



Народна банка Србије

2015

јануар–јун

ПОЛУГОДИШЊИ ИЗВЕШТАЈ

О МОНЕТАРНОЈ ПОЛИТИЦИ

2015

јануар–јун

ПОЛУГОДИШЊИ ИЗВЕШТАЈ
О МОНЕТАРНОЈ ПОЛИТИЦИ

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.

Полугодишњи извештај о монетарној политици – јануар–јун 2015. размотрен је и усвојен на седници Извршног одбора 10. септембра 2015. године.

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

Извршни одбор Народне банке Србије

Јоргованка Табаковић, гувернер

Ана Глигоријевић, вицегувернер

Веселин Пјешчић, вицегувернер

Диана Драгутиновић, вицегувернер

Ђорђе Јевтић, директор Управе за надзор над финансијским институцијама

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

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

**СКРАЋЕНИЦЕ КОРИШЋЕНЕ
У ОВОМ ИЗВЕШТАЈУ**

БДП – бруто домаћи производ

б.п. – базни поен

БРИКС – Бразил, Русија, Индија, Кина и Јужноафричка Република

СЕФТА – Уговор о слободној трговини земаља централне Европе

д.с. – десна скала

дсз. – десезонирано

ДФО – друге финансијске организације

ЕЦБ – Европска централна банка

ЕМВИ – индекс обвезница тржишта у успону

ФЕД – Систем федералних резерви САД

ХоВ – хартије од вредности

ИПЦ – индекс потрошачких цена

МДТ – међубанкарско девизно тржиште

млн – милион

млрд – милијарда

мг. – међугодишње

ММФ – Међународни монетарни фонд

НДВ – непољопривредна додата вредност

NPL – проблематични кредити

ОРЕС – Организација земаља извозница нафте

П – полугодиште

п.п. – процентни поен

СДИ – стране директне инвестиције

Т – тромесечје

Не наводе се друге општепознате скраћенице.

Садржај

Резиме	1
I. Стратешки оквир монетарне политике	3
II. Монетарна политика и остварење циљане инфлације	5
1. Монетарна политика у периоду јануар–јун 2015. године	5
2. Инструменти монетарне политике	6
Операције на отвореном тржишту	6
Депозитне и кредитне олакшице	7
Обавезна резерва	8
Операције на девизном тржишту	8
Девизни своп	9
3. Остварење циљане инфлације у периоду јануар–јун 2015. године	9
III. Макроекономски услови спровођења монетарне политике	11
1. Међународно окружење	11
2. Међународне трансакције	13
Платнобилансна кретања и девизне резерве	13
Међународна инвестициона позиција земље	16
3. Кретања на финансијском тржишту	18
Каматне стопе	18
Премија ризика земље	21
Кретања на девизном тржишту и курс динара	21
Кретања на берзи	23
4. Новац и кредити	24
Примарни новац	24
Монетарни агрегати M1, M2 и M3	24
Кредити банака	26
5. Показатељи степена динаризації	27
6. Агрегатна тражња	29
Домаћа тражња	29
Нето екстерна тражња	30
7. Економска активност	31
8. Зараде и запосленост	32
9. Инфлациона очекивања	34
10. Фискална политика	35
Додатак 1. Меморандум Народне банке Србије о циљаним стопама инфлације до 2018. године	37
Додатак 2. Писмо Народне банке Влади Републике Србије због одступања инфлације од утврђеног циља од септембра 2014. до фебруара 2015. године	38
Списак графикана и табела	41

Резиме

Инфлаторни притисци су остали врло ниски и у првих шест месеци ове године. На то су утицали ниски трошковни притисци пре свега по основу пада цена примарних производа на светском тржишту (нафте и примарних пољопривредних производа) и ниске инфлације у међународном окружењу. Са стране тражње, дезинфлаторни притисци потицали су у највећој мери од рестриктивне фискалне политике и ниске кредитне активности. Међугодишња инфлација је наставила да се креће испод доње границе дозвољеног одступања од циља ($4,0 \pm 1,5\%$) првенствено због деловања фактора привременог карактера – изостанка очекиване корекције регулисаних цена и пада цена нафтних деривата услед снажног пада цене нафте на светском тржишту – и у јуну је износила 1,9%.

Доследно спровођење фискалне консолидације и закључење аранжмана с Међународним монетарним фондом отворили су простор за додатно ублажавање монетарне политике. Ипак, због неповољних кретања у међународном окружењу почетком године, референтна каматна стопа у прва два месеца није мењана, да би у преостала четири месеца била снижена за 200 базних поена – са 8,0% на 6,0%. Смањење референтне каматне стопе било је праћено и падом каматних стопа на међубанкарском тржишту новца и кредита. Од осталих мера, настављено је са смањењем стопе девизне обавезне резерве (за 1 п.п.) како би се пружио додатни подстицај кредитној активности, а ради даље стабилизације каматних стопа на међубанкарском тржишту новца, сужен је и коридор каматних стопа са $\pm 2,5$ п.п. на $\pm 2,0$ п.п. у односу на референтну каматну стопу.

Макроекономски услови спровођења монетарне политике су у првој половини 2015. били повољнији у односу на претходну годину захваљујући и побољшаној макроекономској перспективи земље, а највише повољнијим платнобилансним и фискалним

кретањима. С друге стране, дешавања у међународном окружењу и даље карактеришу бројни изазови.

Кретања у међународном окружењу почетком године обележила је нестабилност на финансијским тржиштима изазвана отежаном предвидивошћу монетарних политика водећих централних банака, падом светске цене нафте и геополитичким тензијама. Ипак, одлука Европске централне банке о почетку куповине државних хартија од вредности у марту и одлагање повећања референтне стопе Система федералних резерви за другу половину године умирили су тржишта и утицали на раст глобалне ликвидности. Економски опоравак зоне евра је постепено убрзавао, што је почело да се прелива и на регион централне и источне Европе.

Опоравак зоне евра позитивно се одразио и на активност у домаћој прерађивачкој индустрији. То је, уз оспособљавање производних капацитета у рударству и енергетици после прошлогодишњих поплава и позитивна кретања у грађевинарству, утицало на то да бруто домаћи производ у другом тромесечју, први пут после четири тромесечја, забележи међугодишњи раст (1,0%). С друге стране, у већини услужних сектора регистрован је пад активности, а процењује се и да је пољопривредна производња нижа него претходне године услед неповољних временских прилика. У преосталом делу године очекујемо наставак позитивних кретања у индустрији и грађевинарству, што би, уз опоравак појединих сектора услуга, требало да води убрзању раста бруто домаћег производа, који би, према нашој процени, у 2015. требало да износи око 0,5%.

Посматрано с расходне стране, позитиван допринос кретању бруто домаћег производа у првој половини године потиче од приватних инвестиција, док су у супротном смеру деловали потрошња домаћинстава и

државе и државне инвестиције. До краја године очекује се наставак раста приватних инвестиција, што би, поред опоравка нето екстерне тражње због бржег привредног раста главних спољнотрговинских партнера и убрзања реализације капиталних пројеката, требало да допринесе расту бруто домаћег производа.

И поред тога што је у првих шест месеци изостао позитиван допринос нето извоза економској активности, пре свега због повећаног увоза опреме, спољнотрговинска неравнотежа је наставила да се смањује. Дефицит текућег рачуна платног биланса је у посматраном периоду износио 728,0 милиона евра (4,7% бруто домаћег производа) и био је за око 30% нижи у односу на исти период претходне године. Томе је у највећој мери остварено захваљујући повећању суфицита биланса услуга и секундарног дохотка, као и смањењу дефицита на рачуну примарног дохотка, док је робни дефицит био благо виши. На рачуну капиталних и финансијских трансакција, за разлику од истог периода прошле године, остварен је нето прилив капитала. Повољна платнобилансна кретања резултирала су повећањем девизних резерви Народне банке Србије. Оне су крајем јуна износиле 10,3 милијарде евра, обезбеђујући покриће од близу седам месеци увоза робе и услуга.

Поред екстерне, у првој половини године знатно је смањена и унутрашња неравнотежа. Дефицит консолидованог буџета у наведеном периоду нижи је за готово 70% у односу на исти период прошле године и износио је 35,3 милијарде динара (1,9% бруто домаћег производа), а уколико се од тога одузму расходи за камате, забележен је примарни буџетски суфицит у висини од 2,0% бруто домаћег производа. Консолидовани приходи буџета су у првих шест месеци били реално већи за 5,1% међугодишње, чему је допринело сузбијање сиве економије и већи непорески приходи. С друге стране, мере фискалне консолидације усвојене прошле године одразиле су се на смањење консолидованих расхода, који су реално били нижи за 4,6% међугодишње.

Посматрано крајем периода, динар је у првој половини године ојачао према евра за 0,3%, док је на нивоу просека био за 1,8% слабији у односу на претходно полугодиште. Депрецијацијски притисци били су присутни у јануару, на шта су у највећој мери утицали повећана тражња домаћих предузећа за

девизама и смањено улагање у државне хартије од вредности услед нестабилности на међународном финансијском тржишту. У фебруару и марту динар је ојачао услед повољније перцепције ризика након закључења стендбај аранжмана с Међународним монетарним фондом и повећане ликвидности на међународном финансијском тржишту по основу мера Европске централне банке. У преосталом делу посматраног периода кретања на девизном тржишту била су релативно стабилна захваљујући побољшаној макроекономској и фискалној перспективи земље, потврди кредитног рејтинга агенција *Fitch* и *Standard & Poor's* и повећаном приливу дознака и страних улагања у власнички капитал. Како би спречила прекомерне краткорочне осцилације девизног курса, Народна банка Србије је у првој половини ове године интервенисала куповином 410,0 милиона евра и продајом 120,0 милиона евра.

Аранжман с Међународним монетарним фондом прати се у тромесечној динамици и за сада су сви квантитативни критеријуми програма испуњени, што би требало да резултира и другом позитивном оценом Међународног монетарног фонда. Народна банка Србије ће са своје стране наставити да предузима све мере и активности како би испунила своје обавезе договорене овим програмом. При томе, одржавање ниске и стабилне инфлације у средњем року и финансијске стабилности остају и даље њени главни задаци, јер је то најбољи начин да централна банка допринесе економском просперитету земље.

Одржање ценовне стабилности је у одређеној мери олакшано усидреношћу инфлационих очекивања, која су и током првих шест месеци ове године наставила да се крећу око централне вредности средњорочног инфлационог циља. Додатну подршку пружиће и наставак доследног спровођења мера фискалне консолидације и структурних реформи, уз аранжман с Међународним монетарним фондом, који би требало да допринесе одрживости јавних финансија и даљем побољшању макроекономских перспектива земље. Будући да су екстерни ризици и даље присутни, карактер монетарне политике ће у наредном периоду зависити од оцено њиховог инфлаторног утицаја, а релевантан фактор биће и ефекти овогодишње пољопривредне сезоне на кретање цена примарних пољопривредних производа на домаћем и светском тржишту.

I. Стратешки оквир монетарне политике

Потпуно циљање инфлације (енгл. *fully fledged inflation targeting*) 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 таргетирања од 1. јануара 2009. Меморандум је сачињен у складу са Споразумом Народне банке Србије и Владе о циљању инфлације, усвојеним на седници Владе 19. децембра 2008. Народна банка Србије и Влада оцениле су да у постојећим околностима циљање инфлације представља најадекватнији режим монетарне политике.

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

Циљ за инфлацију Народне банке Србије дефинисан је као стопа укупне инфлације (с дозвољеним

одступањем) мерена годишњом процентуалном променом индекса потрошачких цена. Утврђен је у виду јединствене вредности с дозвољеним одступањем. Ради дефинисања оквира за одлучивање о монетарној политици на средњи рок и усидравања и стабилизације инфлационих очекивања, Извршни одбор Народне банке Србије је у августу 2015. године одредио циљану стопу инфлације за период од јануара 2017. до децембра 2018. године у висини од 4,0%, с дозвољеним одступањем $\pm 1,5$ п.п.² Иста циљана стопа инфлације раније одређена за 2016. годину није мењана.³

Путања циљане инфлације одражава намеру да се стабилност цена постигне без изазивања макроекономских поремећаја. Циљана инфлација је и даље изнад нивоа квантитативне дефиниције ценовне стабилности и нивоа циљане инфлације у развијеним земљама (2,0% или 2,5%). Постављени циљ за инфлацију произлази из оцене да до 2018. године неће бити завршене структурне реформе и либерализација цена, тј. номинална, реална и структурна конвергенција према Европској унији.

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

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 усвојен је на седници Извршног одбора Народне банке Србије 13. августа 2015. године. Видети Додатак 1, стр. 37.

³ Меморандум Народне банке Србије о циљаним стопама инфлације до 2016. године видети на сајту Народне банке Србије (<http://www.nbs.rs>).

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.

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

референтне каматне стопе на тржиште, као и развоју финансијских тржишта без угрожавања стабилности финансијског система.

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

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

II. Монетарна политика и остварење циљане инфлације

1. Монетарна политика у периоду јануар–јун 2015. године

Ублажавање монетарне политике настављено је у П1 2015. године – референтна каматна стопа смањена је са 8,0% на 6,0%. Додатни простор за ублажавање монетарне политике омогућило је пре свега доследно спровођење фискалне консолидације и закључење аранжмана из предострожности с ММФ-ом.

Након минимума у јануару, мг. инфлација је повећана, али се и током посматраног периода кретала испод доње границе дозвољеног одступања од циља. На кретање инфлације испод циља у највећој мери су утицали изостанак очекиваних корекција регулисаних цена и пад цена нафтних деривата услед израженог пада светске цене нафте. Постепен раст потрошачких цена очекивао се у наредном периоду, пре свега због корекција регулисаних цена и постепеног ишчезавања дезинфлаторних ефеката ниских цена примарних производа. С друге стране, очекивало се да ће већина домаћих фактора и ниска инфлација у међународном окружењу успоравати раст цена, што је определило одлуку Извршног одбора да у посматраном периоду смањује референтну каматну стопу.

При доношењу одлуке о ублажавању монетарне политике, Извршни одбор Народне банке Србије имао је у виду и да су дезинфлаторни притисци додатно појачани рестриктивнијом домаћом фискалном политиком, која потврђује опредељеност носилаца економске политике ка јачању јавних финансија. Уз структурне реформе и закључење аранжмана с ММФ-ом, то је позитивно деловало на премију ризика земље и перцепцију инвеститора према улагањима у Србију.

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

Смањујући референтну каматну стопу, Извршни одбор је очекивао и адекватну реакцију тржишта, тј. да ће доћи до даљег смањења динарских каматних стопа на тржишту новца и кредита, што се и десило. Оно би требало да допринесе опоравку економске активности у наредном периоду.

На одсуство већих инфлаторних притисака указивало је и стабилно кретање инфлационих очекивања у границама циља. Захваљујући дужем периоду ниске инфлације и ниским очекиваним инфлаторним притисцима, стабилизована су и краткорочна и средњорочна инфлациона очекивања, што је важан предуслов стабилизације инфлације и повећања ефикасности мера монетарне политике.

Посматрано по месецима, референтна каматна стопа је задржана на непромењеном нивоу у јануару и фебруару, да би њено смањење уследило од марта.

Упркос ниским инфлаторним притисцима, **у прва два месеца П1 референтна каматна стопа је задржана на непромењеном нивоу.** Такву одлуку Извршни одбор је донео пре свега због и даље неповољних кретања у међународном окружењу. Снажан пад светске цене нафте крајем 2014. и почетком 2015. године, геополитичка дешавања и отежана

предвидивост монетарних политика водећих централних банака повећали су неизвесност на међународном финансијском тржишту. Поред тога, међународно финансијско тржиште је у јануару било додатно уздрмано и неочекиваном одлуком централне банке Швајцарске да укине доњу границу девизног курса од 1,20 франака за један евро. У таквим околностима инвеститори су поново преиспитивали своје процене ризика улагања у земље у успону, а под утицајем тих дешавања и премија ризика Србије је почетком јануара расла. Међутим, потврда кредитног рејтинга од стране агенција *Fitch* и *Standard & Poor's*, захваљујући усвајању мера фискалне консолидације и спровођењу структурних реформи и закључењу аранжмана из предострожности с ММФ-ом, допринела је заустављању тог раста и нижој премији ризика у осталом делу П1. То је, уз ниске инфлаторне притиске по основу већине домаћих фактора и ниске инфлације у међународном окружењу, у највећој мери и определило одлуку Извршног одбора да **сними референтну каматну стопу у преостала четири месеца посматраног периода.**

Поред тога, кретања у међународном окружењу су постала повољнија него почетком П1, јер је глобална ликвидност поново почела да се повећава. Наиме, поред раније предузетих експанзивних мера, ЕЦБ је у марту започела и програм куповине државних ХоВ земаља чланица како би стимулисала привредну активност. У исто време, ФЕД није мењао висину референтне стопе, иако је наговестио да ће се то десити у наредном периоду. Ако се у обзир узму ниски, па и негативни приноси у развијеним земљама, од високе глобалне ликвидности и тражења виших приноса од стране инвеститора очекивало се да позитивно делују на прилив капитала у Србију и стабилност девизног тржишта.

Међународно финансијско тржиште је крајем П1 било уздрмано прекидом преговора о решавању кризе у Грчкој и могућношћу њеног изласка из зоне евра. Директни ефекти ескалације грчке кризе на Србију били би мали, али је Извршни одбор имао у виду ризик евентуалних индиректних ефеката преко утицаја грчке кризе на опоравак зоне евра и/или на међународно финансијско тржиште. Иако је договор постигнут између Грчке и њених европских кредитора, даљи развој ситуације у Грчкој и њени ефекти, пре свега на опоравак привреде зоне евра, и даље су један од извора нестабилности у међународном окружењу. Томе треба додати још

присутну неизвесност у погледу светских цена примарних производа, пре свега нафте, као и ефеката очекиваног асиметричног изласка водећих централних банака из експанзивне монетарне политике. Стога ће Народна банка Србије и даље пажљиво пратити кретања у међународном окружењу и настојати да умањи преливање евентуалних негативних последица на домаће тржиште.

