). У Русији је у децембру смањена на 5,4% м.г.

Приватна потрошња је током 2016. пружала подршку расту БДП-а у САД (1,6%), чије је успоравање у односу на 2015. (2,6%) претежно последица нижих инвестиција у енергетском сектору због пада цене

нафте. Највећи подстицај приватној потрошњи потицао је од побољшане ситуације на тржишту рада, на шта указују смањење незапослености за 0,3 п.п., на 4,7% у децембру, и просечан месечан раст новоотворених радних места ван пољопривреде од близу 200.000. Допринос нето извоза кретању БДП-а и у 2016. био је негативан, али у мањој мери него годину дана раније захваљујући опоравку извоза.

Иако испод циља, инфлација у САД је била на вишем нивоу него у 2015. години. Након 1,4% у јануару, м.г. инфлација се у наредним месецима кретала око 1,0%, али је у септембру почела да расте и у новембру је достигла десетогодишњи просек од 1,7%. Затим је наставила раст на 2,1% м.г. у децембру, што је њена највиша вредност у последње две и по године. Базна инфлација (искључујући храну и енергију) такође је расла и у децембру је износила 2,2% м.г. Укупна инфлација била је превасходно вођена опоравком цена енергената, а базна инфлација вишим трошковима становања.

Започето ребалансирање економије одразило се на успоравање раста БДП-а **Кине** са 6,9% у 2015. на 6,7% у 2016. На наставак релативно снажног раста деловали су позитивни ефекти предузетих стимулативних мера фискалне и монетарне политике на домаћу тражњу, који су неутралисали негативне ефекте споријег глобалног раста на нето извоз. Управо је очекивани наставак примене тих стимулативних мера главни разлог ревизије изгледа

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



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

раста навише и за 2017. годину на 6,6%, уз ризике наниже по основу високе задужености компанија и релативно високог раста кредитне активности.

Ниски инфлаторни притисци, успоравање раста Кине, Брегзит и последично слабији изгледи за глобални привредни раст, пре свега у П1, утицали су на то да монетарне политике водећих централних банака, ЕЦБ-а и ФЕД-а, буду експанзивније него што се претходно очекивало. Ипак, дивергентност између њих је повећавана посебно крајем године. Експанзивнију монетарну политику **ЕЦБ** је водила како би подстакла раст привредне активности и инфлације. Бројне конвенционалне и неконвенционалне мере монетарне политике, које спроводи од јуна 2014, ЕЦБ је у марту 2016. допунила новим – референтна каматна стопа смањена је за 5,0 б.п., на 0,0%, а смањене су и стопе на кредитне и депозитне олакшице. Поред тога, повећан је месечни ниво куповине aktive са 60,0 млрд евра на 80,0 млрд евра. У откуп су, поред државних, укључене и корпоративне обвезнице небанкарског сектора. Ради додатног подстицаја банкама да кредитирају привреду, уведен је и нови *TLTRO II* програм рочности од четири године, чије је спровођење почело јуна 2016. Након смањења у марту, ЕЦБ до краја године није мењала референтну каматну стопу (0,0%), али је у децембру продужила трајање програма квантитативних олакшица до краја 2017. године, с тим да ће обим куповина од априла смањити на 60,0 млрд евра месечно.

С друге стране, **ФЕД** је наставио с нормализацијом монетарне политике, али опрезном динамиком. Пажња тржишних учесника је током целе године била усмерена на састанке ФЕД-а и његове оцене актуелних економских кретања у настојању да се што боље перципира вероватно кретање референтне стопе. С обзиром на кретања на међународном финансијском тржишту, спорији глобални опоравак и неизвесност у погледу раста запослености и инфлације, ФЕД је одлагао повећање референтне каматне стопе. Захваљујући позитивним кретањима у реалном сектору и постепеном расту инфлације, он је средином децембра, први пут од децембра 2015, повећао референтну каматну стопу за 0,25 п.п., на интервал 0,50–0,75%. Већина чланова *FOMC*-а је очекивала да ће се раст економске активности наставити и да ће референтна стопа у 2017. години бити повећана три пута, за по 25 б.п., уместо два пута, колико се до тада очекивало.

Поред Народне банке Србије, и већина других централних банака **земаља централне и источне Европе** повећала је или задржала постојећи степен експанзивности монетарне политике. Тако је централна банка Мађарске у марту, априлу и мају смањила референтну каматну стопу за по 15 б.п., на 0,90%. Затим је до краја године користила и друге мере како би повећала степен експанзивности монетарне политике (увођење максималног износа ликвидности који може бити повучен путем аукција тромесечних депозита, смањење стопе обавезне резерве и стопе на кредитне олакшице). Слично је поступала и централна банка Румуније, не мењајући висину референтне стопе, али смањујући стопу обавезне резерве на обавезе у иностраној валути. Захваљујући слабљењу инфлаторних притисака и смањењу инфлационих очекивања, централна банка Русије је у јуну и септембру смањила референтну каматну стопу за по 50 б.п., на 10,0%.

Финансијска тржишта је карактерисала израженија нестабилност почетком године због лошијих изгледа за глобални привредни раст, али и почетка нормализације монетарне политике ФЕД-а, што је подстакло инвеститоре да усмеравају свој портфолио ка традиционалним сигурним уточиштима. Имплицитна мера волатилности финансијских тржишта – *VIX* достигла је 28% у фебруару. Након доношења нових експанзивних мера ЕЦБ-а и централне банке Јапана, као и очекиване спорије нормализације монетарне политике ФЕД-а, тензије су

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



Извор: База података ММФ-а.

* Раст представља апрецијацију.

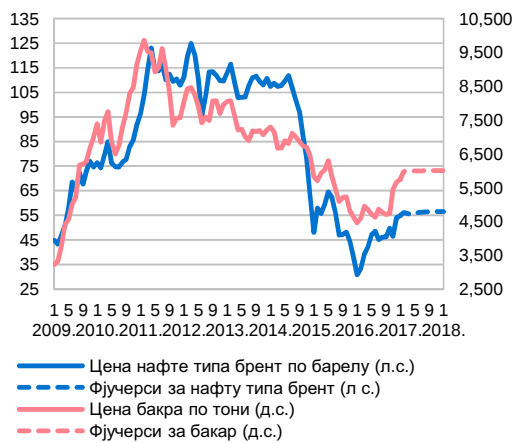
донекле смањене, а VIX се спустио на око 14%. Како се јун приближавао, неизвесност на тржиштима је поново расла услед референдума Велике Британије о изласку из ЕУ. Најављена спремност водећих централних банака да обезбеде ликвидност уколико то буде потребно помогла је да се превазиђе шок на тржиштима изазван Бреگزитом, те се VIX с јунских 26% спустио на око 12%. Последње тромесечје 2016. карактерисала су променљива кретања на финансијским тржиштима, делом због избора у САД, а делом због очекивања да ће ФЕД у децембру повећати референтну каматну стопу. Ипак, након раста на 23%, VIX се крајем године вратио на око 12%.

Таква кретања одразила су се на **цену злата**, као и на **валутна тржишта**. Цена злата је расла пре свега у јануару и фебруару, а потом у јуну и јулу, у складу с померањем инвеститора ка сигурној активи. Почетком јула је достигла највишу вредност у 2016, која је била за 28,9% већа него на крају 2015. Иако се до краја године смањивала, у односу на крај 2015. ипак је била виша за 8,1%.

Након знатног повећања, вредност долара у односу на друге светске валуте се у П1 смањивала, а депрецијација током фебруара и марта била је највећа двомесечна депрецијација долара од 2011. године. Упркос новим експанзивним мерама монетарне политике ЕЦБ-а, евро је од почетка године до краја априла ојачао према долару за 3,6%. Током маја и јуна слабио је у односу на долар, у великој мери услед неизвесности изазване референдумом у Великој Британији о изласку из ЕУ, али је П1 завршио јачи у односу на долар за 1,9%. Валутна кретања потом нису бележила знатнија померања, осим у случају британске фунте, која је годину завршила за 20,5% слабија у односу на амерички долар, пре свега због неизвесности проузроковане Бреگزитом. Од друге половине октобра долар је почео да јача, у великој мери услед очекивања да ће ФЕД повећати референтну каматну стопу у децембру, као и повећане вероватноће да ће нормализација монетарне политике ФЕД-а у 2017. години бити бржа од претходно очекиване због најављених фискалних стимуланса. У односу на крај 2015, долар је у 2016. ојачао у односу на евро за 3,9%.

Светска цена нафте типа брент је током 2016. повећана за 17,0% због смањења понуде и у извесној мери повећања тражње. Након што се средином јануара спустила на 26,4 долара по барелу, почела је да расте и у мају је достигла 50 долара по барелу, тј.

Графикон III.1.4. Кретање цена нафте и бакра (просечне месечне цене, у USD)



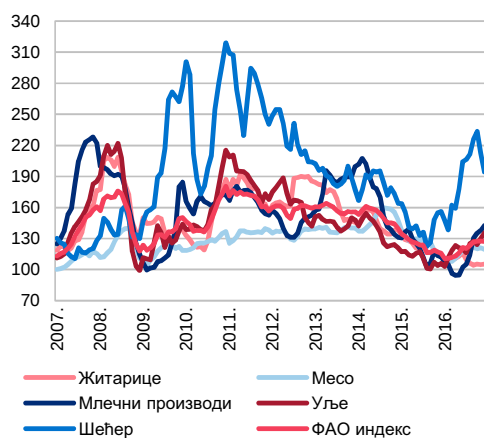
Извор: Блумберг.

ниво из новембра 2015. Током јуна цена нафте била је релативно стабилна (кретала се у распону од 46 до 51 долар за барел), али је након Бреگزита, само за неколико дана, пала за преко 7%. Након тога је, уз извесна колебања, имала тренд раста, у највећој мери због постигнутог договора у новембру међу земљама *OPEC*-а о смањењу производње од јануара 2017. Након овог договора, цена нафте типа брент прешла је ниво од 55 долара за барел, први пут после 18 месеци, и на крају године је износила 55,4 долара за барел. Ипак, просечна цена и даље је била релативно ниска – у 2016. је износила 44,1 долар за барел, док је у 2015. износила 52,3 долара за барел, а у 2014. години 98,9 долара за барел.

Иако је после пада у јануару бележила раст, **цена бакра** се није знатније опоравила све до новембра, када је достигла скоро 6.000 долара по тони. У просеку, током 2016. је износила 4.863 долара по тони, што је за 11,5% мање у односу на просечну цену у 2015. Знатнији опоравак цене овог метала, који има широку употребу, очекује се паралелно са опоравком привредне активности на светском нивоу. Јачање долара, најављени инфраструктурни пројекти и друге мере подстицања привредног раста у САД, као и стимулативне мере економске политике у Кини, подстакли су крајем године скок не само цене бакра већ и руде гвожђа, алуминијума и других метала.

Светске цене хране су током 2016. почеле да се опорављају. Мерене ФАО индексом, оне су на крају године биле реално више за 10,4%. Притом,

Графикон III.1.5. Индекс светских цена хране (реално, 2002 – 2004 = 100)



Извор: ФАО, УН.

покупеле су све врсте хране, осим житарица, чије су цене биле реално за 7,6% ниже него на крају 2015. Највише су поскупели уље (29,5%), млечни производи (27,0%), шећер (24,5%), а умереније и месо (6,1%).

Ипак, просечно посматрано, цене хране су у 2016. биле и даље за 2,9% ниже него у 2015. То је била пета узастопна година њиховог номиналног и реалног пада. Док су цене шећера и биљних уља биле знатно више у 2016. (реално за 32,3% и 9,8%, респективно), пад цена житарица, меса и млечних производа одржао је ФАО индекс испод просека у 2015. години. Житарице су биле 10,9% јефтиније него 2015. године, а чак за близу 40% него 2011. Цене млечних производа и меса, упркос расту током године, биле су реално ниже за 5,5% и 8,2%, респективно.

2. Међународне трансакције

Платнобилансна кретања и девизне резерве

Смањење спољне неравнотеже Србије настављено је и током 2016. године, вођено извозом, који је више него дуплиран у односу на преткризни ниво. Дефицит текућег рачуна платног биланса смањен је у односу на претходну годину за 0,7 п.п. БДП-а, на 4,0% БДП-а, и

био је више него покривен нето приливом по основу СДИ, који је износио 5,5% БДП-а.

Према прелиминарним подацима, **текући дефицит** у 2016, у износу од 1.370,3 млн евра, био је за 13,1% мањи него у 2015. години. Највећи допринос његовом смањењу потиче од смањења робног дефицита (–12,9%) и раста суфицита услуга (23,4%), чиме је **спољнотрговински дефицит** смањен на 2.581,4 млн евра (–21,0%). Захваљујући таквим кретањима, покривеност увоза робе и услуга извозом повећана је у 2016. години за 4,3 п.п., на 87,0%.

Унапређење пословног амбијента, спровођење фискалне консолидације и структурних реформи и постепен економски опоравак наших главних спољнотрговинских партнера (земље ЕУ и *CEFTA*) наставили су повољно да делују на робни дефицит. На нижи дефицит одразили су се и односи размене, тј. мањи пад извозних у односу на увозне цене, пре свега због појефтинјења нафте. **Извоз робе** је у 2016. и даље растао бржим темпом него увоз (12,1% наспрам 5,6%).⁷ Био је вођен пре свега растом извоза електричне опреме, хемијских производа, моторних возила и приколица, прехранбених и пољопривредних производа и производа од гуме и пластике. Изразит је био и раст извоза дуванских производа (47,5%), континуирано од 2012. године. Такође, Железара Смедерево је обновила производњу и знатно повећала извоз у односу на претходну годину. С друге стране, пад извоза забележен је у нафтној индустрији, пре свега због ниже светске цене нафте у П1. Наше најзначајније извозно тржиште и у 2016. биле су земље ЕУ (66,1%), чије је учешће у укупном извозу повећано за 0,4 п.п. у односу на 2015. Следе земље чланице *CEFTA*, чије је учешће смањено за 0,7 п.п., на 17,9%.

Увоз робе је у 2016. повећан за 858,2 млн евра, на 16.208,7 млн евра. Његовом расту, поред неklasификованих производа, највише је допринео раст увоза електричне опреме, а у мањој мери и руда метала и осталих саобраћајних средстава. С друге стране, смањена је вредност увоза различитих машина и опреме, прехранбених производа, основних метала, као и експлоатација и прерада нафте и гаса (уз одлучујући утицај пада цена енергената). Највише робе увозили смо из ЕУ (63,1%, за 0,7 п.п. више у односу на претходну годину), затим из земаља

⁷ Подаци о укупном извозу и увозу робе дати су према методологији платног биланса, док су детаљни подаци (по различитим класификацијама) дати према методологији спољне трговине.

Заједнице независних држава (9,9%, за 2,2 п.п. мање) и Кине (8,3%, за 0,2 п.п. мање).

Као и у случају робе, брже је растао **извоз услуга** у односу на њихов увоз (7,2% наспрам 3,9%), што је резултирало суфицитом од 895,1 млн евра. Повећању

извоза услуга за 169,7 млн евра највише је допринео извоз услуга телекомуникација, компјутерских и информацијских услуга (за 128,7 млн евра, на 739,5 млн евра) и осталих пословних услуга (за 80,4 млн евра, на 1.038,0 млн евра). Повећан је и прилив од туризма за 94,5 млн евра, који расте из године у годину и који је у 2016. премашао 1 млрд евра. Увоз услуга је повећан за 138,2 млн евра, пре свега због раста одлива по основу туризма, који је у 2016. повећан за сличан износ као и прилив.

У оквиру текућег рачуна, дефицит **примарног дохотка** био је већи за 17,6% и износио је 1.950,4 млн евра као последица већих нето одлива по основу доходака од СДИ (28,9%) због бољих перформанси домаћих предузећа у страном власништву (највише се односи на прерађивачку индустрију), али и повлачења наших инвеститора из директних инвестиција у иностранству. На рачуну дохотка од портфолио инвестиција забележен је сличан одлив као и претходне године, а на рачуну дохотка од осталих инвестиција већи за 37,9 млн евра. Приходи по основу дохотка од девизних резерви били су за 22,7 млн евра већи у односу на претходну годину.

