



Народна банка Србије

2016

јануар–јун

ПОЛУГОДИШЊИ ИЗВЕШТАЈ  
О МОНЕТАРНОЈ ПОЛИТИЦИ



2016

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](http://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.<sup>1</sup>

Статутом Народне банке Србије<sup>2</sup> 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 2016.* размотрен је и усвојен на седници Извршног одбора 8. септембра 2016. године.

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

Извршни одбор Народне банке Србије

Јоргованка Табаковић, гувернер

Ана Глигоријевић, вицегувернер

Веселин Пјешчић, вицегувернер

Диана Драгутиновић, вицегувернер

Ђорђе Јевтић, директор Управе за надзор над финансијским институцијама

---

<sup>1</sup> 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.

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

**СКРАЋЕНИЦЕ КОРИШЋЕНЕ  
У ОВОМ ИЗВЕШТАЈУ**

**БДП** – бруто домаћи производ

**б.п.** – базни поен

**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

**МДТ** – међубанкарско девизно тржиште

**млн** – милион

**млрд** – милијарда

**мг.** – међугодишње

**ММФ** – Међународни монетарни фонд

**NPL** – проблематични кредити

**П** – полугодиште

**п.п.** – процентни поен

**РС** – Република Србија

**СДИ** – стране директне инвестиције

**Т** – тромесечје

Не наводе се друге општепознате скраћенице.

# Садржај

|                                                                           |    |
|---------------------------------------------------------------------------|----|
| <b>Резиме</b>                                                             | 1  |
| <b>I. Стратешки оквир монетарне политике</b>                              | 5  |
| <b>II. Монетарна политика и остварење циљане инфлације</b>                | 7  |
| 1. Монетарна политика у периоду јануар–јун 2016. године                   | 7  |
| 2. Инструменти монетарне политике                                         | 9  |
| Операције на отвореном тржишту                                            | 9  |
| Депозитне и кредитне олакшице                                             | 10 |
| Обавезна резерва                                                          | 10 |
| Операције на девизном тржишту                                             | 11 |
| Девизни своп                                                              | 11 |
| 3. Остварење циљане инфлације у периоду јануар–јун 2016. године           | 12 |
| <b>III. Макроекономски услови спровођења монетарне политике</b>           | 15 |
| 1. Међународно окружење                                                   | 15 |
| 2. Међународне трансакције                                                | 18 |
| Платнобилансна кретања и девизне резерве                                  | 18 |
| Међународна инвестициона позиција земље                                   | 21 |
| 3. Кретања на финансијском тржишту                                        | 22 |
| Каматне стопе                                                             | 22 |
| Премија ризика земље                                                      | 25 |
| Кретања на девизном тржишту и курс динара                                 | 26 |
| Кретања на берзи                                                          | 27 |
| 4. Новац и кредити                                                        | 28 |
| Примарни новац                                                            | 28 |
| Монетарни агрегати M1, M2 и M3                                            | 29 |
| Кредити банака                                                            | 30 |
| 5. Показатељи степена динаризације                                        | 32 |
| 6. Инфлациона очекивања                                                   | 34 |
| 7. Фискална политика                                                      | 35 |
| 8. Агрегатна тражња                                                       | 36 |
| Домаћа тражња                                                             | 37 |
| Нето екстерна тражња                                                      | 38 |
| 9. Економска активност                                                    | 39 |
| 10. Зараде и запосленост                                                  | 41 |
| Додатак 1. Програм монетарне политике Народне банке Србије у 2016. години | 44 |
| Списак графикана и табела                                                 | 47 |



## Резиме

Инфлаторни притисци били су ниски и током првог полугодишта ове године. Захваљујући доследном спровођењу фискалне консолидације, релативној стабилности девизног курса и усидреним инфлационим очекивањима, инфлаторни притисци били су очекивано ниски по основу домаћих фактора. Међутим, били су ниски и по основу екстерних фактора, пре свега цена нафте и примарних пољопривредних производа на светском тржишту. Међугодишња инфлација наставила је да се креће испод доње границе дозвољеног одступања од циља ( $4 \pm 1,5\%$ ).

Иако се опоравила од почетка године, цена нафте на светском тржишту и даље је била релативно ниска, па су цене нафтних деривата у првом полугодишту задржале негативан допринос међугодишњој инфлацији. У истом смеру су деловале и цене непрерађене хране, пре свега воћа и поврћа, док су позитиван допринос међугодишњој инфлацији дале цене непрехрамбених производа и услуга и регулисаних цена, али мањи него у децембру прошле године. Постепен раст инфлације очекивао се средином године, повратак у границе циља крајем ове или почетком следеће године, а након тога њено кретање у границама дозвољеног одступања од циља.

Ниски инфлаторни притисци и доследно спровођење фискалне консолидације и структурних реформи, који су повећали отпорност домаће привреде на екстерне потресе, омогућили су даље ублажавање монетарне политике. Смањење референтне каматне стопе настављено је током првог полугодишта, али опрезном динамиком, имајући у виду пре свега ефекте досадашњег ублажавања монетарне политике и неизвесност у међународном окружењу. У посматраном периоду, референтна каматна стопа је у фебруару смањена за 25 базних поена, на 4,25%, тако да је од маја 2013, када је започет циклус ублажавања монетарне политике, до јуна 2016. смањена за укупно 7,5 процентних поена.

Поред смањења референтне каматне стопе, у фебруару је сужен коридор каматних стопа у односу на референтну стопу са  $\pm 2,0$  процентних поена на  $\pm 1,75$  процентних поена, што би требало да допринесе даљем јачању трансмисије монетарне политике кроз канал каматних стопа. Такође, у јануару и фебруару смањене су стопе девизне обавезне резерве за по 1,0 процентних поена, као део прошлогодишње одлуке о њиховом смањењу током шест узастопних месеци, почев од септембра, како би се дао додатни подстицај кредитној активности банака. Стопе динарске обавезне резерве остале су непромењене (5,0% на изворе до две године и 0,0% на изворе дужих рочности), па су банке и даље стимулисане да користе динарске изворе финансирања.

Захваљујући ублажавању монетарне политике, трошкови задуживања наставили су да се смањују. Каматне стопе на кредите приватном сектору су у првом полугодишту смањене на нове најниже нивое, што је убрзало раст кредитне активности на 3,5% међугодишње у јуну, искључујући ефекат промене девизног курса. Опоравку кредитне активности у већој мери допринео је раст кредита становништву, а од маја и раст кредита привреди. С обзиром на остварено ублажавање монетарне политике и убрзање економске активности у наредном периоду, очекујемо да ће раст кредитне активности бити настављен. Исто очекују и пословне банке, што видимо на основу резултата анкете о кредитној активности.

Макроекономске услове у којима се спроводи монетарна политика у великој мери су одредила дешавања у међународном окружењу, која и даље представљају главни изазов носилаца монетарне политике. Посебно су почетак и крај посматраног полугодишта били обележени турбуленцијама из међународног окружења. Најпре су финансијска и робна тржишта била уздрмана лошијим изгледима за глобални привредни раст и неизвесном динамиком започете нормализације монетарне политике ФЕД-а,

која је подстакла инвеститоре да свој портфолио усмеравају ка традиционалним сигурним уточиштима. С побољшањем тржишног сентимента, због нових експанзивних мера ЕЦБ-а и очекиване спорије нормализације монетарне политике ФЕД-а, неизвесност је донекле смањена. Међутим, како се јун приближавао, неизвесност на тржиштима услед референдума у Великој Британији о изласку из Европске уније поново је расла. Први дан после референдума донео је турбуленције на финансијским тржиштима широм света, на свим њиховим сегментима, а посебно на девизним тржиштима. Захваљујући правовременој реакцији Народне банке Србије, наше девизно тржиште је врло брзо умирено.

И најављена спремност водећих централних банака да обезбеде ликвидност, уколико то буде потребно, помогла је да се превазиђе шок на тржиштима изазван одлуком Велике Британије да напусти Европску унију. Изгледи да ће мере монетарне политике водећих централних банака бити експанзивније од претходно очекиваних требало би да имају позитиван ефекат на токове капитала у земље у успону, а тиме и Србију, посебно ако се има у виду константно поправљање наших макроекономских фундамената.

Бољи макроекономски фундаменти ублажавали су утицај глобалних фактора на кретање премије ризика земље. Глобални фактори су посебно почетком и крајем полугодишта били главни покретачи раста премије ризика Србије, као и других земаља у успону. Насупрот њима деловали су домаћи фактори, пре свега надмашивање фискалних циљева, даље смањење спољне неравнотеже, успешно спровођење аранжмана из предострожности с Међународним монетарним фондом, као и повећање кредитног рејтинга Србије (агенција *Fitch* у јуну) и поправљање његових изгледа са стабилних на позитивне (агенције *Standard & Poor's* у јануару и *Moody's* у марту). Тако је премија ризика Србије, након раста почетком године на 330,0 базних поена, до маја пала на близу 250 базних поена. Референдум у Великој Британији доминантно је утицао на раст премије ризика свих земаља у успону. Ипак, тржишта су се релативно брзо опоравила и један број земаља у успону, међу њима и Србија, бележио је пад премије ризика већ крајем јуна (на 280,0 базних поена за Србију), уз очекивање њеног даљег пада.

Изузетно успешном оцењујемо и чињеницу да је релативна стабилност курса динара одржана у условима изразите неизвесности у међународном окружењу. Динар је у првом полугодишту, посматрано крајем периода, ослабио према евр

у, а на нивоу просека за 2,0%. Стабилност девизног курса је постигнута захваљујући правовременим и добро одмереним интервенцијама Народне банке Србије на девизном тржишту, а била је опредељена и побољшањем макроекономских перформанси наше привреде.

Са становишта доприноса побољшању макроекономских перформанси, посебно се истичу резултати фискалне консолидације, који су знатно бољи од планираних. Са смањеним учешћем у процењеном бруто домаћем производу на 0,9%, износ консолидованог фискалног дефицита био је готово двоструко нижи у првој половини ове него у истом периоду прошле године. Он је знатно мањи и од квантитативног критеријума утврђеног у оквиру треће ревизије аранжмана с Међународним монетарним фондом (4,0% бруто домаћег производа), при чему се побољшање првенствено дугује одрживом повећању наплате пореских прихода. Истовремено, у првој половини године остварен је примарни суфицит од 3,1% бруто домаћег производа.

Дефицит текућег рачуна платног биланса био је за близу 20% нижи него у првој половини прошле године захваљујући побољшању како на страни салда робе, тако и услуга. Притом, поред тога што је раст робног извоза био висок, не мање важна је и његова широка распрострањеност – повећање извоза бележи се у 19 од 23 области прерађивачке индустрије. На нижи дефицит текућег рачуна одразили су се и односи размене, тј. мањи пад извозних цена у односу на увозне цене. За покриће дефицита текућег рачуна више него довољан био је и нето прилив страних директних инвестиција у Србију. Он је, захваљујући унапређењу пословног окружења и структурним реформама, релативно посматрано, био највиши у региону. Поред тога што је био висок, он је и убрзан и био је за 5,8% виши него у истом периоду прошле године.

Девизне резерве Србије су и даље на нивоу који обезбеђује заштиту од екстерних потреса – на крају јуна износиле су 9.291,2 милиона евра, чиме се обезбеђује покривеност увоза робе и услуга од око шест месеци и новчане масе М1 од 220%.

Када је реч о економској активности, позитивна кретања из друге половине прошле године су настављена, уз међугодишњи раст бруто домаћег производа од 2,9%. Највећи позитиван допринос и даље пружају индустрија и грађевинарство, чији је утицај посебно био изражен у првом тромесечју, када је међугодишњи раст бруто домаћег производа убрзан

на 3,8%. У другом тромесечју је тај раст успорен на 2,0%, што је последица капиталних ремонта на електроенергетским постројењима, који су се одразили на активност сектора рударства и енергетике. На нивоу полугодишта, индустријска производња је остварила висок међугодишњи раст, при чему је тај раст доминантно вођен прерађивачком индустријом. На наставак позитивних кретања у прерађивачкој индустрији утицало је и активирање ранијих инвестиција, због чега је раст и даље широко распрострањен по областима прерађивачке индустрије и у великој мери остварен у областима које су извозно оријентисане. Раст активности забележен је и у већини услужних сектора, а позитиван допринос дала је и пољопривреда.

Посматрано с расходне стране, позитиван допринос расту бруто домаћег производа дале су све компоненте домаће тражње. Наиме, постигнута макроекономска стабилност, поправљање инвестиционог и пословног амбијента и наставак реализације инфраструктурних пројеката одразили су се на наставак раста приватних и државних инвестиција, од којих је потекао највећи допринос расту бруто домаћег производа. Такође, повећање запослености и зарада у приватном сектору подстакло је раст потрошње домаћинства, а позитиван допринос бруто домаћем производу дала је и финална

потрошња државе. Поред домаће тражње, позитиван допринос расту бруто домаћег производа дала је нето екстерна тражња, на шта је утицао већи реални пораст извоза у односу на увоз робе и услуга.

Народна банка Србије ће и у наредном периоду наставити да предузима све мере и активности како би одржала ниску и стабилну инфлацију у средњем року и очувала финансијску стабилност. То је уједно и најбољи начин на који централна банка доприноси економском просперитету земље. С тим циљем Народна банка Србије наставља пажљиво да прати и анализира кретања на домаћем тржишту и дешавања на међународном финансијском тржишту. Из домена међународног окружења, посебан акценат је на даљем кретању светских цена примарних пољопривредних производа и нафте, као и на одлукама водећих централних банака. Као и до сада, одлуке о монетарној политици и у наредном периоду зависиће од процене јачине (дез)инфлаторног утицаја фактора инфлације, посебно оних који долазе из међународног окружења. У условима које карактерише ниска инфлација и стабилан девизни курс, Народна банка Србије ће наставити да обезбеђује подршку за већу динаризацију домаћег финансијског система како би се смањила осетљивост привреде и становништва на промене курса динара и истовремено повећала ефикасност мера монетарне политике.



# I. Стратешки оквир монетарне политике

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

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

**Циљ за инфлацију Народне банке Србије** дефинисан је као стопа укупне инфлације (с дозвољеним одступањем) мерена годишњом процентуалном променом 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 је утврдио средњорочну циљану стопу инфлације на нивоу од 4,0%, с дозвољеним одступањем  $\pm 1,5$  п.п.**

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

Треба имати у виду да је циљана инфлација средњорочни циљ, тј. да остварена инфлација може краткорочно одступати од циљане услед егзогених поремећаја. Народна банка Србије ће дозволити привремено одступање инфлације од утврђеног циља у случају када би враћање инфлације на циљ у кратком временском периоду захтевало такве промене у монетарној политици које би изазвале додатне макроекономске поремећаје. То се односи и на случајеве наглих промена цена примарних производа или на одступања у планираном расту цена производа које су под директним или индиректним утицајем одлука Владе.

Циљану стопу инфлације Народна банка Србије настоји да постигне променама референтне каматне стопе, која се примењује у спровођењу главних операција на отвореном тржишту. Та каматна стопа представља основни инструмент монетарне политике, а одлуке о њеној висини доносе се на основу анализе

<sup>1</sup> 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.

економске ситуације и оцене будућих кретања, као и средњорочне пројекције инфлације. Остали инструменти монетарног регулисања имају помоћну улогу – доприносе несметаној трансмисији утицаја референтне каматне стопе на тржиште, као и развоју финансијских тржишта без угрожавања стабилности финансијског система.

Народна банка Србије **спроводи режим руковођено пливајућег девизног курса**. У том режиму Народна банка Србије спроводи **интервенције на девизном**

**тржишту у случају знатних краткорочних осцилација на девизном тржишту, угрожености финансијске и ценовне стабилности и потребе да се заштити адекватан ниво девизних резерви.**

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

## II. Монетарна политика и остварење циљане инфлације

### 1. Монетарна политика у периоду јануар–јун 2016. године

Монетарна политика се у П1 2016. водила у складу с **Програмом монетарне политике Народне банке Србије за 2016. годину**.<sup>2</sup> Пошто су пројекције указивале на то да ће инфлаторни притисци у 2016. бити ниски, Програм је предвиђао да ће монетарна политика бити експанзивна како би давала подстрек започетом економском опоравку. Притом, Програмом је утврђено да ће ублажавање монетарне политике пратити темпо фискалног прилагођавања и да ће зависити од кретања актуелних макроекономских показатеља и економских ризика – и домаћих и екстерних. Очекивало се да смањење стопе обавезне резерве банака и позитивни ефекти примене Стратегије за решавање проблематичних кредита допринесу бољем функционисању кредитног канала, а тиме и ефикаснијој трансмисији мера монетарне политике на реални сектор. Такође, у Програму је истакнуто да ће Народна банка Србије, у окружењу ниске и предвидиве инфлације и стабилног девизног курса, наставити да спроводи стратегију динаризации како би смањила осетљивост привреде и становништва на промене курса динара и истовремено повећала ефикасност мера монетарне политике.

Ако се имају у виду ефекти досадашњег ублажавања монетарне политике и чињеница да су дешавања у међународном окружењу налагала повећану опрезност при доношењу одлука о референтној каматној стопи, ублажавање монетарне политике у

П1 је настављено опрезном динамиком. У посматраном периоду, референтна каматна стопа смањена је у фебруару за 25 б.п., на 4,25%. Од маја 2013, када је започет циклус ублажавања монетарне политике, до јуна 2016. референтна каматна стопа је смањена за укупно 7,5 п.п. Додатни простор за ублажавање монетарне политике омогућили су ниски инфлаторни притисци и доследно спровођење фискалне консолидације и структурних реформи, који су повећали отпорност домаће привреде на екстерне потресе.

Као и у претходном периоду, инфлаторни притисци су током П1 били ниски како по основу већине домаћих фактора, тако и по основу ниских трошковних притисака из међународног окружења услед ниске цене нафте и примарних пољопривредних производа на светском тржишту и генерално ниске инфлације у међународном окружењу.

Постепени раст м.г. инфлације очекивао се средином године, повратак у границе циља крајем ове или почетком следеће године, а након тога њено кретање у границама дозвољеног одступања од циља до краја периода пројекције. Таквом кретању инфлације требало је да допринесе постепено слабење дезинфлаторних притисака по основу светских цена примарних производа, домаће тражње и инфлације у међународном окружењу. Ризици остварења пројекције инфлације односили су се првенствено на факторе из међународног окружења, тј. на даља кретања на светском робном и финансијском тржишту. Кретање економске активности било је

<sup>2</sup> „Службени гласник РС“, бр. 102/2015.

повољније у односу на наша очекивања, а наше пројекције раста БДП-а су и у фебруару и мају кориговане навише.

Раст неизвесности у међународном окружењу крајем прошле и почетком ове године био је главни фактор **задржавања референтне каматне стопе у јануару на 4,5%**. Такође, Извршни одбор је имао у виду и очекиване ефекте дотадашњег смањења референтне каматне стопе и постепеног смањења стопе девизне обавезне резерве<sup>3</sup> на кретање инфлације у наредном периоду. Екстерни ризици су у највећој мери потицали од неизвесне реакције тржишних учесника на различите мере монетарне политике ФЕД-а и ЕЦБ-а, као и на успоравање привредног раста Кине, а тиме и на неповољније изгледе за глобални раст. ФЕД је средином децембра 2015. започео нормализацију монетарне политике и повећао референтну каматну стопу. Такву одлуку ФЕД-а тржишта су очекивала, али је неизвесан био темпо и обим повећања референтне каматне стопе током 2016, као и то у којој мери ће се одразити на токове капитала у земљама у успону, јер је ЕЦБ истовремено повећала степен експанзивности монетарне политике. Успоравање привредног раста Кине и депрецијација њене валуте појачали су нестабилност на међународном финансијском тржишту. Инвеститори широм света реаговали су на турбуленције на кинеским берзама, али и на вести о успоравању кинеске привреде због њеног ефекта на глобални раст и тражњу на тржиштима примарних производа. Поред тога, неизвесност у међународном окружењу изазвале су и геополитичке тензије, пре свега на Блиском истоку.