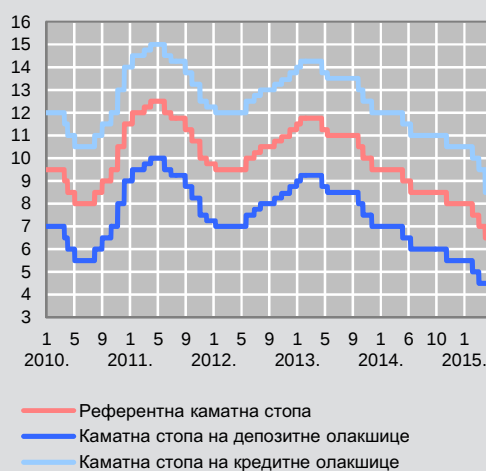
2. Инструменти монетарне политике

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

Операције на отвореном тржишту

Главне операције на отвореном тржишту Народне банке Србије током П1 биле су једнонедељне реверзне

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



Извор: НБС.

репо трансакције, тј. репо трансакције продаје ХоВ (повлачење ликвидности).

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

Током П1 организовано је 18 аукција репо продаје ХоВ. Аукције су организоване једном недељно по моделу варијабилне вишеструке каматне стопе. Укупна продаја ХоВ на аукцијама износила је 327,6 млрд динара. Остварен обим продаје био је знатно мањи него у П2 2014. године (1.161,3 млрд динара).

Просечно стање ХоВ Народне банке Србије у портфељу банака током П1 је износило 12,8 млрд динара. У односу на крај 2014, стање ових ХоВ је крајем јуна повећано за 12,5 млрд динара, на 20,0 млрд динара. Повећање портфеља било је у највећој мери резултат повећања динарске ликвидности услед куповине девиза Народне банке Србије на МДТ-у.

Депозитне и кредитне олакшице

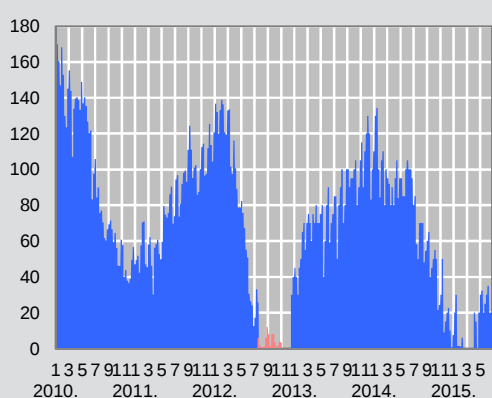
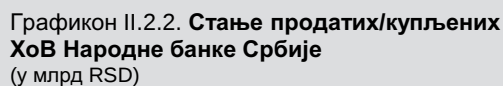
У складу са Одлуком о условима и начину депоновања вишкова ликвидних средстава банака код Народне банке Србије, банке су и у П1 наставиле с преконоћним депоновањем средстава код Народне банке Србије. Просечно дневно стање депонованих средстава банака код Народне банке Србије у П1 износило је 32,5 млрд динара, што је за 23,6 млрд динара више него у П2 2014. Посматрано по месецима, највеће просечно месечно стање депонованих средстава забележено је у мају (51,1 млрд динара), а минимално у фебруару (10,2 млрд динара).

Народна банка Србије је у П1 наставила да примењује Одлуку о условима и начину одобравања кредита за одржавање дневне ликвидности банака на основу залогe ХоВ, којом су уређене кредитне олакшице.

У посматраном периоду банке су користиле кредитне олакшице као дневни и као преконоћни кредит. Дневни кредит је коришћен у укупном износу од 14,1 млрд динара, од чега је три четвртине тог износа коришћено у марту. Преконоћни кредит, у укупном износу од 15,2 млрд динара, банке су користиле највише у марту (11,0 млрд динара), фебруару (2,2 млрд динара) и јуну (2,0 млрд динара).

Како би се смањила могућност већих осцилација каматних стопа на међубанкарском тржишту новца, Народна банка Србије је у мају 2015. приступила измени Одлуке о каматним стопама које Народна банка Србије примењује у поступку спровођења монетарне политике. Та одлука прописује да Народна банка Србије наплаћује камату на износ преконоћног кредита за одржавање дневне ликвидности банака на основу залогa ХоВ – по каматној стопи у висини референтне каматне стопе увећане за 2 п.п., а да банкама плаћа камату на износ средстава које је банка депоновала код Народне банке Србије – по каматној стопи у висини референтне каматне стопе умањене за 2 п.п.

На тај начин је Народна банка Србије сузила ширину коридора каматних стопа са $\pm 2,5$ п.п. на $\pm 2,0$ п.п. у односу на референтну каматну стопу. Та мера је усмерена на даљу стабилизацију каматних стопа на међубанкарском тржишту новца.



- Стање продатих ХоВ
- Стање купљених ХоВ

Извор: НБС.

Обавезна резерва

Одлука о обавезној резерви банака код Народне банке Србије је током П1 једном измењена.

На јануарској седници Извршног одбора Народна банка Србије је смањила стопе девизне обавезне резерве – са 27% на 26% за обавезе рочности до две године и са 20% на 19% за обавезе рочности преко две године, при чему је истовремено повећала стопе динарског издвајања девизне обавезне резерве са 36% на 38%, односно са 28% на 30%, зависно од рочности обавеза. Та мера представљала је наставак циклуса ублажавања инструмента обавезне резерве, који је започет у новембру 2014. године, с циљем да се у условима ниске инфлације додатним смањењем девизне обавезне резерве, смањењем трошкова по том основу и ослобађањем дела кредитног потенцијала стимулише кредитна активност банака.

Обрачуната обавезна резерва која се издваја у динарима у П1 је повећана за 5,3 млрд динара и у јуну је износила 163,5 млрд динара. Том расту су у највећој мери допринели наведена промена регулативе у јануару и повећање основице за обрачун девизне обавезне резерве, што је донекле ублажено ефектом јачања динара у односу на евро. Такође, на раст обрачунате динарске обавезне резерве утицао је и раст динарских депозита становништва код банака. Обрачуната обавезна резерва која се издваја у девизама смањена је током П1 за 56,9 млн евра и у јунском обрачунском периоду је износила 1.944,9 млн евра. Поменуто смањење је првенствено последица наведене промене регулативе у јануару.

У структури основице за обрачун девизне обавезне резерве, почев од фебруарског обрачунског периода повећан је износ инообавеза банака које улазе у основицу, добрим делом као последица престанка важења одредбе одлуке којом је из основице био изузет део инообавеза банака. Раст основице остварен је и по основу раста девизне штедње грађана и депозита правних лица.

Операције на девизном тржишту

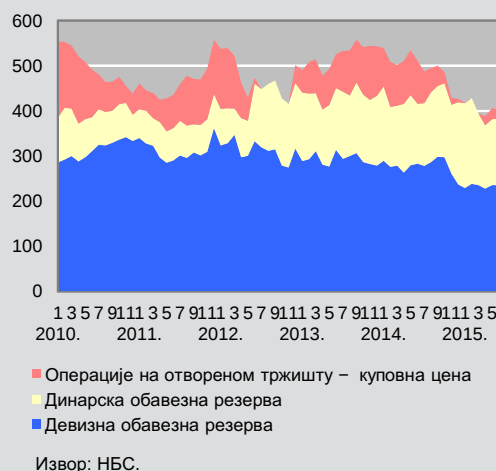
У складу с Програмом монетарне политике за 2015. годину, Народна банка Србије је наставила да спроводи режим руковођено пливајућег девизног курса. Интервенције на девизном тржишту имале су за циљ смањење прекомерних краткорочних осцилација девизног курса, очување стабилности

финансијског система и одржавање адекватног нивоа девизних резерви.

Динар је у П1 номинално апрецирао према еврџ за 0,3%. Народна банка Србије је на МДТ-у интервенисала нето куповином 290,0 млн евра, при чему је у девизним интервенцијама купила 410,0 млн евра и продала 120,0 млн евра. Девизне интервенције су реализоване искључиво по тржишним условима, прихватањем курсева које су нудиле банке (улога *price taker-a*).

Динар је у Т1 ојачао у односу на евро за 0,6%. Депрецијацијски притисци почетком године били су највећим делом последица повећане тражње за девизама од стране домаћих увозника енергената. Међутим, позитивна очекивања тржишних учесника у вези са закључењем аранжмана из предострожности с ММФ-ом, као гаранцијом наставка спровођења мера фискалне консолидације и структурних реформи, повећала су интересовање инвеститора за улагање у државне ХоВ дужих рочности. То је довело до промене тренда у кретању вредности динара и јачања домаће валуте према еврџ у фебруару и марту. Поред тога, у фебруару је забележена мања тражња за девизама од стране домаћих компанија, а у марту је настављено високо интересовање нерезидената за улагање у динарске државне ХоВ, чему су допринели позитивни иницијални резултати фискалне консолидације (мањи дефицит буџета од планираног) и почетак примене програма квантитативних олакшица ЕЦБ-а.

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



Током Т1 Народна банка Србије је интервенисала куповином 260,0 млн евра и продајом 90,0 млн евра.

У Т2 динар је благо ослабио у односу на евро за 0,3%. На релативно стабилно кретање динара утицало је пре свега побољшање макроекономске и фискалне перспективе земље. У условима смањења спољнотрговинске неравнотеже, нето куповина девиза од стране резидената била је мања од уобичајене. Истовремено, остварен је висок откуп ефективног страног новца банака од мењача и физичких лица.

Додатни допринос стабилности домаћег девизног тржишта дале су и банке, будући да су продавале девизе на МДТ-у услед одобравања индексираних кредита домаћим предузећима и смањења индексираних депозита⁴.

Током Т2 Народна банка Србије је интервенисала куповином 150,0 млн евра и продајом 30,0 млн евра.

Девизни своп

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

У току П1 Народна банка Србије је организовала 50 тромесечних и 46 двонедељних своп аукција. На тромесечним аукцијама је своп продала 29,0 млн евра и своп купила исти износ девиза, док су на двонедељним аукцијама своп продаја и своп куповина девиза износиле по 170,5 млн евра. На крају П1 стање девизних потраживања и стање девизних обавеза Народне банке Србије по основу тромесечних своп аукција износило је по 14,0 млн евра, а по основу двонедељних своп аукција по 5,0 млн евра.

⁴ Приликом повећања валутно индексираних активних или смањења валутно индексираних обавеза банке продужава се њена девизна позиција, па банка, ради уравниотежења девизне позиције, односно смањења изложености девиз-

3. Остварење циљане инфлације у периоду јануар–јун 2015. године

Инфлаторни притисци су остали врло ниски и у првих шест месеци ове године како по основу већине домаћих фактора, тако и по основу ниских цена примарних производа на светском тржишту и ниске инфлације у међународном окружењу.

Мг. инфлација је наставила да се креће испод доње границе дозвољеног одступања од циља ($4,0 \pm 1,5\%$), пре свега под утицајем деловања фактора привременог карактера – изостанка очекиване корекције регулисаних цена и пада цена нафтних деривата услед снажног пада цене нафте на светском тржишту. Због високе базе узроковане повећањем стопе ПДВ-а и акциза почетком прошле године, мг. инфлација је најнижа била у јануару – свега 0,1%. Након тога је остварила раст, првенствено под утицајем сезонског раста цена воћа и поврћа у фебруару и марту, да би у јуну завршила на нивоу од 1,9%.

Поред цена воћа и поврћа, позитиван допринос мг. инфлацији у П1 давале су и цене непрехрамбених производа и услуга, док су у супротном смеру деловале цене нафтних деривата услед пада светске цене нафте и регулисане цене. Када је реч о

Табела II.3.1. Раст и доприноси компоненти расту потрошачких цена у П1 2015.

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

Извор: РЗС и прерачуни НБС.

ном ризику, продаје девизе на девизном тржишту. Супротно је када се смањује индексираних актива, односно повећавају индексираних обавеза банака. Тада банка има потребу за куповином девиза на тржишту.

регулисаним ценама, први пут откако се прате, оне су ове године исказале м.г. пад, који је у јуну износио 1,5% (допринос м.г. инфлацији -0,3 п.п.). Тај пад је резултат пре свега појевфеићења цигарета и лекова и изостанка корекције цене електричне енергије у последњој години дана.

Иако је била виша од укупне инфлације, м.г. база инфлација⁵ (део инфлације на који мере монетарне политике највише утичу) такође је наставила да се креће испод доње границе дозвољеног одступања од циља и у јуну је износила 2,1%.

Укупан раст потрошачких цена у периоду јануар–јун 2015. износио је 2,1% и у највећој мери био је одређен растом цена хране (4,3%). Допринос те категорије шестомесечној инфлацији износио је 1,4 п.п., тј. две трећине укупног раста цена у П1, од чега су се 1,3 п.п. односила на воће и поврће.

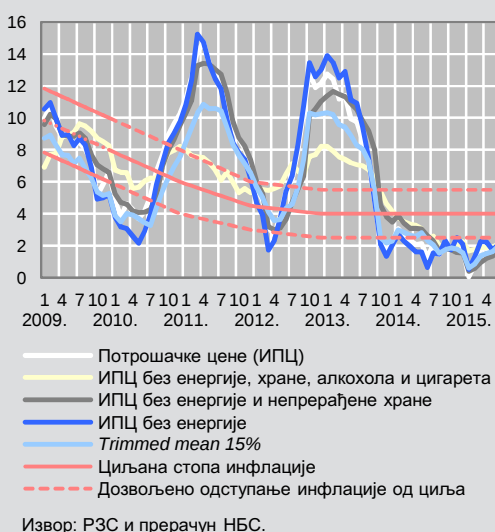
Посматрано по тромесечјима, потрошачке цене су у Т1 порасле за 1,4%. Тај раст је у највећој мери уследио због сезонског поскупљења непрерађене хране, тј. воћа и поврћа. У Т2 потрошачке цене су порасле 0,7%, првенствено због сезонског поскупљења туристичких пакет-аранжмана и раста цена цигарета и нафтних деривата. За разлику од Т1, допринос цена хране у овом тромесечју био је готово неутралан.

Будући да се инфлација у периоду септембар 2014 – фебруар 2015, тј. шест месеци заредом, кретала испод

доње границе дозвољеног одступања од циља, Narodna banka Srbije је у марту, у складу са Споразумом Народне банке Србије и Владе Републике Србије о циљању (таргетирању) инфлације, писмом обавестила Владу о разлозима тог одступања, мерама које треба предузети да би се инфлација вратила у границе циља и у средњем року одржала у тим границама, као и о очекиваном тренутку њеног повратка у границе циља. У писму је истакнуто да је кретање инфлације испод доње границе дозвољеног одступања од циља у наведеном периоду било последица пре свега два привремена фактора: изостанка раста регулисаних цена и пада светске цене нафте.⁶

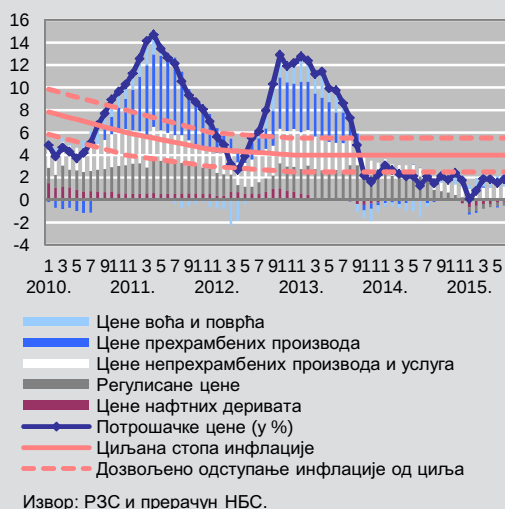
С обзиром на то да је ценовна стабилност предуслов одрживог привредног раста, Народна банка Србије је чврсто опредељена да инфлацију одржи на ниском и стабилном нивоу. Према пројекцији Народне банке Србије, м.г. инфлација ће се у наредној години кретати око доње границе дозвољеног одступања од циља, уз могућ улазак у границе циља крајем ове или почетком следеће године. У П2 2016. очекује се њено постепено приближавање циљу од 4,0%. Најважнији фактор са инфлаторним утицајем требало би да буду регулисане цене (цене електричне енергије и цигарета), док ће раст цена у средњем року успоравати ниска агрегатна тражња, али и ниска инфлација у међународном окружењу и рестриктивна фискална политика.

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



Извор: РЗС и прерачун НБС.

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



Извор: РЗС и прерачун НБС.

⁵ Базна инфлација мерена је као промена индекса потрошачких цена из којих су искључене цене енергије, хране, алкохола и цигарета.

⁶ Видети Додатак 2, стр. 38.

III. Макроекономски услови спровођења монетарне политике

1. Међународно окружење

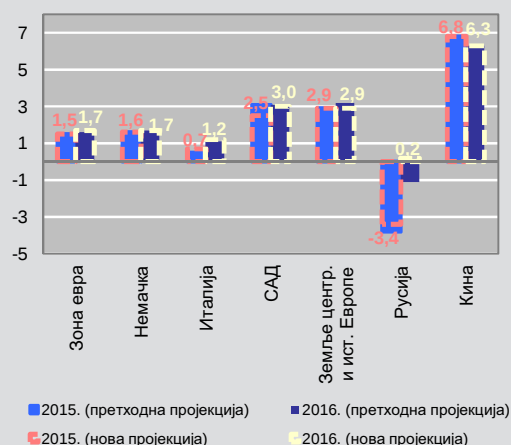
Опоравак економске активности у зони евра у П1 постепено добија на замаху захваљујући експанзивним мерама монетарне политике ЕЦБ-а, паду светске цене нафте и слабљењу евра према главним светским валутама. Раст БДП-а у Т1 је износио 0,4% дсз. и био је вођен домаћом тражњом, док је, према прелиминарној процени, у Т2 благо успорио на 0,3% дсз. Већи расположиви приходи домаћинстава и побољшана финансијска позиција предузећа услед пада цене нафте и нижих трошкова задуживања подстицајно су деловали на раст приватне потрошње и инвестиција, док је, с друге стране, нето извоз имао негативан допринос због ниже глобалне тражње. Посматрано по земљама, чини се да је економски опоравак уједначенији него раније, с обзиром на то да се све веће привреде зоне евра налазе на путу одрживог раста. Немачка и Шпанија су у оба тромесечја забележиле раст БДП-а (0,3% и 0,9% дсз. у Т1 и 0,4% и 1,0% дсз. у Т2, респективно), Италија је у Т1, након три године, изашла из рецесије, док је Француска, након релативно снажног раста у Т1 (0,6% дсз.), у Т2 стагнирала.