Суфицит на рачуну **секундарног дохотка** од 3.161,4 млн евра смањен је у 2016. за 5,6%, првенствено због 5,9% нижих прилива по основу дознака (износили су 2.688,2 млн евра, или 7,9% БДП-а). Смањењу суфицита у мањој мери допринели су и нижи нето текући трансфери државе (од 81,5 млн евра) него у 2015, када је остварен ванредни прилив по основу

Табела III.2.1. Платни биланс Републике Србије¹⁾

(у млн EUR)

	2015.	2016.
I. ТЕКУЋИ РАЧУН	-1.577,4	-1.370,3
1. Салдо робе размене	-3.993,4	-3.476,5
1.1. Извоз	11.357,1	12.732,3
1.2. Увоз	15.350,5	16.208,7
2. Салдо услуге	725,4	895,1
2.1. Извоз	4.273,5	4.581,4
2.2. Увоз	3.548,1	3.686,3
3. Салдо робе и услуга	-3.268,0	-2.581,4
3.1. Извоз робе и услуга	15.630,6	17.313,6
3.2. Увоз робе и услуга	18.898,6	19.895,0
4. Примарни дохотак	-1.658,0	-1.950,4
4.1. Приходи	682,1	630,5
4.2. Расходи	2.340,1	2.580,8
од тога: камате	1.010,3	1.047,0
5. Секундарни дохотак	3.348,6	3.161,4
5.1. Приходи	3.794,5	3.637,3
5.2. Расходи	445,9	475,9
II. КАПИТАЛНИ РАЧУН	-17,5	-9,9
III. ФИНАНСИЈСКИ РАЧУН (без девизних резерви)	-1.371,4	-488,2
1. Директне инвестиције – нето	-1.803,8	-1.860,9
1.1. Актива (потраживања)	310,4	219,4
1.2. Пасива (обавезе)	2.114,2	2.080,2
2. Портфолио инвестиције – нето	289,2	916,0
2.1. Актива (потраживања)	76,8	121,2
2.2. Пасива (обавезе)	-212,5	-794,8
3. Финансијски деривати – нето	1,9	9,1
3.1. Актива (потраживања)	1,9	6,1
3.1. Пасива (обавезе)	0,0	-3,0
4. Остале инвестиције – нето	141,3	447,7
4.1. Трговински кредити	128,8	-98,3
4.1.1. Актива (потраживања)	464,3	893,1
4.1.2. Пасива (обавезе)	335,5	991,5
4.2. Финансијски кредити	230,4	326,2
4.2.1. Актива (потраживања)	32,2	14,2
4.2.1.1. Дугорочни	17,8	13,2
4.2.1.2. Краткорочни	14,3	1,0
4.2.2. Пасива (обавезе)	-198,2	-311,9
4.2.2.1. Дугорочни	-375,9	-698,1
4.2.2.2. Краткорочни	177,7	386,2
4.3. Готов новац и депозити – нето	-217,9	219,8
4.3.1. Актива (потраживања)	-189,0	173,8
4.3.2. Пасива (обавезе)	28,9	-46,0
IV. Средства резерви	166,5	-301,8
V. ГРЕШКЕ И ПРОПУСТИ	390,0	590,2
VI. УКУПНИ БИЛАНС	-166,5	301,8

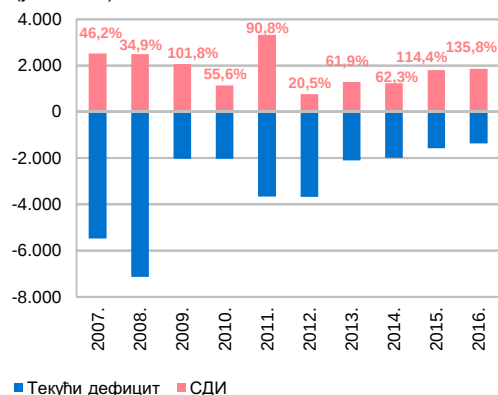
Извор: РЗС и НБС.

Напомена: Прелиминарни подаци за 2016.

¹⁾ По ВРМБ методологији.

Графикон III.2.1. Покривеност текућег дефицита СДИ*

(у млн EUR)



■ Текући дефицит ■ СДИ

Извор: РЗС и НБС.

* Прелиминарни подаци.

донација и званичне помоћи намењене поплавленим подручјима.

На **финансијском рачуну** платног биланса (без промене девизних резерви) у 2016. је забележен **нето прилив од 488,2 млн евра**. Захваљујући макроекономској стабилизацији и побољшаном пословном амбијенту, остварен је прилив **СДИ** од 1.860,9 млн евра, или 5,5% БДП-а, што је за 3,2% више него у 2015. години. Нето прилив по основу СДИ обезбедио је више него пуну покривеност текућег дефицита (135,8%). Према прелиминарним проценама, највећа су улагања у прерађивачкој индустрији (34,2%), финансијском сектору (20,3%), грађевинарству (12,5%), трговини (9,0%), комуникацијама (4,6%) и саобраћају (3,5%), а инвеститори су претежно били из земаља ЕУ (65,0%), али и из Хонгконга и Кине (10,3%), Уједињених Арапских Емирата (4,4%) и Русије (3,2%). Посебно је повољно то што је прилив СДИ, као и у претходне две године, био диверсификован, што је допринело ширењу извозне базе.

Због даље нормализације монетарне политике ФЕД-а, страни инвеститори су, као и током 2015, смањивали своју изложеност према тржиштима у успону, па и Србији. Смањењу њихових улагања у државне ХоВ допринеле су и мање финансијске потребе државе у условима истрајног спровођења фискалне консолидације. Како би смањила терет отплате у наредном периоду, држава је превремено отплатила и део дуга према Лондонском клубу поверилаца.

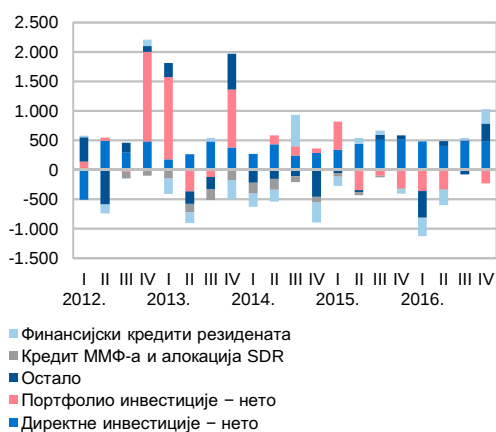
Домаће банке су уложиле око 121,2 млн евра у иностране ХоВ, што је раст од око 57,8% у односу на 2015. Такође, домаће банке су махом биле купци динарских обвезница, које је у 2016. први пут на нашем тржишту емитовала *EBRD*. Наведена кретања утицала су на то да по основу **портфолио инвестиција** буде забележен нето одлив од 916,0 млн евра.

Резиденти су смањили своје обавезе према иностранству и по основу **осталих инвестиција** за укупно 447,7 млн евра, од чега се на финансијске кредите односило 326,2 млн евра. По основу **финансијских кредита** највише су се раздужила предузећа (322,3 млн евра), следе банке (279,3 млн евра) и Народна банка Србије (23,2 млн евра). Према иностранству по кредитима нето се задужила држава (298,7 млн евра), јер је, поред отплата од 796,8 млн евра, користила кредите у износу од 1.095,5 млн евра.

Банке су повећале своје депозите у иностранству за 173,8 млн евра, док су нерезиденти смањили своје депозите код домаћих банака за 46,0 млн евра. Такође, супротно кретањима у 2015, по основу трговинских кредита резиденти су се нето задужили за 98,3 млн евра.

Девизне резерве су на крају 2016. године износиле 10.204,6 млн евра и биле су мање за 173,4 млн евра у односу на крај 2015. Притом, позитивни су били нето тржишни ефекти (међувалутне промене, промене цене злата и тржишне вредности ХоВ) у износу од

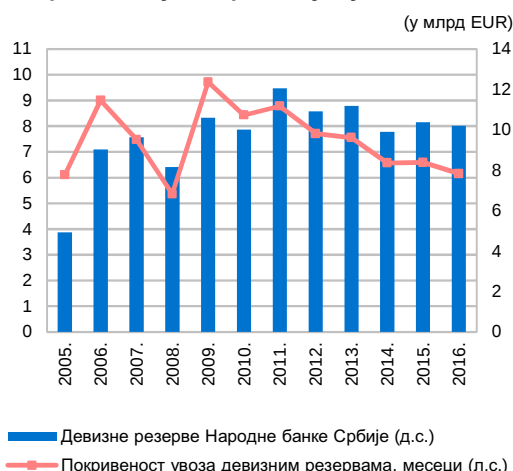
Графикон III.2.2. Структура финансијског биланса*
(у млн EUR)



Извор: НБС.

* Прелиминарни подаци.

Графикон III.2.3. Девизне резерве и покривеност увоза робе и услуга



Извор: РЗС и НБС.

128,4 млн евра, док је нето ефекат девизних трансакција био негативан у износу од 301,8 млн евра. Девизне резерве су на крају 2016. обезбеђивале покриће новчане масе М1 са 207% и више од шест месеци увоза робе и услуга. У нето износу од 8.364,0 млн евра биле су мање за 56,0 млн евра у односу на крај 2015. године.

У структури девизних резерви, на крају 2016. највеће учешће од 61,5% имале су иностране ХоВ, затим девизна средства на рачунима у иностранству са 22,9%, ефективни страни новац са 8,4%, злато са 6,5% и SDR код ММФ-а са 0,7%. У складу са основним принципима сигурности и ликвидности, средства су пласирана код првокласних институција (централних банака, међународних финансијских институција и првокласних иностраних банака), као и у високо ликвидне ХоВ чији су издаваоци најразвијеније земље у свету и међународне финансијске институције.

Народна банка Србије је у 2016. години остварила девизни прилив од продаје ХоВ РС деноминираних у еврима на домаћем финансијском тржишту у износу од 1.338,2 млн евра. Поред тога, прилив је остварен по основу коришћења кредита за РС (448,0 млн евра), обављања привременог платног промета с Косовом и Метохијом⁸ (423,3 млн евра), донација (122,0 млн евра), као и пласмана у иностране ХоВ и камата на девизна средства (26,5 млн евра).

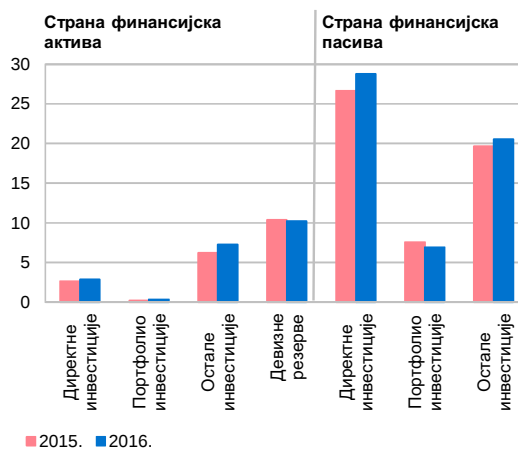
Обавезе према иностраним кредиторима (главнице и камате) редовно су измириване и у 2016. износили су 1.230,9 млн евра. Од тога се 91,2 млн евра односило на превремену отплату дела дуга према Лондонском клубу поверилаца. Из девизних резерви Народне банке Србије на име доспелих ХоВ РС деноминираних у еврима исплаћено је 812,5 млн евра, а за сервисирање старе девизне штедње 323,8 млн евра. Банке су у посматраном периоду повукле девизну обавезну резерву у нето износу од 305,0 млн евра. Интервенцијама Народне банке Србије на МДТ-у реализован је девизни одлив у нето износу од 200,0 млн евра⁹. По основу измиривања обавеза према ММФ-у исплаћено је 14,7 млн евра у оквиру стендабј аранжмана из 2009. године, а на име исплате дуга државе према банкама у земљи 2,6 млн евра.

Међународна инвестициона позиција земље

Међународна инвестициона позиција Србије као нето дужника повећана је током 2016. за 1,1 млрд евра и на крају године је износила 35,6 млрд евра, или 104,3% процењеног БДП-а, при чему су повећане и финансијска актива и пасива.

Страна финансијска актива Србије је на крају 2016. године износила 20,7 млрд евра, што је за 1,2 млрд евра више него у 2015. До повећања је дошло због извршених трансакција од 1,1 млрд евра и осталих промена од 120,9 млн евра. У оквиру финансијске aktive највише су повећане **остале инвестиције** (1,1 млрд евра) јер су резиденти повећали одобравање трговинских кредита у иностранству, а у мањој мери и зато што су повећали готов новац и депозите у иностранству. Тиме су остале инвестиције, од 7,3 млрд евра на крају 2016. године, повећале своје учешће у укупној нето активи за 3,3 п.п., на 35,1%. Највеће учешће у укупној активи и даље имају **девизне резерве** (49,4%), које су на крају 2016. износиле 10,2 млрд евра. **СДИ** резидената

Графикон III.2.4. Међународна инвестициона позиција* (у млрд EUR)



■ 2015. ■ 2016.

Извор: НБС.

* Прелиминарни подаци.

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

⁹ 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.

у иностранство повећане су током 2016. за 219,4 млн евра, тако да су потраживања по том основу износила 2,9 млрд евра, а њихово учешће у укупној активи 13,9%. Раст **портфолио инвестиција** резидената у иностранство је настављен (121,4 млн евра), али оне и даље чине мали део укупне активе (1,6%). На крају 2016. вредност страних ХоВ у поседу инвеститора из Србије износила је 321,0 млн евра.

Страна финансијска пасива Србије је у 2016. повећана за 2,3 млрд евра, на 56,2 млрд евра. Повећање је резултат реализованих нето трансакција од 1,9 млрд евра и осталих промена од 436,7 млн евра. Као и 2015. године, позитивно је то што је пораст финансијске пасиве настао пре свега по основу **СДИ**, чије стање је премашило половину укупне пасиве (51,2%). Обавезе резидената по основу СДИ повећане су за 2,1 млрд евра, на 28,8 млрд евра, што представља 84,4% БДП-а и више је за 4,7 п.п. у односу на 2015. годину. У структури СДИ доминирају обавезе резидената по основу директних улагања у власнички капитал (18,3 млрд евра), следе обавезе по основу међукомпанијског задужевања (7,2 млрд евра) и реинвестиране добити (3,3 млрд евра). Обавезе резидената, првенствено државе, по основу **портфолио инвестиција** на крају 2016. износиле су 6,9 млрд евра, или 12,3% укупне пасиве.

У структури финансијске пасиве, **остале инвестиције** су на крају 2016. износиле 20,5 млрд евра и чиниле су 36,5% укупне пасиве. У односу на крај 2015, обавезе резидената по овом основу повећане су за 855,1 млн евра због повећања трговинских кредита и аванса, док су обавезе по основу кредита смањене на 16,5 млрд евра. У структури осталих инвестиција смањени су и готов новац и депозити за 46,0 млн евра, на 832,7 млн евра.

3. Кретања на финансијском тржишту

Каматне стопе

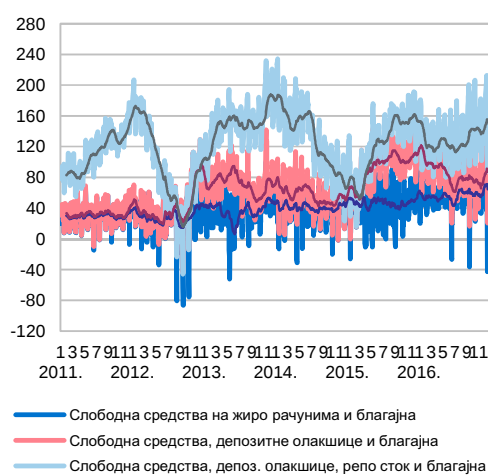
Распон између референтне каматне стопе и просечне репо стопе¹⁰ смањен је у 2016, пре свега у П1, чему је допринела и одлука Народне банке Србије да сузи коридор каматних стопа у односу на референтну

стопу. Просечна репо стопа била је до пред крај маја готово изједначена са стопом на депозитне олакшице, да би се током јуна повећала због тога што је на аукцијама репо ХоВ у том периоду повлачен готово целокупан понуђени вишак динарске ликвидности банака. До краја године њене вредности скоро да нису мењане и крајем децембра износила је 2,9%, што је за 0,3 п.п. више у односу на крај 2015.