На растућу неизвесност водеће централне банке су реаговале новим мерама и најавом да ће водити стимулативнију монетарну политику него што се очекивало. Наиме, поновни пад цена нафте и других примарних производа крајем прошле и почетком ове године утицао је на ревизије њиховог кретања наниже за наредни период и повећао изгледе да ће глобална инфлација још неко време бити изузетно ниска. Очењено је да би све извесније успоравање раста појединих земаља у успону могло имати негативне ефекте на глобалну тражњу и привредни раст. Како би

подржала повратак инфлације ка циљу, као и економски опоравак зоне евра, ЕЦБ је у јануару најавила могућност увођења нових експанзивних мера у марту, иако је монетарну политику додатно ублажила у децембру прошле године. ФЕД је најавио спорију динамику повећања референтне каматне стопе од претходно очекиване, што је донекле умирило финансијска и робна тржишта. Очекивало се да се то позитивно одрази на ликвидност на међународном финансијском тржишту и токове капитала према земљама у успону, а тиме и Србији. Такође, стимулативне мере економске политике које је предузела Кина умањиле су ризик од наглог успоравања њеног, а тиме и глобалног раста.

Због таквих околности у међународном окружењу, као и ниских инфлаторних притисака по основу већине домаћих фактора, који се очекују и у наредном периоду, Извршни одбор је донео одлуку о **смањењу референтне каматне стопе у фебруару за 25 б.п., на 4,25%**. На ниске инфлаторне притиске указивала су и додатно снижена инфлациона очекивања тржишних учесника. Инфлациона очекивања финансијског сектора и привреде и даље су била испод централне вредности циља за инфлацију од 4,0%, не само за једну већ и за две године унапред. Ниским инфлаторним притисцима доприносиле су и рестриктивна фискална политика, релативна стабилност динара, као и још увек ниска агрегатна тражња. Поред смањења референтне стопе, Извршни одбор је у фебруару одлучио да сузи коридор каматних стопа за 0,25 п.п. – са  $\pm 2,0$  п.п. на  $\pm 1,75$  п.п. у односу на референтну каматну стопу. То би требало да допринесе јачању трансмисионог механизма монетарне политике преко канала каматне стопе.

**Извршни одбор у наредним месецима током ПИ није мењао висину референтне каматне стопе.** Задржавање референтне каматне стопе било је, пре свега, опредељено дешавањима у међународном окружењу, као и оценом да постојећи степен експанзивности монетарне политике обезбеђује ниску и стабилну инфлацију у средњем року, уз постепен опоравак економске активности. Неизвесност је

<sup>3</sup> Почев од септембра 2015, па у наредних шест месеци, стопе девизне обавезне резерве смањиване су за по 1 п.п., чиме је Народна банка Србије и тим инструментом дала подршку опоравку кредитне, а тиме и економске активности. Стопе динарске обавезне резерве су остале непромењене (5,0% на изворе до две године и 0% на изворе дужих рочности), тако да су банке и даље стимулисане да користе динарске изворе финансирања.

посебно била изражена у погледу кретања цена нафте и примарних пољопривредних производа, као и по основу различитих оцена о динамици повећања референтне каматне стопе ФЕД-а, што се одражавало на токове капитала у готово свим земљама у успону, па и Србији.

Ублажавању екстерних ризика доприносила је експанзивна монетарна политика ЕЦБ-а, која је у марту допуњена новим мерама, поред осталог, смањењем референтне каматне стопе на нулу и повећањем месечног нивоа куповине aktive са 60,0 млрд евра на 80,0 млрд евра. У Србији је даље спровођење мера фискалне консолидације и структурних реформи, као и смањење спољне неравнотеже, доприносило већој отпорности домаће привреде на екстерне потресе. Макроекономске перформансе и надмашивање фискалних циљева позитивно су оценили и представници ММФ-а током јунске мисије, као и рејтинг агенције. Тако је агенција *Fitch* у јуну повећала кредитни рејтинг Србије, истичући као разлоге за побољшање рејтинга политичку стабилност, успешну фискалну консолидацију, стабилност банкарског сектора и спровођење реформи.

## 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**.

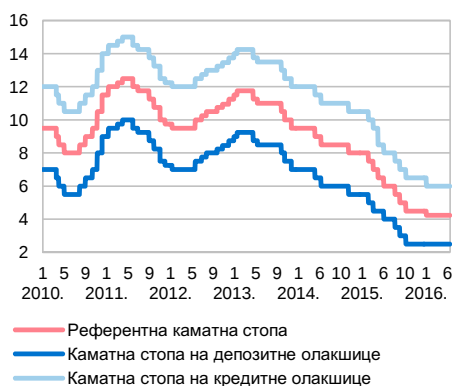
### Операције на отвореном тржишту

Главне операције на отвореном тржишту Народне банке Србије и током П1 биле су **једнонедељне реверзне репо трансакције**, тј. репо трансакције продаје ХоВ којима Народна банка Србије повлачи ликвидност.

Репо трансакције продаје хартија Народна банка Србије је спроводила својим ХоВ. За потребе репо продаје у 2016. 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 26 аукција репо продаје ХоВ. Аукције су организоване једном недељно **по моделу варијабилне вишеструке каматне стопе**. Просечно стање ХоВ Народне банке Србије у портфељу банака током П1 је износило 33,6 млрд динара. Стање тих ХоВ је крајем јуна износило 28,2

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



Извор: НБС.

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



Извор: НБС.

млрд динара, што је за 2,4 млрд динара ниже него крајем 2015. године.

### 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 је износило 38,6 млрд динара, или за 7,3 млрд динара мање у односу на претходну годину. Посматрано по месецима, највеће просечно месечно стање депонованих средстава забележено је у јануару (57,3 млрд динара), а најмање у јуну (18,5 млрд динара).

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

У посматраном периоду банке су користиле **кредитне олакшице само као унутардневне кредите**, у укупном износу од 9,9 млрд динара, од чега је највише коришћено у мају (5,0 млрд динара). Преконоћни кредит банке нису користиле.

Народна банка Србије је у фебруару 2016. изменила Одлуку о каматним стопама које Народна банка Србије примењује у поступку спровођења монетарне политике. Та мера, по оцени Извршног одбора, допринеће јачању трансмисионог механизма монетарне политике кроз канал каматних стопа.

Изменом Одлуке прописано је да Народна банка Србије наплаћује камату на износ преконоћног кредита за одржавање дневне ликвидности банака на основу залогe ХоВ – по каматној стопи у висини референтне каматне стопе увећане за 1,75 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 1,75 п.п. На тај начин је Народна банка Србије сузила ширину коридора каматних стопа **са  $\pm 2,0$  п.п. на  $\pm 1,75$  п.п. у односу на референтну каматну стопу.**

### Обавезна резерва

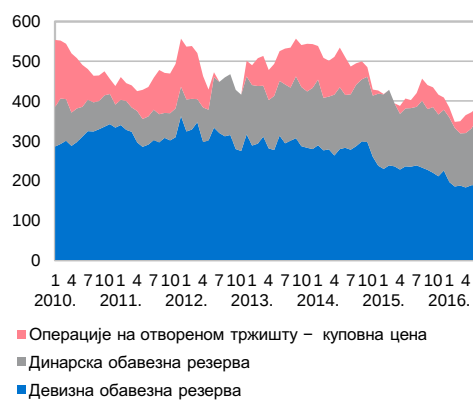
Одлука о обавезној резерви банака код Народне банке Србије током П1 није мењана.

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

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

У посматраном периоду, као последица поменуте измене Одлуке из септембра 2015, обрачуната обавезна резерва која се издваја у динарима, и поред повећања динарске основнице, смањена је за 6,3 млрд динара и у јуну је износила 139,0 млрд динара (због

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



Извор: НБС.

смањења општих стопа обавезне девизне резерве смањен је део резерве који се издваја у динарима<sup>4</sup>). Обрачуната обавезна резерва која се издваја у девизама такође је смањена за 132,9 млн евра и у јуну је износила 1.494,1 млн евра.

И поред знатног повећања стопе обавезне резерве на динарске обавезе индексиране девизном клаузулом (измена Одлуке из децембра 2015), обрачуната обавезна резерва по овом основу није битније повећана (са 55,8 млн евра на 60,1 млн евра). Такво кретање последица је смањења поменутих обавеза са 111,6 млн евра на 60,1 млн евра.

## Операције на девизном тржишту

У складу с Програмом монетарне политике за 2016. годину, Народна банка Србије наставила је 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 депрецирао према еврџ за 1,4%. Народна банка Србије је на МДТ-у интервенисала нето продајом 820,0 млн евра, при чему је у девизним интервенцијама продала 870,0 млн евра и купила 50,0 млн евра. Девизне интервенције су реализоване искључиво по тржишним условима, прихватањем курсева које су нудиле банке (улога *price taker*-а).

Посматрано по тромесечјима, динар је у Т1 номинално депрецирао према еврџ за 1,1%. Народна банка Србије је у том периоду интервенисала продајом 575,0 млн евра и куповином 10,0 млн евра. Депрецијацијски притисци, услед појачане тражње домаћих предузећа – увозника енергената за девизама, ове године били су изазвани и турбуленцијама на светским финансијским тржиштима (пре свега на берзама у Азији). То је додатно појачало и тражњу нерезидената за девизама. Потреба банака за куповином девиза, како би смањиле изложеност девизних позиција девизном ризику у условима знатног смањења нето индексиране имовине, такође је изазвала депрецијацијске притиске у току прва два

месеца ове године. Након слабљења у јануару и фебруару, динар је у марту номинално ојачао према еврџ за 0,5%. Благовремене и ефикасне интервенције Народне банке Србије продајом девиза на МДТ-у (175 млн евра) допринеле су томе да кретање динара у овом месецу буде релативно стабилно, и поред изражених депрецијацијских притисака које су проузроковали и резиденти и нерезиденти.

Динар је у Т2 номинално депрецирао у односу на еврџ за 0,3%. Ради ублажавања прекомерних краткорочних осцилација девизног курса, Народна банка Србије је интервенисала на МДТ-у нето продајом 255,0 млн евра (куповина 40,0 млн евра и продаја 295,0 млн евра).

Депрецијацијски притисци током Т2 у највећој мери били су и даље последица појачане неизвесности на светским финансијским тржиштима и самим тим појачане тражње нерезидената за девизама, која је била праћена изласком страних инвеститора из динарских ХоВ РС путем продаје на секундарном тржишту. Међутим, прилив СДИ, добри извозни резултати, повећан откуп ефикасног страног новца од физичких лица, повећање нето имовине индексиране валутном клаузулом и с тим повезана продаја девиза од стране банака ради смањивања изложености девизном ризику, као и ефикасне интервенције Народне банке Србије, утицали су на то да кретање на девизном тржишту у овом периоду буду релативно стабилна. Турбулентна дешавања на светским тржиштима крајем месеца, након објављених резултата референдума у Великој Британији о изласку из ЕУ, осетила су се и на домаћем девизном тржишту. Међутим, Народна банка Србије је благовременом реакцијом (продаја 40,0 млн евра) смирила панику и очувала стабилност девизног тржишта.

## Девизни своп

Народна банка Србије је у 2016. 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 организују се једном

<sup>4</sup> У динарима се издваја 38,0% девизне обавезне резерве обрачунате на обавезе са уговореном рочношћу до две године, односно 30,0% девизне обавезне резерве обрачунате на обавезе са уговореном рочношћу преко две године.

недељно, по тржишним условима и, почев од априла, без унапред одређеног износа девиза који ће бити продат, односно купљен на аукцији. Двонедељне своп аукције, као додатна мера подршке у управљању ликвидношћу банкарског система, организују се, такође, једном недељно, по тржишним условима и без претходног ограничавања у погледу износа који ће Народна банка Србије своп продати, односно купити.

У П1 Народна банка Србије је организовала 48 тромесечних и 48 двонедељних своп аукција. На тромесечним аукцијама је своп продала и своп купила по 64,0 млн евра, док су на двонедељним аукцијама своп продаја и своп куповина девиза износили по 163,0 млн евра. На крају П1 стање девизних потраживања и стање девизних обавеза Народне банке Србије по основу тромесечних своп аукција износило је по 34,0 млн евра, а по основу двонедељних своп аукција по 6,0 млн евра.

### 3. Остварење циљане инфлације у периоду јануар–јун 2016. године

Инфлаторни притисци су у П1 ове године остали врло ниски, а м.г. инфлација је наставила да се креће испод доње границе дозвољеног одступања од циља ( $4 \pm 1,5\%$ ). Томе су допринели већина домаћих фактора, и

даље ниски трошковни притисци по основу цена нафте и примарних пољопривредних производа на светском тржишту, као и ниска инфлација у међународном окружењу (посебно у зони евра, која је наш главни спољнотрговински партнер). Док су инфлаторни притисци по основу домаћих фактора били очекивано слаби (захваљујући доследном спровођењу фискалне консолидације, обезбеђеној релативној стабилности девизног курса и усидреним инфлационим очекивањима), неочекивано ниски су били по основу пада цена нафте и примарних пољопривредних производа на светском тржишту. Притом, услед ниске прошлогодишње базе, м.г. инфлација је у јануару повећана на 2,4% и приближила се доњој граници дозвољеног одступања од циља, да би се од фебруара поново успорила и у јуну је износила 0,3%.

Иако се цена нафте на светском тржишту од почетка године опоравила, она је и даље релативно ниска и на крају јуна кретала се испод 50 долара по барелу. У складу с тим, негативан допринос м.г. инфлацији у периоду јануар–јун 2016. дале су цене нафтних деривата. Оне су у јуну текуће године биле за око 7% ниже него у јуну 2015. У истом смеру су деловале и цене непрерађене хране (пре свега воћа и поврћа), док је позитиван допринос м.г. инфлацији долазио од цена прерађене хране, непрехрамбених производа и услуга и регулисаних цена.

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



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



Раст регулисаних цена успорен је са 6,0% м.г. у јануару на 4,4% м.г. у јуну, али је њихов допринос м.г. инфлацији остао релативно висок (у јуну је износио 0,8 п.п.). Међутим, то није била последица овогодишњег повећања регулисаних цена, већ прошлогодишњих поскупљења електричне енергије и цигарета, која у обрачуна м.г. инфлације остају 12 месеци. Штавише, у П1 је појефтинио природни гас за домаћинства (16,1%), што је утицало на снижење инфлације.

У свим месецима у П1, изузев у јануару, м.г. базна инфлација<sup>5</sup> (тј. део инфлације на који мере монетарне политике највише утичу) била је виша од укупне инфлације. Међутим, она је такође наставила кретање испод доње границе дозвољеног одступања од циља, започето у августу 2014. године, и у јуну је износила 1,5% м.г. Такво кретање базне инфлације потврђује да је део дезинфлаторних притисака трајнијег карактера.

Потрошачке цене су у П1 порасле 0,9%. Посматрано по главним компонентама инфлације, највећи позитиван допринос том расту потиче од цена непрерађене хране (0,5 п.п.), док је допринос цена прерађене хране, услуга и индустријских производа био врло низак (по 0,1 п.п.), а цена енергије неутралан (0,0 п.п.). Притом, на кретање инфлације по тромесечјима у знатној мери су утицали сезонски фактори. Тако је раст цена у Т1 (0,4%) у највећој мери

био последица сезонског поскупљења воћа и поврћа, а у Т2 (0,5%) туристичких пакет-аранжмана и нафтних деривата.

Према пројекцији Народне банке Србије, м.г. инфлација ће се вратити у границе циља у П1 2017. године. Након тога требало би да настави да се креће у оквиру граница циља до краја периода пројекције (јун 2018). На такво кретање инфлације утицаће пре свега ниска база код цена нафтних деривата, постепено раст агрегатне тражње у Србији и инфлације у међународном окружењу, док ће је ниски трошкови сировина у производњи хране, као резултат добре пољопривредне сезоне и даљег појефтинјења примарних пољопривредних производа, још неко време успоравати.

**Табела II.3.1. Раст и доприноси компоненти расту потрошачких цена у П1 2016.**

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

Извор: РЗС и прерачун НБС.

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



### III. Макроекономски услови спровођења монетарне политике

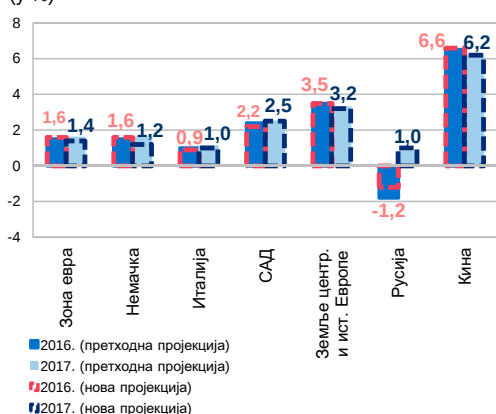
#### 1. Међународно окружење

**Економска активност у зони евра** је у Т1 убрзала раст на 0,5% дсз., вођена у већој мери домаћом тражњом, пре свега потрошњом домаћинства. На то је утицао раст расположивог дохотка домаћинства, коме је погодовао наставак побољшања ситуације на тржишту рада, као и још увек ниска цена нафте и ниска инфлација. Поред тога, позитиван допринос дале су и инвестиције, које су расле подстакнуте очекивањима о повећању тражње, повољнијим условима финансирања и већом профитабилношћу компанија у претходном периоду. С друге стране, допринос нето извоза у Т1 је био негативан због споријег раста главних спољнотрговинских партнера. Током Т2 раст БДП-а зоне евра је успорен и, према прелиминарној пројекцији *Eurostat*-а, износи 0,3% дсз.

Посматрано по земљама, раст БДП-а је на почетку године био широко распрострањен међу највећим привредама. Висок раст БДП-а у Т1 (0,7% дсз.) забележен је у Немачкој, где је, поред потрошње домаћинства, значајан допринос потекао и од државне потрошње. Иста стопа раста БДП-а забележена је и у Француској (0,7% дсз.), у којој су се, поред раније наведених позитивних фактора, на домаћу тражњу повољно одразиле и пореске олакшице дате компанијама. Висок раст БДП-а регистрован је и у Шпанији (0,8% дсз.), на шта је утицала већа запосленост и раст потрошачког поверења, док је убрзање раста вођено домаћом тражњом забележено и у Италији (0,3% дсз.).

Након снажног старта у Т1, изгледи раста БДП-а зоне евра за 2016. ревидирани су навише на 1,6%. Очекује

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



Извор: ММФ WEO (април 2016.) и ММФ WEO Update (јул 2016.).

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

|            | Consensus Forecast<br>јул 2016. |       | ММФ<br>април 2016. |       |
|------------|---------------------------------|-------|--------------------|-------|
|            | 2016.                           | 2017. | 2016.              | 2017. |
| Пољска     | 3,3                             | 3,3   | 3,6                | 3,6   |
| Чешка      | 2,4                             | 2,5   | 2,5                | 2,4   |
| Мађарска   | 1,9                             | 2,6   | 2,3                | 2,5   |
| Албанија   | 3,2                             | 3,6   | 3,4                | 3,8   |
| Бугарска   | 2,6                             | 2,8   | 2,3                | 2,3   |
| БиХ        | 3,1                             | 3,2   | 3,0                | 3,2   |
| Македонија | 3,3                             | 3,5   | 3,6                | 3,6   |
| Црна Гора  | –                               | –     | 4,7                | 2,5   |
| Румунија   | 4,2                             | 3,3   | 4,2                | 3,6   |
| Словенија  | 2,1                             | 2,2   | 1,9                | 2,0   |
| Хрватска   | 1,8                             | 1,9   | 1,9                | 2,1   |

Извор: Consensus Forecast и ММФ.

се да ће он и даље бити вођен домаћом тражњом, док ће спорији раст земаља у успону успоравати опоравак екстерне тражње. Ризик наниже по раст зоне евра представља и одлука Велике Британије да напусти ЕУ. Комплексан и дуготрајан процес напуштања ЕУ могао би да одложи одређене инвестиционе пројекте и проузрокује пад потрошачког поверења и тако негативно утиче на раст БДП-а у наредним годинама.

Инфлација у зони евра је и током ПП била изузетно ниска, пре свега због пада цена енергената. Она се у јуну, након пет месеци, вратила у позитивну зону (0,1% мг.). Притом, базна инфлација, која искључује најволатилније компоненте, цене хране и енергије, била је виша и, као и у мају, износила је 0,8%. Највише повећање у јуну међу компонентама индекса цена (1,1% мг.) забележено је у услужном сектору, који је највећи сектор у привреди зоне евра. На основу нафтних фјучерса, ЕЦБ очекује да ће стопе инфлације остати ниске и у неколико наредних месеци, а да би затим требало да започну раст, великим делом услед базног ефекта цена енергената. Постепен раст инфлације требало би да се настави у 2017. и 2018. години захваљујући експанзивној монетарној политици и очекиваном економском опоравку.