Ситуација на тржишту рада је и током П1 била релативно неповољна, будући да се стопа незапослености, и поред смањења од 0,3 п.п. од почетка године, у јуну налазила на и даље високих 11,1%. Поред тога, кочницу бржем опоравку зоне евра представљали су даље присуство геополитичких тензија у Украјини, успоравање привредног раста земаља БРИКС-а и ескалација дужничке кризе у Грчкој, која је у међувремену ублажена постизањем договора око новог пакета помоћи.

Инфлација у зони евра је током Т1 била негативна, али је у мају прешла у позитивну зону (0,3% мг), спутивши се благо у јуну на 0,2% мг. Главни узрок ниске инфлације био је пад светске цене нафте, али је захваљујући мерама монетарне политике спречено преливање секундарних ефеката тог пада на остале цене, чиме је избегнут ризик продужене дефлације.

Економска активност у САД је у Т1 успорила раст (0,15% дсз.) пре свега услед таласа хладног времена, који је отежао производњу и транспорт и водио успоравању раста приватне потрошње. Уз то, због јачања долара према главним светским валутама и извоз је био нижи. Раст БДП-а у Т2 је износио 0,9%

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



Извор: ММФ WEO (април 2015) и ММФ WEO Update (јул 2015).

дсз. и био је вођен убрзањем раста приватне потрошње и фиксних инвестиција и опоравком извоза. Током П1 настављено је и побољшање ситуације на тржишту рада, будући да је стопа незапослености смањена за 0,3 п.п., на 5,3% у јуну, док је просечан број новоотворених радних места ван сектора пољопривреде наставио да се креће изнад 200.000 месечно. Пад цене нафте је, уз смањење увозних цена по основу апрецијације долара, стварао дезинфлаторне притиске у САД током П1. Мг. инфлација се у већем делу П1 кретала испод или близу 0%, да би се тек у јуну вратила у позитивну зону (0,1%). Очекује се да ће се инфлација у кратком року задржати на ниском нивоу, али се у средњем року, са ишчезавањем ефекта пада цене нафте и даљим побољшањем ситуације на тржишту рада, очекује њен повратак ка циљаних 2,0%.

Иако је **привредни раст** већине земаља централне и источне Европе у П1 успорен у односу на крај 2014. због негативних ефеката геополитичке кризе у Украјини, убрзани економски опоравак зоне евра почео је да се постепено прелива и на овај регион. Највећи раст забележен је у земљама централне Европе, које су снажно повезане са зоном евра, док је раст у Балтичким земљама био умеренији с обзиром на повезаност њихових привреда с Русијом. Економска ситуација у Русији је била неповољна током П1. Разлог за то су пад цене нафте, који се одразио на извозне приходе, депрецијација рубље и економске санкције, које су руским предузећима ограничиле приступ међународном финансијском тржишту.

И у овом региону су током П1 преовладавали дефлаторни притисци, али је од Т2 приметно њихово постепено слабљење. Мг. инфлација је током Т2 прешла у позитивну зону у Мађарској, Чешкој, Македонији и Црној Гори, док су у Хрватској цене стагнирале. Дефлација је најизраженија у Бугарској, у којој је инфлација негативна готово две године. С друге стране, депрецијација валута подстакла је раст инфлације у Украјини, Русији и Турској током П1.

Дефлаторни притисци у зони евра и централној и источној Европи у великој мери су опредељивали карактер **монетарне политике ЕЦБ-а и осталих централних банака у региону**. Како би се изборила са спорим привредним растом и ниском инфлацијом, ЕЦБ је у марту започела програм куповине државних ХоВ земаља чланица, уз наставак раније започетих

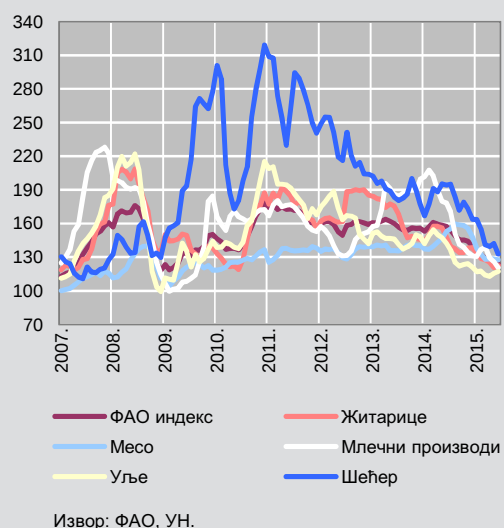
програма куповина хартија с покрићем у активи и куповине покривених обвезница. Тим програмима је планиран месечни откуп ХоВ у износу од 60,0 млрд евра, што би до краја септембра 2016, до када је планирано њихово окончање, требало да убризга око 1.100 млрд евра додатне ликвидности. Закључно с јуном, стање купљених ХоВ износило је око 300 млрд евра. Пад цене нафте и ниска инфлација су, поред експанзивних мера ЕЦБ-а, омогућиле и централним банкама из региона централне и источне Европе да наставе са ублажавањем монетарних политика. Смањење референтних стопа у П1 забележено је у Румунији (100 б.п., на 1,75%), Турској (75 б.п., на 7,5%), Мађарској (60 б.п., на 1,5%) и Пољској (50 б.п., на 1,5%). Такође, централна банка Русије је, ради подршке економској активности, снизила референтну стопу за 550 б.п., на 11,5%.

Насупрот томе, **ФЕД** је после завршетка програма квантитативног попуштања у 2014, током П1 2015. почео да најављује могуће повећање референтне стопе у току године. Ипак, да би се ублажила реакција тржишта, истакнуто је да ће евентуално заоштравање монетарне политике бити постепено.

Различит карактер монетарних политика ЕЦБ-а и ФЕД-а одразио се на **кретања на валутним тржиштима** у смеру слабљења евра према долару. Посматрано крајем периода, евро је у П1 ослабио према долару за 8,6%, достигавши средином марта најнижу вредност (1,05 долара за један евро) од 2003. године. Ипак, током Т2 евро је делимично повратио своју вредност, ојачавши према долару за 3,6%, јер се очекивало да ће подизање референтне стопе ФЕД-а бити одложено због лошијих резултата америчке привреде у Т1.

Потрес на валутним тржиштима у јануару изазвала је и одлука швајцарске централне банке да укине минимални девизни курс од 1,20 према еврџ, водећи се проценом да је од његовог увођења (септембар 2011) прецењеност франка смањена и да је привреда способна да се прилагоди новим тржишним условима. Та одлука утицала је на апрецијацију франка, који је ојачао на око 1,05 франака за један евро и на том нивоу се задржао током већег дела П1. Таква кретања одразила су се и на кредитна тржишта појединих земаља централне и источне Европе, у којима је део портфолија банака деноминован у францима, будући да је апрецијација франка учинила сервисирање кредита скупљим.

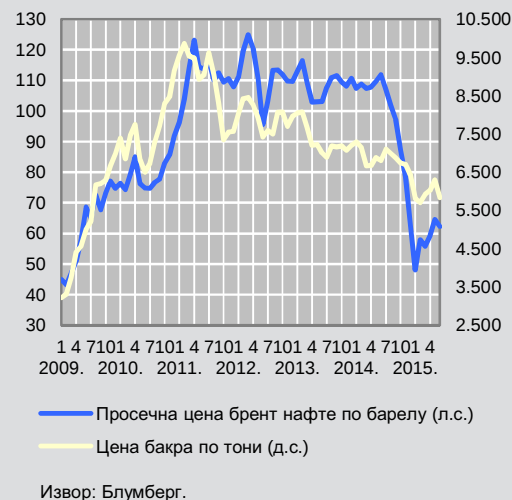
Графикон III.1.2. Индекс светских цена хране (реално, 2002 – 2004 = 100)



Светске цене хране, мерене индексом ФАО, током П1 су бележиле континуиран пад и у јуну су биле реално ниже за 11,4% у односу на крај 2014. Највеће смањење забележено је код цене шећера (18,9%) услед веће производње у Бразилу, водећем светском произвођачу и извознику шећера. У паду су биле и светске цене меса (13,8%) због смањене тражње из Азије и Русије, као и цене млечних производа (8,0%) услед укидања квота за производњу у ЕУ, наставка забране увоза од стране Русије и смањене тражње из Кине. Цене житарица су смањене за 11,5% због високих пренетих залиха из претходне сезоне и, уопште, добрих изгледа овогодишњег рода, док су најмање смањене цене уља (3,1%), првенствено због неповољних временских прилика у земљама које су водећи произвођачи.

Светска цена нафте типа брент је почетком године наставила пад започет у П2 2014, спустивши се на најнижи ниво у последњих пет година. Главни узроци снажног пада били су високе светске залихе, одсуство жеље земаља чланица *OPEC*-а да смање производњу и спорији глобални раст од очекиваног. Ипак, од краја јануара цена нафте расте и током П1, уз мање осцилације, кретала се у интервалу од 50 до 65 долара по барелу, што је ипак знатно ниже него у претходној години.

Графикон III.1.3. Кретање цена нафте и бакра (просечне месечне цене, у USD)



Цена бакра на светском тржишту је у П1 смањена око 10%, пре свега услед успоравања раста Кине, највећег светског потрошача и увозника ове сировине. На силазни тренд цене деловало је и јачање долара, као и очекиван раст производње, подстакнут нижим трошковима енергије.

Због нестабилности на финансијским тржиштима током јануара, **цена злата** је у том месецу порасла за око 5%. Ипак, током преосталог дела П1, због јачања долара и сигнала о могућем повећању каматне стопе ФЕД-а у текућој години, инвеститори су се померили ка активима с већим приносима, због чега је смањена тражња за златом. Цена злата је крајем П1 била нижа за 2,9% него крајем претходне године.

2. Међународне трансакције

Платнобилансна кретања и девизне резерве

Спољнотрговинска неравнотежа је у П1 наставила да се смањује. Према прелиминарним подацима⁷, дефицит текућег рачуна платног биланса је у првих шест месеци 2015. износио 728,0 млн евра (4,7% БДП-а) и био је за око 30% нижи у односу на исти период претходне године. Дефицит текућег биланса

⁷ Подаци платног биланса су дати према новој методологији (BPM6).

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

	Јануар–јун	
	2014.	2015.
I. ТЕКУЋИ РАЧУН	-1.037,0	-727,9
1. Салдо робне размене	-1.898,2	-1.916,0
1.1. Извоз	5.278,8	5.587,6
1.2. Увоз	7.177,1	7.503,6
2. Салдо услуге	141,6	250,6
2.1. Извоз	1.679,9	1.931,2
2.2. Увоз	1.538,4	1.680,6
3. Салдо робе и услуга	-1.756,7	-1.665,4
3.1. Извоз робе и услуга	6.958,8	7.518,8
3.2. Увоз робе и услуга	8.715,4	9.184,2
4. Примарни доходак	-745,0	-698,1
4.1. Приходи	292,9	263,2
4.2. Расходи	1.037,9	961,3
од тога: камате	458,5	528,7
5. Секундарни доходак	1.464,6	1.635,6
5.1. Приходи	1.640,4	1.841,2
5.2. Расходи	175,7	205,6
II. КАПИТАЛНИ РАЧУН	3,5	3,7
III. ФИНАНСИЈСКИ РАЧУН (без девизних резерви)	277,7	-486,1
1. Директне инвестиције – нето	-705,9	-675,4
1.1. Актива (потраживања)	115,2	66,9
1.2. Пасива (обавезе)	821,1	742,3
2. Портфолио инвестиције – нето	-142,4	-132,7
2.1. Актива (потраживања)	4,9	80,6
2.2. Пасива (обавезе)	147,3	213,3
3. Финансијски деривати – нето	-2,3	5,9
3.1. Актива (потраживања)	-1,8	5,9
3.1. Пасива (обавезе)	0,5	0,0
4. Остале инвестиције – нето	1.128,3	316,1
4.1. Трговински кредити	108,0	-15,1
4.1.1. Актива (потраживања)	376,0	404,5
4.1.2. Пасива (обавезе)	268,0	419,6
4.2. Финансијски кредити	758,6	183,0
4.2.1. Актива (потраживања)	-37,4	15,2
4.2.1.1. Дугорочни	-37,3	5,6
4.2.1.2. Краткорочни	0,0	9,6
4.2.2. Пасива (обавезе)	-795,9	-167,8
4.2.2.1. Дугорочни	-752,4	-246,3
4.2.2.2. Краткорочни	-43,6	78,5
4.3. Готов новац и депозити – нето	261,7	148,1
4.3.1. Актива (потраживања)	217,9	97,6
4.3.2. Пасива (обавезе)	-43,8	-50,5
IV. Средства резерви	-1.170,4	78,7
V. ГРЕШКЕ И ПРОПУСТИ	140,7	316,8
VI. УКУПНИ БИЛАНС	1.170,4	-78,7

Извор: РЗС и НБС.

Напомена: Прелиминарни подаци.

¹⁾ По BPM6 методологији.

смањен је захваљујући повећању суфицита биланса услуга и секундарног дохотка, као и смањењу дефицита на рачуну примарног дохотка, док је робни дефицит био благо виши. На рачуну капиталних и финансијских трансакција, за разлику од истог периода прошле године, остварен је нето прилив капитала. Повољна платнобилансна кретања резултирала су повећањем девизних резерви Народне банке Србије.

Пад светске цене нафте и постепен економски опоравак наших главних спољнотрговинских партнера (земље зоне евра и CEFTE) повољно су деловали на спољнотрговински дефицит, али је он, у највећој мери због нижег извоза моторних возила и електричне енергије, био благо виши него пре годину дана. Извоз робе је у П1 износио 5,6 млрд евра, или за 309,0 млн евра више него у истом периоду прошле године, док је увоз робе повећан за 326,5 млн евра, на 7,5 млрд евра, што се одразило на благо повећање дефицита на рачуну робе (17,8 млн евра). Покривеност увоза робе извозом повећана је са 73,6% у П1 2014. на 74,5% у П1 2015.

Извоз робе је остварен захваљујући пре свега доброј прошлогодишњој пољопривредној сезони и повећаном извозу пољопривредних и прехрамбених производа и дувана. Поред тога, повољна кретања на светском тржишту челика утицала су на поновно покретање производње у смедеревској железари, па је током П1 забележено и знатно повећање извоза гвожђа и челика. На поменуте производе заједно се односи 73,3% раста извоза у П1. У мањој мери порастао је и извоз индустријских машина, обојених метала и намештаја. Позитиван допринос побољшању спољнотрговинске неравнотеже наставили су да пружају и извоз хемијских и фармацеутских производа и производа од гуме и пластике. С друге стране, смањен је извоз моторних возила због ниже тражње за актуелним моделом аутомобила који се производи код нас, као и извоз електричне опреме због мање тражње из Русије. Такође, пад цене нафте и последично ниже цене нафтних деривата утицали су на то да вредност извоза ове групе производа буде нижа, док су штете од поплава у енергетском сектору смањиле извоз електричне енергије. Ипак, дошло је до опоравка производње електричне енергије, тако да је њен извоз у мају и јуну забележио мг. раст.

Раст увоза робе у П1 у односу на исти период претходне године у највећој мери је последица већег

увоза природног гаса због повећане потрошње у хемијској индустрији и производњи основних метала, као и увоза електричне енергије, будући да у првим месецима П1 још нису били у потпуности оспособљени домаћи производни капацитети. Повећана производња основних метала подстакла је раст увоза металне руде и отпадака метала, кокса и каменог угља. Већи увоз забележен је и код индустријских машина, телекомуникационих и аудио апарата, транспортних средстава, кафе и јужног воћа. Најзначајнији допринос смањењу спољнотрговинског дефицита, с друге стране, потиче од ниже вредности увоза сирове нафте и нафтних деривата услед пада њене цене на светском тржишту. Такође, покретање производње основних метала у смедеревској железари утицало је на делимичну супституцију увоза гвожђа и челика, док се мања куповна моћ становништва одразила на мањи увоз друмских возила.

Суфицит на рачуну услуга наставио је да даје позитиван допринос билансу текућег рачуна (повећање у П1 за 109,0 млн евра у односу на исти период прошле године). Повећање извоза услуга (за 251,3 млн евра) забележено је у готово свим категоријама, при чему је највише порастао извоз услуга транспорта, телекомуникација и осталих пословних услуга. Због већег ангажовања домаћих фирми на грађевинским радовима у иностранству повећан је и извоз грађевинских услуга, док су се повољни временски услови и продужена зимска туристичка сезона одразили на раст извоза туристичких услуга. Када је реч о повећању увоза услуга (за 142,0 млн евра), највећи раст забележен је код туристичких, транспортних и осталих пословних услуга, док је увоз грађевинских услуга био нижи него у П1 2014.

Позитиван допринос смањењу текућег дефицита у П1 потиче и с рачуна примарног и секундарног дохотка. На рачуну примарног дохотка дефицит је био мањи (за 46,9 млн евра), док је на рачуну секундарног дохотка суфицит био већи (за 171,0 млн евра). Дефицит примарног дохотка смањен је на 698,1 млн евра, пре свега услед мањег дефицита по основу дохотка од директних инвестиција (за 99,4 млн евра). С друге стране, повећан је нето одлив по основу портфолио инвестиција (за 71,4 млн евра), делом због априорације америчког долара. Расходи по основу дохотка од осталих инвестиција остали су на нивоу истог периода претходне године. Захваљујући адекватном управљању и међувалутним кретањима на

Графикон III.2.1. Покривеност увоза девизним резервама



међународном финансијском тржишту, током П1 повећани су и приходи по основу дохотка од девизних резерви за 12,1 млн евра.