Промет на међубанкарском преконоћном тржишту новца у 2016. у просеку је износио 3,7 млрд динара, или за 0,1 млрд динара више него у 2015. Посматрано по месецима, просечне вредности промета расле су током П1, у складу с постепеним смањењем вишкова динарске ликвидности банака, док су се у П2 стабилизирале на око 4,5 млрд динара, а пред крај године су смањене на 3,2 млрд динара. До краја маја каматна стопа *BEONIA* кретала се близу стопе на депозитне олакшице и у просеку је износила 2,6%, да би у наредна два месеца забележила мањи раст, пратећи кретање просечне репо стопе. Од јула до краја године она је у просеку износила 2,8% на месечном нивоу, што је за 0,2 п.п. више у односу на њену просечну вредност из децембра 2015.

Каматне стопе *BELIBOR* наставиле су пад у првим месецима 2016, који је био нешто израженији за дуже

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



Извор: НБС.

¹⁰ Стопа остварена на репо аукцијама пондерисана износом продатих ХоВ.

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



рочности, чему је допринела и ниска очекивана инфлација. Током априла и маја ове стопе се нису мењале, у јуну су благо порасле, те су до краја године бележиле стабилно кретање. У децембру су се њихове просечне вредности кретале у распону између 3,0% за најкраћу до 3,6% за рочност од шест месеци, што представља пад између 0,1 п.п. и 0,4 п.п. у односу на њихове просечне вредности из децембра 2015.

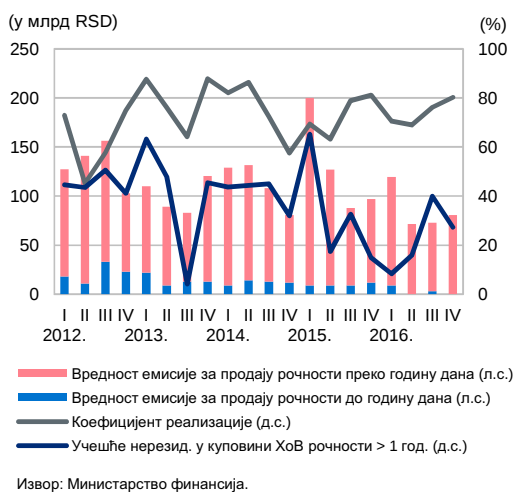
Побољшање фискалне позиције и последично мања потреба државе за задужевањем, уз досадашње

ублажавање монетарне политике, утицали су на то да **каматне стопе на динарске државне ХоВ наставе пад током 2016.** Пад стопа био је израженији за дуже рочности – стопе на шестомесечне и једногодишње ХоВ снижене су за по 0,6 п.п., на 2,7% и 3,5%, респективно, на двогодишње за 0,7 п.п., на 4,3%, а на трогодишње за 1,9 п.п., на 4,7%. И задужевање на рок од три месеца додатно је смањено у 2016, при чему су тромесечне ХоВ продаване само почетком године, по стопи од 2,8%. Највећи пад од 5,1 п.п. (у односу на аукцију из марта 2015) исказале су стопе на седмогодишње ХоВ, које су у октобру износиле 5,6%. И на аукцији двогодишњих амортизационих обвезница с варијабилним купоном везаним за референтну каматну стопу фиксна маргина је додатно смањена (са 0,6 п.п. на 0,3 п.п.).

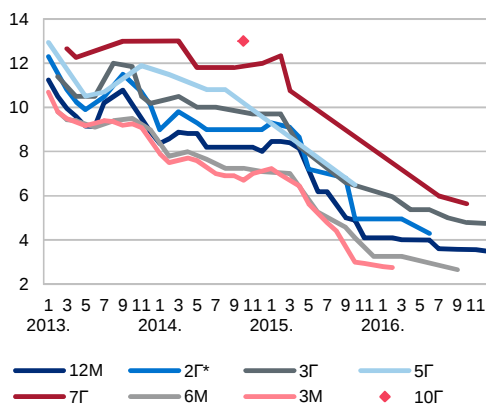
Након почетка нормализације монетарне политике ФЕД-а (крај 2015) страни инвеститори су почели да смањују своју изложеност према земљама у успону, па и Србији. Ипак, они су и даље били спремни да улажу у ХоВ најдужих рочности, што је доприносило паду стопа на ове ХоВ на примарном тржишту. Томе је погодновало даље поправљање макроекономских фундамената Србије, кроз смањење интерне и екстерне неравнотеже.

Сличан пад као на динарске исказале су и каматне стопе на државне ХоВ у еврима. Стопе постигнуте на аукцијама крајем године кретале су се у распону између 0,8% за једногодишње ХоВ и 4,2% за петнаестогодишње ХоВ.

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 %)



Укупан промет на секундарном тржишту државних ХоВ у 2016. је износио 407,5 млрд динара, што је за петину више него у 2015. Највише се трговало ХоВ иницијалне рочности од три и седам година, а страни инвеститори су били активнији на страни продаје, пре свега због очекивања брже нормализације монетарне политике ФЕД-а. Стопе приноса за већину ХоВ биле су у паду и у децембру су се налазиле у распону од 3,4% за преосталу рочност од једног месеца до 5,75% за преосталу рочност од 78 месеци.

У децембру је *EBRD* емитовала и продала динарску обвезницу с роком доспећа од три године и варијабилном каматном стопом ($3M\ BELIBOR + 0,4$ п.п.), чиме је постала прва међународна финансијска институција која је издала динарске ХоВ на домаћем тржишту. Средства обезбеђена њиховом продајом биће усмерена у динарско кредитирање привреде.

На кредитном сегменту, **каматне стопе на кредитне приватном сектору наставиле су пад током 2016.** спутивши се на нове најниже нивое. Смањење каматних стопа било је опредељено ублажавањем монетарне политике Народне банке Србије, ниским каматним стопама у зони евра и појачаном конкуренцијом међу банкама.

Просечна пондерисана каматна стопа на динарске кредитне становништву у 2016. смањена је за 1,2 п.п. и у децембру је износила 10,8%. Томе је највише допринело смањење стопа на готовинске кредитне (укључујући и кредитне за рефинансирање), које су

снижене за 0,9 п.п., на 11,2%, а снижене су и каматне стопе на потрошачке (7,0%) и остале кредитне (10,1%). Поједине банке су почеле да одобравају динарске стамбене кредитне с роком отплате дужином од 20 година и по стопи испод 5%, што је донедавно била стопа по којој су одобравани девизно индексирано кредити. То се одразило и на износ просечне пондерисане каматне стопе на нове динарске стамбене кредитне у новембру (5,5%).

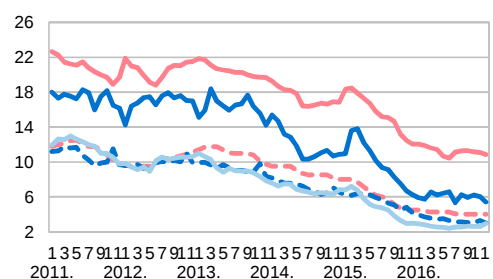
Просечна пондерисана каматна стопа на новоодобрене динарске кредитне привреди у децембру је износила 5,4%, што је за 0,8 п.п. ниже него крајем 2015. Снижене су стопе на све врсте кредита, а најизраженији пад забележиле су стопе на инвестиционе кредитне (за 1,5 п.п., на 5,8%). Крајем 2016. кредити за обртна средства одобравани су по просечној стопи од 4,9%, а остали по 6,0%, што је ниже него у децембру 2015. за 1,1 п.п. и 0,5 п.п., респективно.

Просечна пондерисана каматна стопа на **новоодобрене** динарске кредитне привреди и становништву у 2016. је смањена за 0,4 п.п. и у децембру је износила 8,5%. Пад је нижи у односу на појединачни пад стопа на кредитне привреди и становништву због већег учешћа динарских кредита становништву него крајем 2015, који су иначе скупљи од кредита привреди.

Каматна стопа на новоодобрене кредитне у еврима и динарске евроиндексиране кредитне привреди и

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

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



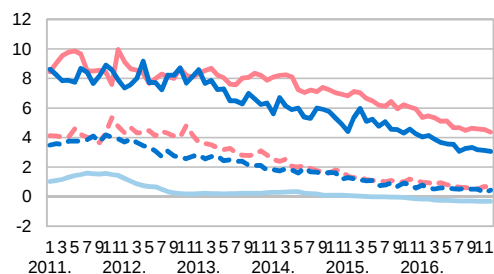
— Новоодобрене динарске кредитне становништву
— Новоодобрене динарске кредитне привреди
- - - Референтна каматна стопа, просек периода
- - - Новоположени динарске депозите становништву
- - - Новоположени динарске депозите привреди

Извор: НБС.

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

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

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



— Новоодобрене девизне кредитне становништву**
— Новоодобрене девизне кредитне привреди**
- - - Новоположени девизне депозите становништву
- - - Новоположени девизне депозите привреди
— EURIBOR 3M

Извор: НБС и Европска банкарска федерација.

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

** У еврима и евроиндексирано.

становништву смањена је у 2016. за 1,2 п.п., на 3,2%. За толико је смањена и просечна стопа на кредите привреди, која је у децембру износила 3,1%. Пад је био најизраженији за евроиндексиране кредите за обртна средства (за 1,4 п.п., на 3,0%), а снижене су и стопе на инвестиционе кредите (на 3,4%), кредите за увоз (на 2,5%) и остале кредите (3,1%). На пад просечне стопе на кредите становништву од 1,6 п.п., на 4,4%, највише је утицало снижење стопа на стамбене кредите (за 0,8 п.п., на 3,1%). Попут динарских, снижене су и стопе на готовинске (3,5%), потрошачке (5,3%) и остале кредите (7,0%).

Каматне стопе на новоположене динарске депозите у просеку су смањене за 0,1 п.п., на 2,9% у децембру. При томе, просечна стопа на динарске депозите привреде у децембру (2,9%) готово да није промењена у односу на децембар 2015, док је просечна стопа на динарске депозите становништва снижена за 1,2 п.п., на 3,0%. Просечна пондерисана каматна стопа на новоположене депозите у еврима смањена је за 0,3 п.п., на 0,5%, при чему је просечна каматна стопа на штедњу грађана снижена за 0,5 п.п., на 0,6%, док је стопа на новоположене депозите привреде у децембру (0,4%) била незнатно нижа (за 0,1 п.п.) него крајем 2015.

Премија ризика земље

Премија ризика Србије, тј. разлика у приносима на доларске еврообвезнице Србије у односу на америчке државне хартије, била је и током 2016. године под

утицајем глобалних, али и домаћих фактора. Мерена *EMBI*, износила је 249 б.п. на крају године, што је за 5 б.п. ниже него на крају 2015. На свој минимум у 2016. години од 212 б.п. спустила се у септембру. У просеку посматрано, премија ризика Србије била је за 10 б.п. мања него у 2015. Од посматраних земаља у региону, једино је још *EMBI* за Хрватску забележио смањење (9 б.п. у просеку).

На почетку године, премија ризика Србије, као и других земаља у успону, бележила је раст, а главни покретачи тог раста били су глобални фактори. Неизвесност на међународном финансијском и робном тржишту била је повећана услед успоравања привредног раста Кине, бојазни да су изгледи за глобални раст лошији од претходно очекиваних и последичног пада цене нафте и других примарних производа. Глобални фактори су надјачали позитиван утицај домаћих фактора, међу којима су најзначајнији знатно бољи фискални резултати од очекиваних, успешно спровођење аранжмана из предострожности с ММФ-ом и последично поправљање изгледа кредитног рејтинга Србије с негативних на стабилне од стране агенције *Standard and Poor's*.

Најаве спорије нормализације монетарне политике ФЕД-а и нових експанзивних мера ЕЦБ-а од марта позитивно су се одразиле на склоност инвеститора ка улагањима у земље у успону. Зато су премије ризика ових земаља од средине фебруара биле у паду. Са смирењем неизвесности на међународном финансијском тржишту смањивала се и премија ризика Србије, која се у мају и јуну спуштала на близу 250 б.п. Знатном смањењу премије ризика Србије у посматраном периоду допринели су и домаћи фактори. Изгледе раста кредитног рејтинга Србије са стабилних на позитивне у марту је повећала агенција *Moody's*. Боље макроекономске перформансе наше привреде и њене изгледе за наредни период потврдио је у јуну и ММФ, док је агенција *Fitch* у истом месецу повећала кредитни рејтинг Србије (с *B+* на *BB-*, уз стабилне изгледе за његово даље повећање).

Утицај глобалних фактора поново је био изражен у јуну, с приближавањем референдума у Великој Британији о изласку из ЕУ. Референдум је доминантно утицао на кретања на финансијском тржишту, узрокујући осцилације премије ризика свих земаља у успону, па и Србије. Међутим, тржишта су се релативно брзо опоравила и велики број земаља у успону Т2 је завршио с нижом премијом ризика него што га је започео. Смиревању ситуације на тржиштима у највећој мери су допринела очекивања



инвеститора да ће због Брегзита мере монетарне политике водећих централних банака бити експанзивније него што се до тада мислило.

Пад премије ризика Србије је настављен и она је у септембру смањена на најнижи ниво у последњих девет година (на 212 б.п.). Такво кретање премије ризика било је у великој мери одређено и домаћим факторима, пре свега даљим смањењем унутрашње и спољне неравнотеже захваљујући доследном спровођењу мера фискалне консолидације и структурних реформи. Потврду тога дао је и ММФ, доносећи крајем августа одлуку о успешном завршетку четврте и пете ревизије стендбај аранжмана из предострожности.

Од октобра су очекивања нешто бржег привредног раста и инфлације у САД довела до раста приноса на америчке дугорочне државне ХоВ. Истовремено, изгледи да ће због тога нормализација монетарне политике ФЕД-а бити бржа него што се претходно очекивало утицали су на раст приноса на дугорочне државне ХоВ земаља у успону, тако да је током Т4 2016. повећана разлика између њих и приноса на америчке државне хартије. Крајем године се ситуација на међународном финансијском тржишту донекле смирила, смањени су и приноси на државне хартије земаља у успону, па је и премија ризика ових земаља пала.

Позитивне макроекономске перформансе и изгледе Србије за наредни период крајем године је потврдио и ММФ, доносећи у децембру одлуку о успешном завршетку шесте ревизије стендбај аранжмана. Поред тога, у децембру је агенција *Standard and Poor's* поправила изгледе за побољшање кредитног рејтинга Србије и потврдила кредитни рејтинг на нивоу *BB-*.

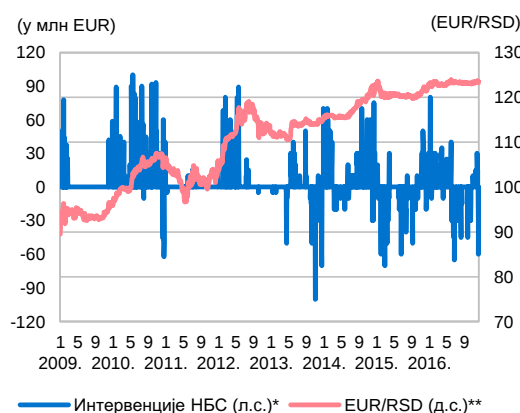
Кретања на девизном тржишту и курс динара

Динар је у 2016, посматрано крајем периода, ослабио према евр за 1,5%, а на нивоу просека за 1,9%. Релативна стабилност курса динара одржана је у условима повећане неизвесности у међународном окружењу захваљујући побољшању макроекономских фундамената Србије као резултат смањења интерне и екстерне неравнотеже и правовременим и добро одмереним интервенцијама Народне банке Србије на девизном тржишту које су биле усмерене на ублажавање прекомерних краткорочних осцилација курса динара.

Кретања на домаћем девизном тржишту у П1 била су под утицајем тражње и домаћих предузећа и нерезидената за девизама. Високу тражњу домаћих предузећа за девизама почетком године подстакла су већа плаћања за увоз енергената. Веће куповине девиза настављене су и у каснијим месецима за потребе плаћања увоза енергената, опреме и репроматеријала, у складу с повећаним потребама привреде, чији је економски опоравак настављен. Поред тога, банке и предузећа су додатно смањили своје кредитне обавезе према иностранству. И тражња за девизама од стране нерезидената, који су смањивали своје портфеле државних ХоВ, била је појачана услед глобалне неизвесности, која је у овом периоду постојала због очекивања нормализације монетарне политике ФЕД-а, а почетком године и потреса на кинеском финансијском тржишту.