За разлику од зоне евра, **БДП у САД** је, након нешто слабијег старта у Т1 (0,2% дсз.), благо убрзао раст у Т2 (0,3% дсз.). Највећи подстицај расту у оба тромесечја потекао је од потрошње домаћинстава, која је повећана захваљујући наставку раста реалног расположивог дохотка подстакнутог растом запослености, зарада и цена некретнина. С друге стране, инвестиције су у оба тромесечја негативно допринеле кретању БДП-а, на шта је утицало смањење залиха, као и нижа инвестициона активност у капитално интензивним секторима (експлоатацији и преради нафте и гаса). Допринос нето извоза, који је у Т1 био неутралан, у Т2 је био позитиван, у највећој мери услед опоравка робног извоза.

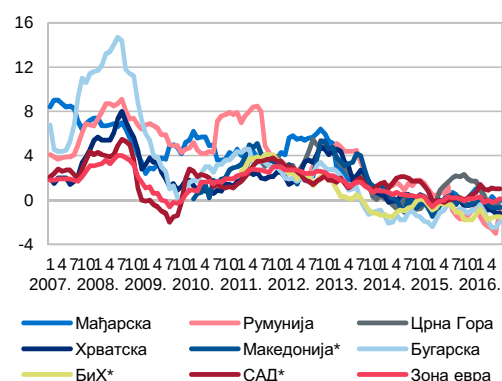
Подржана привредним растом, инфлација је у САД била на вишем нивоу током П1 него у претходном периоду. Након 1,4% у јануару, мг. инфлација се у наредних пет месеци кретала око 1,0%, што је испод десетогодишњег просека од 1,7%. Притом, базна инфлација (искључујући храну и енергију), која је на крају П1 износила 2,3% мг., изнад је десетогодишњег просека од 1,9%, а произвођачке цене су у јуну забележиле највеће повећање од почетка ове године

због раста цена енергије и услуга. Инфлација у САД је испод циља од 2012. године, али се очекује њен постепен раст, који би, заједно с јачањем америчке привреде, требало да води нормализацији монетарне политике у наредном периоду.

**Економска активност** у земљама централне и источне Европе је током ПП наставила раст, захваљујући првенствено приватној потрошњи, којој су погодвали смањење незапослености, нижи трошкови кредитирања и ниска инфлација. Инвестициона потрошња је успорила раст због смањеног пласмана средстава из фондова ЕУ, као и суздржаности инвеститора уочи референдума у Великој Британији о напуштању ЕУ. Највиша стопа раста у региону забележена је у Румунији, где су додатни подстрек расту дале и експанзивне мере фискалне политике. Бржи раст на почетку године регистрован је и у већини земаља југоисточне Европе, на које се прелио позитиван ефекат убрзања раста у зони евра. До побољшања економских кретања дошло је и у **Русији**, уз успоравање мп. пада БДП-а са 3,7% у 2015. на 0,9% у ПП 2016, на шта је првенствено утицао опоравак цене сирове нафте од почетка године.

У готово свим земљама централне и источне Европе постоје дефлаторни притисци и ниска инфлација. Негативне стопе инфлације биле су најизраженије у Румунији, Бугарској, Босни и Херцеговини и Хрватској. Дефлацији у Румунији допринело је

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



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

смањење стопе ПДВ-а од почетка ове године. Инфлација је од марта прешла у негативну зону и у Македонији и Црној Гори, док је у Мађарској осцилирала око нуле. С друге стране, Турска и Русија, због депрецијације националних валута, имале су релативно високе стопе инфлације.

Због слабијих изгледа за глобални привредни раст и ниских инфлаторних притисака, монетарне политике водећих централних банака биле су у П1 експанзивније него што се претходно очекивало. Експанзивнију монетарну политику ЕЦБ је водила како би подстакла раст привредне активности и инфлације. Бројне конвенционалне и неконвенционалне мере монетарне политике, које спроводи од јуна 2014, ЕЦБ је у марту 2016. допунила новим – референтна каматна стопа смањена је за 5,0 б.п., на 0,0%, а смањене су и стопе на кредитне и депозитне олакшице. Поред тога, повећан је месечни ниво куповине aktive са 60,0 млрд евра на 80,0 млрд евра. У откуп су, поред државних, укључене и корпоративне обвезнице небанкарског сектора. Ради додатног подстицаја банкама да кредитирају привреду, уведен је и нови *TLTRO II* програм рочности од четири године, чије је спровођење почело од јуна 2016. ЕЦБ је истакла да ће овај пакет мера додатно ублажити финансијске услове, стимулисати нову кредитну активност и тиме подстаћи привредни раст и повратак инфлације на циљ.

Након што је у децембру повећао референтну каматну стопу, ФЕД од почетка ове године није мењао монетарну политику. Ипак, пажња тржишних учесника је током целог П1 била усмерена на састанке ФЕД-а и његове оцене актуелних економских кретања у настојању да се што боље перципира вероватно кретање референтне стопе у наредном периоду. С обзиром на кретања на међународном финансијском тржишту, спорији глобални опоравак и неизвесност у погледу раста инфлације, ФЕД је истицао да је неопходна опрезност у даљој нормализацији монетарне политике. Референтну каматну стопу није повећао ни у јуну, не само због дешавања у међународном окружењу већ и због слабијих мајских података о кретањима у америчкој привреди, пре свега о отварању нових радних места.

Поред Народне банке Србије, за ублажавање монетарне политике током П1 одлучило се још неколико централних банака земаља централне и источне Европе. Због дезинфлаторних притисака и

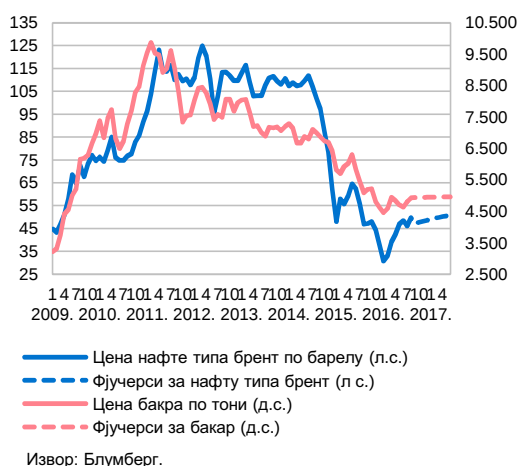
инфлације која је дуже време испод циља, централна банка Мађарске је у марту, априлу и мају смањила референтну каматну стопу за по 15 б.п., на 0,90%. Референтну стопу у априлу и мају смањивала је и централна банка Албаније за по 25 б.п., на 1,25%. Турска централна банка је у јуну, пети месец заредом, смањила стопу на кредитне олакшице на 8,75%, док су референтна стопа и стопа на депозитне олакшице задржане на непромењеном нивоу (7,50% и 7,25%, респективно). Први пут за последњу годину дана, референтну каматну стопу у јуну је смањила и централна банка Русије за 50 б.п., на 10,5%, захваљујући слабљењу инфлаторних притисака.

**Финансијска и робна тржишта** карактерисала је израженија нестабилност почетком П1 због лошијих изгледа за глобални привредни раст, али и почетка нормализације монетарне политике ФЕД-а, што је подстакло инвеститоре да усмеравају свој портфолио ка традиционалним сигурним уточиштима. Након тога, с побољшањем тржишног сентимента услед нових експанзивних мера ЕЦБ-а и централне банке Јапана, као и очекиване спорије нормализације монетарне политике ФЕД-а, тензије су донекле смањене. Како се јун приближавао, неизвесност на тржиштима је поново расла услед референдума у Великој Британији о изласку из ЕУ. Најављена спремност водећих централних банака да обезбеде ликвидност, уколико то буде потребно, помогла је да се превазиђе шок на тржиштима изазван Брезитом.

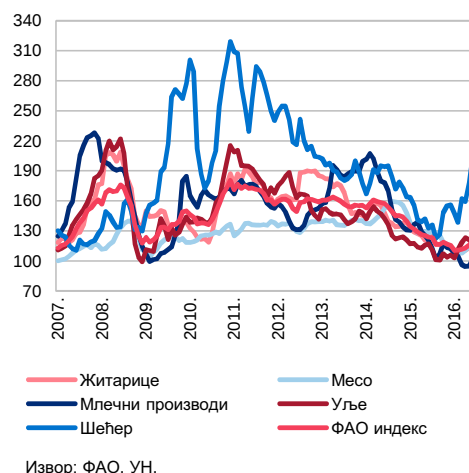
Графикон III.1.3. Кретање курсева одређених националних валута према долару\* (дневни подаци, 31. 12. 2013 = 100)



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



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



Таква кретања одразила су се на **цену злата**, као и на **валутна тржишта**. Цена злата је расла пре свега у јануару и јуну, у складу с померањем инвеститора ка сигурној активи, и у П1 је повећана за 24,6% у односу на крај 2015. године. Након знатног повећања, вредност долара у односу на друге светске валуте је смањена, а депрецијација током фебруара и марта била је највећа двомесечна депрецијација долара од 2011. године. С друге стране, упркос новим експанзивним мерама монетарне политике ЕЦБ-а, евро је од почетка године до краја априла ојачао према долару за 3,6%. Током маја и јуна слабио је у односу на долар у великој мери услед неизвесности изазване референдумом у Великој Британији о изласку из ЕУ, али је П1 завршио јачи у односу на долар за 1,9%.

**Светска цена нафте** је у П1 повећана за 35,4%, пре свега због смањења понуде и у извесној мери повећања тражње, а на то кретање утицало је и слабљење долара. Након што се средином јануара спустила на 26,4 долара по барелу, цена нафте на светском тржишту је почела да расте и у мају је достигла 50 долара по барелу, први пут од новембра 2015. Током јуна цена нафте била је релативно стабилна (кретала се у распону од 46 до 51 долар за барел), али је након Брегзита, само за неколико дана пала за преко 7%. Упркос томе, цена нафте и даље је била релативно ниска – у просеку је током П1 износила 40,3 долара за барел, док је у 2015. у просеку износила 52 долара за барел, а у 2014. години 98,9 долара за барел.

Ни **цена бакра** се није знатније опоравила у П1. Иако је после пада у јануару бележила раст, а у марту и

априлу прелазила 5.000 долара по тони, цена бакра је након тога смањена, тако да је П1 завршила са скромним растом од 2,7% у односу на крај прошле године. У просеку је током П1 износила 4.700 долара по тони, што је за 14,4% мање у односу на просечну цену у 2015. години. Знатнији опоравак цене овог метала, који има широку употребу – од аутомобилске индустрије до преноса електричне енергије, очекује се паралелно са знатнијим опоравком привредне активности на глобалном нивоу.

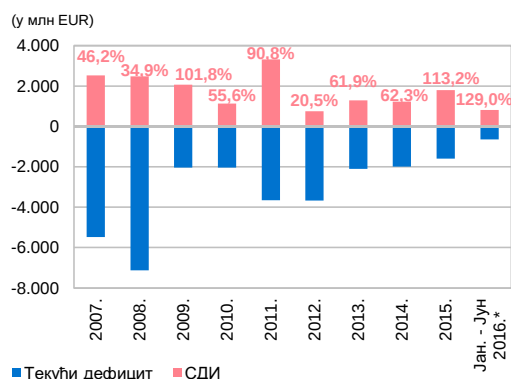
Након пада у јануару, **светске цене хране** су постепено расле до краја П1. Мерене ФАО индексом, цене хране су током П1 реално повећане за 5,0%. Притом, јунско повећање од 4,2% било је највеће месечно повећање у последње четири године. Поскупеле су све врсте хране, осим млечних производа, чије су цене биле реално ниже за 9,1% него на крају прошле године. Највише су поскупели шећер (30,9%) и уље (12,9%), а умереније и месо (4,0%) и житарице (2,0%). Ипак, у односу на исти период прошле године, цене хране су на крају П1 биле реално ниже за 2,4%.

## 2. Међународне трансакције

### Платнобилансна кретања и девизне резерве

Побољшање екстерне позиције Србије настављено је и током П1 захваљујући пре свега спровођењу фискалне консолидације и структурних реформи, паду цене нафте на светском тржишту и постепеном опоравку екстерне тражње. Дефицит текућег рачуна

Графикон III.2.1. Покривеност текућег дефицита СДИ (у %)



Извор: РЗС и НБС.

\* Прелиминарни подаци.

платног биланса био је нижи за 19,0% у поређењу са истим периодом 2015. године као резултат побољшања како на страни салда робе, тако и услуга. Притом, нето СДИ су биле више него довољне за његово покриће.

Смањење текућег дефицита на 639,6 млн евра (4,1% процењеног БДП-а) резултат је смањења спољнотрговинског дефицита за 21,8% мг., које је више него надоместило раст дефицита примарног дохотка од 17,7% мг. и смањење суфицита секундарног дохотка од 4,7% мг. Током П1 извоз робе наставио је да расте бржим темпом од увоза (11,8% мг. и 5,6% мг., респективно). Покривеност извоза увозом повећана је са 74,5% у П1 2015. на 78,9% у П1 2016. На нижи дефицит текућег рачуна одразили су се и односи размене, тј. мањи пад извозних цена у односу на увозне цене.

Највећи допринос расту извоза потиче од извоза електричне опреме, моторних возила и приколица, хемикалија и хемијских производа, дуванских производа, као и производа од гуме и пластике. Не мање важна је и чињеница да су се и производна основа и одредишта извоза проширили, што има позитиван утицај на извоз Србије, који је сад у већој мери производно и тржишно диверсификован. И током П1 раст извоза забележило је 19 од 23 области прерађивачке индустрије. Када су у питању наша извозна тржишта, поред земаља ЕУ, традиционално најважнијих трговинских партнера, раст извоза забележен је и у остале европске, али и азијске земље. Иако се извоз аутомобила компаније „Фијат“ смањио (што се и очекивало у овој фази животног циклуса

Табела III.2.1. Платни биланс Републике Србије<sup>1)</sup> (у млн EUR)

|                                                          | П1<br>2015. | П1<br>2016. |
|----------------------------------------------------------|-------------|-------------|
| <b>I. ТЕКУЋИ РАЧУН</b>                                   | -789,7      | -639,6      |
| <b>1. Салдо робе размене</b>                             | -1.918,5    | -1.674,4    |
| 1.1. Извоз                                               | 5.598,5     | 6.261,4     |
| 1.2. Увоз                                                | 7.517,0     | 7.935,8     |
| <b>2. Салдо услуге</b>                                   | 250,5       | 369,7       |
| 2.1. Извоз                                               | 1.931,2     | 2.060,3     |
| 2.2. Увоз                                                | 1.680,7     | 1.690,6     |
| <b>3. Салдо робе и услуга</b>                            | -1.668,0    | -1.304,7    |
| 3.1. Извоз робе и услуга                                 | 7.529,7     | 8.321,7     |
| 3.2. Увоз робе и услуга                                  | 9.197,7     | 9.626,4     |
| <b>4. Примарни доходак</b>                               | -764,7      | -900,0      |
| 4.1. Приходи                                             | 347,6       | 326,2       |
| 4.2. Расходи                                             | 1.112,3     | 1.226,2     |
| од тога: камате                                          | 528,7       | 562,8       |
| <b>5. Секундарни доходак</b>                             | 1.643,0     | 1.565,1     |
| 5.1. Приходи                                             | 1.848,6     | 1.781,9     |
| 5.2. Расходи                                             | 205,6       | 216,8       |
| <b>II. КАПИТАЛНИ РАЧУН</b>                               | 3,7         | 0,9         |
| <b>III. ФИНАНСИЈСКИ РАЧУН<br/>(без девизних резерви)</b> | -645,2      | 796,5       |
| <b>1. Директне инвестиције – нето</b>                    | -779,8      | -825,2      |
| 1.1. Актива (потраживања)                                | 151,3       | 129,7       |
| 1.2. Пасива (обавезе)                                    | 931,1       | 954,9       |
| <b>2. Портфолио инвестиције – нето</b>                   | -132,7      | 694,0       |
| 2.1. Актива (потраживања)                                | 80,6        | 54,0        |
| 2.2. Пасива (обавезе)                                    | 213,3       | -640,0      |
| <b>3. Финансијски деривати – нето</b>                    | 5,9         | 1,9         |
| 3.1. Актива (потраживања)                                | 5,9         | 1,9         |
| 3.1. Пасива (обавезе)                                    | 0,0         | 0,0         |
| <b>4. Остале инвестиције – нето</b>                      | 261,4       | 925,8       |
| 4.1. Трговински кредити                                  | -68,1       | 31,3        |
| 4.1.1. Актива (потраживања)                              | 347,5       | 705,5       |
| 4.1.2. Пасива (обавезе)                                  | 415,6       | 674,2       |
| 4.2. Финансијски кредити                                 | 181,4       | 556,1       |
| 4.2.1. Актива (потраживања)                              | 15,2        | -1,5        |
| 4.2.1.1. Дугорочни                                       | 5,6         | -0,5        |
| 4.2.1.2. Краткорочни                                     | 9,6         | -1,0        |
| 4.2.2. Пасива (обавезе)                                  | -166,2      | -557,6      |
| 4.2.2.1. Дугорочни                                       | -247,8      | -591,6      |
| 4.2.2.2. Краткорочни                                     | 81,6        | 34,0        |
| 4.3. Готов новац и депозити – нето                       | 148,1       | 338,4       |
| 4.3.1. Актива (потраживања)                              | 97,6        | 259,7       |
| 4.3.2. Пасива (обавезе)                                  | -50,5       | -78,7       |
| <b>IV. Средства резерви</b>                              | 79,6        | -1.152,8    |
| <b>V. ГРЕШКЕ И ПРОПУСТИ</b>                              | 220,4       | 282,4       |
| <b>VI. УКУПНИ БИЛАНС</b>                                 | -79,6       | 1.152,8     |

Извор: РЗС и НБС.

Напомена: Прелиминарни подаци.

<sup>1)</sup> По ВРМ6 методологији.

аутомобила), произвођачи ауто-компоненти у целини су остварили раст извоза.

Суфицит услуга је наставио да даје позитиван допринос билансу текућег рачуна и био је за 47,6% већи него у П1 2015. Највећи допринос суфициту услуга током П1 2016. потиче од компјутерских

услуга, туризма, транспорта и осталих пословних услуга.

На раст дефицита примарног дохотка утицали су претежно већи расходи од директних инвестиција (10,6% мп.) и портфолио инвестиција (12,7% мп.). Смањење суфицита секундарног дохотка примарно је резултат нижих нето прилива од дознака за 5,3% мп. Међутим, због позитивних спољнотрговинских кретања, покривеност дефицита на рачуну добара и услуга и примарног дохотка секундарним дохотком се побољшала и износи 71,0% (67,5% у П1 претходне године).

Нето прилив СДИ у П1 2016. достигао је износ од 825,2 млн евра и био је за 5,8% већи у односу на П1 2015. Такође, нето прилив СДИ био је више него довољан за покриће дефицита текућег рачуна, са стопом покривености од 129,0%. Највећи део СДИ у Србију био је у прерађивачкој индустрији (32,9%), финансијском сектору (23,4%) и грађевинарству (9,9%), а потицао је првенствено из земаља ЕУ (78,5%), а затим из Хонгконга (7,4%), Русије (3,2%), Уједињених Арапских Емирата (2,9%) и Кине (2,1%). У П1 2016. је код портфолио инвестиција забележен нето одлив од 694,0 млн евра, као последица повлачења нерезидената из државних ХоВ на домаћем

тржишту, које је проузроковано реакцијом инвеститора на политику ФЕД-а, што је забележено и код других привреда у успону. Смањење пласмана нерезидената у државне ХоВ на домаћем тржишту резултат је и успешно спроведене фискалне консолидације, а тиме и мањих обима емисије ХоВ услед нижих финансијских потреба РС. Резиденти су смањили своје обавезе према иностранству по основу финансијских кредита за укупно 556,1 млн евра, при чему јавни сектор за 60,5 млн евра, а приватни сектор за 495,6 млн евра. Притом, држава се раздужила према иностранству за 41,5 млн евра, а Народна банка Србије за 19,0 млн евра (од тога је са 14,7 млн евра измирила своје обавезе према ММФ-у, док се остатак односи на остале дугорочне кредите). Банке су смањиле своје обавезе по основу финансијских кредита у иностранству за 296,9 млн евра, а предузећа за 198,7 млн евра. Своје депозите у иностранству банке су повећале за 259,7 млн евра, док су истовремено нерезиденти смањили своје депозите у банкама у Србији за 78,7 млн евра. По основу трговинских кредита резиденти су се нето раздужили 31,3 млн евра.