Суфицит на рачуну секундарног дохотка повећан је са 1,5 млрд евра на 1,6 млрд евра, пре свега по основу раста дознака радника из иностранства (за 117,0 млн евра), али и раста секундарног дохотка државе (за 35,8 млн евра). Кад је у питању раст дознака, постоји могућност да се он не односи у потпуности на прилив нових дознака, већ се један део раста може објаснити укључивањем у платни систем раније приспелих дознака у условима смањења осталих извора потрошње домаћинства (зарада и пензија). Раст суфицита је забележен и код текућих трансфера државе, што је у великој мери последица повећаног прилива по основу званичне помоћи. Због раста суфицита секундарног дохотка, у односу на П1 прошле године повећан је део дефицита робе и услуга и примарног дохотка који он покрива за 10,6 п.п., на 69,2%.

На рачуну капиталних и финансијских трансакција (искључујући промену девизних резерви) у П1 је остварен нето прилив капитала од 482,4 млн евра, за разлику од нето одлива од 281,2 млн евра забележеног у истом периоду прошле године.

Нето СДИ су у П1 износиле 675,4 млн евра, или за 30,5 млн евра мање него у истом периоду прошле године. При томе, позитивно је повећање нето

директних власничких улагања за 140,5 млн евра (на 297,8 млн евра), док је реинвестирана добит смањена за 50,9 млн евра (на 220,0 млн евра), а међукомпанијско задуживање за 120,1 млн евра (на 157,6 млн евра). За разлику од истог периода претходне године, када се готово 40% СДИ у Србију односило на међукомпанијско задуживање, у П1 је тај проценат смањен, а највећи део директних улагања (око 77%) односио се на улагања у власнички капитал, укључујући реинвестирану добит. Као и у претходном периоду, већина СДИ остварена је у индустрији, трговини и финансијском сектору.

Након високог нето прилива портфолио инвестиција у Т1 (473,8 млн евра), у Т2 су портфолио инвестиције забележиле нето одлив (341,0 млн евра), што је резултирало нето приливом од 132,7 млн евра у првих шест месеци 2015, или за 6,8% мање него у П1 2014.

Нето раздуживање по основу финансијских кредита из иностранства у П1 је износило 167,8 млн евра. Сви сектори осим државе смањили су своје нето кредитне обавезе према иностранству: Народна банка Србије за 112,4 млн евра, банке за 142,9 млн евра и предузећа за 46,6 млн евра. Држава је повећала своје нето кредитне обавезе за 134,0 млн евра.

Платнобилансна кретања су у П1 резултирала повећањем девизних резерви за 78,7 млн евра (без валутних промена, промена тржишних вредности ХоВ и цене злата). Нето тржишни ефекат је био позитиван и износио је 306,9 млн евра, што је за резултат имало већи номинални раст девизних резерви током П1 од 385,6 млн евра. Девизне резерве Народне банке Србије су 30. јуна 2015. износиле 10.292,8 млн евра, чиме су обезбеђивале покриће око седам месеци увоза робе и услуга. Нето девизне резерве су у П1 повећане за 463,0 млн евра и износиле су 8.120,0 млн евра.

У структури девизних резерви највеће учешће имају иностране ХоВ. На крају јуна оне су чиниле 67,3% укупних девизних резерви. Након њих следе девизна средства на рачунима у иностранству (депозити и текући рачуни Народне банке Србије) са 22,0%, злато са 5,8%, ефективни страни новац са 4,4% и *SDR* код ММФ-а са 0,5%. У складу са основним принципима сигурности и ликвидности, средства се пласирају код првокласних институција (централних банака,

међународних финансијских институција и првокласних иностраних банака), као и у високоликвидне ХоВ чији су издаваоци најразвијеније земље у свету и међународне финансијске институције.

Девизни прилив од продаје ХоВ Републике Србије деноминираних у еврима на домаћем финансијском тржишту у П1 је износио 578,1 млн евра. Поред тога, прилив је остварен по основу интервенција Народне банке Србије на МДТ-у (215,0 млн евра⁸), обављања привременог платног промета с Косовом и Метохијом⁹ (173,7 млн евра), коришћења кредита за Републику Србију (156,9 млн евра) и донација (110,8 млн евра). Народна банка Србије је остварила девизни приход и по основу пласмана у иностране ХоВ и камата на девизна средства (29,9 млн евра).

Обавезе према иностраним кредиторима редовно су измириване у износу од 503,3 млн евра. На име доспелих ХоВ Републике Србије деноминираних у еврима исплаћено је 387,9 млн евра. По основу измиривања обавеза према ММФ-у на име главнице и камате у оквиру стендај аранжмана из 2009. године из девизних резерви Народне банке Србије исплаћено је 109,9 млн евра. За сервисирање старе девизне штедне из девизних резерви је исплаћено 214,3 млн евра. Банке су у посматраном периоду повукле девизну обавезну резерву у нето износу од 59,7 млн евра. На име отплате дуга државе по узетим кредитима од банка у земљи из девизних резерви је исплаћено 30,8 млн евра.

Међународна инвестициона позиција земље

Међународна инвестициона позиција Србије као нето дужника према иностранству на крају јуна износила је 33,8 млрд евра.

Страна нето финансијска актива Србије је у П1 повећана за 1,1 млрд евра, на 19,5 млрд евра. При томе, по основу нето трансакција реализовано је повећање од 749,5 млн евра, а по основу валутних промена, промене цена активе и осталих промена повећање од 245,6 млн евра, 61,7 млн евра и 4,5 млн евра, респективно.

У оквиру нето финансијске активе, у највећој мери су повећани трговински кредити и аванси. С растом од

⁸ 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.

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

404,5 млн евра током П1, њихово стање на крају П1 је износило 1,5 млрд евра, или 7,6% укупне aktive. Затим следе девизне резерве Народне банке Србије с преко 50% укупне aktive. Највећи део повећања девизних резерви односи се на међувалутне промене (245,1 млн евра), а затим на повећање остварено по основу нето трансакција (78,7 млн евра) и промене цена aktive (61,7 млн евра).

Као и у истом периоду прошле године, готов новац и депозити резидената (банака) у иностранству повећани су за 97,6 млн евра, на 5,0 млрд евра, па је и њихово учешће у укупној активи повећано на 25,4%.

Директне инвестиције резидената у иностранство веће су за 66,9 млн евра, тако да су потраживања по овом основу на крају П1 износила 2,4 млрд евра, или 12,3% укупне aktive. Портфолио инвестиције резидената у иностранство су са повећањем од 81,3 млн евра, на 222,6 млн евра, повећале своје учешће у укупној активи на 1,1%. Мањи део укупне aktive и даље чине потраживања резидената по основу финансијских кредита нерезидентима (0,4%), која су у П1 повећана за 15,2 млн евра, на 86,3 млн евра.

Страна нето финансијска пасива Србије је у току П1 повећана за 1,9 млрд евра, на 53,3 млрд евра.

Повећање је резултат већих реализованих нето трансакција за 1,2 млрд евра, као и позитивних валутних промена за 816,7 млн евра, док су остале промене деловале у правцу смањења за 62,6 млн евра.

У структури финансијске пасиве, основне промене у П1 односиле су се на раст обавеза по основу СДИ, портфолио инвестиција и трговинских кредита и аванса.

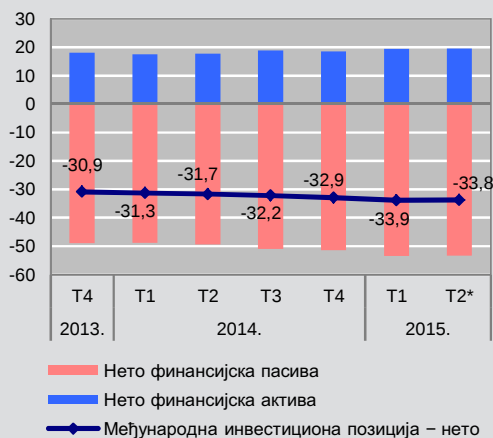
Обавезе по основу СДИ повећане су за 707,3 млн евра, на 25,0 млрд евра, чиме је њихово учешће у укупној пасиви износило 46,9%. За разлику од истог периода претходне године, позитиван је већи раст обавеза по основу улагања у власнички капитал (568,6 млн евра) него по основу дужничких инструмената (138,8 млн евра). Тиме је стање обавеза по основу власничких улагања на крају П1 повећано на 18,9 млрд евра (35,5% укупне пасиве), а по основу дужничких инструмената на 6,1 млрд евра (11,4% укупне пасиве).

Повећане су и обавезе резидената, пре свега државе, по основу портфолио инвестиција нерезидената за 612,2 млн евра, на 8,0 млрд евра (15,0% укупне пасиве). Међутим, готово две трећине тог повећања последица је међувалутних промена, а не реализованих трансакција. Трговински кредити и аванси су повећани за 419,0 млн евра, на 1,8 млрд евра (3,4% укупне пасиве).

Због међувалутних промена, које су износили 352,1 млн евра, повећане су и обавезе резидената по основу финансијских кредита, иако су се они по реализованим трансакцијама раздужили (167,8 млн евра). Тако су обавезе резидената по финансијским кредитима повећане за 194,7 млн евра, на 17,0 млрд евра, или 32,0% укупне пасиве. При томе, само су кредитне обавезе државе повећане за 414,0 млн евра, у највећој мери због међувалутних промена (280,0 млн евра). Народна банка Србије и банке су се раздужиле за 100,5 млн евра и 119,8 млн евра, респективно, а кредитне обавезе предузећа остале су готово непромењене.

Посматрано по секторима, учешће државе у укупној пасиви на крају јуна је износило 32,3%. Обавезе државе односе се на обавезе по иностраним финансијским кредитима (9,3 млрд евра), обавезе по дужничким ХоВ које су у поседу нерезидената (7,4

Графикон III.2.2. Међународна инвестициона позиција
(у млрд EUR)



Извор: НБС.

* Прелиминарни подаци.

млрд евра) и обавезе по коришћеним средствима алокације *SDR* од ММФ-а (486,8 млн евра). Учешће Народне банке Србије у финансијској пасиви смањено је на 0,3% и највећим делом односи се на обавезе по основу дугорочног финансијског кредита од ММФ-а на бази аранжмана из 2009. године. Смањено је и учешће банака у укупној пасиви на 15,7%, првенствено због смањења обавеза банака по финансијским кредитима на 2,4 млрд евра. Пасива банака састоји се и од СДИ (4,8 млрд евра), депозита нерезидената и краткорочног задуживања (792,7 млн евра), као и портфолио инвестиција (298,2 млн евра). И даље више од половине укупне пасиве чини пасива предузећа (51,7%), претежно СДИ (20,2 млрд евра), обавезе по финансијским кредитима (5,2 млрд евра) и обавезе по трговинским кредитима (1,8 млрд евра).

3. Кретања на финансијском тржишту

Каматне стопе

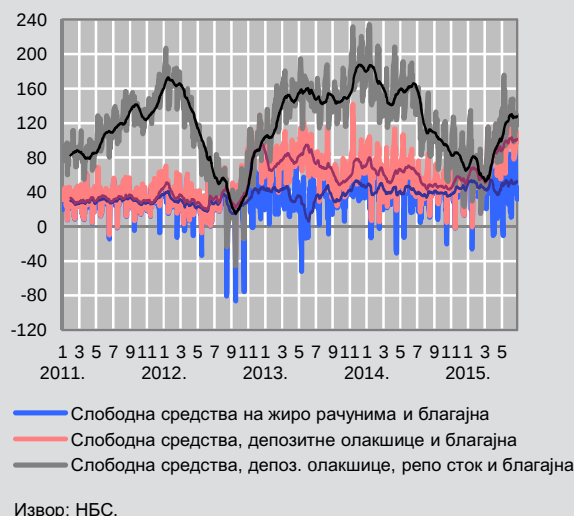
Просечна репо стопа¹⁰ је крајем јуна износила 4,0% и у односу на крај 2014. била је нижа за 2,2 п.п., што представља нешто већи пад у односу на смањење референтне стопе (2,0 п.п.) у П1. С обзиром на смањење вишкова динарске ликвидности банака,

аукције нису одржаване од 25. фебруара до почетка априла, па је на првој репо аукцији, која је одржана након шестонедељне паузе, пад просечне репо стопе рефлектовао и мартовско смањење референтне стопе.

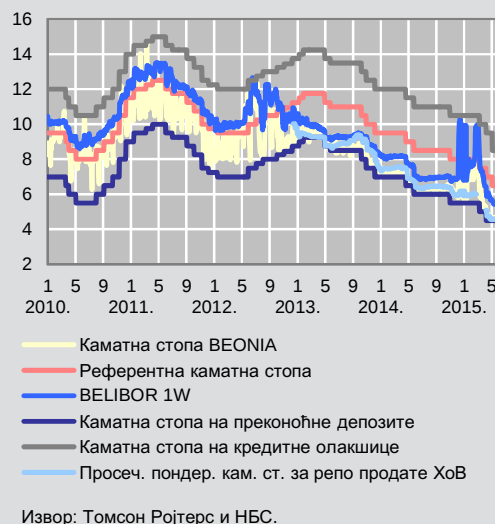
Промет на међубанкарском преконоћном тржишту новца повећан је у односу на претходну годину и у П1 је у просеку износио 5,8 млрд динара. Смањење вишкова динарске ликвидности одразило се на промет на међубанкарском преконоћном тржишту новца, тако да су његове просечне вредности расле до фебруара. Од марта, с повећањем ликвидности банака, његове вредности постепено су опадале и у мају су забележиле најнижу вредност (0,9 млрд динара). Кретање каматне стопе *BEONIA* је већим делом П1, осим на почетку године када је била у порасту, било опредељено кретањем референтне каматне стопе. Од марта *BEONIA* бележи пад и у јуну је у просеку износила 4,4%, или за 3,0 п.п. мање него у децембру 2014.

Каматне стопе *BELIBOR* оствариле су сличну динамику – пад у јануару, раст у фебруару и пад од марта, тако да су у јуну просечне вредности ових стопа износиле између 4,7% за најкраћу и 6,3% за рочност од шест месеци. Нагиб криве приноса је током П1 ублажен, чему су доприносила нижа

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



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



¹⁰ Стопа остварена на репо аукцијама пондерисана износом продатих ХоВ.

очекивања финансијског сектора у погледу будуће инфлације.

Стабилно кретање каматних стопа на међубанкарском тржишту новца у Т2 је остварено и захваљујући одлуци Народне банке Србије да у мају смањи коридор каматних стопа у односу на референтну каматну стопу са $\pm 2,5$ п.п. на $\pm 2,0$ п.п.

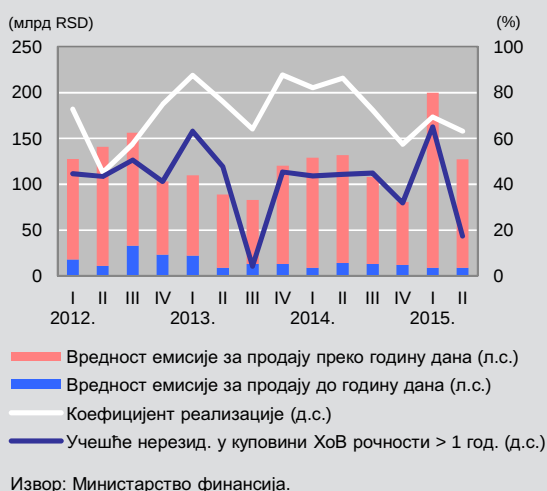
И на аукцијама динарских државних ХоВ, које су одржане почетком године, каматне стопе су биле у благом порасту. Пад стопа започет је у марту, са знатним растом улагања нерезидената у ове ХоВ после закључења аранжмана с ММФ-ом. Нове мере ЕЦБ-а и последично повећање ликвидности на међународном тржишту такође су утицале на раст ових улагања. При томе, страни инвеститори су више улагали у ХоВ дужих рочности, због чега су стопе на седмогодишње ХоВ забележиле највећи пад у Т1 (за 1,2 п.п.), на 10,8% у марту. Пад стопа настављен је и у Т2, чему је, поред смањења референтне стопе, допринела и побољшана фискална позиција. Позитивни ефекти спровођења фискалне консолидације смањили су ризик улагања у државне ХоВ, као и потребу државе да се задужује. Најдужи рок на који се држава задужила током Т2 био је три године – у априлу по стопи 8,2%. Током маја и јуна на продају је нуђен и мањи износ ХоВ. У јуну су

организоване аукције шестомесечних и једногодишњих ХоВ, на којима су постигнуте стопе од 5,3% и 6,2%, што је за 1,9 п.п. и 1,8 п.п. ниже него на крају 2014. У јуну је организована и аукција двогодишњих амортизационих државних обвезница с варијабилним купоном везаним за референтну каматну стопу, на којој је фиксна маргина смањена са 1,4% крајем 2014. на 1,2% на годишњем нивоу. Смањење рочности и обима ХоВ нуђених на продају и последично мањи приноси утицали су на то да нерезиденти смање своја улагања у државне ХоВ.

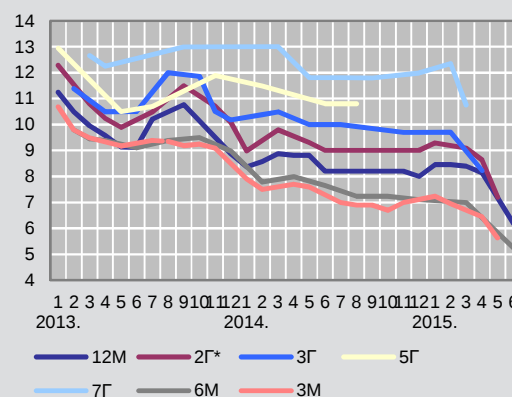
Током П1 године држава је на домаћем тржишту организовала осам аукција ХоВ деноминираних у еврима. И на овом сегменту тржишта стопе су смањене, и то пре свега током Т2. Пад стопа је био најизраженији код једногодишњих ХоВ (за 0,9 п.п., на 1,6%), док су стопе на двогодишње и трогодишње ХоВ смањене за по 0,6 п.п., на 2,9% и 3,9%, респективно, а на петогодишње ХоВ за 0,2 п.п., на 4,8%.

Стопе на секундарном тржишту динарских ХоВ углавном су пратиле кретање каматних стопа на примарном тржишту. Током јуна налазиле су се у распону од 5,2% за преосталу рочност од пет месеци до 9,1% за рочност од 80 месеци. Укупан промет на овом тржишту износио је 168,3 млрд динара, при чему се највише трговало ХоВ рочности од три и

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 %)



Извор: Министарство финансија.