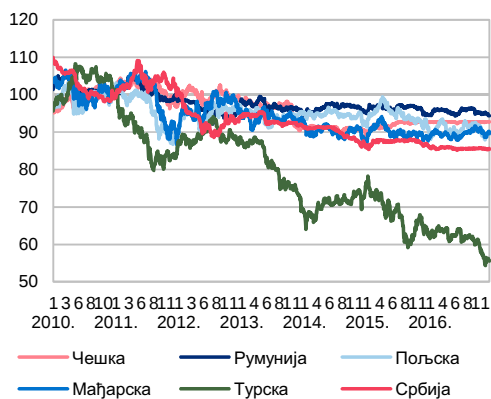
С друге стране, раст извоза је знатно убрзан, док висок нето прилив СДИ сведочи о повољној перцепцији инвеститора о дугорочним улагањима у Србију. Прилив дознака из иностранства, али и доспеће последње серије обвезница старе девизне штедње у мају деловали су на повећан откуп ефективног страног новца по мењачким пословима. Током јуна је повећана и валутно индексирана актива банака, због чега су банке, ради уравнотежавања девизних позиција, креирале понуду девиза на девизном тржишту, што је ублажило депрецијацијске притиске.

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



Графикон III.3.9. Кретање курсева одређених националних валута према евр^{*}

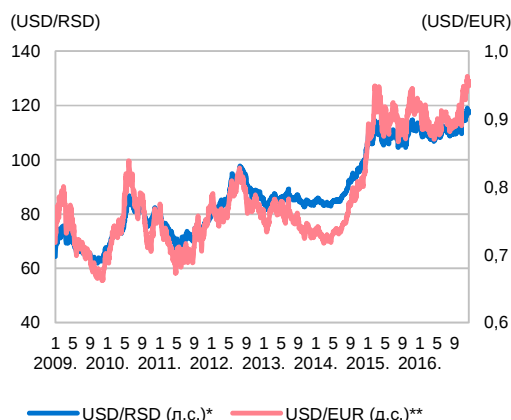
(дневни подаци, 31. 12. 2010 = 100)



Извор: НБС и веб-сајтови централних банака.

* Раст представља апрецијацију.

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



Извор: НБС.

* 1 USD у RSD.

** 1 USD у EUR.

Турбуленције на међународном финансијском тржишту након објављивања резултата референдума у Великој Британији осетиле су се и на домаћем девизном тржишту, али је захваљујући адекватној и правовременој реакцији Народне банке Србије и комуникацији с јавношћу девизно тржиште врло брзо умирено. Након тога су превладали апрецијацијски притисци и Народна банка Србије је до средине новембра интервенисала искључиво на страни куповине девиза како би спречила прекомерно краткорочно јачање динара. Домаће девизно тржиште у том периоду карактерисала је мања тражња предузећа за девизама од уобичајене, којој су допринели и добри извозни резултати и висок прилив СДИ. Нешто мањи прилив по основу откупа ефективног страног новца у појединим месецима био је неутрализован повећањем девизно индексиране активе банака. Јачању динара у јулу допринели су и нерезиденти, који су због раста улагања у државне ХоВ били нето купци динара. Ипак, с растом изгледа да ће динамика повећања референтне стопе ФЕД-а бити бржа од очекиване, они су у остатку периода наставили да смањују своја улагања у државне ХоВ и купују девизе, што је, уз куповину девиза за плаћање увоза енергената, подстакло депрецијацијске притиске у децембру.

Одржана релативна стабилност динара у условима турбуленција на међународном финансијском тржишту потврђује да је отпорност домаће привреде на екстерне потресе повећана захваљујући знатном побољшању макроекономских фундамената.

Просечан дневни промет на МДТ-у који је остварен међу банкама¹¹ смањен је у 2016. на 24,2 млн евра, што је за 7,8 млн евра ниже него у 2015. И осцилације девизног курса¹² кретале су се у складу с кретањем промета – смањивале су се до септембра, а повећале током Т4, али су и поред тога остале ниске.

Очекивања да ће ФЕД повећати референтну стопу у децембру, као и повећана вероватноћа да ће нормализација монетарне политике ФЕД-а у 2017. бити бржа него што се претходно очекивало, подстакли су јачање долара од средине октобра. На нивоу године долар је ојачао према евр за 3,6%, тако да је динар, посматрано крајем периода, у 2016. ослабио према долару за 5,0%.

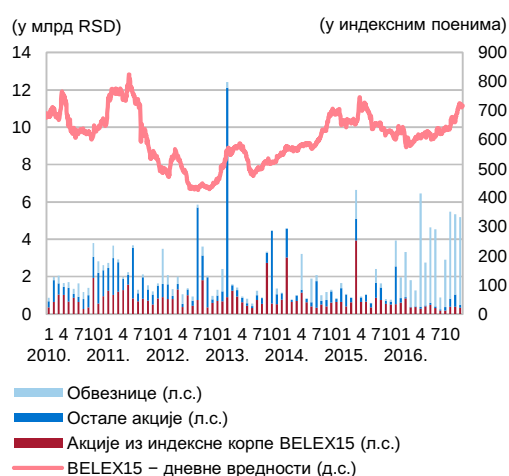
Кретања на берзи

Индекси Београдске берзе су почетком године били у паду, делом и услед повећане неизвесности на

¹¹ Без Народне банке Србије.

¹² Мерено методама EWMA и EGARCH. EWMA (Exponentially Weighted Moving Average) – метод пондерисаних покретних просека код кога се процентуалним дневним променама девизног курса додељују различити пондери за различите

временске тренутке, при чему ти пондери експоненцијално опадају удаљавањем од садашњег момента. EGARCH (Exponential General Autoregressive Conditional Heteroskedasticity) – метод оцено условне варијансе који приказује асиметричан ефекат позитивних и негативних шокова на оцено условне варијансе.

Графикон III.3.11. Индекс **BELEX15** и промет на Београдској берзи

Извор: Београдска берза.

међународном финансијском тржишту и пада цене нафте.¹³ Опоравак је започет у марту, али је накратко прекинут крајем јуна, када су се, након објављивања резултата референдума у Великој Британији, колебања на светским берзама осетила и на домаћем тржишту капитала. Раст цена акција је настављен током П2, а посебно је убрзан у Т4. Крајем децембра индекс *BELEX15* износио је 717,4 индексна поена, а *BELEXline* 1.569,4, што је за 11,4% и 13,7%, респективно, више него крајем 2015.

Трговање акцијама на Београдској берзи у 2016. бележило је ниске вредности – укупан промет акцијама износио је 6,5 млрд динара, при чему се преко две трећине тог промета (69%) односило на трговање акцијама из индексне корпе *BELEX15*. Страни инвеститори су учествовали у укупном промету акцијама са 2,6 млрд динара и на нивоу године били су нето продајци акција у износу од 1,2 млрд динара.

На трговање обвезницама током 2016. односило се 85% оствареног промета на берзи. Укупан промет обвезницама (38,1 млрд динара) био је седам пута виши него у 2015, а тај раст се пре свега дугује омогућеном трговању дугорочним државним обвезницама (36,6 млрд динара) од новембра 2015.

При томе, на трансакције са страним инвеститорима односило се око једне четвртине овог промета. Промет последњом преосталом серијом обвезница старе девизне штедње A2016 износио је 1,6 млрд динара. Тим ХоВ трговало се до 19. маја, када су због доспећа крајем месеца искључене с листинга берзе.

Муниципалним обвезницама општине Стара Пазова трговало се само у јануару 2016, након што су ове обвезнице и обвезнице града Шапца крајем 2015. због недовољне ликвидности пребачене са *open market* сегмента на МТП сегмент.

У децембру је начињен нови корак у развоју тржишта капитала у Србији и пружена додатна подршка процесу динаризације, која је стратешки циљ Народне банке Србије, пошто је емитовањем динарске обвезнице *EBRD* постала прва међународна финансијска институција која је издала динарске ХоВ на домаћем тржишту. Обвезнице су укључене на листинг Београдске берзе.

Тржишна капитализација Београдске берзе је у 2016. смањена за 90,9 млрд динара и крајем децембра је износила 592,4 млрд динара. Капитализација регулисаног сегмента смањена је за 57,0 млрд динара, што је делом резултат доспећа обвезница серије A2016, али и искључења, односно повлачења одређених издавалаца с берзе. Капитализација МТП тржишта, под утицајем искључења одређених издавалаца са овог сегмента, смањена је за 33,9 млрд динара. То је утицало на пад учешћа тржишне капитализације у оцењеном БДП-у за 2,8 п.п., на 14,1% крајем 2016.

4. Новац и кредити

Монетарни агрегати М1, М2 и М3

С даљим опоравком економске активности брзина оптицаја новчане масе наставила је да се смањује, при чему је то смањење било израженије за динарске агрегате.

Укупна новчана маса М3 је повећана у 2016, пре свега услед раста у П2. Структура динарске новчане масе наставила је да се мења у корист веће

¹³ Компанија која се бави прерадом нафте има највеће појединачно учешће (20%) у структури индекса *BELEX15*.

заступљености депозита по виђењу. Раст тих депозита (83,9 млрд динара) утицао је на то да, уз раст готовог новца у оптицају, М1 у 2016. буде реално повећан за 18,6%. То повећање је највише определило и реални раст М2 (13,3%), пошто су средства на штедним и ороченим депозитима незнатно повећана (2,5 млрд динара). Девизни депозити су бележили раст од фебруара и у 2016. су укупно повећани за 830,0 млн евра, што је допринело томе да М3 буде реално повећан за 9,8%.

Опоравак кредитне активности настављен је у 2016, што је, уз већа улагања банака у државне ХоВ, највише утицало на креирање МЗ.

Повећање средстава на депозитима по виђењу остварено је код свих сектора, а највећим делом на рачунима грађана, као и предузећа из области трговине и прерађивачке индустрије. Иако су динарски депозити дужих рочности већине сектора били нижи у односу на крај 2015, расту штедних и орочених депозита допринело је повећање средстава на рачунима јавних предузећа и наставак раста динарске штедње грађана.

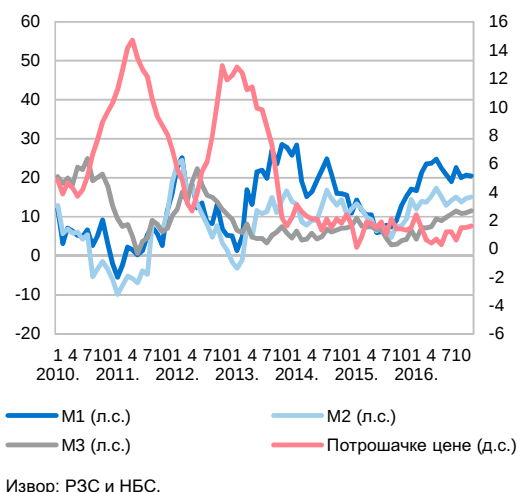
Динарска штедња грађана достигла је крајем 2016. нови највиши ниво – 50,4 млрд динара, што је скоро три пута више него крајем 2012. године, у којој је усвојена стратегија динаризације. У односу на крај 2015. била је виша за 11,0%, док је њено учешће у укупној штедњи повећано на 4,5%. Дужи период ниске и стабилне инфлације, релативна стабилност девизног курса, повољније каматне стопе и порески третман у односу на девизну штедњу подстичу њен раст. И девизна штедња грађана додатно је повећана током 2016, за 334,4 млн евра, и у децембру је износила 8,7 млрд евра.

Поред штедње грађана, израженији раст бележе и девизни депозити предузећа, за 408,3 млн евра, у великој мери захваљујући добрим извозним резултатима. Мање повећање остварили су и девизни депозити осталих сектора.

Кредити банака

Домаћи кредити су у 2016, искључујући ефекат промене девизног курса,¹⁴ повећани за 1,9%, а њихово

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



Извор: РЗС и НБС.

учешће у оцењеном БДП-у у децембру је износило 47,4%. Кредити становништву су у децембру забележили мг. раст од 10,1%, док су кредити привреди били за 3,8% нижи него пре годину дана, што је последица очекиваног интензивирања активности банака на решавању *NPL* и превремене отплате кредита једног јавног предузећа према домаћим банкама. По искључењу ефекта ова два специфична фактора, мг. раст кредита привреди у децембру је износио 1,5%, а раст укупних кредита 5,0%.

Приликом финансирања кредитне активности банке су се ослањале на домаће изворе финансирања, пре свега на депозите привреде и становништва,¹⁵ а кредитни потенцијал ослобођен је и по основу смањења стопа девизне обавезне резерве.

Према прелиминарним подацима, кредити привреди су, без ефекта промене девизног курса, у 2016. опали за 3,8%, или за 44,1 млрд динара. Иако износ новоодобрених кредита указује на опоравак кредитирања привреде, деловање неколико специфичних фактора у 2016. утицало је на пад кредитних потраживања банака од привреде. Негативан утицај на стање ових потраживања у П1 је имало доспеће субвенционисаних кредита, али је он континуирано слабио све до краја јуна, када су доспели и последњи кредити из овог програма. Током

¹⁴ Обрачунато по курсу динара према евра, швајцарском франку и долару на дан 30. септембра 2014. (тзв. програмски курс који се користи за потребе праћења аранжмана с ММФ-ом), узимајући у обзир валутну структуру потраживања по основу кредита.

¹⁵ Раст депозитне базе био је израженији у односу на кредитни раст, што је утицало на то да показатељ односа кредита и депозита (*LTD* коефицијент) у 2016. буде смањен за 8,2 п.п., на 99,7%.

Табела III.4.1. Монетарни преглед
(у млн RSD)

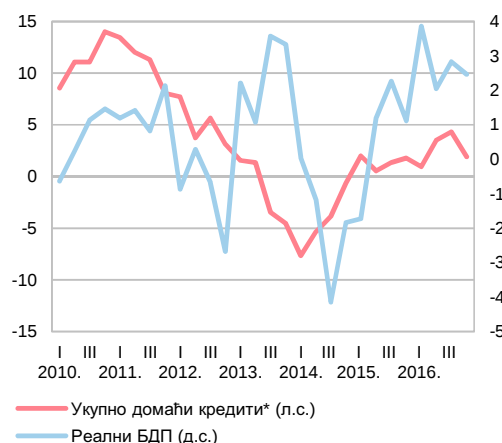
	Дец. 2015.	Дец. 2016.	Промене у 2016.
Нето потраживања од иностранства	1.086.787	1.155.889	69.102
Нето потраживања банака од иностранства	-177.955	-109.715	68.240
Нето домаћа актива банкарског сектора	882.720	1.041.163	158.442
Нето домаћи кредити	2.173.592	2.368.950	195.357
Нето потраживања од државе	193.299	340.113	146.813
Пласмани држави	539.657	642.159	102.502
Депозити државе	-346.358	-302.046	44.311
Потраживања од невладиних сектора	1.980.293	2.028.837	48.544
Становништво	759.875	839.409	79.534
Привреда	1.162.049	1.126.558	-35.491
Др. финансијске корпорације	24.770	29.431	4.661
Локални ниво власти	32.193	31.369	-824
Непрофитне и др. организације	1.406	2.070	664
Остала нето актива	-1.290.872	-1.327.787	-36.915
Новчана маса М3	1.969.507	2.197.052	227.544
Новчана маса М2	702.476	808.309	105.833
Новчана маса М1	504.474	607.856	103.382
Готов новац у оптицају	139.818	159.265	19.447
Депозити по виђењу	364.656	448.591	83.935
Динарски штедни и орочени депозити	198.002	200.453	2.451
Девизни депозити	1.267.032	1.388.743	121.711

Извор: НБС.

целе године, а посебно у Т4, на пад потраживања утицале су и активности банака усмерене на решавање *NPL* кроз отпис и продају *NPL* лицима ван банкарског сектора.¹⁶ Томе је допринела и превремена отплата кредита једног јавног предузећа у октобру према домаћим банкама, која је покривена коришћењем прекограничног кредита.