Кретања у текућем и финансијском рачуну довела су до смањења девизних резерви. Иако су девизне резерве, према методологији платног биланса,<sup>6</sup> биле ниже за 1.152,8 млн евра у односу на крај претходне године, оне су и даље на високом нивоу који обезбеђује сигурну заштиту од екстерних потреса. На крају јуна износиле су 9.291,2 млн евра, што обезбеђује покривеност увоза робе и услуга од око шест месеци и новчане масе М1 од 220%.

Истовремено, нето девизне резерве<sup>7</sup> износиле су на крају јуна 7.657,0 млн евра и биле су мање за 763,0 млн евра у односу на крај 2015. године. По програмском курсу, по коме се прати извршење програма закљученог с ММФ-ом, нето девизне резерве су на крају јуна износиле 6.616,0 млн евра. То значи да је, упркос снажним турбуленцијама из међународног окружења, Народна банка Србије успешно испунила критеријум о минималном износу нето девизних резерви који је утврђен с ММФ-ом.

У структури девизних резерви, на крају јуна највеће учешће имале су иностране ХоВ (63,4%), затим девизна средства на рачунима у иностранству

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



Извор: РЗС и НБС.

\* Прелиминарни подаци.

<sup>6</sup> Без валутних промена, промена тржишних вредности ХоВ и цене злата.

<sup>7</sup> Укупне резерве умањене за девизна средства банака по основу обавезне резерве и другим основима.

(20,5%), ефективни страни новац (7,7%), злато (7,6%) и SDR (0,8%). 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 РС деноминираних у еврима на домаћем финансијском тржишту у П1 је износио 928,3 млн евра. Прилив је остварен и по основу обављања привременог платног промета с Косовом и Метохијом<sup>8</sup> у износу од 188,7 млн евра, коришћења кредита за РС у износу од 114,3 млн евра и донација у износу од 57,1 млн евра. Захваљујући ефикасном управљању девизним резервама, Народна банка Србије је остварила девизни приход по основу пласмана у иностране ХоВ и камата на девизна средства у износу од 18,5 млн евра.

По основу интервенција Народне банке Србије на МДТ-у, током П1 забележен је одлив у нето износу од 830,0 млн евра.<sup>9</sup> Обавезе према иностраним кредиторима (на име главнице и камате) редовно су измириване у износу од 528,1 млн евра. Из девизних

резерви Народне банке Србије на име доспелих ХоВ РС деноминираних у еврима исплаћено је 558,5 млн евра. Банке су у посматраном периоду повукле девизну обавезну резерву у нето износу од 402,3 млн евра. За сервисирање старе девизне штедње исплаћено је 249,6 млн евра, а по основу измиривања обавеза према ММФ-у (главнице и камате) 14,8 млн евра на име стендбај аранжмана из 2009. године.

## Међународна инвестициона позиција земље

Међународна инвестициона позиција Србије као нето дужника повећана је током П1 2016. за 293,2 млн евра, на 34,9 млрд евра. Ипак, захваљујући повећању БДП-а током П1 ове године, њено учешће у БДП-у остало је непромењено у односу на крај претходне године и крајем П1 износило је 105,1%.

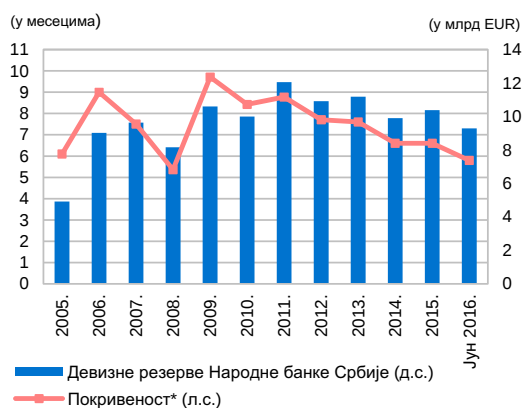
**Страна нето финансијска актива Србије** је на крају П1 2016. износила 19,5 млрд евра, што је за 69,1 млн евра више него на крају 2015. До повећања је, пре свега, дошло због промене цена финансијске активе (130,2 млн евра) и осталих промена (7,4 млн евра), док су валутне промене (65,1 млн евра) и извршене трансакције (3,4 млн евра) деловале у правцу њеног смањења.

У структури нето финансијске активе знатније су повећане остале инвестиције резидената у иностранство (за 970,2 млн евра), пре свега због повећања трговинских кредита и аванса (за 705,5 млн евра). Због тога је учешће осталих инвестиција у нето финансијској активи током П1 повећано за 4,9 п.п., на 36,7%. У мањој мери повећане су и директне и портфолио инвестиције резидената у иностранство, док су девизне резерве смањене.

**Страна нето финансијска пасива Србије** је у П1 2016. повећана за 362,3 млн евра, на 54,4 млрд евра. Повећање је резултат реализованих нето трансакција од 352,9 млн евра, али и осталих промена од 111,6 млн евра, док су валутне промене деловале на њено смањење за 102,2 млн евра.

Као и претходне године, пораст нето финансијске пасиве настао је пре свега по основу СДИ. Обавезе по основу СДИ повећане су у П1 2016. за 994,4 млн евра, на 27,5 млрд евра. Тиме су обавезе по том основу

Графикон III.2.3. Покривеност увоза девизним резервама



Извор: РЗС и НБС.

\* 12-месечни покретни просеци.

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

<sup>9</sup> 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.

прешле 50% укупне пасиве. Повећање се у највећој мери односи на улагања иностраних инвеститора у власнички капитал (609,2 млн евра), па је стање обавеза по основу тих улагања на крају П1 износило 20,9 млрд евра (или 38,4% укупне пасиве), а по основу дужничких инструмената 6,6 млрд евра (или 12,1% укупне пасиве).

Обавезе резидената, првенствено државе, смањене су по основу портфолио инвестиција за 714,2 млн евра, и то у највећој мери због самих трансакција (640,0 млн евра), а у мањој мери и међувалутних промена (52,4 млн евра) и осталих промена (21,8 млн евра). Стање ових инвестиција је на крају П1 износило 6,8 млрд евра, што представља 12,6% укупне пасиве у односу на 14,0% на крају прошле године.

Резиденти су по основу осталих инвестиција на крају П1 2016. имали обавезе према иностранству од 20,1 млрд евра, што је промена навише од свега 78,1 млн евра у односу на крај прошле године, па се учешће осталих инвестиција у укупној пасиви није битније променило (36,9%). Међутим, у структури осталих инвестиција десиле су се веће промене, које су се међусобно неутралисале: смањене су обавезе резидената по основу кредита (за 580,0 млн евра) и готовог новца и депозита (за 78,7 млн евра), а повећане обавезе по основу трговинских кредита и аванса (за 674,5 млн евра). Захваљујући раздуживању резидената по основу кредита из иностранства,

њихово учешће у укупној пасиви је смањено за 1,3 п.п., на 30,1%.

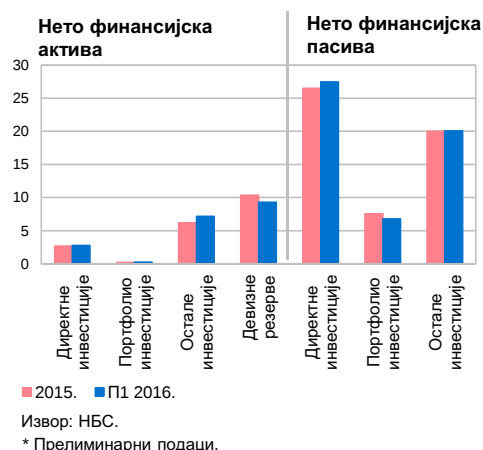
### 3. Кретања на финансијском тржишту

#### Каматне стопе

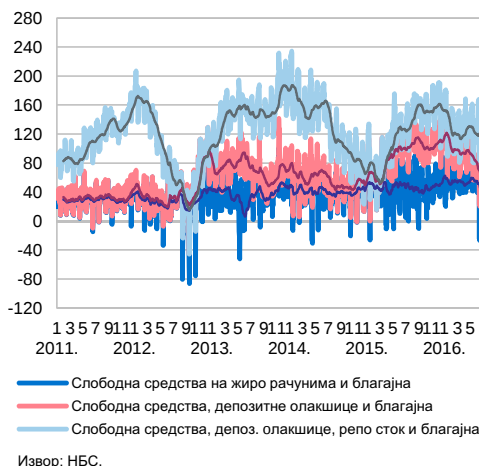
Након одлуке Извршног одбора у фебруару да смањи коридор каматних стопа у односу на референтну стопу са  $\pm 2,0$  п.п. на  $\pm 1,75$  п.п.,<sup>10</sup> распон између референтне каматне стопе и просечне репо стопе<sup>11</sup> почео је да се смањује. Просечна репо стопа повећана је током П1 за 0,5 п.п. и крајем јуна износила је 3,0%. При томе, ова стопа била је до пред крај маја готово изједначена са стопом на депозитне олакшице, да би се током јуна повећала због тога што је на аукцијама репо ХоВ у том периоду повлачен готово целокупни понуђени вишак динарске ликвидности банака.

У складу с постепеним смањењем вишкова динарске ликвидности банака, промет на међубанкарском преконоћном тржишту новца је растао до маја. У П1 он је у просеку износио 3,1 млрд динара, што је за 1,5 млрд динара више него у П2 2015. Ипак, каматна стопа *BEONIA* се до краја маја кретала близу стопе на депозитне олакшице. Надаље она бележи благ раст и у јуну је у просеку износила 2,7%, што је за 0,1 п.п. више у односу на њену просечну вредност из децембра 2015.

Графикон III.2.4. Међународна инвестициона позиција\*



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



<sup>10</sup> Овај коридор додатно је сужен у јулу, на  $\pm 1,5$  п.п.

<sup>11</sup> Стопа остварена на репо аукцијама пондерисана износом продатих ХоВ.

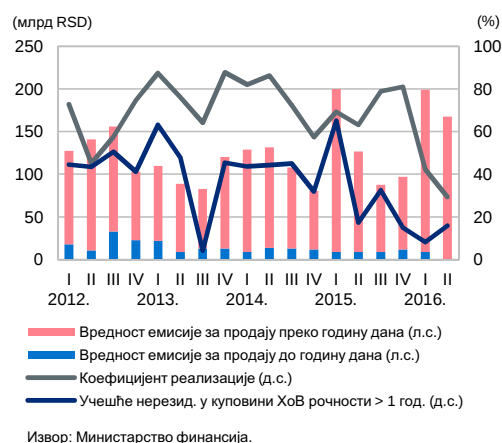
Каматне стопе *BELIBOR* наставиле су пад у првим месецима 2016, који је био нешто израженији за дуже рочности, чему је допринела и ниска очекивана инфлација. Током априла и маја ове стопе нису се мењале, да би у јуну благо порасле. Међутим, просечне вредности ових стопа и даље су биле ниже у односу на њихове просечне вредности из децембра 2015, а кретале су се у распону од 2,9% за најкраћу до 3,7% за рочност од шест месеци.

**Пад каматних стопа на динарске државне ХоВ настављен је у П1,** а држава се у јуну, захваљујући досадашњем ублажавању монетарне политике и знатном побољшању макроекономских показатеља, задуживала по двоструко нижим стопама него пре две године. Пад стопа је био израженији за дуже рочности – током П1 стопа на двогодишње ХоВ снижена је за 0,7 п.п., на 4,3%, а на трогодишње ХоВ за 1,2 п.п., на 5,4%. Држава се задуживала на рок краћи од годину дана само током Т1, и то по стопама од 2,8% за тромесечне и 3,3% на шестомесечне ХоВ. И на аукцији двогодишњих амортизационих обвезница с варијабилним купоном везаним за референтну каматну стопу фиксна маргина је додатно смањена (са 0,6 п.п. на 0,3 п.п.).

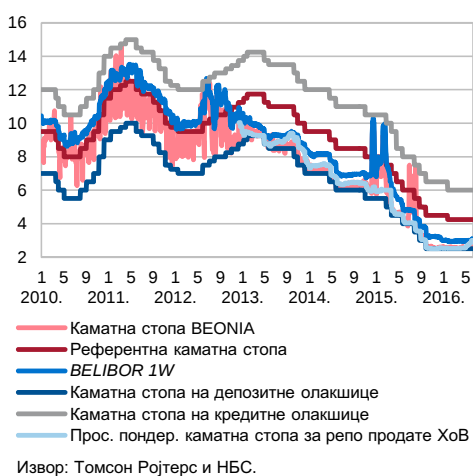
Страни инвеститори су, након почетка нормализације монетарне политике ФЕД-а, почели да смањују своју изложеност према земљама у успону, па и Србији. Поред високе неизвесности на међународном

финансијском тржишту, њихово мање учешће на аукцијама државних ХоВ може се довести и у везу с мањом потребом државе за задуживањем и краћим рочностима ХоВ које су нуђене на продају. О томе сведочи и податак да је након Брегзита, с растом изложености инвеститора према тржиштима у успону због очекивања да ће мере монетарне политике водећих централних банака бити експанзивне дуже од претходно очекиваног, али и позитивних оцена ММФ-а након јунске посете и повећања кредитног

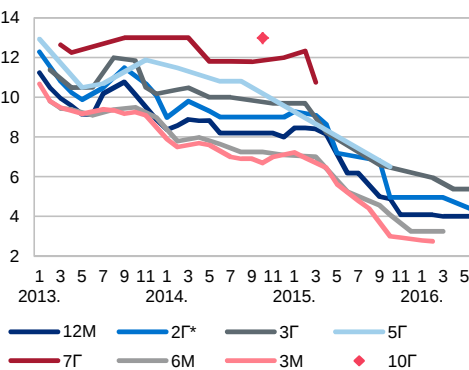
Графикон III.3.3. Примарно тржиште државних ХоВ у динарима – коефицијент реализације и учешће страних инвеститора



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



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



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

рејтинга земље, на аукцији седмогодишњих ХоВ, која је одржана у јулу, учешће страних инвеститора битно повећано.

Пад су исказале и каматне стопе на аукцијама државних ХоВ у еврима. Стопе постигнуте на аукцијама у П1 кретале су се у распону између 0,9% за једногодишње и 4,2% за десетогодишње ХоВ.

Укупан промет на секундарном тржишту државних ХоВ у П1 је износио 210,6 млрд динара, што је скоро за четвртину више него у П2 2015. Највише се трговало ХоВ иницијалне рочности од две и три године, а страни инвеститори су били активнији на страни продаје. Стопе приноса биле су у паду и у јуну су се налазиле у распону од 3,5% за преосталу рочност од четири месеца до 6,0% за преосталу рочност од 62 месеца.

На кредитном сегменту, **каматне стопе на кредите приватном сектору nastavile су пад током ПП**, спустивши се на нове најниже нивое. Смањење каматних стопа одређено је досадашњим ублажавањем монетарне политике, ниским каматним стопама у зони евра и појачаном конкуренцијом међу банкама.

Стопе на динарске кредите становништву бележиле су пад током целог П1 – просечна пондерисана каматна стопа смањена је за 1,6 п.п., на 10,5% у јуну. Снижене су стопе на све врсте кредита, а највећи пад бележи се код стопа на готовинске (за 1,4 п.п.) и остале кредите (за 2,7 п.п.), које су у јуну износиле 10,7% и 9,3%, респективно. Цена потрошачких

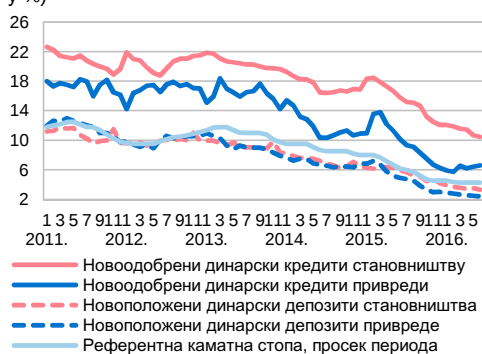
кредита снижена је за 1,1 п.п., на 9,9%, док је цена кредита за адаптацију стамбеног простора (6,7%) била готово непромењена у односу на крај 2015.

Просечна пондерисана каматна стопа на новоодобрене динарске кредите привреди снижена је у прва два месеца за 0,5 п.п., на 5,7% у фебруару, да би у марту порасла на 6,6%, колико је износила и у јуну. При томе, стопе на кредите за обртна средства и извозне кредите наставиле су пад и у јуну су износиле 5,9% и 4,5%, респективно, док је цена инвестиционих (7,7%) и осталих кредита (7,5%) повећана у односу на крај 2015.

Каматна стопа на новоодобрене кредите у еврима и динарске евроиндексиране кредите привреди и становништву смањена је у П1 за 0,7 п.п., на 3,7%. За толико је смањена и просечна стопа на кредите привреди, која је у јуну износила 3,5%. Пад је био најизраженији за евроиндексиране кредите за обртна средства (за 1,0 п.п., на 3,4%), а снижене су и стопе на инвестиционе кредите (на 3,9%) и кредите за увоз (на 2,4%), док је цена осталих кредита била непромењена (3,6%) у односу на крај 2015. На пад просечне стопе на кредите становништву од 1,3 п.п., на 4,7%, највише је утицало снижење стопа на стамбене кредите (за 0,4 п.п., на 3,5% у јуну). И стопе на готовинске (3,7%), потрошачке кредите (5,7%) и остале кредите (7,4%) биле су ниже него крајем 2015.

Паду активних каматних стопа допринеле су и ниже каматне стопе на депозите, као основни извор финансирања кредитне активности.

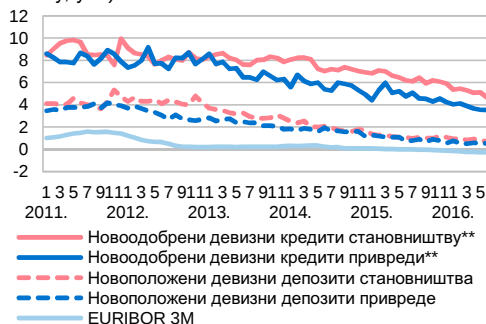
Графикон III.3.5. Кретање каматних стопа на динарске кредите и депозите привреди и становништву\*  
(просечне пондерисане вредности, на годишњем нивоу у %)



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 0,6 п.п., на 2,5% у јуну. При томе, стопе на динарске депозите привреде су смањене за 0,6 п.п., на 2,4%, а стопе на штедњу грађана за 0,9 п.п., на 3,3%. Просечна пондерисана каматна стопа на новоположене депозите у еврима смањена је у мањој мери – за 0,2 п.п., на 0,6%, због пада стопа на штедњу грађана (за 0,3 п.п., на 0,8%), док је стопа на новоположене депозите привреде била готово непромењена и у јуну је износила 0,5%.

## Премија ризика земље

Премија ризика Србије, тј. разлика у приносима на доларске еврообвезнице Србије у односу на америчке државне хартије, током ПП била је под утицајем глобалних, али и домаћих фактора. Почетком године глобални фактори били су главни покретачи раста премије ризика земаља у успону, па и Србије. Неизвесност на међународном финансијском и робном тржишту била је повећана услед успоравања привредног раста Кине и депрецијације њене валуте, бојазни да су изгледи за глобални раст лошији од очекиваних и новог пада цене нафте и других примарних производа.

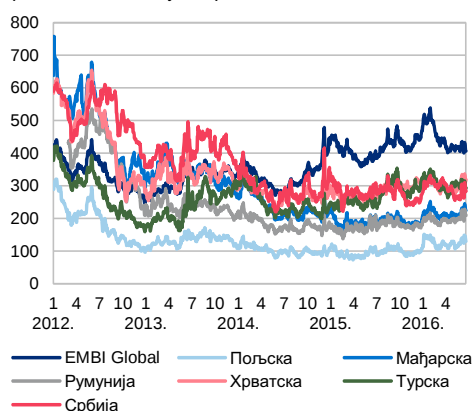
Међутим, најаве спорије нормализације монетарне политике ФЕД-а и нових експанзивних мера ЕЦБ-а за март позитивно су се одразиле на сентимент и склоност инвеститора ка преузимању ризика, а тиме и на њихова улагања у земље у успону. Зато су

премије ризика земаља у успону средином фебруара почеле да се смањују, али то није било довољно да премија ризика на крају Т1 буде нижа у односу на крај претходне године. На нивоу Т1 премија ризика Србије повећана је за 70,0 б.п., на 324,0 б.п. Раст премије ризика током Т1 забележен је и у већини других земаља региона: Мађарској, Пољској, Румунији и Турској. Глобални фактори су надјачали позитиван утицај домаћих фактора, међу којима су најзначајнији знатно бољи фискални резултати од очекиваних, успешно спровођење аранжмана из предострожности с ММФ-ом, као и поправљање изгледа кредитног рејтинга Србије са стабилних на позитивне од стране агенција *Standard & Poor's* у јануару и *Moody's* у марту.