* Искључене купонске ХоВ чија је каматна стопа везана за референтну каматну стопу НБС.

седам година, и то у периоду повећаног присуства нерезидената на тржишту државних ХоВ.

Каматне стопе на динарске кредите бележиле су раст почетком године, чему је допринело и окончање програма субвенционисаних кредита, чије су релативно ниске каматне стопе опредељивале просечну цену кредита током П2 2014. Осетнији пад ових стопа уследио је током Т2 као резултат пада референтне стопе и стопа на међубанкарском тржишту новца. Истовремено, у структури укупних новоодобрених кредита у динарима повећано је учешће кредита становништву, који су скупљи него кредити привреди, због чега је просечна стопа на динарске кредите привреди и становништву у јуну, и поред пада који је бележила од марта, и даље била виша него крајем 2014. и износила је 13,5%.

Просечна цена динарског кредитирања привреде је у П1 смањена за 0,7 п.п., на 10,2%, чиме се спустила испод нивоа на којем је била када су банке одобравале субвенционисане кредите. Иако су биле у паду током Т2, каматне стопе на динарске кредите за обртна средства и инвестиције у јуну су биле незнатно више него крајем 2014. и износили су 10,8% и 10,5%, респективно, док је цена осталих кредита у П1 смањена за 3,4 п.п., на 9,3%. Просечна стопа на кредите становништву у јуну је износила 15,8% и била је за 1,1 п.п. мања него крајем 2014. У паду су биле све стопе на динарске кредите становништву и у

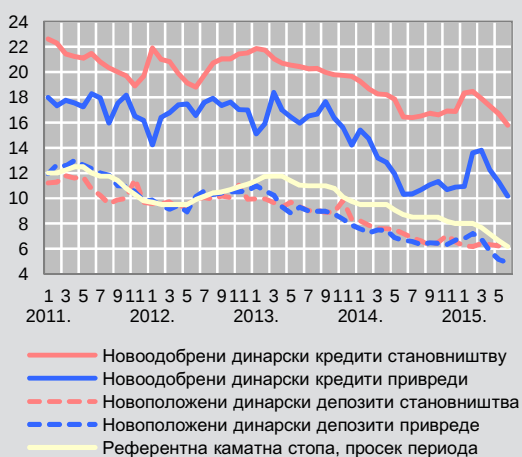
јуну су се кретале у распону од 11,8% на стамбене до 16,6% за најзаступљеније готовинске кредите.

Каматне стопе на новоодобрене кредите у еврима и динарске евроиндексиране кредите смањене су за 0,2 п.п. у односу на крај 2014. и у јуну су износили 4,9%. Толико је износио и пад просечне цене кредита привреди, која је у јуну износила 4,8%. Смањене су стопе на скоро све врсте девизних и девизно индексираних кредита привреди, од чега на кредите за обртна средства на 4,7% и остале кредите на 4,3%, док је једино стопа на инвестиционе кредите била виша него крајем 2014. и износила је 5,4%. И грађани су се задуживали по нижим каматним стопама, које су смањене за 0,7 п.п. и у јуну су у просеку износили 6,2%. При томе, стопе на стамбене и остале кредите су смањене, док је цена потрошачких и готовинских кредита била у порасту. Тако су крајем јуна стопе на стамбене кредите износили 3,9%, на потрошачке 6,3%, на готовинске 6,4% и на остале 9,1%.

На пад активних каматних стопа утицало је и смањење пасивних каматних стопа, што потврђују и резултати јулске анкете Народне банке Србије о кредитној активности банака, који указују на пад трошкова извора финансирања банака. Просечне пондерисане каматне стопе на новоположене депозите су крајем П1 забележиле најниже вредности од септембра 2010, од када се примењује важећа статистика каматних стопа.

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

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

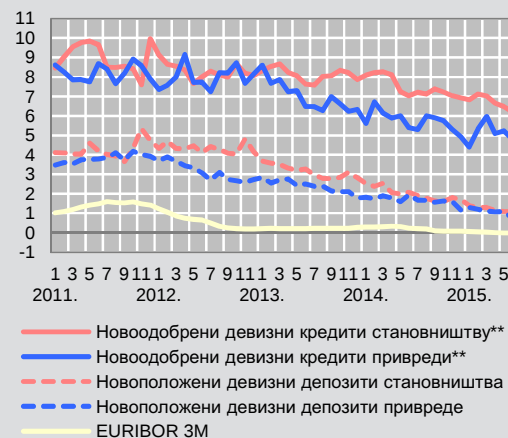


Извор: НБС.

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

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

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



Извор: НБС и Европска банкарска федерација.

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

** У еврима и евроиндексирани.

Подаци о каматним стопама показују да је пад био израженији код стопа на новоположене депозите у динарима, које су смањене за 1,8 п.п., на 5,0% у јуну. При томе, стопе на динарске депозите привреде су смањене за 1,9 п.п., на 4,9%, а стопе на штедњу грађана за 0,6 п.п., на 6,0%. Просечна пондерисана каматна стопа на новоположене депозите у еврима смањена је у мањој мери – за 0,6 п.п., на 0,9%, због пада стопа на штедњу грађана (за 0,6 п.п., на 1,1%) и депозите привреде (за 0,4 п.п., на 0,7%).

Премија ризика земље

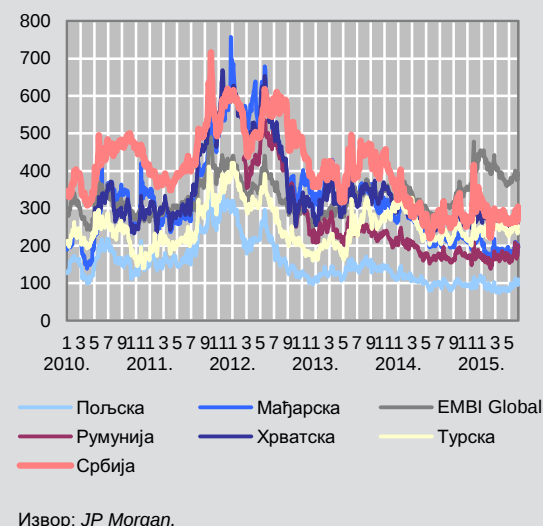
Премија ризика Србије, мерена *EMBI*, током П1 углавном је пратила регионалну динамику. *EMBI* за Србију је крајем претходне године износио 312 б.п., а на крају јуна 297 б.п. Посматрано крајем периода, од земаља у региону, пад премије ризика бележи и Мађарска (17 б.п.), а посматрано као просек периода и Пољска (4 б.п.) и Румунија (3 б.п.).

Главна обележје кретања у међународном окружењу почетком године била је неизвесност – од динамике економског опоравка и ефеката монетарних политика и неочекиваних потеза водећих централних банака до кретања цене нафте на светском тржишту и присутних геополитичких тензија. С растом глобалне неизвесности, а додатно уздрмана одлуком швајцарске централне банке да укине доњу границу девизног курса од 1,20 франака за један евро, финансијска тржишта су током јануара реаговала, па су и *EMBI Global* и премије ризика Србије и земаља у региону повећани. Након тога, пре свега захваљујући одлуци ЕЦБ-а да започне квантитативно попуштање и повећаној ликвидности на међународном финансијском тржишту, премије ризика ових земаља бележе пад.

Спровођење мера фискалне консолидације, закључење споразума с ММФ-ом и потврда кредитног рејтинга почетком периода, а након тога успешна прва ревизија аранжмана с ММФ-ом и побољшана макроекономска (пре свега фискална и екстерна) позиција свакако су се позитивно одразили на перцепцију ризика улагања у Србију и умањили утицаје евентуалних потреса на међународном финансијском тржишту.

Агенција *Fitch* је у јануару потврдила кредитни рејтинг Србији – *B+* са стабилним изгледима, као и агенција *Standard & Poor's* – *BB-* с негативним изгледима. Задржавању рејтинга допринело је усвајање мера фискалне консолидације, наставак

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



Извор: JP Morgan.

спровођења структурних реформи и закључење споразума с ММФ-ом.

Кретања на девизном тржишту и курс динара

Депрецијацијски притисци из Т4 2014. настављени су и у јануару, да би у фебруару и марту уследило јачање динара. Остатак П1 обележило је стабилно кретање курса, које је настављено и у наредним месецима. Посматрано крајем периода, динар је у П1 ојачао према евра за 0,3%, док је на нивоу просека био за 1,8% слабији у односу на претходно полугодиште.

Под утицајем глобалних фактора, домаћа валута је током П1 ослабила према америчком долару. Наиме, све већа разлика у монетарним политикама у зони евра и САД резултирала је снажним јачањем долара према евра у Т1, да би у Т2 евро благо ојачао према долару, првенствено услед одлагања одлуке о повећању референтне каматне стопе ФЕД-а. Долар је у П1 ојачао према евра за 8,6%, због чега је динар на крају јуна у односу на крај 2014. био за 7,7% слабији у односу на долар.

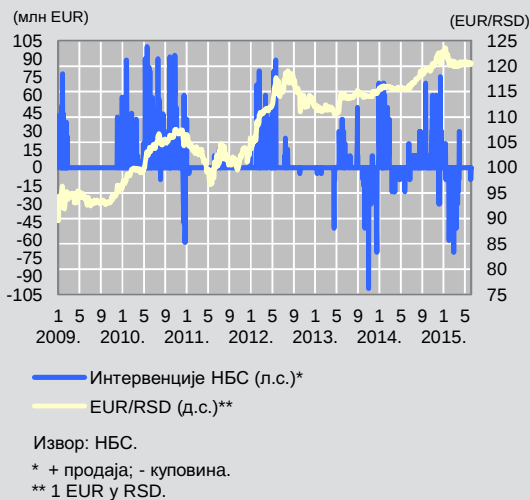
Слабљење динара према евра у јануару изазвали су и домаћи и глобални фактори. Тражња домаћих предузећа за девизама, пре свега великих увозника енергената, била је повећана. Како је промет на домаћем девизном тржишту и даље био низак, то је за

последницу имало јачање депрецијацијских притисака. У јануару је било смањено и нето улагање нерезидената у државне ХоВ.

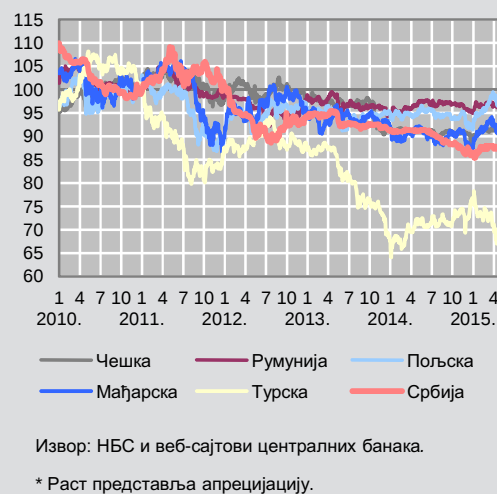
Крајем јануара ЕЦБ је донела одлуку да, поред откупа ХоВ приватног сектора, од марта почне да откупљује и државне хартије чланица зоне евра. Повећана ликвидност на међународном финансијском тржишту по основу мера ЕЦБ-а и ниске стопе приноса на ХоВ развијених земаља утицале су на веће усмеравање токова капитала према тржиштима у успону, укључујући и наше. Додатни подстицај, који је допринео и повољнијој перцепцији ризика приликом улагања у Србију, било је закључење трогодишњег стендбај аранжмана с ММФ-ом у другој половини фебруара. Као резултат тога, улагање нерезидената у домаће динарске ХоВ било је врло високо у фебруару и марту, што се одразило на њихову већу тражњу за динарима. Смањење тражње домаћих предузећа за девизама, релативно низак дефицит на рачуну робе и услуга и поново уобичајено висок нето откуп ефективног страног новца од мењача у марту били су додатни фактори стабилизације курса динара до краја Т1.

Стабилност на домаћем девизном тржишту у Т2 остварена је захваљујући побољшаној макроекономској и фискалној перспективи земље, што потврђују и јунска одлука ММФ-а о успешном завршетку прве ревизије аранжмана и потврда кредитног рејтинга агенција *Fitch* и *Standard & Poor's* у јулу. На то указују и повољнија платнобилансна кретања и знатно нижи дефицит текућег рачуна у Т2¹¹, који је резултат нижег дефицита у робној размени и суфицита у размени услуга са иностранством, али и повећаног прилива дознака из иностранства. Прилив дознака, али и доспеће нове серије обвезница старе девизне штедне утицали су на повећан откуп ефективног страног новца по мењачким пословима. Истовремено, понуда девиза повећана је и по основу прилива СДИ, а забележен је и раст задужења Владе према иностранству. Нерезиденти су у Т2 смањили своја улагања у динарске државне ХоВ и током целог периода, а посебно у јуну, они су били нето купци девиза од банака. Ипак, таква кретања нису ослабила динар, делом и због тога што су банке, у условима доспећа раније одобрених динарских субвенционисаних кредита и повећања валутно

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



Графикон III.3.9. Кретање курсова одређених националних валута према евр^{*} (дневни подаци, 31. 12. 2010 = 100)



¹¹ У мају је забележен суфицит текућег рачуна у износу од 17,1 млн евра. Последњи пут суфицит текућег рачуна је остварен у јануару 2005, пошто је због почетка примене система ПДВ од 2005. део увоза извршен у месецима који су претходили.

индексиране активе по другим основама, повећале понуду девиза.

Опоравак промета на МДТ-у настављен је почетком 2015, те је просечан дневни промет између банака на овом тржишту¹² у П1 износио 36,7 млн евра, или за 16,0 млн евра више него у истом периоду претходне године. Осцилације девизног курса¹³, које су крајем прошле године знатније повећане, смањивале су се током П1.

Како би ублажила прекомерне краткорочне осцилације курса, без намере да утиче на његов тренд кретања, Народна банка Србије је у П1 интервенисала на МДТ-у нето куповином девиза у износу од 290,0 млн евра. Након што је јануару интервенисала укупном продајом од 90,0 млн евра, Народна банка Србије је до краја П1 интервенисала на МДТ-у претежно куповином девиза (укупно 410,0 млн евра). На страни продаје интервенисала је још само једном, и то у априлу (30,0 млн евра).

Кретања на берзи

Индекс најликвиднијих акција *BELEX15* је крајем јуна износио 645,8 индексних поена, или за 3,2% мање у односу на његову вредност с краја 2014. Нешто мањи пад (1,2%) забележио је општи индекс акција *BELEXline*, који је крајем П1 износио 1.328,6 индексних поена. При томе, вредност индекса Београдске берзе није се много мењала током Т1. Њихове вредности повећане су у априлу, да би, као и на већини осталих берзи у региону, средином маја започеле пад, који се може повезати с негативним вестима у вези с могућношћу сервисирања обавеза Грчке према кредиторима.

Укупан промет акцијама на Београдској берзи у П1 износио 9,5 млрд динара. Највиша вредност промета остварена је у марту (5,1 млрд динара) и резултат је пре свега трговања на *open market*¹⁴ сегменту, и то претежно акцијама банака. Од укупног промета акцијама, 6,6 млрд динара се односило на промет најликвиднијим акцијама.

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

	Дец. 2014.	Јун 2015.	Промене у П1 2015.
Нето потраживања од иностранства	1.181.851	1.239.294	57.443
Нето девизне резерве	1.179.936	1.235.146	55.210
Бруто девизне резерве	1.198.357	1.241.352	42.995
Кредити од ММФ-а	-18.421	-6.206	12.215
Остала нето потраживања од иностранства	1.915	4.148	2.233
Нето домаћа актива	-572.391	-597.964	-25.573
Нето домаћи кредити НБС	-278.220	-276.639	1.581
Нето потраживања од државе ¹⁾	-256.415	-239.288	17.127
Плasmани држави	1.223	1.246	23
Депозити државе	-257.638	-240.534	17.104
Нето потраживања од банака	-6.889	-17.415	-10.526
Кредити банкама	625	4.704	4.079
Репо операције	-7.500	-20.000	-12.500
Друге ХоВ	-14	-2.119	-2.105
Кредити јавним предузећима	1.183	1.251	68
Кредити небанкарским финансијским организацијама	2.562	3.527	965
Кредити осталим секторима	1.168	1.142	-26
Орочени и ограничени депозити	-19.829	-25.856	-6.027
Остала нето актива	-294.171	-321.325	-27.154
Примарни новац	609.460	641.330	31.870
Динарски примарни новац	370.690	397.984	27.294
Готов новац у оптицају	130.468	118.956	-11.512
Банкарске динарске резерве	211.628	244.633	33.005
Обавезна резерва	158.126	163.468	5.342
Слободне резерве	53.502	81.165	27.663
Остали депозити осталих сектора	2	4.353	4.351
Депозити локалне самоуправе	28.592	30.042	1.450
Девизни депозити банака	238.770	243.346	4.576

¹⁾ Нису укључени органи локалне самоуправе.
Извор: НБС.

Страни инвеститори су у П1 учествовали са око 50% у укупном промету акцијама. За разлику од П2 2014, они су били нето продајци домаћих акција у износу од 3,8 млрд динара, највише као резултат нето продаје акција у марту.

¹² Без Народне банке Србије.

¹³ 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 поремећаја на оценоу условне варијансе.

¹⁴ Део регулисаног тржишта који чине акције које не испуњавају услове да буду укључене на листинг акција Београдске берзе.

Графикон III.3.10. Индекс BELEX15 и промет на Београдској берзи



Извор: Београдска берза.

Укупан промет обвезницама старе девизне штедње износио је 1,7 млрд динара и највећим делом (96%) односио се на трговање обвезницама серије која је доспела у мају ове године. Стопе приноса за преосталу серију A2016 нису промењене у односу на крај 2014. и на крају јуна су износиле 2,9%.

Тржишна капитализација Београдске берзе је у П1 смањена за 76,0 млрд динара и крајем јуна је износила 720,6 млрд динара. При томе, капитализација регулисаног сегмента тржишта смањена је за 74,7 млрд динара, на 375,4 млрд динара, што је у великој мери резултат доспећа обвезница серије A2015 у мају, али и искључења акција одређених издавалаца из трговања у ранијим месецима. Капитализација МТП сегмента¹⁵ смањена је за 1,3 млрд динара, на 345,1 млрд динара. Под утицајем таквих кретања учешће тржишне капитализације у оцењеном БДП-у¹⁶ смањено је за 2,0 п.п., на 18,5% крајем П1.