Укупан износ новоодобрених кредита привреди у 2016. (872,2 млрд динара) био је за 16,6% већи него у 2015. Присуство позитивних тенденција потврђује и чињеница да, и ако се искључе кредити који су рефинансирани по повољнијим условима (око 24%), износ нових кредита привреди у 2016. је за 18,1% виши него у 2015. Тражња предузећа за кредитима, као и раније, била је у највећој мери вођена потребом финансирања обртних средстава и реструктурирања дугова, тако да су кредити за обртна средстава чинили више од половине новоодобрених кредита привреди

¹⁶ У 2016. укупно је отписано око 42 млрд динара *NPL*, док је лицима ван банкарског сектора продато 57,1 млрд динара потраживања, при чему је део тих потраживања претходно отписан. Поређења ради, у целој 2015. укупно је отписано 7,4 млрд динара *NPL*, а лицима ван банкарског сектора продато 16,5 млрд динара кредита.

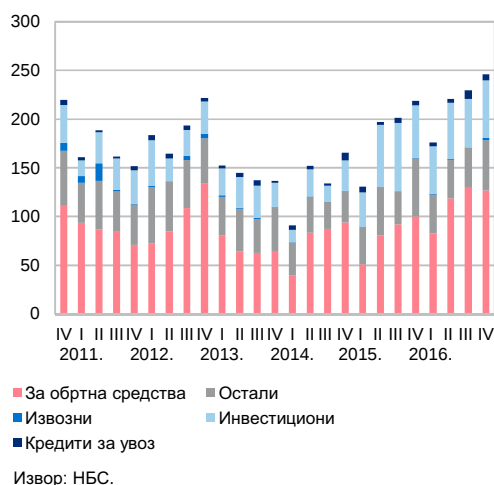
Графикон III.4.2. Кредитна активност и БДП
(мг. стопе, у %)

(52,5%). Задржано је и релативно високо учешће инвестиционих кредита у новоодобреним кредитима (24,8%), чиме је потврђен већи значај кредита у финансирању инвестиција. Захваљујући опоравку инвестиционог кредитирања, та категорија кредита сада чини око једне трећине кредитних потраживања од привреде (33,1% у децембру). Посматрано по делатностима, током 2016. кредитирана су пре свега предузећа из области трговине и грађевинарства, а раст потраживања регистрован је и у секторима пољопривреде, индустрије и пословања некретнинама.

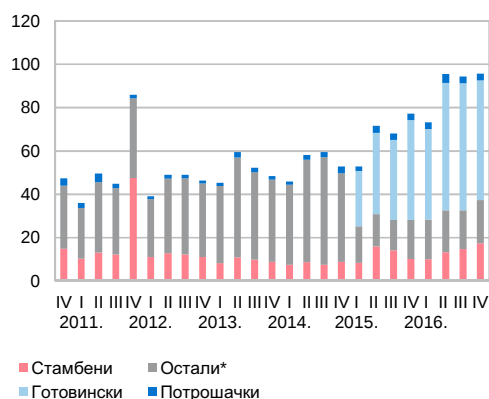
Резултати анкете Народне банке Србије о кредитној активности банака¹⁷ указују на то да су банке, са изузетком Т2, ублажавале кредитне стандарде за мала и средња предузећа. С друге стране, мањи број банака је поштрио стандарде за велика предузећа. Као и раније, на ублажавање стандарда деловали су пре свега нижи трошкови извора за кредите и конкуренција међу банкама, а у П2 и смањење *NPL*. Услови задуживања предузећа били су повољнији по основу нижих каматних маржи и пратећих трошкова, уз дуже рокове отплате. Захтеви у погледу максималног износа кредита били су строжи, а поштрени су и стандарди у погледу захтеваног колатерала, што је у складу с продужењем рочности кредита. Према оцени банака,

¹⁷ Поменути анкету Народна банка Србије спроводи тромесечно, од почетка 2014. Учешће у анкети је добровољно, а одзив је готово 100%.

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



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



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

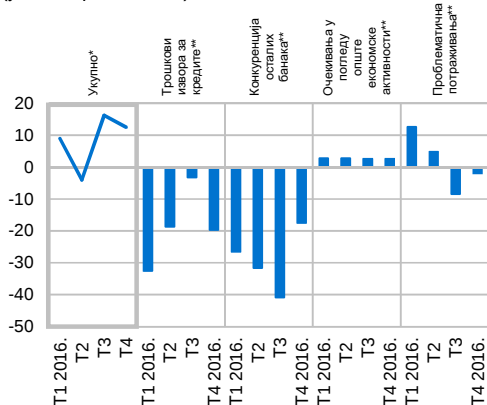
тражња предузећа и за динарским и за девизним кредитима наставила је да расте и била је подстакнута потребом финансирања обртних средстава и реструктурирања дуга, а од Т2 њеном расту доприноси и финансирање инвестиција.

Кредити становништву су у 2016. забележили снажан раст (72,9 млрд динара, или 10,1%). То је највећи раст кредита још од 2008. и пре свега му доприносе готовински кредити (укључујући и кредите за

рефинансирање), али и повећано стамбено кредитирање.

Обим новоодобрених кредита становништву у 2016. (358,9 млрд динара) био је за трећину виши него у 2015. На готовинске кредите односило се око 60% новоодобрених кредита становништву, који су били готово у потпуности у динарима (преко 99%), а око 70% њих било је с роком отплате преко пет година. У складу с повољнијим трендовима на тржишту

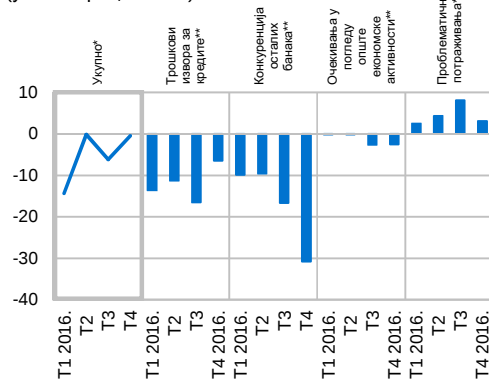
Графикон III.4.5. Утицај појединих фактора на промену кредитних стандарда у одобравању кредита и кредитних линија предузећима (у нето процентима)



* 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)



* 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.

некретнина, који се бележе од почетка 2016. године, стамбено кредитирање расте – износ новоодобрених стамбених кредита у 2016. (55,4 млрд динара) био је за 13,8% виши него у 2015. Коришћење потрошачких кредита благо је повећано, док је задуживање по кредитним картицама и прекорачењима по текућим рачунима било нешто ниже него у 2015.

Према резултатима анкете о кредитној активности, банке су у 2016. наставиле са ублажавањем кредитних стандарда становништву. На ублажавање стандарда утицали су пре свега међусобна конкуренција банака и већа спремност на преузимање ризика, а у одређеној мери и нижи трошкови извора, позитивна очекивања о расту економске активности и повољнији изгледи на тржишту некретнина. Грађанима су нуђени дужи рокови отплате кредита, каматне марже су додатно снижене, а код неких банака и пратећи трошкови. У складу са очекивањима, тражња грађана је наставила да расте. Најтраженији су били динарски готовински кредити и кредити за рефинансирање, а евидентиран је и знатан раст тражње за девизно индексираним стамбеним кредитима, за које су и стандарди ублажени. Тај раст тражње био је подстакнут куповином непокретности и потребом рефинансирања постојећих обавеза, али и растом зарада и запослености у приватном сектору.

Као резултат предузетих мера и активности које су и део Стратегије за решавање питања проблематичних кредита, учешће *NPL* у укупним кредитима знатно је смањено у 2016.¹⁸ Учешће *NPL* у укупним кредитима, рачунато по бруто принципу, у 2016. је смањено за 4,6 п.п. и у децембру је износило 17,0%, што је његов најнижи ниво још од јануара 2011. године. Учешће *NPL* у сектору привреде¹⁹ смањено је за 4,5 п.п., на 17,2%, а код становништва за 1,6 п.п., на 9,3%²⁰. Паду тог учешћа допринели су наплата, реструктурирање, отпис и продаја дела *NPL*, с једне стране, и раст нових кредита, с друге стране.

И поред релативно високог учешћа *NPL* у укупним кредитима, показатељ адекватности капитала од 21,8% у децембру указује на високу капитализованост домаћег банкарског сектора. Исправка вредности укупних кредита у децембру је износила 72,9% *NPL*

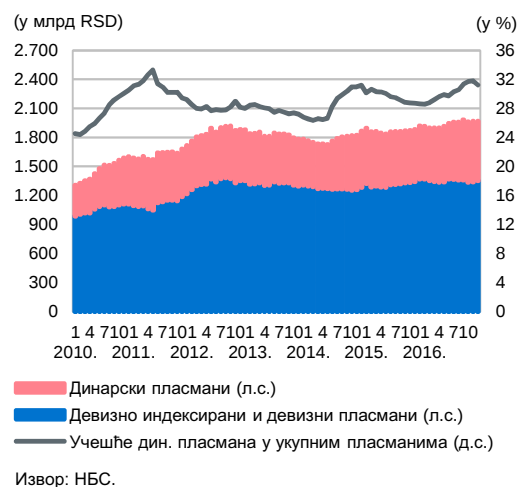
(што је за 6,1 п.п. више него пре годину дана), а регулаторна резервисања за билансну изложеност²¹ и даље у потпуности покривају износ бруто *NPL* и у децембру су износила 118,9%.

5. Показатељи степена динаризации

Народна банка Србије је и током 2016. године наставила да спроводи активности које имају за циљ веће коришћење динара у финансијском систему Србије. Мере монетарне политике које је Народна банка Србије донела у овом периоду допринеле су очувању ценовне стабилности, релативне стабилности курса динара, као и стабилности финансијског система, што представља главни предуслов за успостављање већег поверења у динар.

Такође, политиком обавезне резерве настављено је стимулисање банака да у већој мери користе динарске изворе финансирања. Наиме, 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.

Графикон III.5.1. Учешће динарских пласмана у укупним пласманима банака привреде и становништва



¹⁸ Детаљније о резултатима у решавању *NPL* видети у Извештају о инфлацији – фебруар 2017, Осврт 2, стр. 29.

¹⁹ Обухвата привредна друштва и јавна предузећа. Уколико посматрамо само привредна друштва, учешће *NPL* у укупним кредитима у децембру је износило 17,6%, што је за 6,0 п.п. ниже него крајем 2015.

²⁰ Уколико се укључе предузетници и приватна домаћинства, то учешће је смањено за 1,7 п.п., на 10,0%.

²¹ 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).

Народна банка Србије је наставила и рад на даљем развоју основних инструмената заштите од девизног ризика. Током 2016. редовно су организоване двонедељне и тромесечне своп аукције девиза, чиме се подстиче међубанкарска своп трговина и развој инструмената за управљање ликвидношћу и заштити од девизног ризика.

У току 2016. године степен динаризации, мерен учешћем динарских пласмана у укупним пласманима банака привреди и становништву, повећан је са 28,6%, колико је износио крајем 2015. године, на 31,2% крајем године. Повећање степена динаризации у том периоду резултат је повећања динарских пласмана, док су валутно индексирани и девизни пласмани у истом периоду смањени.

Посматрано по секторској структури, раст динарских пласмана у 2016. години резултат је пре свега повећаног кредитирања становништва у динарима. У 2016. у просеку 74% нових кредита становништву било је у динарима. Девизни и валутно индексирани пласмани становништву остварили су скромнији раст и он је био вођен растом стамбених кредита. Иако су ти кредити и даље претежно у девизном знаку, са становишта динаризации је охрабрујуће то што је у новембру 2016. године први пут одобрен динарски стамбени кредит по каматној стопи нижој од 5% и с

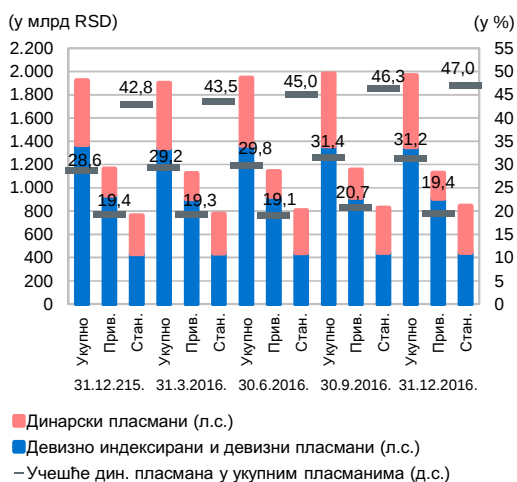
роком доспећа преко 20 година. Наведена кретања допринела су даљем расту динаризации пласмана становништву са 42,8%, колико је износила крајем 2015, на 47,0% у децембру 2016.

Степен динаризации пласмана привреди је у истом периоду повећан за 0,1 п.п. и крајем 2016. године је износио 19,4%. При томе, почетком године овај показатељ је смањен услед доспећа раније одобрених динарских субвенционисаних кредита привреди, с обзиром на то да су ти кредити делом замењени кредитима с валутном клаузулом и девизним кредитима. Расту динаризации стања пласмана привреди у наредним месецима (на 20,7% у септембру и октобру) допринело је повећано ново задуживање у динарима (21,5% наспрам 16,8% у 2015). Крајем године је учешће динарских пласмана привреди смањено као последица отписа динарских потраживања у оквиру интензивираних активности банака усмерених на решавање *NPL*.

Уколико се искључи ефекат промене девизног курса,²² степен динаризации пласмана повећан је са 29,3% на крају 2015. на 32,3% на крају 2016. године.

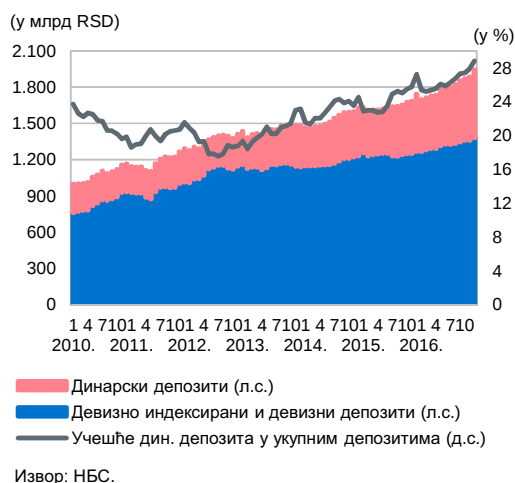
Ако се посматра степен динаризации депозита, учешће динарских депозита у укупним депозитима привреде и становништва код банака крајем 2016.

Графикон III.5.2. Секторска структура пласмана банака



Извор: НБС.

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



Извор: НБС.

²² Обрачунато по курсу динара према евр, швајцарском франку, америчком долару, британској фунти и јапанском јену на дан 30. септембра 2014, узимајући у обзир валутну структуру потраживања по основу кредита.

године је износило 28,8%, што је за 1,6 п.п. више него на крају претходне године.

Посматрано по секторској структури, наставља се тренд његовог повећања код становништва (за 1,9 п.п. у 2016), на 15,8%, пре свега због раста динарске штедње.

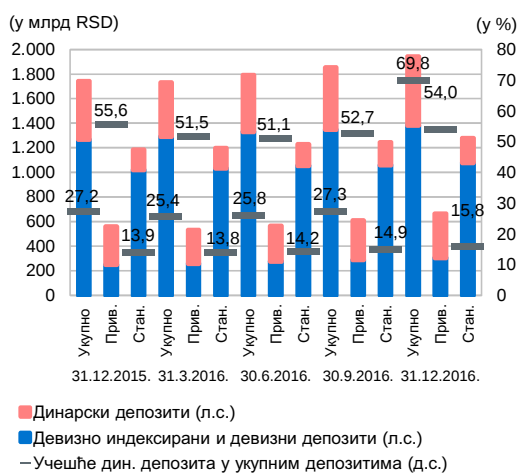
Степен динаризације депозита привреде остао је релативно висок и крајем 2016. је износио 54,0%, а његово благо смањење у односу на 2015. последица је нешто бржег раста девизних депозита у поређењу с динарским у условима одличних извозних резултата домаће привреде.

Са становишта динаризације, од посебног значаја у 2016. години било је емитовање и продаја динарске обвезнице *EBRD*. Емитована је обвезница номиналне вредности 2,5 млрд динара, с роком доспећа од три године и варијабилном каматном стопом у висини каматне стопе *BELIBOR* тромесечне рочности увећане за 0,4 п.п. Обвезнице су, у складу с релевантним одредбама домаћег законодавства, регистроване у Централном регистру ХоВ и укључене на листинг Београдске берзе, чиме је омогућено да се њима тргује на организованом секундарном тржишту, што представља важан корак у правцу развоја финансијског тржишта у Србији.