Са смиривањем неизвесности на међународном финансијском тржишту, премија ризика Србије је наставила пад и у мају се спустила на близу 250 б.п. Знатном смањењу премије ризика Србије у посматраном периоду допринели су и домаћи фактори. Боље макроекономске перформансе наше привреде и њене изгледе за наредни период потврдио је у јуну и ММФ, док је агенција *Fitch* у истом месецу повећала кредитни рејтинг Србије (са B+ на BB-, уз стабилне изгледе за његово даље повећање). У саопштењу агенције истиче се да је повећање рејтинга Србије резултат бољих макроекономских перформанси, политичке стабилности, успешно спроведене фискалне консолидације, стабилности банкарског сектора и спровођења реформи које су договорене трогодишњим аранжманом с ММФ-ом. Рејтинг агенција *Standard & Poor's* потврдила је кредитни рејтинг Србије за дугорочно задуживање у домаћој и страниј валути на нивоу BB-, уз задржавање стабилних изгледа за његово побољшање. Потврда рејтинга заснива се на очекивању да ће нова Влада наставити да спроводи програм фискалне консолидације и структурних реформи, што би требало додатно да повећа поверење инвеститора у погледу улагања у Србију.

Утицај глобалних фактора био је поново изражен у јуну, с приближавањем референдума у Великој Британији о изласку из ЕУ. Референдум је доминантно утицао на кретања на тржишту, узрокујући осцилације премије ризика свих земаља у успону, па и Србије. Неочекиван резултат референдума првобитно је преусмерио инвеститоре ка развијеним земљама и подстакао раст премије ризика земаља у успону. Међутим, тржишта су се релативно брзо опоравила и велики број земаља у успону је тромесечје завршио с нижом премијом ризика него што га је започео. Премија ризика Србије,

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



Извор: JP Morgan.

мерена *EMBI*, пала је током Т2 за 40 б.п., на 284 б.п. Током Т2 смањен је и *EMBI Global* (за 27 б.п.).

### Кретања на девизном тржишту и курс динара

Динар је у П1, посматрано крајем периода, ослабио према еврџу за 1,4%, а на нивоу просека за 2,0%. Релативна стабилност курса динара одржана је у условима повећане неизвесности у међународном окружењу захваљујући побољшању макроекономских фундамената, пре свега смањењу интерне и екстерне неравнотеже, и правовременим и добро одмереним интервенцијама Народне банке Србије на девизном тржишту. Интервенције су првенствено биле усмерене на ублажавање прекомерних краткорочних осцилација курса динара.

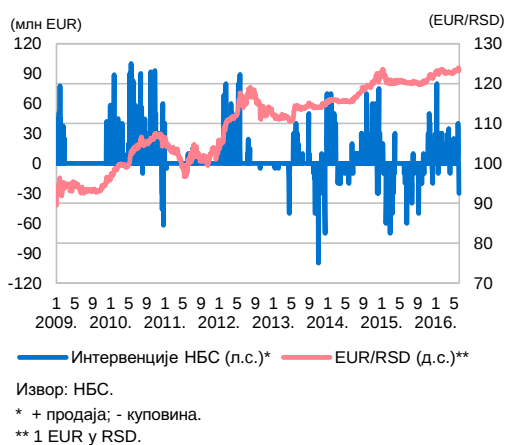
Кретања на домаћем девизном тржишту била су у П1 под утицајем тражње и домаћих предузећа и нерезидената за девизама. Високу тражњу домаћих предузећа за девизама почетком године подстакла су већа плаћања за увоз енергената. Веће куповине девиза настављене су и у каснијим месецима за потребе плаћања увоза енергената, опреме и

репроматеријала, у складу с повећаним потребама привреде, чији је економски опоравак настављен. Поред тога, банке и предузећа додатно су смањили своје кредитне обавезе према иностранству. И тражња за девизама од стране нерезидената, који су смањивали своје портфеле државних ХоВ, била је појачана услед глобалне неизвесности, која је у овом периоду постојала због очекивања нормализације монетарне политике ФЕД-а, а почетком године и потреса на кинеском финансијском тржишту.

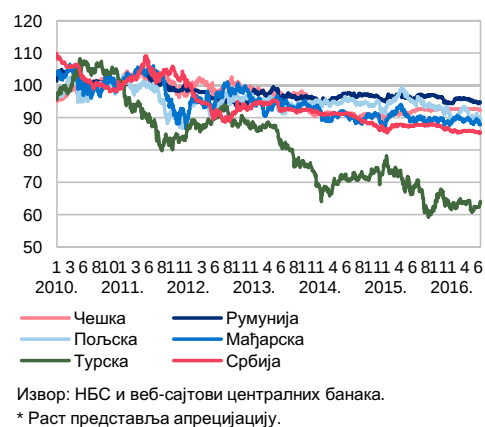
С друге стране, раст извоза је знатно убрзан, а висок нето прилив СДИ, који је у П1 ове године за око 5,8% виши у поређењу с П1 2015, сведочи о повољној перцепцији инвеститора о дугорочним улагањима у Србију. Прилив дознака из иностранства, али и доспеће последње серије обвезница старе девизне штедње у мају деловали су на повећан откуп ефективног страног новца по мењачким пословима. Током јуна повећана је и валутно индексирана актива банака, које су, ради уравнотежавања девизних позиција, креирале понуду девиза, што је ублажило депрецијацијске притиске.

Турбуленције на међународном финансијском тржишту након објављивања резултата референдума

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 еврџу\* (дневни подаци, 31. 12. 2010 = 100)



у Великој Британији осетиле су се и на домаћем девизном тржишту, али је захваљујући адекватној и правовременој реакцији Народне банке Србије и комуникацији с јавношћу, девизно тржиште врло брзо умирено. Након тога су превладали апрецијацијски притисци и Народна банка Србије је интервенисала искључиво на страни куповине девиза како би спречила прекомерно краткорочно јачање динара.

Одржана релативна стабилност динара у условима турбуленција на међународном финансијском тржишту потврђује да је отпорност домаће привреде на екстерне потресе повећана захваљујући знатном побољшању макроекономских фундамената. То потврђује и повећање кредитног рејтинга Србије, са *B+* на *BB*, које је агенција *Fitch* извршила у јуну. Претходно су и агенције *Standard & Poor's* у јануару и *Moody's* у марту поправиле изгледе за побољшање кредитног рејтинга Србије са стабилних на позитивне.

Просечан дневни промет на МДТ-у који је остварен међу банкама<sup>12</sup> смањен је у П1 на 28,9 млн евра, што је за 7,7 млн евра ниже него у истом периоду претходне године. И осцилације девизног курса<sup>13</sup>

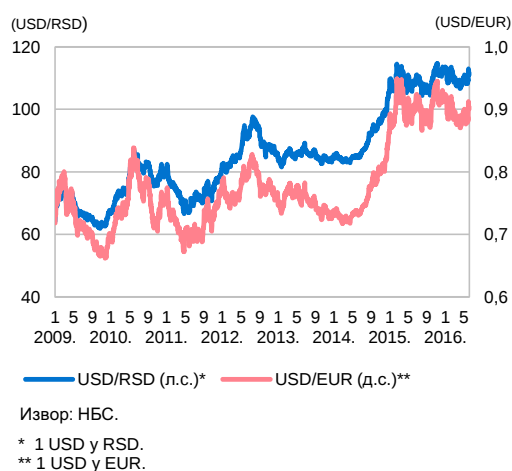
кретале су се у складу с кретањем промета – смањивале су се током већег дела П1, да би се у јуну благо повећале.

Током већег дела П1 евро је јачао према долару, јер је постало извесније да ће смањење експанзивности монетарне политике ФЕД-а бити спорије од раније очекиваног. И поред слабљења које је уследило после одлуке Велике Британије да напусти ЕУ, евро је у П1, посматрано крајем периода, ојачао према долару за 1,6%. Тако је и динар, посматрано крајем периода, ојачао према долару за 0,2%.

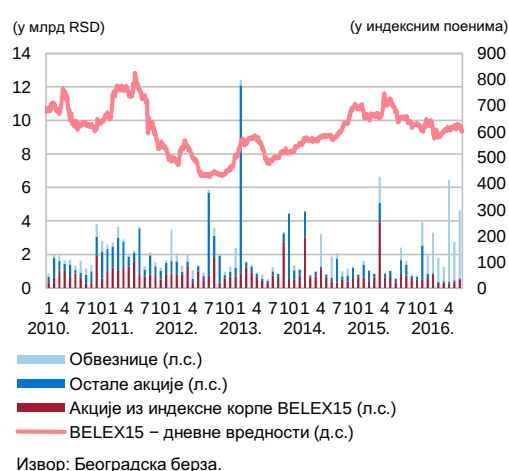
### Кретања на берзи

Индекси Београдске берзе су почетком године били у паду, чему су делом допринели и све већи ризици на међународном финансијском тржишту и пад цене нафте.<sup>14</sup> Опоравак је започет у марту, али је прекинут крајем јуна, када су се након објављивања резултата референдума у Великој Британији колебања на светским берзама осетила и на домаћем тржишту капитала. Крајем јуна индекс *BELEX15* износио је 604,7 индексних поена, а *BELEXline* 1.326,0, што је за 6,1% и 3,9%, респективно, ниже него крајем 2015.

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



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



<sup>12</sup> Без Народне банке Србије.

<sup>13</sup> Мерено методама *EWMA* и *EGARCH*. *EWMA* (*Exponentially Weighted Moving Average*) – метод пондерисаних покретних просека код кога се процентуалним дневним променама девизног курса додељују различити пондери за различите временске тренутке, при чему ти пондери експоненцијално опадају удаљавањем од садашњег момента. *EGARCH* (*Exponential General Autoregressive Conditional Heteroskedasticity*) – метод оцено

условне варијансе који приказује асиметричан ефекат позитивних и негативних шокова на оцену условне варијансе.

<sup>14</sup> Компанија која се бави прерадом нафте има највеће појединачно учешће (20%) у структури индекса *BELEX15*.

Трговање акцијама на Београдској берзи бележило је ниске вредности – укупан промет акцијама у П1 износио је 3,1 млрд динара. При томе, највећи део тог промета (87%) односио се на трговање акцијама из индексне корпе *BELEX15*, а највећи износ трговања остварен је у јануару (0,9 млрд динара). Нешто мање од половине промета у П1 (44%) односило се на трансакције у којима су учествовали страни инвеститори. За разлику од П2 2015, они су били нето продајци акција у износу од 0,9 млрд динара.

За разлику од акција, трговање обвезницама наставило је да расте у 2016. Укупан промет обвезницама (17,2 млрд динара) био је скоро пет пута виши него у П2 2015, а тај раст дугује се пре свега повећаном трговању дугорочним обвезницама РС (15,6 млрд динара).<sup>15</sup> При томе, на трансакције са страним инвеститорима односило се око једне четвртине овог промета. Промет последњом преосталом серијом обвезница старе девизне штедње А2016 износио је 1,6 млрд динара. Тим ХоВ трговало се до 19. маја, када су због доспећа крајем месеца искључене с листинга берзе.

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

Тржишна капитализација Београдске берзе је у П1 смањена за 36,6 млрд динара и крајем јуна је износила 646,7 млрд динара. При томе, капитализација регулисаног сегмента тржишта смањена је за 55,0 млрд динара, док је капитализација МТП сегмента<sup>16</sup> повећана за 18,4 млрд динара. Под утицајем таквих кретања учешће тржишне капитализације у оцењеном БДП-у<sup>17</sup> смањено је за 1,2 п.п., на 16,0% крајем П1.

## 4. Новац и кредити

### Примарни новац

Динарски примарни новац је у П1 номинално смањен за 11,0%, а реално за 11,9%. У складу с наставком смањења општих стопа девизне обавезне резерве, у јануару и фебруару додатно је смањен износ

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

|                                                  | Дец.<br>2015.    | Јун<br>2016.     | Промене<br>у П1 2016. |
|--------------------------------------------------|------------------|------------------|-----------------------|
| <b>Нето потраживања од иностранства</b>          | <b>1.264.741</b> | <b>1.150.823</b> | <b>-113.918</b>       |
| Нето девизне резерве                             | 1.260.428        | 1.145.703        | -114.725              |
| Бруто девизне резерве                            | 1.262.232        | 1.145.703        | -116.529              |
| Кредити од ММФ-а                                 | -1.804           | 0                | 1.804                 |
| Остала нето потраживања од иностранства          | 4.313            | 5.120            | 807                   |
| <b>Нето домаћа актива</b>                        | <b>-613.250</b>  | <b>-579.870</b>  | <b>33.380</b>         |
| Нето домаћи кредити НБС                          | -284.677         | -222.951         | 61.726                |
| Нето потраживања од државе <sup>1)</sup>         | -250.427         | -196.115         | 54.312                |
| Пласмани држави                                  | 1.181            | 1.259            | 78                    |
| Депозити државе                                  | -251.608         | -197.374         | 54.234                |
| Нето потраживања од банака                       | -29.932          | -27.558          | 2.374                 |
| Кредити банкама                                  | 711              | 675              | -36                   |
| Рело операције                                   | -30.600          | -28.180          | 2.420                 |
| Друге ХоВ                                        | -43              | -53              | -10                   |
| Кредити јавним предузећима                       | 1.154            | 1.424            | 270                   |
| Кредити небанкарским финансијским организацијама | 1.213            | 3.591            | 2.378                 |
| Кредити осталим секторима                        | 1.160            | 1.113            | -47                   |
| Орочени и ограничени депозити                    | -7.845           | -5.406           | 2.439                 |
| Остала нето актива                               | -328.573         | -356.919         | -28.346               |
| <b>Примарни новац</b>                            | <b>651.491</b>   | <b>570.953</b>   | <b>-80.538</b>        |
| Динарски примарни новац                          | 421.668          | 375.378          | -46.290               |
| Готов новац у оптицају                           | 139.818          | 137.324          | -2.494                |
| Банкарске девизне резерве                        | 248.495          | 202.830          | -45.665               |
| Обавезна резерва                                 | 145.324          | 139.025          | -6.299                |
| Слободне резерве                                 | 103.171          | 63.805           | -39.366               |
| Остали депозити осталих сектора                  | 331              | 0                | -331                  |
| Депозити локалне самоуправе                      | 33.024           | 35.224           | 2.200                 |
| Девизни депозити банака                          | 229.823          | 195.575          | -34.248               |

<sup>1)</sup> Нису укључени органи локалне самоуправе.  
Извор: НБС.

девизних депозита банака код Народне банке Србије. То је, уз пад динарског примарног новца, утицало на то да укупни примарни новац у П1 буде номинално смањен за 12,4%, а реално за 13,2%. Посматрано у апсолутном износу, динарски примарни новац је смањен за 46,3 млрд динара, а укупан примарни новац за 80,5 млрд динара.

На смањење динарског примарног новца у П1 у највећој мери је утицала нето продаја девиза Народне банке Србије на МДТ-у, по ком основу је повучено

<sup>15</sup> Од новембра 2015. омогућено је трговање државним дугорочним обвезницама на Београдској берзи.

<sup>16</sup> 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.

<sup>17</sup> Оцењени БДП у последња четири тромесечја.

96,0 млрд dinara. Dinariski depoziti države smanjeni su u P1 za 36,2 млрд dinara, dok je deo dinarskih sredstava iskorišten za kupovinu deviza od Narodne banke Srbije radi regulisanja deviznih obaveza prema inostranstvu i isplatu obveznica stare devizne štednje, tako da je u P1 država delovala na rast dinarskog primarnog novca sa 12,2 млрд dinara. Rastu likvidnosti banaka doprinele su i devizne transakcije platnog prometa s Kosovom i Metohijom (23,7 млрд dinara) i nešto manja ulaganja banaka u repo XoV (za 2,4 млрд dinara).

У структури динарског примарног новца, најизраженији пад у П1 исказале су слободне динарске резерве банака<sup>18</sup> (39,4 млрд динара), првенствено под утицајем смањеног износа преконоћних депозита које су банке држале код Народне банке Србије, док су средства на жиро рачунима банака повећана. Смањен је и износ обавезне резерве који се издваја у динарима, у складу с наставком смањења општих стопа девизне обавезне резерве у јануару и фебруару. И готов новац у оптицају и средства на рачунима осталих сектора били су нижи. Једино су средства на рачунима локалне самоуправе била виша него крајем 2015. захваљујући оствареном суфициту у буџету.

### Монетарни агрегати М1, М2 и М3

Током П1 структура динарске новчане масе наставила је да се мења у корист веће заступљености депозита по виђењу. Раст тих депозита (18,6 млрд динара) утицао је на то да, и поред смањења готовог новца у оптицају, М1 буде реално повећан за 2,2%, док је због смањења средстава на штедним и ороченим депозитима (за 33,5 млрд динара) М2 реално смањен за 3,5%. Девизни депозити бележили су раст од фебруара и у П1 су укупно повећани за 434,5 млн евра, што је допринело да М3 буде реално повећан за 1,7%.

Опоровак кредитне активности настављен је током П1, што је, уз већа улагања банака у државне ХоВ и трошење средстава с депозита државе, највише утицало на креирање М3.

Повећање средстава на депозитима по виђењу остварено је код већине сектора, највећим делом на

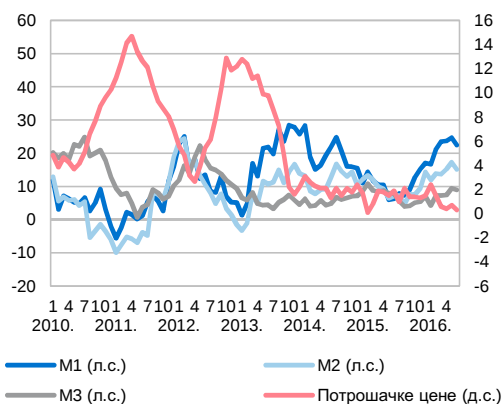
<sup>18</sup> Обухватају средства на жиро рачунима банака, готовину у благајни и преконоћне депозите банака код Народне банке Србије.

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

|                                              | Дец.<br>2015.    | Јун<br>2016.     | Промене<br>у П1 2016. |
|----------------------------------------------|------------------|------------------|-----------------------|
| <b>Нето потраживања од иностранства</b>      | <b>1.086.787</b> | <b>1.060.948</b> | <b>-25.839</b>        |
| Нето потраживања банака од иностранства      | -177.955         | -89.876          | 88.079                |
| <b>Нето домаћа актива банкарског сектора</b> | <b>882.720</b>   | <b>962.227</b>   | <b>79.507</b>         |
| Нето домаћи кредити                          | 2.173.592        | 2.316.888        | 143.296               |
| Нето потраживања од државе                   | 193.299          | 307.351          | 114.052               |
| Пласмани држави                              | 539.657          | 604.726          | 65.069                |
| Депозити државе                              | -346.358         | -297.375         | 48.983                |
| Потраживања од невладиних сектора            | 1.980.293        | 2.009.537        | 29.244                |
| Становништво                                 | 759.875          | 801.994          | 42.119                |
| Привреда                                     | 1.162.049        | 1.143.354        | -18.695               |
| Др. финансијске корпорације                  | 24.770           | 30.158           | 5.388                 |
| Локални нивои власти                         | 32.193           | 32.319           | 126                   |
| Непрофитне и др. организације                | 1.406            | 1.712            | 306                   |
| Остала нето актива                           | -1.290.872       | -1.354.661       | -63.789               |
| <b>Новчана маса М3</b>                       | <b>1.969.507</b> | <b>2.023.175</b> | <b>53.668</b>         |
| Новчана маса М2                              | 702.476          | 685.006          | -17.470               |
| Новчана маса М1                              | 504.474          | 520.542          | 16.068                |
| Готов новац у оптицају                       | 139.818          | 137.324          | -2.494                |
| Депозити по виђењу                           | 364.656          | 383.218          | 18.562                |
| Динарски штедни и орочени депозити           | 198.002          | 164.464          | -33.538               |
| Девизни депозити                             | 1.267.032        | 1.338.169        | 71.137                |

Извор: НБС.

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



Извор: РЗС и НБС.

рачунима грађана и предузећа из области прерађивачке индустрије. Истовремено, динарски депозити дужих рочности били су нижи пре свега због смањења тих средстава на рачунима предузећа из области трговине, прерађивачке индустрије и грађевинарства. У мањој мери смањени су и депозити већине других сектора, док је штедња грађана наставила да расте.