4. Новац и кредити

Примарни новац

Динарски примарни новац је у П1 номинално повећан за 7,4%, а реално за 5,2%. И раст укупног примарног новца у П1 (5,2% номинално и 3,1% реално) био је

одређен пре свега кретањем динарског примарног новца. Посматрано у апсолутном износу, динарски примарни новац је повећан за 27,3 млрд динара, а укупан примарни новац за 31,9 млрд динара.

Динарски примарни новац је највећим делом повећан по основу нето куповине девиза Народне банке Србије на МДТ-у (25,5 млрд динара) и трансакција платног промета с Косовом и Метохијом (20,9 млрд динара). С друге стране, средства на динарским депозитима државе код Народне банке Србије расла су до априла, чему су допринели и позитивни ефекти фискалне консолидације. Током маја и јуна динарски депозити су смањени, при чему је знатан део тих средстава искоришћен за куповину девиза, пре свега ради исплате доспелих обвезница старе девизне штедње, тако да је на нивоу П1 држава деловала на пад ликвидности са 21,0 млрд динара. Путем операција на отвореном тржишту повучено је 12,5 млрд динара.

У структури динарског примарног новца, највећи раст у П1 оствариле су слободне динарске резерве банака¹⁷ (27,7 млрд динара), првенствено под утицајем повећаног износа преконоћних депозита које су банке држале код Народне банке Србије, док су средства на жиро рачунима банака смањена. Повећан је и износ обавезне резерве која се издваја у динарима (5,3 млрд динара) и средства на рачунима осталих сектора (4,4 млрд динара) и локалне самоуправе (1,5 млрд динара). Износ готовог новца у оптицају смањен је за 11,5 млрд динара.

Монетарни агрегати М1, М2 и М3

Динарски део понуде новца је смањен у П1. Иако су средства на трансакционим депозитима повећана, због смањења готовог новца у оптицају М1 је реално смањен за 3,4%. Додатно, пад штедних и орочених депозита утицао је на то да пад М2 буде израженији – 9,1%. Кретање М1 и М2 определило је и кретање најширег монетарног агрегата. И поред тога што су девизни депозити повећани у односу на крај 2014, М3 је у П1, номинално посматрано, незнатно повећан (0,6%), док је у реалном изразу смањен за 1,5%.

Успоравање м.г. раста понуде новца, започето у августу прошле године, изузимајући краткотрајан

¹⁵ МТП представља тржиште мултилатералне трговачке платформе. Организује га берза и на њему су тренутно листиране акције компанија које не испуњавају услове за листирање на регулисаном тржишту.

¹⁶ Оцењени БДП у последња четири тромесечја.

¹⁷ Обухватају средства на жиро рачунима банака, готовину у благајни и преконоћне депозите банака код Народне банке Србије.

прекид почетком 2015, настављено је и у П1. Успоравање је било израженије код динарских монетарних агрегата, чији је м.г. раст у јуну износио 4,3% за М1 и 5,2% за М2. Најшири монетарни агрегат М3 у јуну је реално био виши за 4,2% у односу на исти период претходне године.

Због смањеног кредитирања приватног сектора од почетка 2015. и раста депозита државе на рачунима код Народне банке Србије, М3 је у П1 забележио пад. С друге стране, повећано улагање банака у државне ХоВ и раст нето девизних резерви Народне банке Србије и банака деловали су у супротном смеру.

Посматрано по компонентама новчане масе М3, средства на депозитима по виђењу повећана су за 5,6 млрд динара, првенствено на рачунима предузећа из сектора прерађивачке индустрије и пољопривреде. Истовремено, повећана су средства на рачунима локалних органа власти и непрофитних организација. Привредна друштва, пре свега она из области трговине, прерађивачке индустрије и грађевинарства, смањила су средства на динарским депозитима дужих рочности. То смањење пресудно је утицало на то да, и поред тога што су штедни и орочени депозити осталих сектора повећани, ова категорија депозита буде смањена за 13,1 млрд динара.

Динарска штедња становништва од априла поново расте. У Т2 она је повећана за 3,5 млрд динара и крајем јуна је достигла 40,0 млрд динара, чиме се скоро изједначила с њеним највишим нивоом из јула 2014. Грађани су се највише опредељивали за штедне улоге рочности између три и шест и 12 и 24 месеца. Девизна штедња грађана је од почетка године повећана за 122,7 млн евра и крајем јуна је износила 8,4 млрд евра. Од тога, највише су повећани девизни депозити по виђењу и депозити орочени на период између једне и две године. У мају је доспела нова серија обвезница старе девизне штедње, али то доспеће није резултирало већим растом девизне штедње грађана, која је у јуну повећана за 30,5 млн евра. Ниже плате и пензије вероватно су један од разлога њеног мањег раста од уобичајеног у периоду исплате старе девизне штедње, што потврђује и већи откуп ефективног страног новца по основу мењачких послова.

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

	Дец. 2014.	Јун 2015.	Промене у П1
Нето потраживања од иностранства	1.036.784	1.099.719	62.935
Нето потраживања банака од иностранства	-145.067	-139.574	5.493
Нето домаћа актива банкарског сектора	828.659	776.397	-52.262
Нето домаћи кредити	2.048.254	2.065.869	17.616
Нето потраживања од државе	122.670	146.952	24.283
Пласмани држави	458.249	469.025	10.776
Депозити државе	-335.580	-322.073	13.507
Потраживања од невладиних сектора	1.925.584	1.918.917	-6.667
Становништво	725.455	746.503	21.048
Привреда	1.140.200	1.112.339	-27.861
Др. финансијске корпорације	23.588	25.329	1.741
Локални нивои власти	35.246	33.244	-2.002
Непрофитне и др. организације	1.095	1.502	407
Остала нето актива	-1.219.594	-1.289.472	-69.878
Новчана маса М3	1.865.443	1.876.116	10.673
Новчана маса М2	614.259	595.302	-18.957
Новчана маса М1	430.915	425.052	-5.863
Готов новац у оптицају	130.468	118.956	-11.512
Трансакциони депозити	300.447	306.096	5.649
Динарски штедни и орочени депозити	183.344	170.250	-13.094
Девизни депозити	1.251.184	1.280.814	29.630

Извор: НБС.

Од почетка године раст бележе и девизни депозити привреде (за 80,8 млн евра), што је делом резултат и повећаног извоза, на шта указује раст депозита предузећа из претежно извозних сектора.

Покривеност новчане масе М3 девизним резервама Народне банке Србије је од почетка 2015. повећана за 1,9 п.п., на 66,2%, колико је износила у јуну. Када се укључе и девизне резерве банака, тај показатељ је повећан са 75,5% на 77,0%. Вредности монетарног мултипликатора смањене су током П1 за 0,1 п.п. и 0,2 п.п. и у јуну су износиле 1,1 за М1 и 1,5 за М2. С постепеним опоравком економске активности брзина оптицаја динарске новчане масе је током П1 смањена, док је за најшири монетарни агрегат она остала непромењена у односу на крај 2014.

Кредити банака

Са завршетком програма субвенционисаних кредита, од почетка 2015. кредитна активност поново успорава. Нешто повољнија кретања забележена су у јуну, када је, први пут од почетка године, на месечном нивоу остварен раст кредита. Тај раст је био вођен пре свега кредитирањем привреде, а у мањој мери становништва и ДФО.

И поред јунског опоравка, домаћи кредити су, искључујући ефекат промене девизног курса, у П1 забележили пад од 21,9 млрд динара, или 1,1%¹⁸, док је њихово учешће у оцењеном БДП-у¹⁹ смањено за 0,3 п.п., на 48,1%.

Посматрано на мг. нивоу, домаћа кредитна активност напустила је зону мг. пада почетком 2015. Међутим, од априла мг. раст домаћих кредита успорава и у јуну је, рачунато по програмском курсу, износио 0,6%, при чему је раст кредита привреди успорен на 0,5%, а становништву на 3,0%.

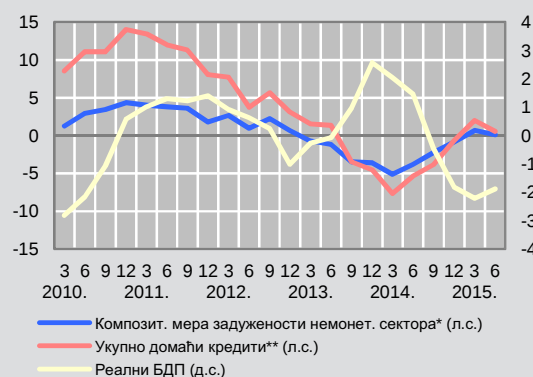
До краја 2015, пре свега због доспећа око 80% субвенционисаних кредита одобрених претходне године, вероватан је пад кредитне активности. Народна банка Србије настоји да мерама монетарне политике – смањењем референтне каматне стопе и стопа обавезне резерве – ублажи тај пад. Такође, учествовала је у припреми Стратегије за решавање проблема *NPL*, чиме би се елиминисао један од главних ограничавајућих фактора раста кредитне активности.

Када је реч о изворима финансирања кредитне активности, банке су се и током П1 ослањале на домаће изворе, пре свега девизне депозите привреде и становништва.²⁰ С друге стране, банке су повећале износ средстава на динарским и девизним рачунима код Народне банке Србије. Такође, наставиле су да усмеравају део расположивих средстава у државне ХоВ, као и да смањују своје кредитне обавезе према иностранству, а у мањој мери и потраживања од иностранства.

Уколико се искључи ефекат промене курса, кредити привреди су током П1 смањени за 27,7 млрд динара, или 2,5%. Кретања су била неповољнија почетком године, када су банке, сезонски уобичајено, одобравале мање нових кредита, а тада су почеле да доспевају и рате субвенционисаних кредита, што се одразило на пад потраживања банака по том основу. Током Т2 кретања су била нешто повољнија, што потврђују и виши износи новоодобрених кредита. При томе, нешто мање од једне четвртине новоодобрених кредита у П1 у просеку се односило на постојеће кредите који су рефинансирани, тј. чији су услови отплате измењени. Банке су и даље највише одобравале кредите за обртна средства, који су чинили око 40% новоодобрених кредита привреди. Позитиван сигнал представља повећање учешћа инвестиционих кредита у новим кредитима (30%), док се на остале кредите односило око 27%.

Да су кретања у Т2 била повољнија, указују и резултати јулске анкете Народне банке Србије о кредитној активности банака²¹, где је први пут од

Графикон III.4.1. Кредитна активност и БДП (мг. стопе, у %)



Извор: НБС и РЗС.

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

** По програмском курсу.

¹⁸ Искључујући ефекат промене девизног курса – обрачунато по курсу динара према евр, 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.

¹⁹ Оцењени БДП у последња четири тромесечја.

²⁰ Опadaње кредита уз скоро непромењену депозитну базу утицало је на пад односа кредита и депозита (*LTD* коефицијент), који је у јуну 2015. износио 110,2%.

²¹ Поменућу анкету Народна банка Србије спроводи тромесечно, од почетка 2014. године. Учешће у анкети је добровољно, а одзив је готово 100%.

почетка спровођења анкете на нивоу банкарског сектора евидентирано ублажавање кредитних стандарда привреди. Иако су ризици у погледу могућности наплате потраживања и колатерала и неповољна очекивања о будућем привредном расту били и даље присутни, одређен број банака ублажио је стандарде, пре свега под утицајем конкуренције међу банкама и нижих трошкова извора за кредите. Према оцени банака, тренд снижења маржи и пратећих трошкова настављен је и у П1, а предузећима су нуђени и повољнији рокови отплате. Истовремено, захтеви у погледу колатерала и максималног износа кредита били су строжи. С друге стране, након пада у Т1, тражња предузећа за кредитима је повећана у Т2, а тај раст је, према оцени банака, био вођен потребом финансирања обртних средстава и рефинансирања постојећих обавеза.

За разлику од привреде, потраживања банака по основу кредита становништву су од почетка 2015. повећана за 6,3 млрд динара, или 1,0%. Грађани су, као и раније, највише користили готовинске кредите, који су чинили више од половине новоодобрених кредита (51%). Задуживање грађана по основу стамбених кредита и даље је ниско, што је и очекивано с обзиром на релативно ниска примања становништва и неповољну ситуацију на тржишту некретнина. Коришћење потрошачких кредита благо је повећано, као и задуживање по скупљим категоријама кредита – револвинг кредитима и кредитним картицама, док су прекорачења по текућим рачунима била на сличном нивоу као у претходним месецима. Износ новоодобрених кредита у П1 био је виши у односу на раније периоде и једним делом је и резултат измене услова отплате постојећих, пре свега стамбених кредита, након примене Одлуке Народне банке Србије²² о мерама за очување стабилности финансијског система у вези с кредитима индексираним у иностраној валути.

Према резултатима анкета о кредитној активности, раст кредита становништву резултат је додатног ублажавања стандарда, које је било вођено истим

разлозима као и у случају привреде. Смањене су каматне марже и пратећи трошкови, а нуђени су и дужи рокови отплате, док услови који се односе на обезбеђење кредита – колатерал, учешће и хипотеку – након пооштравања у Т1, у Т2 нису мењани. Према оцени банака, тражња за скоро свим врстама кредита је током Т2 повећана, при чему су грађани највише били заинтересовани за готовинске кредите и кредите за рефинансирање, а први пут је после три тромесечја евидентиран раст тражње за стамбеним кредитима.

Ненаплатива потраживања су, уз очекивања о економској активности, главни фактор који, према одговорима банака у анкети о кредитној активности, отежава ублажавање кредитних стандарда. Током П1 учешће *NPL* у укупним кредитима, рачунато по бруто принципу, повећано је за 1,2 п.п. и у јуну је износило 22,8%. При томе, учешће *NPL* код привреде је повећано за 1,1 п.п., на 25,8%, а код становништва за 1,0 п.п., на 11,3%²³.

Међутим, и поред високог учешћа *NPL* у укупним кредитима, коефицијент адекватности капитала од око 21% указује на то да стабилност домаћег банкарског сектора није нарушена. Исправка вредности укупних кредита у јуну је износила 59,6% *NPL*, а регулаторна резервисања за билансну изложеност²⁴ и даље у потпуности покривају износ бруто *NPL* и у јуну су износила 113,2%. Очекује се да ће Стратегија за решавање питања *NPL*, коју су припремиле Влада и Народна банка Србије, у сарадњи с ММФ-ом, Светском банком и Европском банком за обнову и развој, а Влада усвојила у августу 2015, омогућити решавање питања *NPL* на тржишан и дугорочно одржив начин.

5. Показатељи степена динаризации

Стратегија динаризации у Србији заснива се на активностима које се могу објединити у три међусобно повезана стуба. Први стуб укључује активности усмерене на успостављање

²² Одлука о мерама за очување стабилности финансијског система у вези с кредитима индексираним у иностраној валути, коју је Народна банка Србије донела у фебруару 2015. како би помогла грађанима да превазиђу тешкоће у случају једностраног подизања каматних маржи од стране банака, као и у отплати кредита у швајцарским францима. Према овој одлуци, банке су дужне да вишак средстава који су наплатиле по основу једностраног повећања маржи пре почетка примене Закона о заштити корисника финансијских услуга урачунају у превремену отплату кредита, независно од валуте у којој је кредит индексиран. Такође, банке су у обавези да корисницима кредита у швајцарским францима понуде четири модела измене услова отплате кредита, уз задржавање постојећих инструмената обезбеђења. Предложена су два мо-

дела конверзије у кредит индексиран у еврима, као и два модела задржавања постојеће индексиције, уз снижавање каматне стопе и продужење рока отплате кредита или снижавање месечне рате у периоду од три године и отплату тог умањења након истека првобитног рока доспећа кредита.

²³ Уколико се укључе предузетници и приватна домаћинства, ово учешће је повећано за 0,9 п.п., на 12,3%.

²⁴ 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).

макроекономског окружења које карактерише ниска и стабилна инфлација, стабилан финансијски систем и одржив привредни раст. Други стуб обухвата мере усмерене на активно промовисање динарских инструмената и тржишта, с посебним акцентом на развој тржишта динарских обвезница. Трећи стуб је оријентисан на унапређење заштите од постојећих девизних ризика у небанкарском сектору и дестимулисање већег преузимања тих ризика.

Препознајући потребу да се већом употребом динара у финансијском систему подигне ниво финансијске стабилности земље, умањи ризик од промене девизног курса у најрањивијим секторима привреде, ојача ефикасност монетарне политике и тиме помогне стварању предуслова за одржив и снажан привредни развој, Народна банка Србије и Влада су у априлу 2012. године потписале Меморандум о стратегији динаризације финансијског система Србије²⁵.

Током П1 Народна банка Србије је политиком обавезне резерве наставила да стимулише банке да користе динарске изворе финансирања. Наиме, и поред смањења стопе девизне обавезне резерве, стопе обавезне резерве на динарске изворе су и даље знатно ниже, а камату на издвојену обавезну резерву Народна банка Србије и даље плаћа на динарску, а не на девизну обавезну резерву.

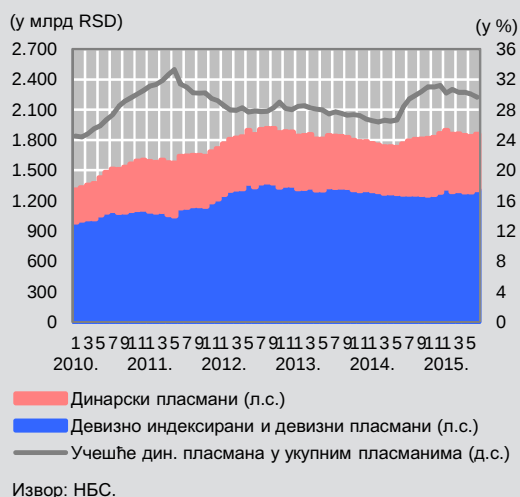
Народна банка Србије је наставила да ради на даљем развоју основних инструмената заштите од девизног ризика. У току П1 редовно су организоване двонедељне и тромесечне своп аукције девиза. На тај начин подстиче се међубанкарска своп трговина и развој инструмената за управљање ликвидношћу и заштиту од девизног ризика.