Средства обезбеђена њиховом продајом биће усмерена у динарско кредитирање привреде. Ове активности су у складу с Меморандумом о разумевању, који су почетком 2017. године потписали *EBRD*, Влада РС и Народна банка Србије и који се, између осталог, односи на кредитни програм у динарима намењен домаћим малим и средњим предузећима.

С обзиром на то да је први пут емитент ове ХоВ међународна финансијска организација с највишим кредитним рејтингом (AAA), њихова емисија представља својеврсну међународну потврду да је кредибилитет националне валуте – динара, односно домаће монетарне политике битно повећан. Тражња инвеститора је премашила понуђен износ ових ХоВ (износила је око 4 млрд динара). Велико интересовање инвеститора – банака и пензијских фондова за куповину ових ХоВ – указује на њихово поверење у погледу одрживости досадашњих мера економске политике и очувања макроекономске стабилности у наредном периоду. Куповином тих ХоВ инвеститори су повећали квалитет својих портфеља. Такође, те ХоВ су уврштене у портфељ ХоВ којима се врше операције на отвореном тржишту Народне банке Србије и прихватљиве су као залога приликом узимања кредита код Народне банке Србије, попут кредита за дневну ликвидност и краткорочних кредита на основу залоге ХоВ.

Графикон III.5.4. Секторска структура депозита банака

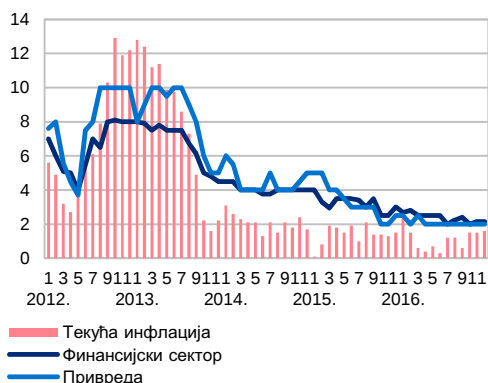


6. Инфлациона очекивања

Захваљујући ниској инфлацији више од три године и ниским очекиваним инфлаторним притисцима, краткорочна и средњорочна инфлациона очекивања су током 2016. додатно смањена. **Ниска инфлациона очекивања представљају један од предуслова за постизање ниске и стабилне инфлације и потврђују поверење у мере које предузима Народна банка Србије.**

Инфлациона очекивања финансијског сектора и привреде за годину дана унапред, која се од 2014. крећу у границама циља, додатно су снижена у 2016. Према анкетама агенције **Блумберг**, финансијски сектор је почетком године очекивао да ће инфлација за годину дана унапред бити на нивоу од око 3,5%, да би до краја године спустио своја очекивања за 1 п.п.,

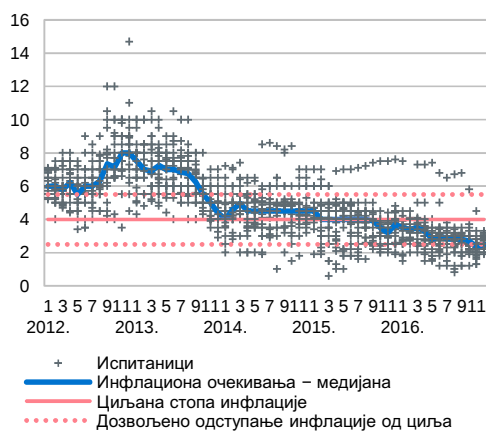
Графикон III.6.1. Текућа инфлација и инфлациона очекивања 12 месеци унапред* (мг. стопе, у %)



Извор: Галуп, Ипсос, Нинамедија и НБС.

* Агенција Нинамедија од децембра 2014. а агенција Ипсос у претходном периоду. Анкета није спроведена у новембру 2014.

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



Извор: Блумберг и НБС.

на око 2,5%. Према анкетама агенције **Нинамедија**,²³ инфлациона очекивања финансијског сектора била су на нешто нижем нивоу и кретала су се око 2,8% почетком године до 2,0% крајем године. Када је у питању привреда, ниским инфлационим очекивањима доприносили су очувана ценовна стабилност, релативна стабилност девизног курса и смањени трошковни притисци услед нижих цена нафте и осталих примарних производа. Привреда је смањила своја очекивања са 2,5% почетком године на 2,0% у априлу и до краја године их није мењала.

Уобичајено виша, инфлациона очекивања становништва била су до августа релативно стабилна, на нивоу од око 5,0%, али су потом повећана и до краја године кретала су се у распону од 6,0% до 7,4%. Објашњење повећања се највероватније налази у чињеници да цене хране и регулисане цене имају већи утицај на инфлациона очекивања сектора становништва од осталих група цена, а да је овај период карактерисао виши раст цена свежег меса од сезонски уобичајеног и поскупљење електричне енергије. Поменута поскупљења су се вероватно одразила и на резултате квалитативне анкете становништва,²⁴ с обзиром на то да је порасла и перципирана и очекивана инфлација. Ипак, очекивана инфлација и даље је нижа него перципирана

инфлација, што значи да један део становништва који има перцепцију да су цене повећане у претходних 12 месеци не очекује да ће се то наставити у наредних 12 месеци, већ да ће цене бити стабилизоване или да ће пасти. Будући да је остварена инфлација већ дуже време ниска, перципирана инфлација становништва је и током 2016. била прецењена, тј. указивала је на вишу инфлацију него што је она заиста била у протеклој години дана.

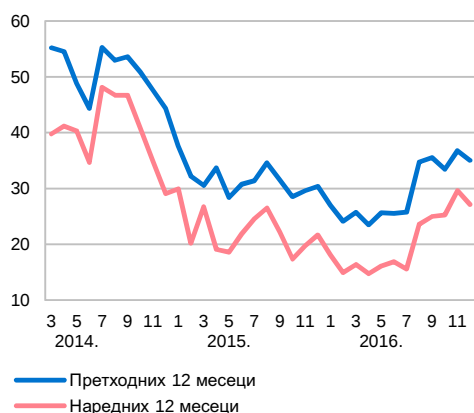
Инфлациона очекивања за две године унапред финансијског сектора, која се у границама циља крећу од увођења ове анкете (у марту 2014), додатно су снижена. Са 3,6%, колико су износила почетком године, смањена су на своју минималну вредност, 2,5% у јулу, а након тога су се до краја године кретала у распону 2,7–2,8%. Привреда је, такође, смањила своја очекивања са 3,0% на 2,0% у априлу и након тога их није мењала. Средњорочна инфлациона очекивања становништва су износила 5,0% све до пред крај године, када су варирала од 5,0% до 7,0%.

Дисперзија одговора испитаника из финансијског сектора и током 2016. била је најнижа од свих сектора и у анкетама Блумберга и у анкетама Нинамедије. Она је током године додатно смањена, тј. бележиле су се мање разлике у очекивањима у погледу инфлације

²³ Нинамедија клипинг д.о.о. Нови Сад од децембра 2014. спроводи анкету о очекивањима економских субјеката, у складу с досадашњом методологијом.

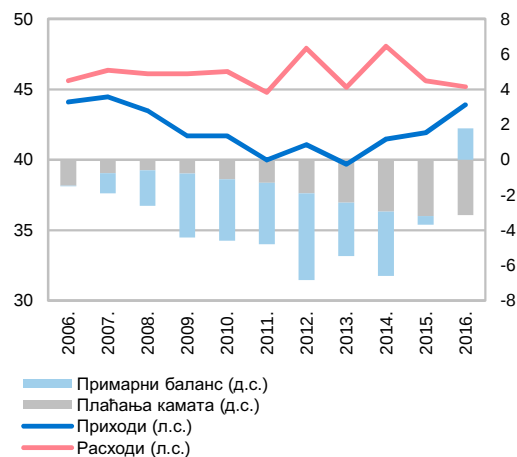
²⁴ Детаљније о квалитативним очекивањима становништва видети у Извештају о инфлацији – фебруар 2016, Осврт 2, стр. 15.

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



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

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



Извор: Министарство финансија и НБС.

међу испитаницима из финансијског сектора крајем него почетком и средином године. Након раста у прва два месеца 2016, дисперзија одговора испитаника привреде константно се смањивала. Иако виша, дисперзија одговора становништва била је релативно стабилна.

7. Фискална политика

Настављено успешно спровођење програма фискалне консолидације, који је започет крајем 2014, омогућило је даље ублажавање монетарне политике током 2016. Штавише, постављени трогодишњи циљеви овог програма, који су се односили на прилагођавање структурног дефицита од око 4% БДП-а и смањење учешћа јавног дуга у БДП-у, достигнути су у 2016, тј. годину дана раније од планираног.

Консолидовани фискални дефицит на нивоу године износио је 54,0 млрд динара,²⁵ или 1,3% оцењеног БДП-а, што је за 2,4 п.п. ниже него у 2015. То је уједно ниже и од дефицита пројектованог шестом ревизијом аранжмана с ММФ-ом (2,1% БДП-а). Први пут од 2005. године остварен је примарни суфицит буџета од 1,8% БДП-а, што је, такође, показатељ успешности фискалне консолидације и предуслов за обезбеђење одрживости јавних финансија. Кључан допринос

знатном смањењу фискалне неравнотеже у протекле две године дале су мере штедње на расходној страни буџета, уз растући допринос већих прихода у 2016. због повољнијих макроекономских кретања и убрзања привредног раста и боље наплате пореза.

Консолидовани приходи су у 2016. износили 1.842,7 млрд динара (43,9% процењеног БДП-а) и у односу на претходну годину реално су били виши за 7,5%. Највећи утицај на раст прихода државе имали су ПДВ и акцизе, чему су допринели побољшана наплата јавних прихода и опоравак финалне потрошње. Приходи од акциза су реално порасли за 11,4% захваљујући смањењу сивог тржишта, али и расту потрошње акцизних производа, пре свега нафтних деривата. У структури наплаћеног ПДВ-а, који је остварио реалну стопу раста од 7,8%, учача се бржи раст домаће наплате у односу на увозни ПДВ, што се објашњава појачаним активностима на сузбијање сиве економије, а у одређеној мери и укидањем ПДВ-а на увоз природног гаса и електричне енергије. Као резултат бољих пословних резултата привреде у 2015, приходи од пореза на добит виши су реално за 26,9%. Захваљујући повољнијим кретањима на тржишту рада, приходи од доприноса реално су виши за 3,2%, а од пореза на доходак грађана за 4,5%. Висока реална стопа раста непореских прихода (9,3%) била је

²⁵ Поменути дефицит је обухватио и дуг Петрохемије Нафтој индустрији Србије од 13 млрд динара, који је преузет на крају године.

првенствено резултат остварених прихода по основу лиценце за мобилну 4Г мрежу и уплата добити и дивиденди предузећа у власништву државе у буџет.

Консолидовани расходи су у 2016. износили 1.896,7 млрд динара (45,2% процењеног БДП-а) и у односу на претходну годину реално су били виши за 1,7%. Реално повећање у односу на 2015. забележено је код капиталних расхода, издатака за набавку робе и услуга, отплата камата и активираних гаранција. Капитални расходи реално су повећани за 20,3%, превасходно по основу знатнијег повећања улагања у саобраћајну инфраструктуру. Раст издатака за набавку робе и услуга (од 8,9% реално) делом је резултат методолошких промена на нивоу локалне самоуправе, којима је проширен обухват за део припадајућих прихода и расхода. Расходи за отплату камата, иако незнатно виши у односу на 2015. (за 0,2% реално), нижи су од планираних (за око 0,4 п.п. БДП-а), а разлог за то су побољшани услови задуживања државе, што је један од најбољих показатеља резултата фискалне консолидације и пуне координације монетарне и фискалне политике. Отплата по основу издатих гаранција у 2016. чинила је око 0,9% БДП-а. С друге стране, на смањење расхода државе и даље делују нижи издаци за плате у сектору опште државе и пензије – у односу на 2015, издвајања из буџета за плате реално су била мања за

1,5%, а за пензије за 0,3%, чиме је њихово учешће смањено на 9,9% БДП-а и 11,8% БДП-а, респективно. У истом смеру су деловале и субвенције, које су исказале пад од преко 17%.

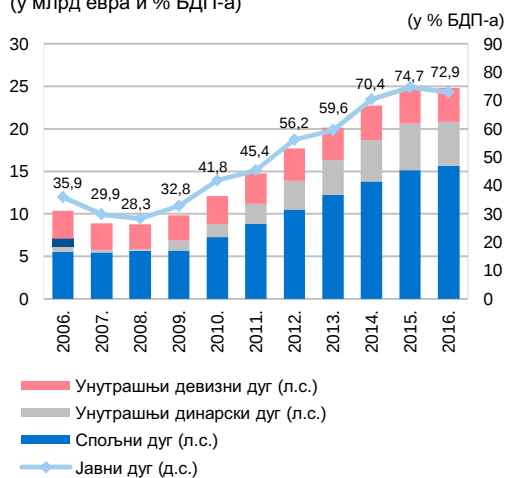
Дуг централног нивоа државе²⁶ у 2016. остао је на приближном нивоу као у 2015. и износио је 24,8 млрд евра, а његово учешће у БДП-у снижено је за 1,7 п.п., на 72,9%. Тиме је, годину дана раније од планираног, преокренута путања растућег учешћа јавног дуга у БДП-у. Притом, то учешће би било и ниже за додатних 0,9 п.п. да није било јачања долара према евр од 3,7%. На крају 2016. 79,1% јавног дуга било је деноминовано у инострану валуту (око трећине дуга у доларима и око 40% у еврима). Наставак доследног спровођења фискалне консолидације требало би да резултира даљим смањењем учешћа јавног дуга у БДП-у.

8. Агрегатна тражња

Раст БДП-а у 2016. је износио 2,8% и био је вођен и домаћом и нето екстерном тражњом, при чему је у свим тромесечјима бележио релативно високе м. стопе раста.²⁷

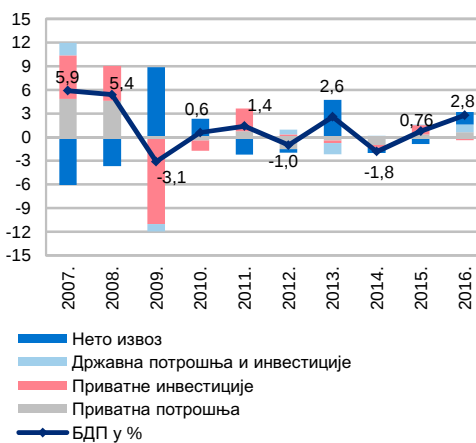
Постигнута макроекономска стабилност, унапређен пословни амбијент и побољшани изгледи за будући

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



Извор: Министарство финансија.
* Централни ниво државе.

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



Извор: РЗС и прерачун НБС.

²⁶ Дуг опште државе, који обухвата дуг централног нивоа власти и негарантовани дуг локалног нивоа власти, на крају 2016. је износио 74% БДП-а и за 1,9 п.п. нижи је у односу на претходну годину.

²⁷ 3,9% у Т1, 2,0% у Т2, 2,8% у Т3 и 2,5% у Т4.

Табела III.8.1 Употреба БДП-а у 2016.

	Стопе раста (у %)	Доприноси расту БДП-а (п.п.)
БДП, у сталним ценама претходне године	2,8	2,8
Домаћа тражња	1,1	1,3
Укупна финална потрошња	1,1	1,0
Приватна потрошња	0,8	0,6
Државна потрошња	2,3	0,4
Инвестиције	1,1	0,2
Инвестиције у фиксне фондове	4,9	0,9
Приватне инвестиције	2,0	0,3
Државне инвестиције	22,0	0,6
Промене у залихама	-	-0,7
<i>Нето извоз (извоз – увоз)</i>	<i>10,9</i>	<i>1,5</i>

Извор: РЗС и прерачун НБС.

Табела III.8.2. Кретање главних показатеља и извора потрошње домаћинства у 2016.

(реалне годишње стопе раста у %)

Потрошња домаћинства	0,8
Индикатори	
Промет у трговини на мало	7,5
Промет у угоститељству	7,3
Број домаћих туриста	12,8
Број ноћења домаћих туриста	13,0
Увоз потрошне робе (ВЕС класификација), номинално	0,5
Извори	
Маса зарада у приватном сектору	6,2
Маса укупних социјалних трансфера	-0,1
Маса пензија	-0,3
Нето прилив дознака, номинално	-5,9
Новоодобрени потрошачки кредити, номинално	15,4
Новоодобрени готовински кредити, номинално	47,0

Извор: РЗС и прерачун НБС.