Дужи период ниске и стабилне инфлације, релативна стабилност девизног курса, повољније каматне стопе и порески третман у односу на девизну штедњу допринели су томе да динарска штедња становништва у П1 буде повећана за додатне 2,3 млрд динара. У јуну је она достигла 47,7 млрд динара, што је скоро три пута више него крајем 2012. године, у којој је усвојена стратегија динаризације. И девизна штедња грађана је током П1 повећана за 160,5 млн евра, на 8,5 млрд евра, а том расту је допринело и доспеће последње серије обвезница старе девизне штедње у мају.

И девизни депозити привреде бележе раст од почетка године захваљујући повољним извозним резултатима, а мањи раст остварен је и на рачунима непрофитних институција и ДФО.

Посматрано на мг. нивоу, раст новчане масе наставља да убрзава – у јуну је М1 био реално већи за 22,1%, М2 за 14,8%, а М3 за 8,7%. Томе је допринео и остварен економски опоравак подржан, између осталог, и кредитима банака.

## Кредити банака

Након сезонски уобичајеног успоравања почетком 2016, раст домаћих кредита у каснијим месецима постепено је убрзаван и у јуну је, искључујући ефекат промене девизног курса,<sup>19</sup> износио 3,5% мг. Опоравку кредитне активности у већој мери доприноси раст кредита становништву (7,2% мг. у јуну), а од маја позитиван допринос поново дају и кредити привреди, који су у јуну забележили мг. раст од 1,2%. Искључујући ефекат промене девизног курса, домаћи кредити су у П1 повећани за 0,6%, а њихово учешће у оцењеном БДП-у износило је 48,6%.

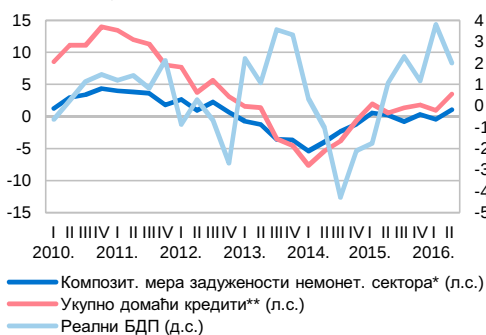
Приликом финансирања кредитне активности банке су се ослањале на домаће изворе финансирања, пре

свега на депозите привреде и становништва,<sup>20</sup> а кредитни потенцијал ослобођен је и по основу смањења стопа девизне обавезне резерве.

Банке су, сезонски уобичајено, почетком године одобравале мање нових кредита сектору привреде, а и даље су доспевале рате субвенционисаних кредита, што се одразило на пад потраживања банака по овом основу. Негативан утицај ових доспећа слабио је све до краја јуна, када су доспели и последњи кредити из овог програма. Током целог периода, а посебно у Т1, на пад потраживања по основу кредита привреди утицале су и активности банака усмерене на решавање високог нивоа *NPL* путем отписа и продаје дела тих потраживања. Износ продатих потраживања лицима ван банкарског сектора за пола године био је већи него целе претходне године.

Од Т2 кретања су била повољнија, што потврђују и виши износи новоодобрених кредита. Укупан износ новоодобрених кредита привреди у П1 (396,8 млрд динара) био је за 21% већи него у истом периоду прошле године, при чему се 24% тог износа односило на постојеће кредите код исте банке чији су услови отплате измењени. Кредити за финансирање обртних средстава остали су најзаступљенија категорија и чинили су половину новоодобрених кредита привреди. Настављени су позитивни трендови на тржишту инвестиционих кредита, на шта указује

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



Извор: НБС и РЗС.

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

\*\* Искључен ефекат промене девизног курса.

<sup>19</sup> Обрачунато по курсу динара према евра, швајцарском франку и долару на дан 30. септембра 2014. (тзв. програмски курс који се користи за потребе праћења аранжмана с ММФ-ом), узимајући у обзир валутну структуру потраживања по основу кредита.

<sup>20</sup> И поред опоравка кредитне активности, раст депозитне базе је био већи, што је утицало на то да показатељ односа кредита и депозита (*LTD* коефицијент) у П1 2016. буде смањен за 1,7 п.п., на 106,2%.

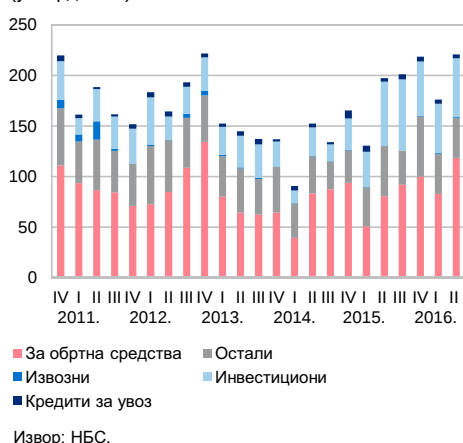
износ новоодобрених инвестиционих кредита у П1 (106,7 млрд динара), који је за 8,1% виши него у истом периоду претходне године, а задржано је и њихово знатно учешће у новоодобреним кредитима (27%), чиме је потврђен већи значај кредита у финансирању инвестиција. И рочност кредитног портфолија је додатно продужена – кредити с рочношћу дужом од две године у јуну су чинили две трећине потраживања од привреде.

Резултати анкете Народне банке Србије о кредитној активности банака<sup>21</sup> указују на то да су банке, након привремене паузе у Т1, наставиле са ублажавањем кредитних стандарда привреди. На то су пре свега утицали конкуренција међу банкама и нижи трошкови извора за кредите. Услови задуживања предузећа били су повољнији по основу нижих каматних маржи и пратећих трошкова, уз дуже рокове отплате. Захтеви у погледу максималног износа кредита били су строжи, а пооштрени су и стандарди у погледу захтеваног колатерала, што је у складу с продужењем рочности кредита. Према оцени банака, тражња предузећа и за динарским и за девизним кредитима наставила је да расте и била је вођена пре свега потребом финансирања обртних средстава. Позитиван допринос потицао је и од реструктурирања дугова, а у Т2 и од финансирања инвестиција. Истовремено, банке у наредном периоду очекују даљи раст тражње за кредитима.

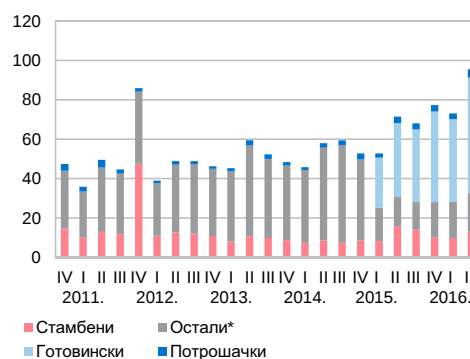
За разлику од привреде, потраживања банака по основу кредита становништву се убрзавају од почетка 2016. (за 36,8 млрд динара, или 5,1%), што је највећи полугодишњи прираст кредита још од П2 2008. У новоодобреним кредитима становништву у П1 (168,8 млрд динара), готовински кредити и кредити за рефинансирање су већ неко време најзаступљенији и чине више од половине ових кредита (59%). Ти кредити су скоро у потпуности били динарски (99%), а преко две трећине је одобрено на период дужи од пет година. У 2016. стамбени кредитни сегмент је забележио нешто повољније трендове, на шта указује виши износ новоодобрених стамбених кредита (14% укупних новоодобрених становништву).<sup>22</sup> Коришћење потрошачких кредита благо је повећано, као и задуживање по револвинг кредитима и прекорачењима по текућим рачунима, док су задужења по кредитним картицама била на сличном нивоу као и крајем 2015.

Према резултатима анкете о кредитној активности, банке су у 2016. наставиле са ублажавањем кредитних стандарда становништву, које је било вођено истим разлозима као и у случају привреде. Тренд снижења каматних маржи је настављен, нуђени су и повољнији рокови отплате, уз нешто блаже захтеве у погледу колатерала, а у Т2 су снижени и пратећи трошкови. У складу са очекивањима банака, тражња грађана за кредитима наставила је да расте. Најтраженији су и

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



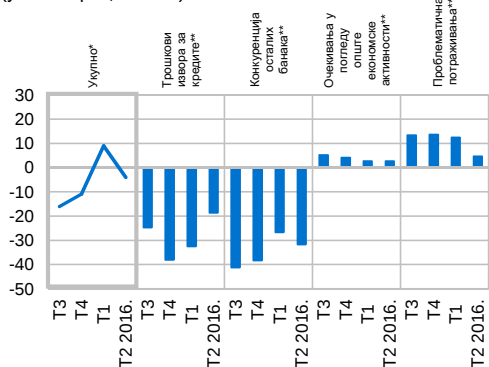
Графикон III.4.4. Структура новоодобрених кредита становништву (у млрд RSD)



<sup>21</sup> Поменути анкету Народна банка Србије спроводи тромесечно, од почетка 2014. године. Учешће у анкети је добровољно, а одзив је готово 100%.

<sup>22</sup> У 2015. години већи део новоодобрених стамбених кредита рефинансиран је у складу са Одлуком Народне банке Србије о мерама за очување финансијског сектора у вези с кредитима индексираним у инострану валуту.

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

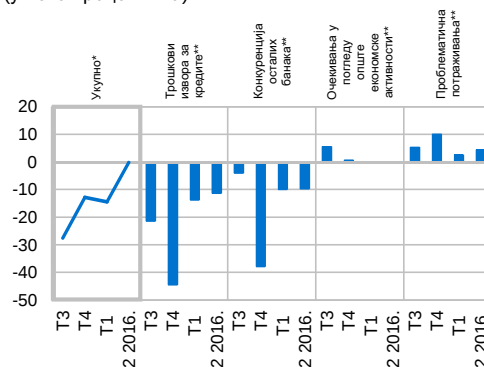


Извор: НБС.

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

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

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



Извор: НБС.

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

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

даље били динарски готовински кредити и кредити за рефинансирање, а у 2016. евидентиран је и знатан раст тражње за стамбеним кредитима. На раст тражње за кредитима највише су утицале потреба рефинансирања постојећих обавеза и куповина непокретности.

Резултати спровођења Стратегије за решавање проблематичних кредита су видљиви. Од почетка године учешће *NPL* у укупним кредитима, рачунато по бруто принципу, смањено је за 1,4 п.п. и у јуну је износило 20,2%. Учешће *NPL* у сектору привреде смањено је за 2,1 п.п., на 19,6%, а код становништва за 0,5 п.п., на 10,3%<sup>23</sup>. Паду тог учешћа код привреде у највећој мери доприносе наплата, реструктурирање, отпис и продаја дела *NPL*, а код становништва раст нових кредита.

И поред релативно високог учешћа *NPL* у укупним кредитима, коефицијент адекватности капитала од 21,6% указује на високу капитализованост домаћег банкарског сектора. Исправка вредности укупних кредита у јуну је износила 69,5% *NPL* (што је за 9,9 п.п. више него пре годину дана), а регулаторна резервисања за билансну изложеност<sup>24</sup> и даље у потпуности покривају износ бруто *NPL* и у јуну су износила 114,7%.

<sup>23</sup> Уколико се укључе предузетници и приватна домаћинства, то учешће је такође смањено за 0,6 п.п., на 11,1%.

## 5. Показатељи степена динаризиције

Народна банка Србије је и током П1 подржавала процес динаризиције домаћег финансијског система кроз амбијент који карактерише ниска инфлација, очувана релативна стабилност курса и ниже каматне стопе на динарске кредите као резултат претходног ублажавања монетарне политике.

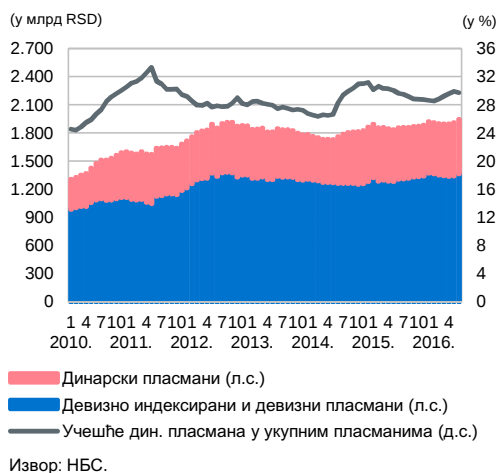
Такође, политиком обавезне резерве настављено је стимулисање банака да у већој мери користе динарске изворе финансирања. Наиме, стопе обавезне резерве на динарске изворе и даље су ниже у односу на девизне, а Народна банка Србије и даље не плаћа банкама камату на издвојену девизну обавезну резерву, за разлику од динарске.

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

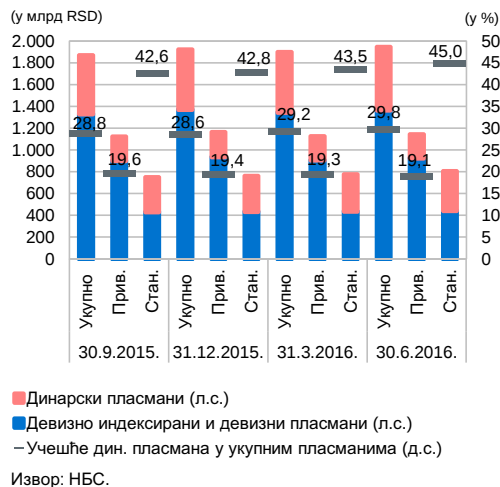
Степен динаризиције, мерен учешћем динарских пласмана у укупним пласманима банака привреди

<sup>24</sup> Регулаторна резерва не пролази кроз биланс успеха, већ само служи за обрачун капитала банака. Ради се на групној основи по класама aktive за које су дефинисани износи резервисања (0%, 2%, 15%, 30% и 100% потраживања класификованих у категорије А, Б, В, Г и Д, респективно).

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



Графикон III.5.2. Секторска структура пласмана банака



**и становништву**, повећан је са 28,6%, колико је износио крајем 2015, на 29,8% у јуну 2016.

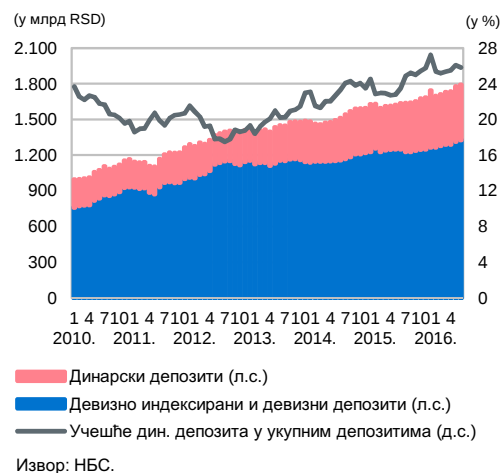
Повећање степена динаризације у том периоду резултат је првенствено повећања динарских пласмана (за 28,6 млрд динара), и то пре свега по основу раста готовинских кредита становништву. С обзиром на то да је у П1 три четвртине нових кредита становништву одобрено у динарима, динарски пласмани становништву имали су знатно динамичнији раст од девизних и валутно индексираних пласмана, па је њихово учешће у укупним пласманима у П1 повећано за 2,2 п.п., на 45,0%.

Степен динаризације пласмана привреди је смањен за 0,3 п.п. и крајем јуна је износио 19,1%. То је последица наставка доспећа динарских субвенционисаних кредита привреди одобрених током 2014. године, а који су делом замењени кредитима с валутном клаузулом и девизним кредитима.

Уколико се искључи ефекат промене девизног курса, степен динаризације пласмана повећан је са 28,6% на крају 2015. на 30,0% у јуну 2016. године.<sup>25</sup>

Ако се посматра **степен динаризације депозита**, учешће динарских депозита у укупним депозитима

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

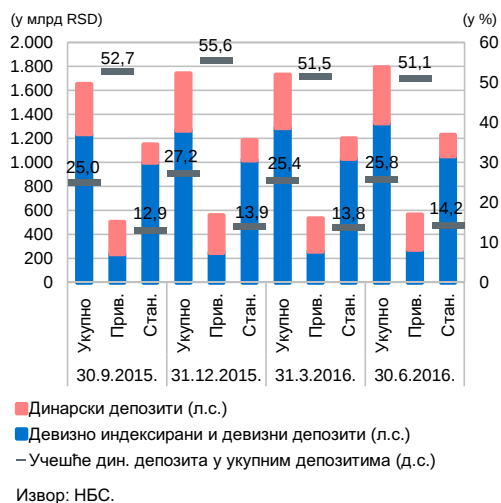


привреде и становништва код банака је крајем јуна износио 25,8%.

Посматрано по секторима, крајем јуна је то учешће код привреде износило 51,1%, а код становништва 14,2%. Тиме се наставља тренд његовог повећања, који је започет крајем 2012, након што су Народна банка Србије и Влада РС потписале *Меморандум о*

<sup>25</sup> Обрачунато по курсу динара према еврџу на дан 31. децембра 2015.

Графикон III.5.4. Секторска структура депозита банака



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



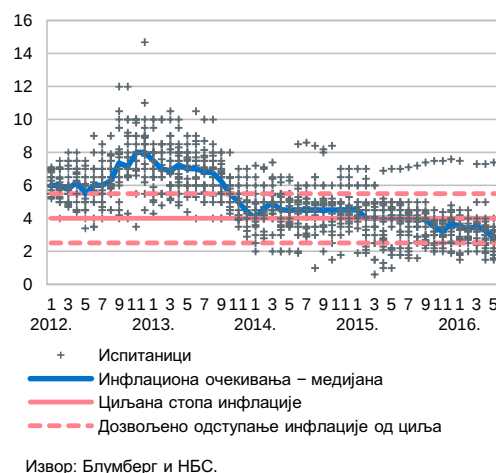
стратегији динаризације финансијског система Србије у априлу те године. Од краја 2012. то учешће је код становништва повећано за 5,5 п.п., а током П1 2016. за 0,3 п.п. Расту динаризације депозита становништва првенствено доприноси раст динарске штедње становништва, која је готово троструко већа него крајем 2012. године и крајем јуна је износила 47,7 млрд динара.

## 6. Инфлациона очекивања

Захваљујући ниској инфлацији готово три године и ниским очекиваним инфлаторним притисцима, краткорочна и средњорочна инфлациона очекивања и даље су ниска и релативно стабилна. **Ниска инфлациона очекивања потврђују поверење тржишних учесника у мере које предузима Народна банка Србије.**

Инфлациона очекивања финансијског сектора за годину дана унапред, према анкети агенције Блумберг, смањена су током П1 за 0,7 п.п., на 3,0%. Та очекивања крећу се у границама циља за инфлацију Народне банке Србије готово три године. Инфлациона очекивања финансијског сектора смањена су и према анкети агенције **Нинамедиа**<sup>26</sup> за 0,5 п.п., с тим да се налазе на нижем нивоу – 2,5%. Према резултатима

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



анкете ове агенције, најнижа су инфлациона очекивања привреде, која су у П1 такође смањена за 0,5 п.п., на 2,0%.

Уобичајено виша у односу на друге секторе, инфлациона очекивања становништва за годину дана унапред стабиловала су се на нивоу од 5,0% од октобра 2015. до јуна 2016, уз привремено повећање у

<sup>26</sup> Нинамедиа клипинг д.о.о. Нови Сад од децембра 2014. спроводи анкету о очекивањима економских субјеката.

марту и мају на 6,0%. На релативно стабилна инфлациона очекивања становништва указује и квалитативна анкета,<sup>27</sup> према којој је очекивана инфлација на знатно нижем нивоу у односу на претходни период. Такође, она је и даље нижа него перципирана инфлација, која, уобичајено за оцене становништва, указује на вишу инфлацију него што је она заиста била у протеклој години дана. Нижа очекивана од перципиране инфлације упућује на закључак да део становништва који сматра да су цене повећане у претходних 12 месеци не очекује да ће се то наставити и у наредних 12 месеци.

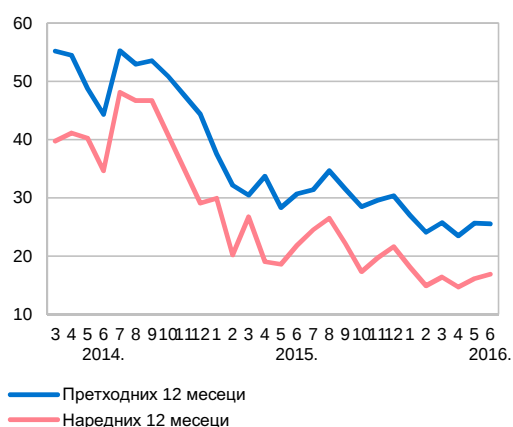
**Средњорочна инфлациона очекивања** финансијског сектора, која се у границама циља крећу од увођења ове анкете, у марту 2014, додатно су снижена на 2,8%, у поређењу са 3,5% колико су износила у децембру прошле године. Привреда је такође смањила своја очекивања у посматраном

привреде, након раста у прва два месеца ове године, константно се смањивала и на крају П1 налазила се на најнижем нивоу у последње четири године. Иако виша, смањивала се и дисперзија одговора становништва на најнижи ниво у последње две године.