Као основни показатељ степена динаризације финансијског система, Народна банка Србије користи учешће динарских пласмана у укупним пласманима банака привреди и становништву.²⁶ Током П1 степен динаризације је смањен са 31,2%, колико је износио крајем 2014, на 29,6% крајем јуна ове године.

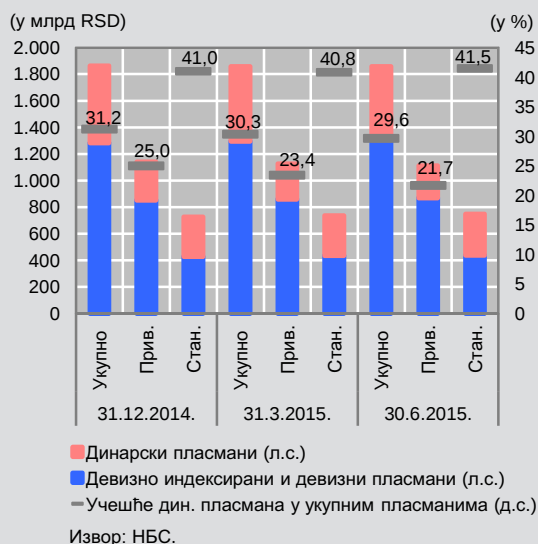
Смањење степена динаризације добрим делом је резултат мањег одобравања нових динарских кредита, као и доспећа раније одобрених динарских кредита – највише кредита који су одобрени у складу с програмом субвенционисаног кредитирања привреде Владе, а који је обустављен крајем прошле године. Степен динаризације пласмана привреди је од почетка године постепено смањиван – са 25,0% крајем прошле године на 21,7% крајем јуна.

Степен динаризације пласмана становништву је у истом периоду повећан (са 41,0% крајем 2014. на 41,5% крајем јуна ове године), у највећој мери услед

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



Графикон III.5.2. Секторска структура пласмана банака



²⁵ http://www.nbs.rs/export/sites/default/internet/latinica/90/dinarizacija/MemorandumVladaDinarizacija_20120406.pdf.

²⁶ Видети Извештај о динаризацији финансијског система Србије, који Народна банка Србије тромесечно објављује на свом веб-сајту: <http://www.nbs.rs/internet/cirilica/90/dinarizacija/index.html>.

нешто већег раста динарских пласмана становништву у поређењу с пласманима с девизним предзнаком.

Уколико се искључи ефекат промене девизног курса²⁷, степен динаризиције бележи пад са 31,2% на крају 2014. на 29,9% у јуну 2015. године.

И учешће динарских депозита у укупним депозитима привреде и становништва смањено је у П1 (за 1,0 п.п.) и у јуну је износило 23,5%. Пад динаризиције био је израженији код депозита привреде (за 2,5 п.п., на 51,1%) него код становништва (за 0,3 п.п., на 12,0%). Ипак, иако на нивоу П1 бележи пад, учешће динарских депозита у укупним депозитима привреде расте од јуна, док се код становништва повећава од априла, с растом динарске штедње грађана.

За разлику од претходних показатеља динаризиције, учешће динарског дуга у укупном јавном дугу благо је повећано у односу на крај 2014. (за 0,1 п.п.), на 21,5% у јуну.

6. Агрегатна тражња

Позитиван допринос кретању агрегатне тражње у П1 потиче од приватних инвестиција, док су у супротном смеру деловали потрошња домаћинства и државе и државне инвестиције. Допринос нето екстерне тражње био је негативан (0,1 п.п.), највећим делом због повећаног увоза опреме. До краја године се, према нашој процени, очекује наставак раста приватних инвестиција, што би, уз опоравак нето екстерне тражње због бржег привредног раста главних спољнотрговинских партнера и убрзање реализације капиталних пројеката, требало да допринесе расту агрегатне тражње у 2015. години.

Домаћа тражња

Наставак примене мера фискалне консолидације утицао је на даљи пад финалне потрошње, који је у П1 износио 1,4% м.г. Пад потрошње домаћинства је у истом периоду износио 0,9% м.г. и био је спорији у односу на П2 2014. (1,3% м.г.). Успоравање м.г. пада потрошње домаћинства може се повезати с мањим падом реалних расположивих доходака домаћинства након пада светске цене нафте. Поред тога, током П1

забележен је и раст главних извора потрошње – реална маса нето зарада ван јавног сектора повећана је 2,6% м.г., а порастао је и прилив по основу дознака из иностранства. Посматрано по тромесечјима, потрошња домаћинства је након пада у Т1 (1,7% дсз.) порасла у Т2 (0,8% дсз.).

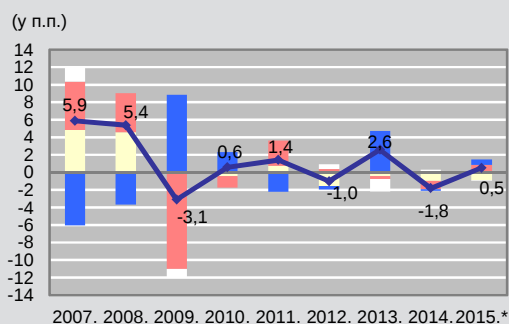
Пад финалне потрошње државе је у П1 износио 3,3% м.г., чему је у већој мери допринело смањење

Табела III.6.1. Расподела БДП-а у П1 2015.

	Стопе раста (у %)	Доприноси расту БДП-а (п.п.)
БДП, у сталним ценама претходне године	-0,4	-0,4
Домаћа тражња	-0,3	-0,3
Укупна финална потрошња	-1,4	-1,3
Приватна потрошња	-0,9	-0,7
Државна потрошња	-3,3	-0,6
Инвестиције	5,7	1,0
Инвестиције у фиксне фондове	6,6	1,2
Приватне инвестиције	9,3	1,4
Државне инвестиције	-13,5	-0,3
Промене у залихама	-	-0,1
Нето извоз (извоз – увоз)	-1,3	-0,1

Извор: РЗС и прерачун НБС.

Графикон III.6.1. Доприноси годишњој стопи раста БДП-а – расходна страна



2007. 2008. 2009. 2010. 2011. 2012. 2013. 2014. 2015.*

— Нето извоз
— Државна потрошња и инвестиције
— Приватне инвестиције
— Приватна потрошња
— БДП у %

Извор: РЗС и прерачун НБС.

* Процена НБС.

²⁷ По сталном курсу из децембра 2014. године.

трошкова рада у јавном сектору (12,1% мг.), док је пад издатака за куповину робе и услуга износио 0,9% мг. На тромесечном нивоу, та компонента тражње је бележила сличну динамику као и потрошња домаћинстава, с обзиром на то да је након пада од 3,3% дсз. у Т1 уследио њен раст од 0,1% дсз. у Т2.

Највећи позитиван допринос кретању агрегатне тражње у П1 (1,4 п.п.) потиче од приватних инвестиција, које су порасле за 9,3% мг. На таква кретања указују показатељи из области грађевинарства – вредност изведених радова повећана је за 10,6% мг., производња грађевинског материјала за 1,1% мг., а број издатих грађевинских дозвола за 11,8% мг. Током П1 повећан је и увоз опреме за 16,4% мг. Опоравак инвестиционе активности у П1 у одређеној мери се дугује и унапређеном пословном амбијенту након усвајања реформских закона током 2014, као и побољшаној финансијској позицији предузећа услед пада цене нафте.

Државне инвестиције су у П1 смањене 13,5% мг., што је последица нешто спорије реализације капиталних пројеката током Т1, на шта указује и пад од 14,1% дсз. у том тромесечју. Током Т2 забележен је њихов знатан раст (50,2% дсз.), тако да се на нивоу године очекује позитиван допринос државних инвестиција кретању агрегатне тражње.

Нето екстерна тражња

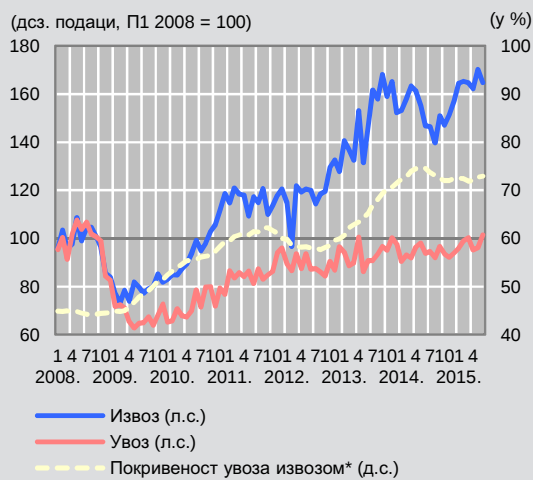
Раст реалног извоза робе и услуга на мг. нивоу је у П1 2015. успорен (8,6%) у односу на П1 2014. (12,8%), док је реални увоз робе и услуга у истом периоду убрзао раст (са 5,8% мг. на 7,0% мг.), услед чега је нето екстерна тражња негативно допринела кретању агрегатне тражње. Успоравање раста извоза последица је успоравања извоза моторних возила и нафтних деривата, док се убрзан раст увоза може објаснити већим увозом опреме због повећања инвестиција.

Робни извоз изражен у еврима је у П1 порастао 8,1% мг., захваљујући пре свега снажном расту извоза пољопривредних производа (37,9% мг.) након добре прошлогодишње пољопривредне сезоне. Извоз кукуруза је у П1 износио око 1,6 млн тона и био је виши за око 55% на мг. нивоу, док је извоз пшенице (око 130.000 тона) био на сличном нивоу као у П1

2014. Снажан м.г. раст је остварен и у извозу основних метала након поновног покретања производње у смедеревској железари, производа од метала, фармацеутских производа и препарата и прехранбених и дуванских производа. С друге стране, смањен је извоз моторних возила (4,3% м.г.), која су ипак остала главни извозни производ с вредношћу извоза од 735,0 млн евра у П1. Поред тога, пад цене нафте на светском тржишту одразио се и на смањену вредност извоза нафтних деривата.

Робни увоз изражен у еврима повећан је у П1 5,9% мг., у највећој мери захваљујући расту увоза средстава за рад (16,4% мг.). Раст су забележиле и остале категорије увоза (средства за репродукцију 1,7% мг. и потрошна добра 1,9% мг.), а знатан раст (39,1% мг.) бележи и увоз некласификованих производа. Посматрано по намени ЕУ, највећи раст увоза регистрован је у категорији трајних потрошних добара (21,9% мг.), који је последица већег увоза електричних машина и апарата, док је већи увоз индустријских сировина (основни и обојени метали, неметални минерали) утицао на раст увоза интермедијарних производа (5,7% мг.). С друге стране, нижи увоз енергената (5,5% мг.) последица је ниже цене нафте на светском тржишту, док је увоз природног гаса и електричне енергије у П1 2015. повећан у односу на исти период претходне године.

Графикон III.6.2. Робна размена у еврима



Извор: РЗС и прерачун НБС.

* 12-месечни покретни просек.

7. Економска активност

Рударско-енергетски комплекс се у току П1 потпуно опоравио од последица прошлогодишњих поплава. То је, уз наставак раста прерађивачке индустрије из Т4 2014. и опоравак грађевинарства, позитивно допринело кретању економске активности, која је, мерено НДВ-ом, порасла 0,4% м.г. Ипак, у већини сектора услуга активност је била нижа него у истом периоду претходне године, што је уз процењени пад пољопривредне производње утицало на то да БДП забележи м.г. пад у П1.

Посматрано по тромесечјима, БДП је, након стагнације у Т1 (−0,1% дсз.), знатно убрзао раст у Т2 (2,2% дсз.). То је у највећој мери постигнуто захваљујући даљем расту индустрије, који је подстакнут нижим ценама енергената и опоравком екстерне тражње, као и унапређеним законским прописима из области грађевинарства, који су се позитивно одразили на активност у тој области. Раст БДП-а је у Т2, након четири тромесечја пада, забележен и на м.г. нивоу (1,0%), чему је допринела потпуно оспособљавање производних капацитета у рударству и енергетици након прошлогодишњих поплава и наставак раста прерађивачке индустрије подстакнут опоравком зоне евра.

Индустријска производња је у посматраном периоду порасла за 1,9% м.г. и позитивно допринела кретању БДП-а са 0,4 п.п., на шта указује раст њеног физичког обима од 4,8% м.г. При томе, физички обим производње у сектору рударства нижи је (3,4% м.г.) пре свега због смањеног степена експлоатације сирове нафте и руда метала. С друге стране, експлоатација угља је повећана, што се одразило и на раст физичког обима производње у сектору снабдевања електричном енергијом, гасом и паром (3,9% м.г.).

Позитивна кретања у прерађивачкој индустрији, која су започела крајем 2014, настављена су и у П1 2015. Раст физичког обима производње износио је 6,2% м.г. и био је заснован на широкој основи, будући да је остварен у 18 од 24 области, од којих је највећи део извозно оријентисан. Највећи позитиван допринос расту физичког обима у П1 потиче од производње машина и опреме и прехранбених производа, а у нешто мањој мери порасла је и производња дуванских производа, фармацеутских производа и препарата, производа од метала и производа од гуме и пластике. Поред тога, повољна кретања на светском тржишту гвожђа и челика утицала су на поновно покретање производње у смедеревској железари у јулу 2014, тако да је релативно снажан раст физичког обима производње у П1 (25,1% м.г.) остварен и у производњи основних метала. С друге стране, пад физичког обима забележен је у производњи моторних возила, електричне опреме и рачунара и електронских производа.

Поред индустрије, позитиван допринос БДП-у (0,2 п.п.) у П1 потиче и од раста грађевинарства (6,1% м.г.), на шта указује већина показатеља – већи број издатих грађевинских дозвола, већа вредност изведених грађевинских радова, раст производње грађевинског материјала и повећање броја запослених у грађевинарству. Посматрано по тромесечјима, након пада у Т1 (3,8% дсз.), у Т2 се овај сектор опоравио (раст од 5,8% дсз.), што се може повезати са унапређеним законским прописима у вези са издавањем грађевинских дозвола и повећаном реализацијом капиталних инвестиција државе.

Негативан допринос БДП-у у П1 дала је пољопривредна производња, која је, према нашој процени, смањена за око 10% м.г. Сличан пад производње очекује се и на нивоу године, с обзиром

Графикон III.7.1. Доприноси годишњој стопи раста БДП-а – производна страна (у п.п.)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

* Процена НБС.

на неповољне временске прилике током јула које су се одразиле на приносе јесењих култура (кукуруз и индустријско биље), као и високу базу условљену добром прошлогодишњом сезоном.

Економска активност у већини услужних сектора је у П1 смањена, тако да је, укупно посматрано, у овим секторима забележен пад активности од 0,7%. У складу са очекивањима, економска активност у услужним секторима са значајним учешћем државе (државна управа, образовање, здравствена и социјална заштита) била је у П1 нижа у односу на исти период претходне године. Ипак, позитивна кретања остварена су у појединим секторима (благ раст промета у трговини на мало, раст физичког обима услуга у сектору саобраћаја и повећан број ноћења туриста).

Позитивна кретања у појединим секторима услуга би, уз наставак раста индустрије и грађевинарства из П1, требало да допринесу знатном убрзању раста у П2, тако да се на нивоу године, према нашој процени, очекује раст БДП-а од око 0,5%.

Табела III.7.1. Економска активност у П1 2015.

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

Извор: РЗС и прерачун НБС.

8. Зараде и запосленост

Реална нето зарада је у Т1 смањена пре свега због примене мера фискалне консолидације, на шта указује њен снажнији пад у јавном у односу на приватни сектор. У Т2 долази до њеног постепеног опоравка, који је био вођен растом зараде у приватном сектору, док је реална нето зарада у јавном сектору стагнирала. Посматрано на нивоу полугодишта, реална нето зарада је у П1 2015. била нижа него у П2 2014, при чему је то смањење било израженије у јавном (6,8% дсз.) него у приватном сектору (2,4% дсз.). У односу на исти период претходне године, реална нето зарада у приватном сектору је у П1 била за 0,6% виша, а у јавном сектору за 7,9% нижа.

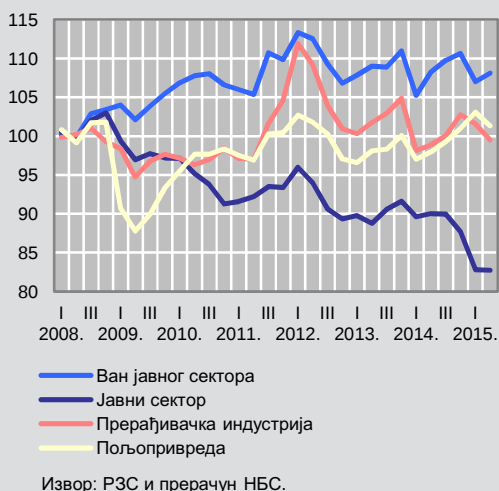
Посматрано по делатностима, највећи м.г. раст реалне нето зараде у П1 забележен је у грађевинарству и стручним, иновационим и техничким делатностима, док је у нешто мањој мери повећана зарада у прерађивачкој индустрији, пољопривреди, информисању и комуникацијама и услугама смештаја и исхране. С друге стране, делатности с претежним учешћем државе (државна управа, образовање, здравствена и социјална заштита) имале су највећи пад реалне зараде. Пад је, поред тога, исказан и у области снабдевања електричном енергијом, гасом и паром, рударству и саобраћају.

Реална маса нето зарада је у П1 била нижа за 3,5% дсз. у односу на претходно полугодиште, док је посматрано у односу на исти период претходне године тај пад био нижи (1,0%). Као и у случају просечне зараде, пад је био вођен смањењем у јавном сектору, док је реална маса нето зарада у приватном сектору порасла за 2,6% м.г. То је смањило јаз између зарада у јавном и приватном сектору, тако да је просечна исплаћена номинална нето зарада у јавном сектору (46.512 динара) била за 8,5% виша у односу на приватни сектор (42.900 динара), или за око 10 п.п. ниже него у П1 2014.