привредни раст утицали су на раст инвестиција у фиксне фондове. Оне су, уз повећање потрошње домаћинства, вођене већим зарадама и запослености у приватном сектору, допринеле повећању домаће тражње. Поред тога, повећање извозних капацитета по основу ранијих СДИ и наставак раста у зони евра и код наших осталих главних спољнотрговинских партнера утицали су на снажан раст извоза робе и услуга и позитиван допринос нето извоза расту БДП-а.

Домаћа тражња

Након опоравка у 2015, **потрошња домаћинства** је у 2016. наставила да расте (1,1%) и позитивно допринела кретању БДП-а са 0,6 п.п. На то су утицала пре свега позитивна кретања на тржишту рада, тј. повећање зарада и запослености у приватном сектору, који су неутралисали смањење запослености и зарада у јавном сектору. Током 2016. укупна маса зарада реално је повећана за 3,7%. Поред тога, претходно предузете мере монетарне политике утицале су на смањење трошкова постојећих кредита и новог задуживања, као и на повећање новоодобрених кредита намењених потрошњи, што је, заједно с позитивним ефектима ниске цене деривата нафте, додатно повећало реалан расположив доходак. На раст приватне потрошње у 2016. указивало је и кретање главних показатеља ове компоненте (промет у трговини на мало и угоститељству, број долазака и ноћења домаћих туриста), који су забележили висок раст.

Табела III.8.3. Показатељи инвестиција у 2016.

(мг. стопе раста, у %)

Сектор грађевинарства (национални рачуни)	6,4
Број издатих грађевинских дозвола	21,3
Производња грађевинског материјала	6,3
Вредност изведених радова (територија Србије)	5,1
Инвестиције у фиксне фондове (национални рачуни)	4,9
Увоз опреме	-2,3
Производња домаћих машина и опреме	-1,0
Поправка и монтажа машина и опреме	4,0
Новоодобрени инвестициони кредити	-3,0
Стране директне инвестиције	3,2

Извор: РЗС и прерачун НБС.

Позитиван допринос БДП-у у 2016. потекао је и од **инвестиција у фиксне фондове** (0,9 п.п.), које су наставиле раст (4,9%) започет у 2015. Од тога, већи допринос (0,6 п.п.) потекао је од **инвестиција државе**, које су у 2016. порасле за 22,0%. Постигнута макроекономска стабилизација, наставак унапређења пословног амбијента и побољшани изгледи привредног раста, уз наставак интензивне реализације пројеката у области саобраћајне инфраструктуре, кључни су фактори који су допринели расту инвестиција.

На побољшани амбијент указује и напредак Србије на ранг-листи Светске банке о условима пословања (*Doing Business 2017*) са 54. на 47. позицију, што је Србију сврстало међу десет земаља које су оствариле највећи напредак. Поред тога, нижи трошкови пословања по основу ниске цене нафте и ниских

трошкова по основу камата на кредите, уз константно побољшање изгледа привредног раста током године, утицали су на одлуке привредних субјеката у правцу нових инвестиција. Таква кретања огледају се у наставку високог нето прилива СДИ, који је у 2016. износио 1,9 млрд евра и био је више него довољан да покрије дефицит текућег рачуна. На раст инвестиција указивао је и раст показатеља из области грађевинарства – вредност изведених радова, број издатих грађевинских дозвола и производња грађевинског материјала.

Негативан допринос БДП-у у 2016. (0,7 п.п.) потекао је од смањења **залиха**.

Финална потрошња државе је у 2016. порасла за 2,3% и позитивно допринела расту БДП-а са 0,4 п.п. На то је утицало повећање издатака за куповину робе и услуга (8,9%), док се наставак рационализације јавне управе одразио на смањење расхода за зараде у јавном сектору (1,5%).

Нето екстерна тражња

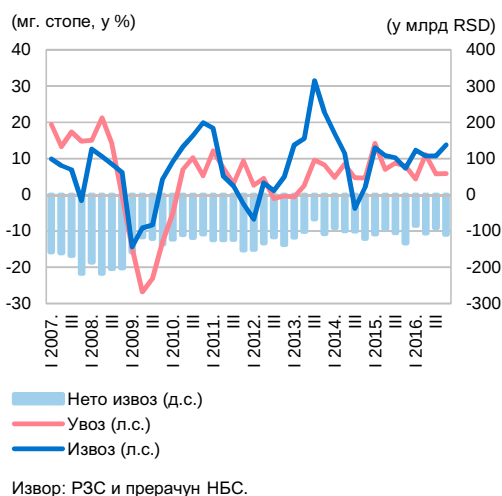
Нови производни капацитети, као резултат реализације инвестиција у претходном периоду, распоређени у већем броју области прерађивачке

индустрије, створили су претпоставке за раст извозног потенцијала домаће привреде. То је, заједно с релативно стабилном екстерном тражњом подржаном наставком привредног раста у зони евра и земљама у окружењу, допринело реалном расту **извоза робе и услуга** од 11,9% у 2016. Реални раст **увоза робе и услуга** од 6,8% био је опредељен повећаним увозом репроматеријала за потребе индустрије и грађевинарства, а делом и већим увозом потрошне робе услед опоравка финалне потрошње. Ипак, захваљујући знатно бржем реалном расту извоза од увоза робе и услуга, нето извоз је у највећој мери позитивно допринео кретању БДП-а у 2016. (1,5 п.п.).

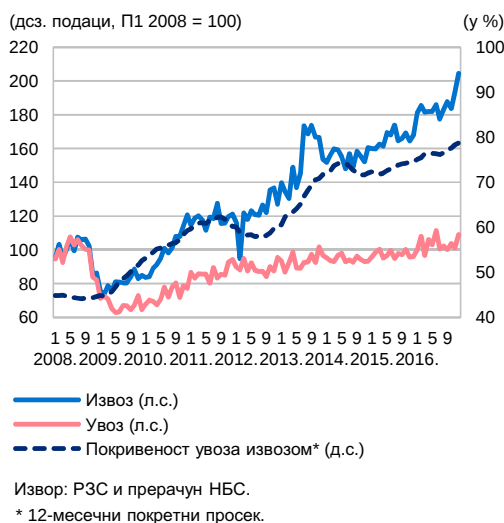
На раст екстерне тражње²⁸ позитивно је деловао наставак раста БДП-а у зони евра и земљама у окружењу, нашим најзначајнијим трговинским партнерима. Поред тога, позитиван ефекат односа размене био је забележен пре свега у П1, услед већег пада увозних од извозних цена.

Раст робног извоза израженог у еврима у 2016. је износио 11,5%, уз повећање производне и географске диверсификованости. Извоз је повећан у 21 од 23 области прерађивачке индустрије, при чему је највећи позитиван допринос потекао од извоза електричне опреме, хемијских производа, моторних

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



²⁸ 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.

возила и производа од гуме и пластике. Такође, одлична пољопривредна сезона одразила се и на раст извоза пољопривредних, прехранбених и дуванских производа. Поред робног извоза, у 2016. је забележен и раст извоза услуга исказаних у еврима (7,2%), захваљујући у највећој мери повећању извоза компјутерских и информационих услуга, као и вишем извозу туристичких и транспортних услуга.

Робни увоз изражен у еврима је у 2016, такође, забележио раст од 6,1%, вођен у највећој мери вишим увозом интермедијарних производа због растућих потреба у индустрији и грађевинарству. С друге стране, увоз енергената је смањен у номиналном износу због њихове ниже цене на светском тржишту у 2016. у односу на 2015, док је увоз капиталних производа био нижи због мањег увоза компоненти за аутомобиле, који је делимично супституисан домаћом производњом.

Захваљујући бржем расту робног извоза од увоза, забележено је и побољшање показатеља робне размене, мерено покривеношћу робног увоза извозом. Овај показатељ је у 2016. достигао рекордан ниво од 78,6%, забележивши за 4,6 п.п. већу вредност него годину дана раније.

9. Економска активност

Раст БДП-а је у 2016. износио 2,8%, при чему је позитиван допринос потекао од свих производних и већине услужних сектора. Највећи допринос дали су пољопривреда и прерађивачка индустрија, а затим трговина и грађевинарство. Захваљујући наставку раста индустрије и грађевинарства, економска активност је већ почетком 2016. надмашила свој преткризни ниво,²⁹ а одлична пољопривредна сезона и убрзање раста у сектору услуга допринели су томе да се крајем 2016. нађе 2,3% изнад тог нивоа, мерено БДП-ом, а 2,5%, мерено НДВ-ом. Посматрано по тромесечјима, раст БДП-а је бележен током целе године,³⁰ при чему је он у П1 доминантно био вођен растом индустрије, а у П2 пољопривредом и услугама.

Бруто додата вредност у **индустрији** је у 2016. порасла 3,0%, на шта су, са стране понуде, позитивно деловали ефекти инвестиција из претходног периода

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



Извор: РЗС и прерачун НБС.

Табела III.9.1. Економска активност у 2016.

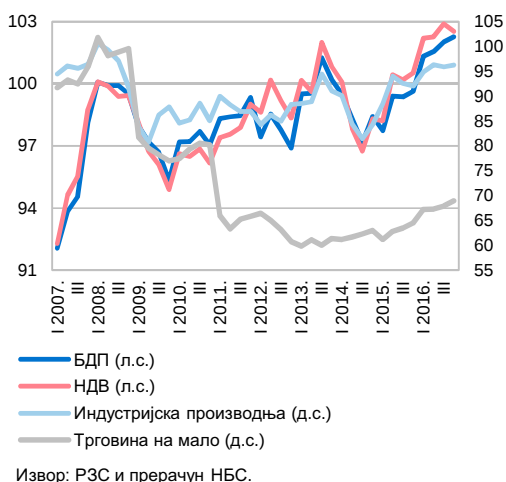
	Стопе раста (у %)	Доприноси расту БДП-а (п.п.)
БДП	2,8	2,8
Пољопривреда, шумарство и рибарство	8,3	0,7
Индустрија	3,0	0,6
Грађевинарство	6,4	0,3
Трговина на велико и мало и поправка моторних возила; саобраћај и складиштење и услуге смештаја и исхране	3,9	0,6
Информисање и комуникације	2,3	0,1
Финансијске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

Извор: РЗС и прерачун НБС.

²⁹ Ниво из П1 2008.

³⁰ 1,7% дсз. у Т1, по 0,2% дсз. у Т2 и Т4 и 0,5% дсз. у Т3.

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



и ниске цене нафте и нижи трошкови задуживања, а са стране тражње, наставак раста екстерне и опоравак домаће тражње.

Највећи раст бруто додате вредности међу секторима индустрије забележен је у прерађивачкој индустрији (3,5%), која је позитивно допринела расту БДП-а са 0,5 п.п. Раст физичког обима производње прерађивачке индустрије је у 2016. износио 5,6% и забележен је у 18 од 24 области. При томе, раст је остварен у већини области које претежни део своје производње пласирају у извоз, попут производње производа од гуме и пластике, метала, хемијских производа и електричне опреме. Раст производње је забележен и у прехранбеној индустрији, на коју је, поред веће домаће и екстерне тражње, позитивно деловала повећана сировинска база након одличне пољопривредне сезоне. С друге стране, пад физичког обима производње је регистрован у производњи моторних возила, текстила и производа од коже.

Након поплава у 2014. и ревитализације у 2015, сектори рударства и снабдевања електричном енергијом, гасом и паром су у 2016. забележили раст бруто додате вредности од 2,2% и 1,4%, респективно. При томе, на активност у рударству позитивно се одразио опоравак цена метала на светском тржишту крајем године, који је утицао на већу експлоатацију бакра, док је, с друге стране, због ниске цене нафте на међународном тржишту смањена експлоатација сирове нафте. Активност у сектору снабдевања

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



електричном енергијом, гасом и паром била је у већем делу године под утицајем ремонта на значајним објектима електроенергетског система.

Изразито позитиван допринос БДП-у од 0,7 п.п. потекао је и од **пољопривреде**, која је забележила раст бруто додате вредности од 8,3%. Томе су допринели одлични агрометеоролошки услови током највећег дела године, који су се одразили на висок раст приноса главних ратарских култура. Тако је производња кукуруза повећана 36,6%, пшенице 18,8%, а висок раст је забележен и у производњи индустријског биља – соје, сунцокрета и шећерне репе. Благ раст производње забележен је и у воћарству.

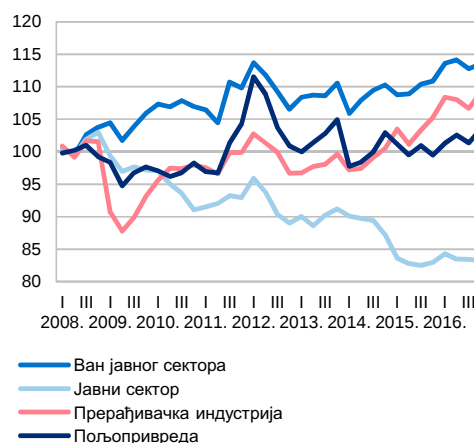
Наставак интензивне реализације инфраструктурних пројеката и повољна законска регулатива позитивно су се одразили на раст активности у **грађевинарству** у 2016. од 6,4%, уз позитиван допринос расту БДП-а од 0,3 п.п. Унапређење законских прописа препознала је и Светска банка, која у свом извештају о условима пословања (*Doing Business 2017*) као највећи напредак Србије у 2016. истакла област издавања грађевинских дозвола. Захваљујући томе, као и повољнијим очекивањима у погледу будућих економских кретања, број издатих грађевинских дозвола је у 2016. порастао за 21,3%. На раст активности указују и остали значајни показатељи из области грађевинарства – вредност изведених радова, која је порасла 5,3%, и производња грађевинског материјала, која је порасла за 6,3%.

Графикон III.9.4. Доприноси годишњој стопи раста БДП-а – производна страна (у п.п.)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

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



Извор: РЗС и прерачун НБС.

Захваљујући у великој мери опоравку домаће финалне потрошње, раст активности од 2,2% у 2016. је забележен и у **услужним секторима**, који су позитивно допринели расту БДП-а са 1,1 п.п. Највећи раст бруто додате вредности остварен је у сектору трговине (4,0%), на шта указује реални раст промета у трговини на мало од 7,5%. Раст су забележили и индекс физичког обима путничког (7,1%) и теретног саобраћаја (24,9%), пре свега због повећаног обима ваздушног саобраћаја. Позитивна кретања настављена су и у сектору услуга смештаја и исхране, на шта указује раст промета у угоститељству (7,5%) и већи број долазака (13,0%) и ноћења туриста (13,3%). Такође, раст индекса телекомуникационих услуга и извоза компјутерских и информационих услуга указују на то да је повећање бруто додате вредности забележено и у сектору информисања и комуникација. Раст је остварен и у већини осталих услужних сектора, изузев у пословању некретнинама и у административним и помоћним услужним делатностима, у којима је исказан пад.

10. Зараде и запосленост

Након што је три године била у паду, реална нето зарада је у 2016. порасла 2,5% вођена растом зараде у приватном сектору (3,4%). Опоравак је у 2016. забележила и реална зарада у јавном сектору (0,7%) захваљујући повећању плата у делу јавног сектора. Бржи раст зараде у приватном у односу на јавни

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

	2016.				Укупно
	T1	T2	T3	T4	
Укупан број формално запослених	0,2	1,6	0,6	0,1	2,5
Запослени код правних лица	0,1	1,4	0,7	-0,1	2,0
Приватни предузетници и индивидуални пољопривредници	1,1	3,5	1,2	0,8	6,7
Незапослена лица	-0,9	-1,1	-1,5	0,2	-3,3
Први пут траже запослење	3,4	-5,7	-3,1	2,4	-3,2
Била у радном односу	1,6	-4,7	-2,8	0,9	-5,1
	4,4	-6,1	-3,2	3,1	-2,2

Извор: РЗС и Национална служба за запошљавање.