## 7. Фискална политика

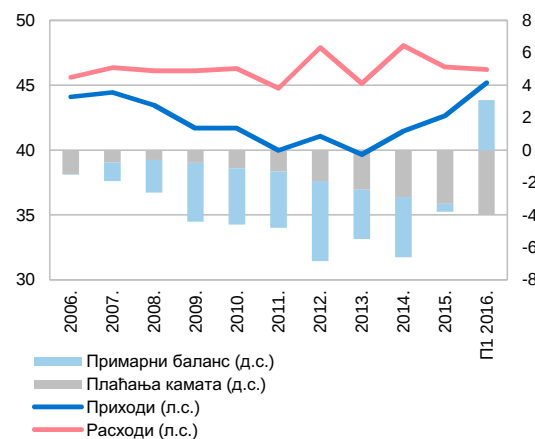
Као резултат доследног и успешног спровођења фискалне консолидације, фискална кретања у П1 бележе додатно знатно побољшање. **Дефицит консолидованог буџета** у наведеном периоду био је готово двоструко нижи у односу на исти период прошле године и износио је 18,2 млрд динара (или 0,9% БДП-а), што је знатно ниже од нивоа договореног у трећој ревизији аранжмана с ММФ-ом (78,3 млрд динара). Штавише, уколико се од тога

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



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

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



Извор: Министарство финансија и НБС.

периоду са 3,0% на 2,0%. Средњорочна инфлациона очекивања становништва су од фебруара прошле године стабилна и налазе се на нивоу од 5,0%.

Дисперзија одговора испитаника финансијског сектора и даље је била релативно стабилна и најнижа од свих сектора и у анкетама Блумберга и у анкетама Нинамедије. Дисперзија одговора испитаника

одузму расходи за камате, у П1 је остварен **примарни буџетски суфицит** у висини од 3,1% БДП-а.

**Консолидовани приходи** су у П1 износили 875,5 млрд динара и у односу на исти период 2015. године реално су већи за 7,7%. Захваљујући програму фискалне консолидације, којим је као приоритет на приходној страни буџета одређена борба против сиве

<sup>27</sup> Детаљније о квалитативним очекивањима становништва видети у *Извештају о инфлацији – фебруар 2016*, Осврт 2, стр. 15.

економије и пореске евазије, том расту највише су допринели порески приходи, а у оквиру њих приходи од ПДВ-а и акциза. Приходи од ПДВ-а реално су порасли 10,3%, а приходи од акциза 17,6% (највећи део повећања односио се на приходе од акциза на деривате нафте). Реалан раст забележиле су и остале категорије пореских прихода – порез на добит (13,1%), царине (8,6%), порез на доходак грађана (4,9%), непорески приходи (3,8%) и донације (12,9%).

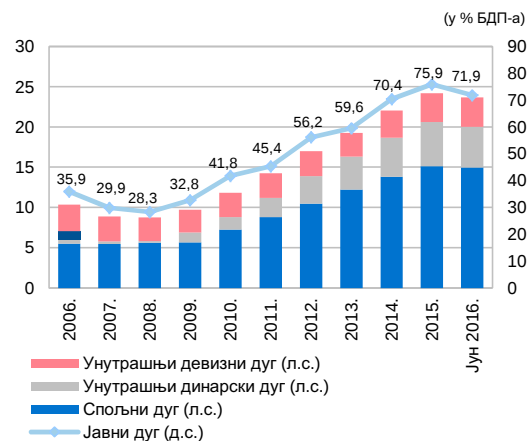
**Консолидовани расходи** су у П1 износили 893,7 млрд динара и у односу на претходну годину реално су били виши за 5,3%. Највећи допринос том расту дали су текући расходи, а у оквиру њих расходи за куповину робе и услуга, који су у односу на исти период 2015. реално били виши за 12,5%. Реалан раст остварили су капитални расходи (40,8%), издаци за отплату камата (5,4%) и социјалну помоћ и трансфере (1,2%). У складу с програмом фискалне консолидације, расходи за субвенције и расходи за запослене реално су смањени у односу на исти период прошле године (за 3,4%, односно 0,3%).

Имајући у виду побољшање фискалних резултата у П1, оцена ММФ-а је да ће **дефицит консолидованог буџета ове године** бити смањен на 2,5% БДП-а, са 3,8% БДП-а у 2015.

**Основни извор финансирања** буџетског дефицита у П1 било је задуживање државе на домаћем тржишту емисијом ХоВ. Дуг државе по основу емитованих ХоВ порастао је од почетка године, али је тај раст био спорији захваљујући повољним фискалним кретањима и знатно нижем дефициту од планираног. Притом, док је дуг државе по основу ХоВ деноминираних у еврима повећан – за 474,7 млн евра (на 2,7 млрд евра), дуг државе по основу динарских ХоВ је снижен – за 29,7 млрд динара (на 608,9 млрд динара).

**Укупан дуг централног нивоа власти** смањен је у П1 у односу на крај прошле године за 619,5 млн евра и на крају јуна је износио 24,2 млрд евра. Такође, смањено је и учешће тог дуга у БДП-у – на 71,9% (или за 4,0 п.п.). Смањењу јавног дуга током П1 допринеле су и међувалутне промене са 203,5 млн евра, за разлику од прошле године када су са 869,2 млн евра допринеле његовом расту. С друге стране, валутна структурна дуга остала је релативно непромењена у односу на крај 2015. На крају јуна 79,2% јавног дуга било је деноминирано у иностраној валути, пре свега у еврима (40,8%) и доларима (33,3%). Како су досад

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



Извор: Министарство финансија.  
\* Централни ниво државе.

постигнути резултати фискалне консолидације знатно бољи од предвиђених, очекујемо да ће учешће јавног дуга у БДП-у наставити да се смањује. Иста очекивања изнео је и ММФ у оквиру четврте и пете ревизије аранжмана.

На основу до сада исказаног чврстог опредељења Владе РС да доследно спроводи фискалну консолидацију и структурне реформе, сматрамо да ће та политика бити задржана и у наредном периоду, што ће допринети одрживости јавних финансија и обезбеђењу предуслова за одржив привредни раст.

## 8. Агрегатна тражња

Вођен пре свега домаћом тражњом, БДП је у П1 порастао за 2,9% м.г. Постигнута макроекономска стабилност, поправљање инвестиционог и пословног амбијента и наставак реализације инфраструктурних пројеката одразили су се на наставак раста приватних и државних инвестиција, од којих је потекао највећи допринос расту БДП-а. Такође, повећање запослености и зарада у приватном сектору подстакло је раст потрошње домаћинства, а позитиван допринос БДП-у дала је и финална потрошња државе. Поред домаће тражње, позитиван је и допринос нето екстерне тражње, на шта је утицао већи реални пораст извоза од увоза робе и услуга.

Узимајући у обзир до сада остварена и очекивана кретања до краја године, БДП би, према нашој

Табела III.8.1 Расподела БДП-а у П1 2016.

|                                                   | Стопе<br>раста<br>(у %) | Доприноси<br>расту БДП-а<br>(п.п.) |
|---------------------------------------------------|-------------------------|------------------------------------|
| <b>БДП, у сталним ценама<br/>претходне године</b> | <b>2,9</b>              | <b>2,9</b>                         |
| Домаћа тражња                                     | 1,9                     | 2,2                                |
| Укупна финална потрошња                           | 1,6                     | 1,5                                |
| Приватна потрошња                                 | 1,1                     | 0,8                                |
| Државна потрошња                                  | 4,0                     | 0,7                                |
| Инвестиције                                       | 3,4                     | 0,6                                |
| Инвестиције у фиксне<br>фондове                   | 6,5                     | 1,2                                |
| Приватне инвестиције                              | 2,6                     | 0,5                                |
| Државне инвестиције                               | 43,5                    | 0,8                                |
| Промене у залихама                                | -                       | -0,6                               |
| Нето извоз (извоз – увоз)                         | 5,7                     | 0,7                                |

Извор: РЗС и прерачун НБС.

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

Извор: РЗС и прерачун НБС.

процени, у 2016. требало да забележи раст од 2,5%. Раст БДП-а и даље ће бити вођен инвестицијама и извозом, а након четири године, позитиван допринос очекује се и од потрошње домаћинства.

## Домаћа тражња

Већи реални расположиви доходак по основу раста масе зарада, нижих трошкова новог задуживања и отплате постојећих кредита, као и нижих цена нафте, пружио је подстрек опоравку потрошње домаћинства. Она је у П1 порасла 1,1% мг. и позитивно допринела БДП-у са 0,8 п.п. На раст те

компоненте тражње указује кретање показатеља из области трговине, саобраћаја и туризма и угоститељства, који су у П1 битније повећани у односу на исти период претходне године. Раст је забележен и код главних извора потрошње – реалне масе зарада 4,0% мг. (6,4% мг. у приватном сектору) и трансфера социјалног осигурања 1,2% мг. Такође, знатно је повећан износ новоодобрених готовинских кредита (око 60%), који се користе и за финансирање потрошње. С друге стране, нешто нижи (за 5,3% мг.) у односу на исти период претходне године био је прилив дознака из иностранства.

Поред потрошње домаћинства, у П1 је забележен и раст финалне потрошње државе (4,0% мг.), што је у складу с буџетским планом и фискалним оквиром договореним с ММФ-ом. Позитиван допринос БДП-у ове компоненте тражње износио је 0,7 п.п. При томе, у складу с мерама фискалне консолидације, настављено је смањење расхода за зараде у јавном сектору за 0,3% мг., док су издаци за набавку робе и услуга порасли за 12,6% мг.

Релативно снажан позитиван допринос расту БДП-а у П1 потиче и од фиксних инвестиција приватног сектора (0,5 п.п.), које су на мг. нивоу порасле за 2,6%. На то указују пре свега показатељи из области грађевинарства, који су наставили позитивна кретања започета у 2015. Тако је вредност изведених радова у П1 била за 11,2% виша у односу на исти период претходне године, број издатих грађевинских дозвола за 12,2% мг., а производња грађевинског материјала за 12,0% мг. Томе су у великој мери допринеле и измене законодавства у области грађевинарства, које су олакшале процес стицања власништва над грађевинским земљиштем и омогућиле брже и једноставније издавање грађевинских дозвола.

Када је у питању вредност увезене опреме, која је на мг. нивоу у П1 смањена, велики део робног увоза најпре се евидентира као неklasификована роба, да би се након рекласификације приписао некој од ширих робних категорија. С обзиром на то да је рекласификација извршена за робни увоз у 2015, а није у потпуности завршена за П1 2016, очекујемо да би након тога и увоз опреме могао да забележи мг. раст или барем остане на релативно високом нивоу из П1 претходне године. На вероватни раст инвестиција у опрему указује и повећање извора њиховог финансирања, пре свега СДИ и новоодобрених инвестиционих кредита, који су у П1 били виши за 5,8%, односно 8,1% у односу на исти период претходне године.

Табела III.8.2. Показатељи инвестиција у П1 2016.  
(мг. стопе раста, у %)

|                                                  |      |
|--------------------------------------------------|------|
| Сектор грађевинарства (национални рачуни)        | 9,8  |
| Број издатих грађевинских дозвола                | 12,2 |
| Производња грађевинског материјала               | 12,0 |
| Вредност изведених радова (територија Србије)    | 11,2 |
| Инвестиције у фиксне фондове (национални рачуни) | 6,5  |
| Увоз опреме                                      | -4,6 |
| Производња домаћих машина и опреме               | -9,8 |
| Поправка и монтажа машина и опреме               | 19,5 |

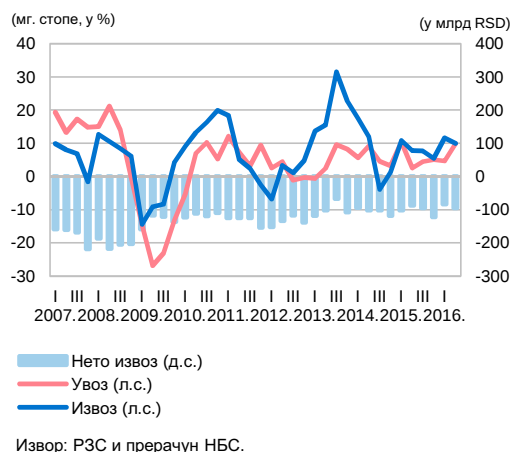
Извор: РЗС и прерачун НБС.

Висок позитиван допринос расту БДП-а међу компонентама домаће тражње у П1 потекао је од инвестиција државе (0,8 п.п.), чији је мг. раст износио 43,5%. На то указује реални раст консолидованих капиталних расхода буџета, који је последица интензивирања реализације инфраструктурних пројеката у саобраћају и енергетици.

Једина компонента домаће тражње која је негативно допринела кретању БДП-а (-0,6 п.п.) јесу залихе, код којих је забележен пад у П1. На то указује смањење залиха готових производа у индустрији (2,0% мг.), и то пре свега трајних и нетрајних потрошних добара у прехранбеној и текстилној индустрији. Поред индустријских, пад су исказале и залихе пољопривредних производа, на шта указују нижи износи крајњих залиха житарица на уласку у нову пољопривредну сезону, док су залихе енергије и интермедијарних и капиталних производа повећане у односу на исти период претходне године.

### Нето екстерна тражња

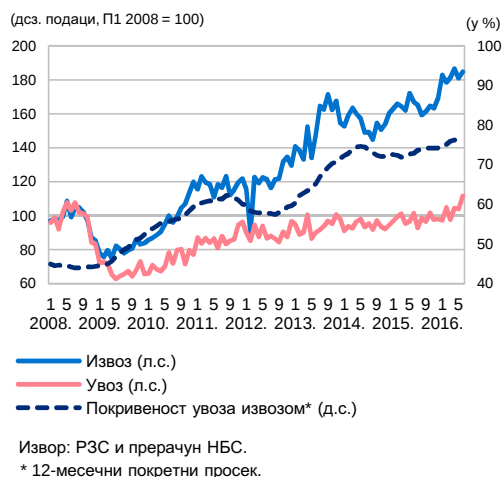
Раст екстерне тражње, који је последица убрзања економске активности у зони евра, нашем најзначајнијем спољнотрговинском партнеру, позитивно је деловао на наш извоз, који је у П1 реално порастао за 10,8% мг. и позитивно допринео кретању БДП-а са 5,2 п.п. Поред екстерне тражње, повећан је и извозни потенцијал привреде, захваљујући у највећој мери активирању раније приспелих СДИ, које су, за разлику од претходног периода, распоређене на велики број мањих извозних пројеката и широко дисперзоване по гранама прерађивачке индустрије. Додатни подстицај расту извоза потекао је и од побољшања његове ценовне конкурентности, чему је допринела просечна депрецијација реалног ефективног курса динара према евр у и долару у П1 од 0,8% мг. Реални увоз

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

робе и услуга је у П1 такође повећан за 7,4% мг., али је захваљујући бржем мг. расту реалног извоза робе и услуга допринос нето извоза БДП-у био позитиван (0,7 п.п.).

Поред високог раста у П1 (11,8% мг.), робни извоз изражен у еврима задржао је и своју дисперзованост, с обзиром на то да је повећан у 19 од 23 области прерађивачке индустрије. При томе, највећи допринос његовом мг. расту дао је извоз електричне опреме и моторних возила, а у мањој мери је повећан и извоз прехранбених, хемијских, дуванских производа и производа од гуме и пластике. С друге стране, нижи

Графикон III.8.3. Робна размена у еврима

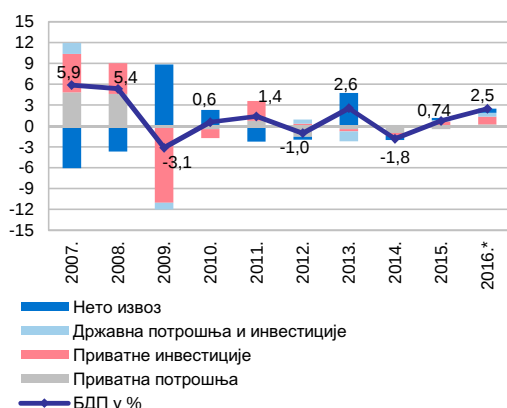


извоз у П1 забележен је код нафтних деривата и основних метала, што је у већој мери последица пада њихових цена на међународном тржишту. Посматрано по тромесечјима, робни извоз је, након снажног раста у Т1 од 8,7% дсз., у Т2 задржао релативно висок ниво и дисперзованост, уз раст од 1,4% дсз.

Када је у питању робни увоз изражен у еврима, једини раст од ширих робних категорија забележен је код увоза потрошних добара (1,0% м.г.), док су увоз опреме и репроматеријала били у паду. Међутим, треба истаћи да је увоз још увек неразврстане робе у првих шест месеци већи за чак 112,9% м.г., што је последица нешто спорије рекласификације увезене робе, па би након приписивања ове робе некој од ширих робних категорија требало очекивати промене у њиховој м.г. динамици у П1. На тромесечном нивоу, робни увоз је у Т1 практично стагнирао (0,7% дсз.), да би у Т2, вођен повећаним увозом свих робних категорија, порастао за 6,8% дсз. Раст увоза у Т2 последица је повећаних потреба за увозом опреме и репроматеријала, а порастао је и увоз потрошних добара услед опоравка приватне потрошње.

Током П1 настављено је и побољшање показатеља спољнотрговинске позиције, будући да је покривеност робног увоза извозом, мерено 12-месечним покретним просеком, у јуну 2016. износила 76,2%, што је за 1,9 п.п. више у односу на крај 2015. и 3,3 п.п. више у односу на исти месец претходне године.

Графикон III.8.4. Доприноси годишњој стопи раста БДП-а – расходна страна (у п.п.)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

\* Процена НБС.

## 9. Економска активност

Позитивна кретања у економској активности из П2 2015. настављена су и у П1 2016, уз забележен раст БДП-а од 2,9% м.г. Посматрано по секторима, највећи позитиван допринос наставили су да пружају индустрија и грађевинарство, чији је утицај био посебно изражен у Т1, када је раст БДП-а убрзан на 3,8% м.г. У Т2 је тај раст успорен на 2,0% м.г., што је последица капиталних ремонта на електроенергетским постројењима, који су се одразили на активност сектора рударства и енергетике. Раст активности током П1 забележен је и у већини услужних сектора, а позитиван допринос кретању БДП-а у том периоду дала је и пољопривреда, која се опоравила од прошлогодишње лоше сезоне.

Посматрано на нивоу тромесечја, БДП је у Т1 забележио релативно снажан раст од 1,9% дсз., док је у Т2 стагнирао. Раст у Т1 био је пре свега вођен позитивним кретањима у индустрији, на која су повољно утицали раст у зони евра и нижи трошкови

Табела III.9.1. Економска активност у П1 2016.

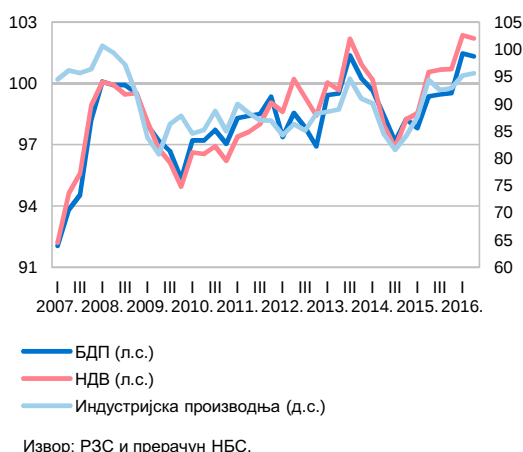
|                                                                                                           | Стопе раста (у %) | Доприноси расту БДП-а (п.п.) |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------|------------------------------|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

Извор: РЗС и прерачун НБС.

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



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



пословања по основу ниских цена нафте и нижих трошкова финансирања. Позитиван допринос потекао је и од грађевинарства захваљујући унапређењу законске регулативе и убрзаној реализацији инфраструктурних пројеката. Стагнација током Т2 у највећој мери је последица капиталних ремонта на електроенергетским постројењима, због којих је опала активност у секторима рударства и енергетике. С друге стране, позитиван допринос и у Т2 наставила је да пружа прерађивачка индустрија, вођена истим факторима као у Т1, као и поједини услужни сектори на које се позитивно одразио опоравак домаће тражње.