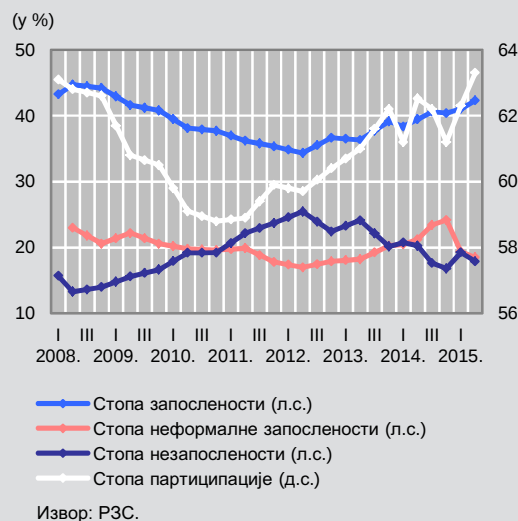
Јединични трошкови рада укупне индустрије су у П1 повећани за 1,5% м.г., будући да је раст продуктивности био нижи од раста бруто реалне зараде. Повећање јединичних трошкова рада било је израженије у оквиру прерађивачке индустрије.

Према подацима Анкете о радној снази, током П1 су забележена позитивна кретања на тржишту рада. Стопа запослености је повећана за 1,9 п.п., на 42,3%, у условима повећане стопе партиципације (за 2,1 п.п., на 63,3%). При томе, целокупно повећање

Графикон III.8.1. Кретање реалних нето зарада (дсз. подаци)



Графикон III.8.2. Показатељи тржишта рада према Анкети о радној снази



запослености забележено је у формалном сектору, будући да је у П1 стопа неформалне запослености забележила пад од 5,6 п.п. (на 18,5% у Т2), што се делом може објаснити појачаним инспекцијским надзором и сузбијањем сиве економије. Стопа незапослености је од почетка године благо порасла (за 1,1 п.п., на 17,9% у Т2), али је у односу на Т2 2014. смањена за 2,4 п.п.

Раст запослености у П1 вођен је повећањем броја запослених код правних лица и радника с пуним радним временом, док је број samozапослених и помажућих чланова домаћинстава, као и радника који раде непуно радно време смањен. Посматрано по делатностима, највећи раст запослености забележен је у трговини, услугама смештаја и исхране и прерађивачкој индустрији, док је број запослених у пољопривреди, грађевинарству и снабдевању електричном енергијом, гасом и паром смањен.

Према подацима Републичког завода за статистику, број формално запослених је у П1 смањен за 4.325 лица, при чему је већи пад броја запослених забележен у јавном него у приватном сектору. Такође, у већој мери је смањен број самосталних предузетника (за 3.205 лица) од броја запослених код правних лица (1.120 лица). Посматрано по делатностима, највећи пад запослености регистрован је у секторима здравствене и социјалне заштите, државној управи и у финансијском сектору. Број запослених смањен је и у пољопривреди, грађевинарству, трговини и саобраћају. С друге

Табела III.8.1. Кретања запослености и незапослености (у хиљадама, стање крајем периода)

	2014.		2015.	
	Т3	Т4	Т1	Т2
Број формално запослених лица	1.704,9	1.718,8	1.716,1	1.714,5
Пољопривредници	454,2	450,5	434,3	410,8
Укупан број запослених	2.159,1	2.169,3	2.150,4	2.125,3
Број незапослених лица	748,5	741,9	766,5	746,0
Први пут траже запослење	261,4	256,3	259,5	252,5
Били у радном односу	487,2	485,6	507,0	493,5

Извор: РЗС и Национална служба за запошљавање.

стране, висок раст броја запослених лица забележен је у сектору услуга смештаја и исхране и административним и помоћним услужним делатностима, што би се могло повезати с појачаним инспекцијским надзором, будући да је поменуте секторе карактерисало присуство сиве економије. Повећана је и запосленост у индустрији (за 218 лица), уз пораст броја запослених у прерађивачкој индустрији и смањење броја запослених у рударству и снабдевању електричном енергијом, гасом и паром.

Према подацима Националне службе за запошљавање, број незапослених је у П1 повећан за 4.104 лица, при чему се то повећање у потпуности односило на лица која су раније била у радном односу,

док је број лица која су први пут тражила запослење смањен. Током П1 наставио је да се смањује и број лица која примају новчану накнаду за незапослене и у јуну је тај број износио 51.520 лица.

9. Инфлациона очекивања

Захваљујући дужем периоду ниске инфлације и ниским очекиваним инфлаторним притисцима, краткорочна и средњорочна инфлациона очекивања наставила су и током П1 да се крећу у границама циља. Истовремено, стабилност инфлационих очекивања представља важан предуслов стабилизације инфлације и повећања ефикасности мера монетарне политике.

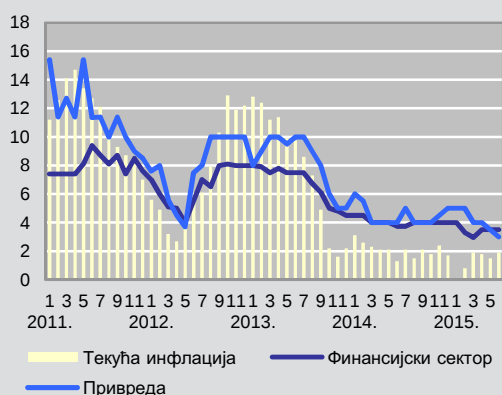
Инфлациона очекивања финансијског сектора и привреде, која су се и током 2014. године кретала у границама циља, додатно су снижена у П1. Према анкетама агенције **Блумберг**, финансијски сектор је готово током целог П1 очекивао да ће **инфлација за годину дана унапред** бити на нивоу од 4,0% (само у јануару је очекивао 4,5%). Очекивања овог сектора се налазе у границама циља скоро две године. Према анкети агенције **Нинамедија**²⁸, инфлациона очекивања финансијског сектора су од почетка године до марта смањена са 4,0% на 3,0%, да би се од

априла до краја П1 стабилизовала на нивоу од 3,5%. Када је у питању привреда, инфлациона очекивања се од почетка године константно смањују и у јуну су била на новом минимуму – 3,0%. Инфлациона очекивања овог сектора у границама циља крећу се од фебруара 2014.

Инфлациона очекивања становништва за годину дана унапред су, након јануарских 8,0%, до краја П1 била стабилизована на 5,0%. Она су само у мају била повећана на 5,4%, али су се већ у јуну вратила на 5,0%. Када је реч о квалитативно исказаним инфлационим очекивањима становништва, приметно је повећање броја оних који очекују умерено или благо повећање цена у наредној години (око две трећине испитаника) и смањење броја оних који очекују знатно повећање цена (15,0%). И даље је знатан број оних који очекују да се цене неће мењати (12,0%) или да ће пасти (4,0%).

Током П1 било је повољно и кретање средњорочних инфлационих очекивања у случају свих сектора. Финансијски сектор је очекивао да ће **инфлација за две године унапред** бити на централној вредности циља за инфлацију, а у фебруару и марту чак и нижа (3,9% и 3,7%, респективно). Привреда је у Т1 очекивала да ће инфлација за две године бити 5,0%, а у Т2 је та очекивања смањила на 4,0%. Након 8,0%

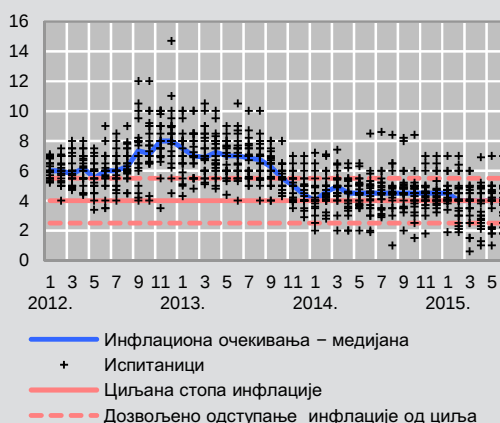
Графикон III.9.1. Текућа инфлација и инфлациона очекивања 12 месеци унапред* (мг. стопе, у %)



Извор: Галуп, Ипсос, Нинамедија и НБС.

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

Графикон III.9.2. Циљана инфлација и инфлациона очекивања 12 месеци унапред – финансијски сектор (мг. стопе, у %)



Извор: Блумберг и НБС.

²⁸ Нинамедија клипинг д.о.о. Нови Сад од децембра 2014. спроводи анкету о очекивањима економских субјеката, у складу с досадашњом методологијом.

у јануару, средњорочна инфлациона очекивања становништва су у границама циља за инфлацију од фебруара.

Дисперзија одговора испитаника финансијског сектора, која је најмања од свих сектора, није у већој мери промењена током П1 како у анкетама Блумберга, тако и у анкетама Нинамедије. Истовремено, дисперзија одговора испитаника привреде и становништва наставила је да се смањује.

10. Фискална политика

Мере фискалне консолидације усвојене прошле године имале су за резултат врло повољна фискална кретања у П1. **Дефицит консолидованог буџета** у наведеном периоду смањен је за готово 70% у односу на исти период прошле године и износио је 35,3 млрд динара (или 1,9% БДП-а), што је знатно ниже и у односу на горњу границу предвиђену споразумом с ММФ-ом (96,3 млрд динара). Штавише, уколико се од тога одузму расходи за камате, у П1 је остварен примарни буџетски суфицит у висини од 2,0% БДП-а. У складу с тим, у јуну је успешно окончана прва ревизија аранжмана с ММФ-ом, која се односила на стање у јавним финансијама до краја Т1.

Консолидовани приходи у првих шест месеци 2015. износили су 805,2 млрд динара и у односу на исти период 2014. године реално су били већи за 5,1%. Реални раст остварили су непорески приходи и донације (53,8%, односно 41,2%), док су порески приходи реално стагнирали. Ипак, у оквиру пореских прихода, значајан допринос расту укупних прихода државе потиче од ПДВ-а и акциза на дуванске прерађевине, што је показатељ сузбијања сиве економије. Иначе, програмом фискалне консолидације као приоритет на приходној страни буџета одређена је управо борба против сиве економије и пореске евазије. С друге стране, приходи по основу пореза на добит предузећа су у П1 били реално нижи за 15,3% у односу на П1 2014, што се може довести у везу с нижим књиговодственим профитима у 2014. години.

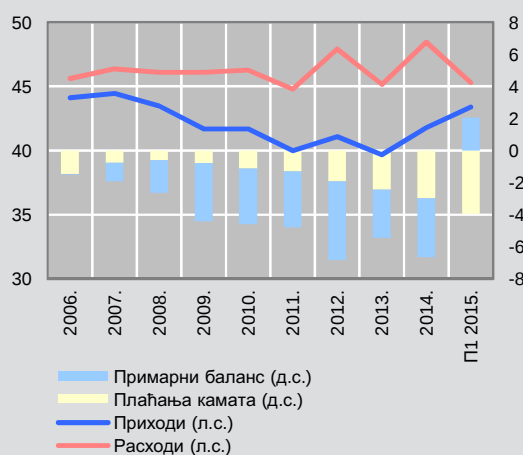
Консолидовани расходи су у П1 износили 840,5 млрд динара и у односу на претходну годину реално су били нижи за 4,6%. Највећи допринос том паду дали су, у складу с програмом фискалне

консолидације, расходи по основу плата у јавном сектору и пензија (пад од 12,1%, односно 4,5%), али и смањење буџетских позајмица (за 87,9%). Реално смањење у односу на П1 2014. забележено је и код капиталних расхода (13,7%), субвенција (2,6%) и расхода за куповину робе и услуга (0,8%). У супротном смеру деловали су пре свега расходи по основу отплате камата, социјалне помоћи и активираних гаранција, који су забележили раст од 12,7%, 6,1% и 58,3%, респективно.

Имајући у виду фискална кретања у П1, наша оцена је да би она могла да резултирају буџетским дефицитом на нивоу године у висини од око 4,0% БДП-а, тј. за око 2,5 п.п. нижим дефицитом него у 2014. години.

Основни извор финансирања буџетског дефицита у П1 било је задуживање државе на домаћем тржишту. Ипак, захваљујући повољним фискалним кретањима и знатно нижем дефициту од планираног, оно је било успорено. Тако је дуг државе по основу динарских ХоВ емитованих на домаћем тржишту повећан за 41,0 млрд динара (на 591,6 млрд динара), а дуг по основу ХоВ деноминираних у еврима за 253,7 млн евра (на 2,1 млрд евра), при чему су наведена повећања готово у целини остварена у прва четири месеца ове године.

Графикон III.10.1. **Буџетски приходи, расходи и резултат** (у % БДП-а)



Извор: Министарство финансија и НБС.

Укупан дуг централног нивоа власти порастао је у П1 за 1,0 млрд евра и на крају јуна је износио 23,8 млрд евра.²⁹ Истовремено, учешће тог дуга у БДП-у повећано је за 2,6 п.п., на 73,6%. Ипак, то повећање се знатним делом може објаснити јачањем америчког долара у односу на евро (око 8% у првих шест месеци ове године) и високим учешћем дуга у доларима у укупном јавном дугу (33,1%). Ако се има у виду чињеница да спровођење фискалне консолидације и смањење буџетског дефицита смањује потребе

државе за задуживањем, главни ризик по кретање јавног дуга у наредном периоду биће потенцијално даље јачање америчког долара.

Наставак доследног спровођења фискалне консолидације и структурних реформи потребан је не само због оздрављења јавних финансија већ и због побољшања услова задуживања приватног сектора, јачања екстерне конкурентности и обезбеђења предуслова за одржив привредан раст.

²⁹ Јавни дуг опште државе је на крају П1 износио 24,2 млрд евра, или 74,9% БДП-а, чиме је настављен његов раст изнад законом прописане границе од 45%.

Додатак 1. Меморандум Народне банке Србије о циљаним стопама инфлације до 2018. године

Меморандум Народне банке Србије о циљаним стопама инфлације до 2018. године¹

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*² и *Меморандумом Народне банке Србије о монетарној стратегији*³, 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 4,0%, с дозвољеним одступањем $\pm 1,5$ п.п. Циљеви за инфлацију у 2015. и 2016. години који су утврђени раније нису мењани.⁴

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%). Постављени циљ за инфлацију произлази из оцене да до 2018. године неће бити завршене структурне реформе и либерализација цена, односно номинална, реална и структурна конвергенција 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 Меморандум је усвојен на седници Извршног одбора Народне банке Србије 13. августа 2015. године.

² Споразум је усвојен на седници Владе Републике Србије 19. децембра 2008. године.

³ Меморандум је усвојен на седници Монетарног одбора Народне банке Србије 22. децембра 2008. године.

⁴ Видети Меморандум Народне банке Србије о циљаним стопама инфлације до 2016. године.

Додатак 2. Писмо Народне банке Влади Републике Србије због одступања инфлације од утврђеног циља од септембра 2014. до фебруара 2015. године**НАРОДНА БАНКА СРБИЈЕ****ГУВЕРНЕР**

КГ бр. - 943/1 /15

Београд, 19. март 2015.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

С поштовањем,



Др Јоргованка Табаковић

Ко:

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

Списак графика и табела

Графикони

II.2.1.	Референтна каматна стопа и коридор каматних стопа	6
II.2.2.	Стање продатих/купљених ХоВ Народне банке Србије	7
II.2.3.	Обим стерилизације ликвидности инструментима монетарне политике	8
II.3.1.	Кретање цена (мг. стопе, у %)	10
II.3.2.	Допринос мг. стопи раста потрошачких цена	10
III.1.1.	Ревизија прогноза реалног раста БДП-а за 2015. и 2016. ММФ-а	11
III.1.2.	Индекс светских цена хране	13
III.1.3.	Кретање цена нафте и бакра	13
III.2.1.	Покривеност увоза девизним резервама	15
III.2.2.	Међународна инвестициона позиција	17
III.3.1.	Динарска ликвидност	18
III.3.2.	Кретање каматних стопа	18
III.3.3.	Примарно тржиште државних ХоВ у динарима – коефицијент реализације и учешће страних инвеститора	19
III.3.4.	Каматне стопе на примарном тржишту државних ХоВ	19
III.3.5.	Кретање каматних стопа на динарске кредите и депозите привреди и становништву	20
III.3.6.	Кретање каматних стопа на девизне кредите и депозите привреди и становништву	20
III.3.7.	Показатељ премије ризика – <i>EMBI</i> по земљама	21
III.3.8.	Кретање курса динара и интервенције Народне банке Србије на девизном тржишту	22
III.3.9.	Кретање курсева одређених националних валута према евра	22
III.3.10.	Индекс <i>BELEX15</i> и промет на Београдској берзи	24
III.4.1.	Кредитна активност и БДП	26
III.5.1.	Учешће динарских пласмана у укупним пласманима банака привреди и становништву	28
III.5.2.	Секторска структура пласмана банака	28
III.6.1.	Доприноси годишњој стопи раста БДП-а – расходна страна	29
III.6.2.	Робна размена у еврима	30
III.7.1.	Доприноси годишњој стопи раста БДП-а – производна страна	31
III.8.1.	Кретање реалних нето зарада	33
III.8.2.	Показатељи тржишта рада према Анкети о радној снази	33
III.9.1.	Текућа инфлација и инфлациона очекивања 12 месеци унапред	34
III.9.2.	Циљана инфлација и инфлациона очекивања 12 месеци унапред – финансијски сектор	34
III.10.1.	Буџетски приходи, расходи и резултат	35

Табеле

II.3.1.	Раст и доприноси компоненти расту потрошачких цена у П1 2015.	9
III.2.1.	Платни биланс Републике Србије	14
III.4.1.	Биланс Народне банке Србије	23
III.4.2.	Монетарни преглед	25
III.6.1.	Расподела БДП-а у П1 2015.	29
III.7.1.	Економска активност у П1 2015.	32
III.8.1.	Кретања запослености и незапослености	33

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. - Варијантни наслов:
Полугодишњи извештај о монетарној политици.
- Има издање на другом језику: Annual
Monetary Policy Report (National Bank of
Serbia) = ISSN 2217-6535
ISSN 2217-6292 = Годишњи извештај о
монетарној политици (Народна банка Србије)
COBISS.SR-ID 185198604