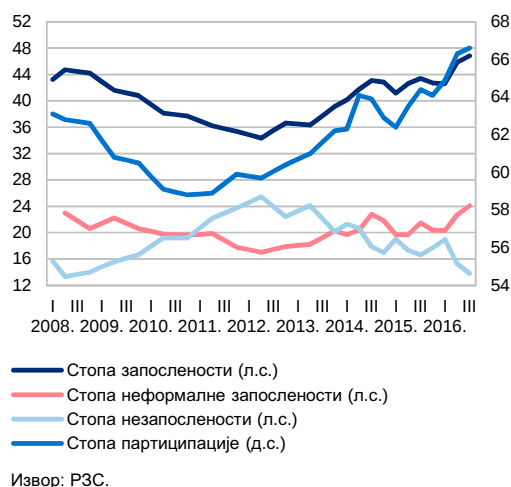
сектор утицао је и на смањивање јаза између њих за 2,0 п.п. у односу на 2015, па је тако просечна исплаћена номинална зарада у јавном сектору у децембру била за 2,0% виша него у приватном сектору.

Посматрано по делатностима, висок раст реалне нето зараде остварен је у прерађивачкој индустрији, информисању и комуникацијама, стручним, научним, иновационим и техничким делатностима и у услугама смештаја и исхране и може се довести у везу с растом активности и извоза у тим секторима. Реална нето зарада је у нешто мањој мери порасла и у пољопривреди, рударству, енергетици, трговини и већини осталих услужних сектора. С друге стране, пад

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



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



је забележен у грађевинарству, државној управи и у области уметности, забаве и рекреације.

На кретање јединичних трошкова рада у индустрији у 2016. највећи утицај имало је повећање запослености, које је надмашило раст производње. То је, уз раст номиналне бруто зараде, допринело повећању јединичних трошкова рада у укупној (7,0%), као и у прерађивачкој индустрији (8,7%). Ипак, треба имати у виду да је одређени део извозних капацитета, нарочито у прерађивачкој индустрији, резултат релативно нових инвестиција и да се раст продуктивности у њима и по том основу нижи јединични трошкови рада могу очекивати у наредном периоду.

Раст економске активности се у 2016. прелио и на тржиште рада, где су забележени **раст формалне запослености и смањење незапослености**. Према подацима добијеним из **Анкете о радној снази**, стопа запослености је у 2016. повећана за 2,8 п.п., на 45,5% крајем године. При томе, раст запослености је био одређен њеним повећањем на формалном делу тржишта рада, док је неформална запосленост порасла у мањој мери (0,5 п.п.). Посматрано по секторима привреде, највећи раст запослености забележен је у услужним секторима, који су, збирно посматрано, и у највећој мери допринели расту БДП-а. Поред тога, раст активности у индустрији допринео је повећању

запослености у тим секторима. С друге стране, стопа запослености била је нижа у пољопривреди и грађевинарству.

Према подацима о формалној запослености добијеним из базе **Централног регистра обавезног социјалног осигурања**, раст формалне запослености је у 2016. износио 2,5% и био је вођен повећањем запослености код правних лица и растом броја приватних предузетника и запослених код њих, док је број индивидуалних пољопривредника био у паду. Посматрано по секторској структури, запосленост је у највећој мери повећана у прерађивачкој индустрији и већини услужних сектора, међу којима се истичу трговина, информисање и комуникације и услуге смештаја и исхране.

У 2016. је забележен и пад стопе незапослености, која је, према подацима Анкете о радној снази, била за 4,6 п.п. нижа него 2015. и крајем године је износила 13,0%. У већој мери је смањена дугорочна незапосленост, тј. међу оним лицима која посао траже дуже од годину дана, тако да је стопа дугорочне незапослености у Т4 2016. износила 8,3% и била је за 4,3 п.п. нижа него годину дана раније. Побољшање је забележено и када је у питању незапосленост међу младом популацијом (15–24 године), која је са 45,0% у Т4 2015. смањена на 31,2% у Т4 2016. У истом периоду

је смањена и НЕЕТ стопа³¹ са 19,7% на 16,5%. Незапосленост је смањена у условима повећања стопе партиципације,³² која је у 2016. повећана за 0,5 п.п., на 64,6%.

Позитивна кретања у погледу смањења незапослености потврђују и подаци **Националне службе за запошљавање**, према којима је број незапослених лица у 2016. смањен за 23.149 лица (3,2%) и у децембру је износио 700.947 лица.

Незапосленост је смањена и у већини група занимања, при чему је највеће смањење забележено у групама машинство и обрада метала и трговина, угоститељство и туризам.

Позитивна кретања на тржишту рада, посебно у приватном сектору, резултат су раста економске активности, унапређења пословног амбијента и структурних реформи. То би и у наредном периоду требало да допринесе даљем повећању запослености.

³¹ Учешће лица старости 15–24 године која нису запослена, нити су на школовању и обуци у укупној популацији тог узраста.

³² Стопа активности радне снаге, мерена као учешће активних (запослених и незапослених) у укупном броју радно способних лица (15–64 године).

Додатак 1. Програм монетарне политике Народне банке Србије у 2017. години

П р о г р а м
монетарне политике Народне банке Србије
у 2017. години

1. У складу са Законом о Народној банци Србије, основни циљ монетарне политике је постизање и одржавање стабилности цена, чиме се доприноси очувању стабилности финансијског система и одрживом економском расту.
2. Монетарна политика Народне банке Србије у 2017. години засниваће се на Меморандуму Народне банке Србије о циљању (таргетирању) инфлације као монетарној стратегији¹ и Меморандуму Народне банке Србије о циљаним стопама инфлације до 2018. године².
3. Циљ монетарне политике Народне банке Србије изражен је нумерички – као **годишња процентуална промена индекса потрошачких цена**, и у 2017. години износи $3,0\% \pm 1,5$ п.п. Снижење циља са 4,0% на 3,0% потврђује одлучност Народне банке Србије и Владе РС да инфлација у средњем року остане ниска, стабилна и предвидива. На овај начин се доприноси даљем унапређују пословне и инвестиционе климе, паду дугорочних динарских каматних стопа, као и већој употреби динара у финансијским трансакцијама, а тиме и смањењу трошкова и валутног ризика привреде, становништва и државе.
4. Народна банка Србије настојаће да циљ утврђен за инфлацију оствари помоћу основног инструмента монетарне политике – каматне стопе која се примењује у спровођењу главних операција на отвореном тржишту. И у 2017. години Народна банка Србије ће доследно и предвидиво мењати ниво те стопе, пажљиво пратећи тенденције у домаћем и међународном окружењу, и то како на међународном финансијском тржишту тако и на тржишту примарних производа. Поред основног, Народна банка Србије користиће и друге инструменте монетарне политике како би подржала трансмисију каматне стопе на реални сектор.
5. Народна банка Србије наставиће да води монетарну политику у режиму руковођено пливајућег девизног курса. Интервенције на девизном тржишту спроводиће ради смањења прекомерних краткорочних осцилација девизног курса, очувања финансијске и ценовне стабилности и одржавања адекватног нивоа девизних резерви.
6. Народна банка Србије, не доводећи у питање остварење основног циља, инструментима макропруденцијалне политике превентивно ће деловати на очување и јачање стабилности финансијског система као целине. Избор специфичног макропруденцијалног инструмента део је ширег процеса идентификације и мерења системског ризика који ће наставити да се унапређује.
7. Одлуке монетарне политике, као и активности које спроводи Народна банка Србије из области микропруденцијалне и макропруденцијалне политике, одмераваће се на начин који обезбеђује одржавање ниске и стабилне инфлације, очување финансијске стабилности, као и подршку спровођењу економске политике Владе РС.
8. Спровођење Стратегије за решавање питања проблематичних кредита допринеће даљем паду учешћа проблематичних кредита у укупним кредитима банака у 2017. години, што би требало да доведе до раста кредитне активности, јачања кредитног канала и ефикасније трансмисије мера монетарне политике на реални сектор.

¹ Меморандум Народне банке Србије о циљању (таргетирању) инфлације као монетарној стратегији усвојен је на седници Монетарног одбора Народне банке Србије 22. децембра 2008. године.

² Меморандум Народне банке Србије о циљаним стопама инфлације до 2018. године усвојен је на седници Извршног одбора Народне банке Србије 13. августа 2015. године, а његове измене на седници одржаној 10. новембра 2016. године.

9. Успешно спровођење фискалне консолидације и структурних реформи, као и остварена координација мера монетарне и фискалне политике утицали су на смањење спољне неравнотеже и повећали отпорност домаће привреде на потенцијално негативне утицаје из међународног окружења. Народна банка Србије очекује да ће позитивни ефекти фискалне консолидације и структурних реформи у 2017. години, као и успешна сарадња са Међународним монетарним фондом, наставити да доприносе отпорности домаће економије на екстерне шокове, а тиме и макроекономској и ценовној стабилности. Имајући у виду очекиване ефекте досадашњег ублажавања монетарне политике на кретање инфлације и уважавајући неизвесност на глобалном тржишту капитала, Народна банка Србије ће током 2017. године задржати досадашњи степен флексибилности у коришћењу инструмената монетарне политике.

10. Раст употребе динара у домаћем финансијском систему остаће један од стратешких циљева Народне банке Србије. У окружењу ниске и стабилне инфлације и релативно стабилног девизног курса, Народна банка Србије наставиће да спроводи стратегију динаризације како би се смањила осетљивост привреде и становништва на промене курса динара, а уједно и повећала ефикасност монетарне политике.

11. Делујући транспарентно и одговорно према јавности, ради усидравања инфлационих очекивања у границама циља, Народна банка Србије комуницираће с јавношћу на следеће начине: а) саопштењима за јавност, б) конференцијама за штампу, в) извештајем о инфлацији, г) извештајем о стабилности финансијског система и д) другим публикацијама.

Додатак 2. Меморандум Народне банке Србије о циљаним стопама инфлације до 2018. године

М Е М О Р А Н Д У М НАРОДНЕ БАНКЕ СРБИЈЕ О ЦИЉАНИМ СТОПАМА ИНФЛАЦИЈЕ ДО 2018. ГОДИНЕ (Пречишћени текст)¹

Ради дефинисања оквира за одлучивање о монетарној политици на средњи рок и усидравања и стабилизације инфлационих очекивања, Извршни одбор Народне банке Србије овим меморандумом утврђује циљ за инфлацију у 2017. и 2018. години.

У складу са Споразумом Народне банке Србије и Владе Републике Србије о циљању (таргетирању) инфлације и Меморандумом Народне банке Србије о монетарној стратегији, којима се Народна банка Србије обавезала да, у сарадњи с Владом, утврђује циљане стопе инфлације, Извршни одбор Народне банке Србије одредио је **циљану стопу укупне инфлације (с дозвољеним одступањем), мерене годишњом процентуалном променом индекса потрошачких цена**, за период од јануара 2017. до децембра 2018. године у висини од 3,0%, с дозвољеним одступањем $\pm 1,5$ п.п. Циљеви за инфлацију у 2015. и 2016. години који су утврђени раније нису мењани.

Путања циљане инфлације одражава намеру да се постигне стабилност цена без изазивања макроекономских поремећаја. Циљана инфлација у 2017. и 2018. години и даље ће бити изнад нивоа квантитативне дефиниције ценовне стабилности и нивоа циљане инфлације у развијеним земљама (2,0% или 2,5%). Тако постављени циљ за инфлацију подржава номиналну, реалну и структурну конвергенцију према Европској унији.

Треба имати у виду да је циљана инфлација средњорочни циљ, тј. да остварена инфлација може краткорочно одступати од циљане услед егзогених шокова. 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 макроекономске поремећаје. То се односи на случајеве наглих промена цена примарних производа или на одступања у планираном расту цена производа које су под директним или индиректним утицајем одлука Владе. Народна банка Србије, у сарадњи с Владом, може мењати утврђене циљеве за инфлацију. Такве измене биће предузимане само у изузетним околностима, а образлагаће их Народна банка Србије.

¹ Овај пречишћени текст сачињен је на основу текста Меморандума Народне банке Србије о циљаним стопама инфлације до 2018. године, усвојеног на 15. седници Извршног одбора Народне банке Србије 2015. године одржаној 13. августа 2015. године и његових измена усвојених на 14. седници Извршног одбора Народне банке Србије 2016. године одржаној 10. новембра 2016. године.

Списак графикана и табела

Графикони

II.2.1.	Референтна каматна стопа и коридор каматних стопа	10
II.2.2.	Стање продатих/купљених ХоВ Народне банке Србије	10
II.2.3.	Обим стерилизације ликвидности инструментима монетарне политике	11
III.3.1.	Кретање цена (мг. стопе, у %)	13
III.3.2.	Допринос мг. стопи раста потрошачких цена	13
III.1.1.	Ревизија прогноза реалног раста БДП-а за 2016. и 2017. ММФ-а	15
III.1.2.	Кретање хармонизованог индекса потрошачких цена по земљама	16
III.1.3.	Кретање курсева одређених националних валута према долару	17
III.1.4.	Кретање цена нафте и бакра	18
III.1.5.	Индекс светских цена хране	19
III.2.1.	Покривеност текућег дефицита СДИ	20
III.2.2.	Структура финансијског биланса	21
III.2.3.	Девизне резерве и покривеност увоза робе и услуга	21
III.2.4.	Међународна инвестициона позиција	22
III.3.1.	Динарска ликвидност	23
III.3.2.	Кретање каматних стопа	24
III.3.3.	Примарно тржиште државних ХоВ у динарима – коефицијент реализације и учешће страних инвеститора	24
III.3.4.	Каматне стопе на примарном тржишту државних ХоВ	24
III.3.5.	Кретање каматних стопа на динарске кредите и депозите привреди и становништву	25
III.3.6.	Кретање каматних стопа на девизне кредите и депозите привреди и становништву	25
III.3.7.	Показатељ премије ризика – <i>EMBI</i> по земљама	26
III.3.8.	Кретање курса динара и интервенције Народне банке Србије на девизном тржишту	27
III.3.9.	Кретање курсева одређених националних валута према евра	28
III.3.10.	Кретање курса динара и евра према долару	28
III.3.11.	Индекс <i>BELEX15</i> и промет на Београдској берзи	29
III.4.1.	Монетарни агрегати и потрошачке цене	30
III.4.2.	Кредитна активност и БДП	31
III.4.3.	Структура новоодобрених кредита привреди	32
III.4.4.	Структура новоодобрених кредита становништву	32
III.4.5.	Утицај појединих фактора на промену кредитних стандарда у одобравању кредита и кредитних линија предузећима	32
III.4.6.	Утицај појединих фактора на промену кредитних стандарда у одобравању кредита и кредитних линија становништву	32
III.5.1.	Учешће динарских пласмана у укупним пласманима банака привреди и становништву	33
III.5.2.	Секторска структура пласмана банака	34
III.5.3.	Учешће динарских депозита у укупним депозитима привреде и становништва	34
III.5.4.	Секторска структура депозита банака	35
III.6.1.	Текућа инфлација и инфлациона очекивања 12 месеци унапред	36
III.6.2.	Циљана инфлација и инфлациона очекивања 12 месеци унапред – финансијски сектор	36
III.6.3.	Перципирана и очекивана инфлација становништва	37
III.7.1.	Буџетски приходи, расходи и резултат	37
III.7.2.	Јавни дуг	38

III.8.1. Доприноси годишњој стопи раста БДП-а – расходна страна	38
III.8.2. Извоз и увоз робе и услуга	40
III.8.3. Робна размена у еврима	40
III.9.1. Доприноси м.г. стопи раста БДП-а – производна страна	41
III.9.2. Кретање показатеља економске активности	42
III.9.3. Доприноси м.г. расту физичког обима индустријске производње	42
III.9.4. Доприноси годишњој стопи раста БДП-а – производна страна	43
III.10.1. Кретање реалне нето зараде	43
III.10.2. Кретање продуктивности, бруто реалних зарада и јединичних трошкова рада у прерађивачкој индустрији	44
III.10.3. Показатељи тржишта рада према Анкети о радној снази	44

Табеле

III.3.1. Раст и доприноси компоненти расту потрошачких цена у 2016.	14
III.1.1. Процена привредног раста по земљама	15
III.2.1. Платни биланс Републике Србије	20
III.4.1. Монетарни преглед	31
III.8.1. Употреба БДП-а у 2016.	39
III.8.2. Кретање главних показатеља извора потрошње домаћинстава у 2016.	39
III.8.3. Показатељи инвестиција у 2016.	39
III.9.1. Економска активност у 2016.	41
III.10.1. Кретања формалне запослености и незапослености	43

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