Раст индустрijske производње у П1 износио је 2,8% м.г., уз допринос расту БДП-а од 0,6 п.п., на шта указује раст њеног физичког обима производње од 6,1%. При томе, највећи допринос расту физичког обима дала је прерађивачка индустрија (4,6 п.п.), док је допринос рударства и енергетике био мање изражен (0,5 п.п. и 1,2 п.п., респективно). Кретања у индустрији била су изузетно повољна у Т1, када је остварен раст физичког обима производње од чак 10,4% м.г., уз позитиван допринос сва три индустриска сектора. У Т2 су регистровани успоравање тог раста (2,1% м.г.), уз наставак позитивних кретања у прерађивачкој индустрији, али и пад физичког обима производње у енергетици (9,9%) и рударству (1,2%) услед ремонта појединих електроенергетских постројења.

Наставак позитивних кретања у прерађивачкој индустрији био је претежно вођен активирањем ранијих инвестиција и повољним екстерним

кретањима, тј. наставком раста у зони евра. Такође, раст је био широко дисперзован и забележен је у 18 од 24 области, које су великим делом извозно оријентисане. Највећи позитиван допринос потекао је од раста производње хемијских производа, електричне опреме, производа од гуме и пластике, дувана и дуванских производа и хране, тј. области у којима је забележен и м.г. раст извоза у П1. Поред тога, висок раст производње остварен је и у нафтној индустрији (10,7% м.г.), делом и услед повећане потрошње нафтних деривата у осталим областима индустрије, грађевинарству и пољопривреди. С друге стране, пад физичког обима исказан је у производњи моторних возила због смањене извозне тражње за моделом аутомобила који се производи у Србији и производњи машина и опреме, што је последица високе базе из П1 2015.

Унапређење законске регулативе и интензивирање реализације инфраструктурних пројеката у саобраћају и енергетици допринели су даљим позитивним кретањима у грађевинарству, које је, према нашој процени, у П1 остварило раст од 9,8% м.г. На то указује и већина доступних показатеља из ове области. Тако је, према прелиминарним подацима, вредност изведених радова у П1 реално порасла за 11,2% м.г., док је број издатих грађевинских дозвола већи за 12,2% м.г. Настављен је и раст производње грађевинског материјала (12,0% м.г.), а број формално запослених у грађевинарству у јуну је био за 4,5% виши него на крају 2015.

Поред индустрије и грађевинарства, позитиван допринос БДП-у дала је и пољопривреда. Иако

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



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



пољопривредна сезона још није завршена, на основу досадашњих остварења могу се очекивати резултати изнад вишегодишњих просека. На то указује пре свега производња пшенице, за коју се очекује раст од око 20% у односу на претходну годину. Повољни временски услови у досадашњем делу пољопривредне сезоне указују и на натпросечне приносе у производњи кукуруза и индустријског биља. Очекивана већа производња тих култура требало би да утиче и на ниже трошкове производње у сточарству, што би, такође, могло позитивно да утиче на раст пољопривреде, а тиме и на БДП. Будући да смо у нашој пројекцији претпоставили просечну пољопривредну сезону, досадашња боља остварења представљају ризик навише у погледу раста БДП-а.

Постепени опоравак домаће тражње и већи реални расположиви доходак позитивно су деловали на раст активности у већем делу услужног сектора. То се пре свега односи на секторе трговине, саобраћаја и услуга смештаја и исхране, на шта указују и расположиви показатељи. Тако је промет у трговини на мало у П1 повећан за 8,6% м.г., број долазака туриста за 12,7% м.г., а њихових ноћења за 14,9%. Поред тога, промет у угоститељству је у П1 реално виши за 5,7% м.г., а индекс физичког обима у саобраћају за 3,5% м.г. у Т1. Опоравак активности у П1 забележен је и у услужним секторима са значајним учешћем државе (државна управа, образовање, здравствена и социјална заштита).

Имајући у виду досад забележена кретања у П1 и очекивана кретања до краја године, процењујемо да

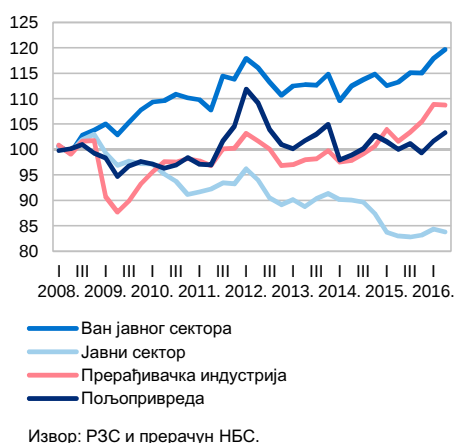
ће БДП у 2016. убрзати раст на око 2,5%. Томе би требало да допринесу наставак позитивних тенденција у прерађивачкој индустрији и грађевинарству, као и опоравак пољопривреде и већине услужних сектора.

## 10. Зараде и запосленост

Опоравак економске активности започет у 2015. почео је постепено да се прелива и на тржиште рада, па је тако у П1 забележен раст реалне нето зараде од 3,3% м.г. При томе, она је у приватном сектору порасла у већој мери (5,6% м.г.), док је повећање плата у образовању и здравству почетком године утицало на благо повећање реалне нето зараде у јавном сектору (0,8% м.г.). Бржи раст зараде у приватном у односу на јавни сектор смањило је јаз у просечним зарадама између ова два сектора. Тако је просечна номинална зарада у јавном сектору током П1 у просеку била за 5,0% виша него у приватном, што је смањење од 3,9 п.п. у односу на исти период претходне године. Такође, у априлу је, први пут откако се примењује актуелна методологија обрачуна зарада, просечна номинална зарада у приватном сектору надмашила зараду у јавном сектору.

Раст просечне зараде је, уз повећану формалну запосленост, утицао и на повећање реалне масе нето зарада у П1 за 4,0% м.г. И у случају масе зарада, доминантан утицај на њен раст у П1 имао је приватни сектор, у коме је она повећана 6,4% м.г., док је маса зарада у јавном сектору забележила благ м.г. пад (0,7%). Просечна исплаћена номинална нето зарада у

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



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



РС у П1 је износила 45.085 динара и била је за 4,3% виша него у истом периоду претходне године.

Јединични трошкови рада у прерађивачкој индустрији, која производи највећи део разменљивих добара, повећани су у П1 (3,7%) у односу на исти период претходне године. При томе, активност у прерађивачкој индустрији је наставила да расте брже од запослености, што је водило наставку раста продуктивности овог сектора, али је тај раст ипак био нижи од повећања бруто реалне зараде. Посматрано на тромесечном нивоу, јединични трошкови рада су након раста од 2,5% дсз. у Т1, у Т2 смањени за 1,3% дсз.

Поред раста зарада, повољне трендове на тржишту рада у П1 допуњује и кретање запослености и незапослености. Тако је, према подацима Републичког завода за статистику добијених из базе Централног регистра обавезног социјалног осигурања, формална запосленост у јуну била за 1,8% виша у односу на децембар 2015. При томе, забележен је раст броја запослених код правних лица, као и приватних предузетника и запослених код њих, док је број индивидуалних пољопривредника смањен. Посматрано по делатностима, највећи раст запослености регистрован је у секторима прерађивачке индустрије, трговине и грађевинарства, који су и били главни покретачи привредног раста у П1. Запосленост је повећана и у већем броју услужних сектора. С друге стране, број формално запослених смањен је у секторима саобраћаја, здравства, пољопривреде и енергетици.

Раст формалне запослености је у П1 био праћен и смањењем броја незапослених. Према подацима Националне службе за запошљавање, број незапослених је у јуну износио 706.611 лица, што је за 17.485 лица мање него на крају 2015, односно за близу 40.000 мање у поређењу са истим месецом претходне године. Пад незапослености уочен је и у свим групама занимања, при чему је највише био изражен у оним групама које су повезане са секторима прерађивачке индустрије, трговине и угоститељства.

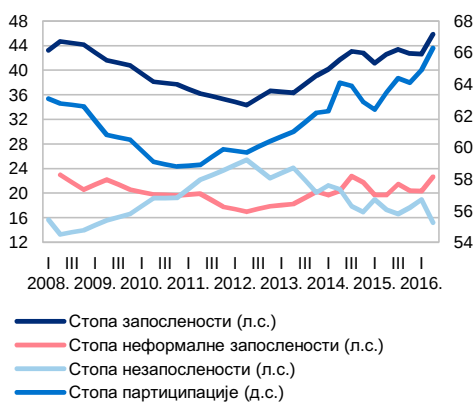
Према подацима Анкете о радној снази, стопа запослености је у односу на крај 2015. повећана 3,1 п.п. и у Т2 је износила 45,9%. То повећање добија у још већој мери на значају јер је надмашило раст понуде радне снаге на тржишту, која је, мерено

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

|                                                      | 2015. |      | 2016. |      |
|------------------------------------------------------|-------|------|-------|------|
|                                                      | Т3    | Т4   | Т1    | Т2   |
| Укупан број формално запослених                      | 0,7   | -0,9 | 0,2   | 1,6  |
| Запослени код правних лица                           | 0,7   | -1,2 | 0,1   | 1,4  |
| Приватни предузетници и индивидуални пољопривредници | 1,4   | 0,5  | 1,1   | 3,5  |
| Незапослена лица                                     | -1,4  | -1,2 | -0,9  | -1,1 |
| Први пут траже запослење                             | -1,3  | -1,6 | 3,4   | -5,7 |
| Била у радном односу                                 | -1,1  | -1,7 | 1,6   | -4,7 |
|                                                      | -1,5  | -1,6 | 4,4   | -6,1 |

Извор: РЗС и Национална служба за запошљавање.

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



Извор: РЗС.

стопом партиципације, у истом периоду повећана за 2,2 п.п., на 66,3%. Већа запосленост се у одређеној мери дугује и повећању неформалне запослености (за 2,3 п.п., на 22,7%), пре свега у сектору пољопривреде, што је делом повезано и са сезонски повећаним ангажовањем радника у овој области.

Повећање запослености праћено је и смањењем незапослености, чија је стопа у П1 смањена за 2,5 п.п., на 15,2%. Знатно је побољшана ситуација у погледу незапослености међу младом популацијом (15–24 године), која је са 44,9% у Т4 2015. смањена на 36,2% у Т2 2016. Истовремено, смањено је учешће дугорочно незапослених у укупном броју незапослених за 4,4 п.п. у П1 и оно је у Т2 износило 67,0%.

**Додатак 1. Програм монетарне политике Народне банке Србије у 2016. години**

**П р о г р а м**  
**монетарне политике Народне банке Србије**  
**у 2016. години**

1. У складу са Законом о Народној банци Србије – основни циљ монетарне политике је постизање и одржавање средњорочне стабилности цена, чиме се доприноси очувању стабилности финансијског система и остваривању одрживог економског раста.
2. Монетарна политика Народне банке Србије у 2016. години водиће се у режиму циљања инфлације чији су основни принципи дефинисани Меморандумом Народне банке Србије о циљању (таргетирању) инфлације као монетарној стратегији<sup>1</sup> и Споразумом о циљању (таргетирању) инфлације<sup>2</sup>, који су закључиле Народна банка Србије и Влада РС.
3. Циљ монетарне политике Народне банке Србије изражен је нумерички – као годишња процентуална промена индекса потрошачких цена – и износи  $4,0\% \pm 1,5$  п.п. у 2016. години<sup>3</sup>. Постављени циљ и даље је изнад нивоа квантитативне дефиниције ценовне стабилности и нивоа циљане инфлације у развијеним земљама (2,0% или 2,5%), пошто је заснован на оцени да у овом периоду неће бити завршене структурне реформе и либерализација цена, тј. номинална, реална и структурна конвергенција са Европском унијом.
4. У остваривању утврђеног циља за инфлацију, основни инструмент монетарне политике је каматна стопа која се примењује у спровођењу главних операција на отвореном тржишту. Висина те стопе мењаће се доследно и предвидиво, у зависности од економских кретања и пројекције инфлације, узимајући у обзир и њен утицај на финансијску стабилност. Поред основног, Народна банка Србије користиће и друге инструменте монетарне политике, пре свега политику обавезне резерве. Коришћењем макропруденцијалних инструмената наставиће да доприноси очувању стабилности и јачању отпорности финансијског система.
5. Спроводећи режим руковођено пливајућег девизног курса, Народна банка Србије ће интервенисати на девизном тржишту ради смањења прекомерних краткорочних осцилација девизног курса, очувања стабилности финансијског система и одржавања адекватног нивоа девизних резерви.
6. Пошто пројекције указују на ниске инфлаторне притиске у 2016. години и раст бруто домаћег производа испод потенцијала, монетарна политика биће експанзивна и даваће подстрек започетом економском опоравку. Ублажавање мера монетарне политике пратиће темпо фискалног прилагођавања и зависиће од кретања актуелних макроекономских показатеља и економских ризика – како домаћих тако и екстерних. Смањење стопе обавезне резерве банака и очекивани позитивни ефекти примене Стратегије за решавање проблематичних кредита требало би да допринесу бољем функционисању кредитног канала, а тиме и ефикаснијој трансмисији мера монетарне политике на реални сектор.
7. У режиму циљања инфлације важна је координација монетарне и фискалне политике. Влада РС се Споразумом о циљању (таргетирању) инфлације обавезала да ће спроводити одрживу и предвидиву фискалну политику. Народна банка Србије очекује да ће до сада усвојене и најављене мере фискалне консолидације и структурних реформи у 2016. години, као и наставак сарадње с Међународним монетарним фондом, допринети повећању отпорности домаће економије на екстерне шокове и тиме олакшати одржавање ниске и стабилне инфлације.

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

<sup>2</sup> Споразум о циљању (таргетирању) инфлације закључен је 24. децембра 2008. године.

<sup>3</sup> Меморандум Народне банке Србије о циљаним стопама инфлације до 2018. године усвојен је на седници Извршног одбора Народне банке Србије од 13. августа 2015.

8. У окружењу ниске и предвидиве инфлације и стабилног девизног курса, Народна банка Србије наставиће да спроводи стратегију динаризације како би смањила осетљивост привреде и становништва на промене курса динара и истовремено повећала ефикасност мера монетарне политике.

9. У случају да одступање инфлације од утврђеног циља траје дуже од шест узастопних месеци, Народна банка Србије писмено ће обавестити Владу РС о разлозима тог одступања, мерама које је потребно предузети и времену у коме се очекује повратак инфлације у циљани распон.

10. Делујући транспарентно и одговорно према јавности, ради одржавања инфлационих очекивања око нивоа циљане инфлације, Народна банка Србије комуницираће с јавношћу на следеће начине: а) саопштењима за јавност, б) конференцијама за штампу, в) извештајем о инфлацији, г) извештајем о стабилности финансијског система и д) другим публикацијама.



## Списак графикана и табела

### Графикони

|           |                                                                                                              |    |
|-----------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| II.2.1.   | Референтна каматна стопа и коридор каматних стопа                                                            | 9  |
| II.2.2.   | Стање продатих/купљених ХоВ Народне банке Србије                                                             | 9  |
| II.2.3.   | Обим стерилизације ликвидности инструментима монетарне политике                                              | 10 |
| III.3.1.  | Кретање цена (мг. стопе, у %)                                                                                | 12 |
| III.3.2.  | Допринос мг. стопи раста потрошачких цена                                                                    | 12 |
| III.1.1.  | Ревизија прогноза реалног раста БДП-а за 2016. и 2017. ММФ-а                                                 | 15 |
| III.1.2.  | Кретање хармонизованог индекса потрошачких цена по земљама                                                   | 16 |
| III.1.3.  | Кретање курсева одређених националних валута према долару                                                    | 17 |
| III.1.4.  | Кретање цена нафте и бакра                                                                                   | 18 |
| III.1.5.  | Индекс светских цена хране                                                                                   | 18 |
| III.2.1.  | Покривеност текућег дефицита СДИ                                                                             | 19 |
| III.2.2.  | Структура финансијског биланса                                                                               | 20 |
| III.2.3.  | Покривеност увоза девизним резервама                                                                         | 21 |
| III.2.4.  | Међународна инвестициона позиција                                                                            | 22 |
| III.3.1.  | Динарска ликвидност                                                                                          | 22 |
| III.3.2.  | Кретање каматних стопа                                                                                       | 23 |
| III.3.3.  | Примарно тржиште државних ХоВ у динарима – коефицијент реализације и учешће страних инвеститора              | 23 |
| III.3.4.  | Каматне стопе на примарном тржишту државних ХоВ                                                              | 23 |
| III.3.5.  | Кретање каматних стопа на динарске кредите и депозите привреди и становништву                                | 24 |
| III.3.6.  | Кретање каматних стопа на девизне кредите и депозите привреди и становништву                                 | 24 |
| III.3.7.  | Показатељ премије ризика – <i>EMBI</i> по земљама                                                            | 25 |
| III.3.8.  | Кретање курса динара и интервенције Народне банке Србије на девизном тржишту                                 | 26 |
| III.3.9.  | Кретање курсева одређених националних валута према евра                                                      | 26 |
| III.3.10. | Кретање курса динара и евра према долару                                                                     | 27 |
| III.3.11. | Индекс <i>BELEX15</i> и промет на Београдској берзи                                                          | 27 |
| III.4.1.  | Монетарни агрегати и потрошачке цене                                                                         | 29 |
| III.4.2.  | Кредитна активност и БДП                                                                                     | 30 |
| III.4.3.  | Структура новоодобраних кредита привреди                                                                     | 31 |
| III.4.4.  | Структура новоодобраних кредита становништву                                                                 | 31 |
| III.4.5.  | Утицај појединих фактора на промену кредитних стандарда у одобравању кредита и кредитних линија предузећима  | 32 |
| III.4.6.  | Утицај појединих фактора на промену кредитних стандарда у одобравању кредита и кредитних линија становништву | 32 |
| III.5.1.  | Учешће динарских пласмана у укупним пласманима банака привреди и становништву                                | 33 |
| III.5.2.  | Секторска структура пласмана банака                                                                          | 33 |
| III.5.3.  | Учешће динарских депозита у укупним депозитима привреде и становништва                                       | 33 |
| III.5.4.  | Секторска структура депозита банака                                                                          | 34 |
| III.6.1.  | Текућа инфлација и инфлациона очекивања 12 месеци унапред                                                    | 34 |
| III.6.2.  | Циљана инфлација и инфлациона очекивања 12 месеци унапред – финансијски сектор                               | 34 |
| III.6.3.  | Перципирана и очекивана инфлација становништва                                                               | 35 |
| III.7.1.  | Буџетски приходи, расходи и резултат                                                                         | 35 |
| III.7.2.  | Јавни дуг                                                                                                    | 36 |
| III.8.1.  | Доприноси мг. стопи раста БДП-а – расходна страна                                                            | 37 |
| III.8.2.  | Извоз и увоз робе и услуга                                                                                   | 38 |

|                                                                                                              |    |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| III.8.3. Робна размена у еврима                                                                              | 38 |
| III.8.4. Доприноси годишњој стопи раста БДП-а – расходна страна                                              | 39 |
| III.9.1. Доприноси мг. стопи раста БДП-а – производна страна                                                 | 40 |
| III.9.2. Кретање показатеља економске активности                                                             | 40 |
| III.9.3. Доприноси мг. расту физичког обима индустријске производње                                          | 41 |
| III.9.4. Доприноси годишњој стопи раста БДП-а – производна страна                                            | 41 |
| III.10.1. Кретање реалне нето зараде                                                                         | 42 |
| III.10.2. Кретање продуктивности, бруто реалних зарада и јединичних трошкова рада у прерађивачкој индустрији | 42 |
| III.10.3. Показатељи тржишта рада према Анкети о радној снази                                                | 43 |

#### Табеле

|                                                                        |    |
|------------------------------------------------------------------------|----|
| III.3.1. Раст и доприноси компоненти расту потрошачких цена у П1 2016. | 13 |
| III.1.1. Процена привредног раста по земљама                           | 15 |
| III.2.1. Платни биланс Републике Србије                                | 19 |
| III.4.1. Биланс Народне банке Србије                                   | 28 |
| III.4.2. Монетарни преглед                                             | 29 |
| III.8.1. Расподела БДП-а у П1 2016.                                    | 37 |
| III.8.2. Показатељи инвестиција у П1 2016.                             | 38 |
| III.9.1. Економска активност у П1 2016.                                | 39 |
| III.10.1. Кретања формалне запослености и незапослености               | 42 |



**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