

## 7. Monetarni tokovi i politika

Zadržavanje međugodišnje stope inflacije ispod ciljanog okvira NBS, kao i priliv kapitala iz inostranstva usled mera kvantitativnog popuštanja Evropske centralne banke otvorili su prostor za dalje relaksiranje monetarne politika u Q1. NBS je od marta pristupila smanjenju referentne kamatne stopa koja nakon korekcija u aprilu i maju iznosi 6,5%, što je ujedno i najniža vrednost ove stope u režimu ciljanja inflacije. Priliv kapitala iz inostranstva uticao je i na povećane aprecijacijske pritiske na kurs dinara usled čega je NBS u Q1 intervenisala na međubankarskom deviznom tržištu neto kupovinom 170 miliona evra što je nastavljeno i u aprilu sa neto kupovinom 110 miliona evra. Usled delovanja ovih faktora, neto sopstvene rezerve NBS su u Q1 povećane za 489 miliona evra što se pozitivno odrazilo i na rast primarnog novca od početka godine. Na rast primarnog novca je pozitivno delovalo i povlačenje poslovnih banaka iz REPO plasmana ali je neto domaća aktiva ipak zabeležila pad u Q1 usled smanjene potrošnje države i pada na računu ostale domaće neto aktive. Trend pada kreditne aktivnosti nastavlja se od početka godine iako je rast kursa švajcarskog franka prividno povećao kreditne plasmane stanovništvu. U bankarskom sektoru pored pada kreditne aktivnosti beleži se i pad i na strani izvora za njihovo finansiranja. Procenat problematičnih kredita zaključno sa aprilom beleži rast od 0,3 procenta poena od početka godine najviše zahvaljujući rastu u segmentu problematičnih kredita plasiranih pravnim licima.

### Centralna banka: bilans i monetarna politika

*NBS od početka godine  
snažnije relaksira  
monetarnu politiku*

Međugodišnja stopa inflacije nastavila je da beleži vrednosti ispod ciljanog okvira NBS i u Q1 usled čega je otvoren prostor za dalje relaksiranje monetarne politike. Referentna kamatna stopa korigovana je prvi put tek u martu za 0,5 procentnih poena (p.p.) iako je u januaru međugodišnja stopa inflacije bila tek 0,1% dok je u februaru povećana na 0,8% međugodišnje. Nakon korekcije u martu NBS je ponovo u aprilu i maju izvršila dodatna smanjenja za po 0,5 p.p. nakon čega trenutna referentna kamatna stopa iznosi 6,5% što je ujedno i najniži nivo referentne stope od kada NBS primenjuje monetarnu strategiju ciljanja inflacije. U uslovima niske i stabilne inflacije koja je prisutna već duži period javlja se mogućnost dodatnog smanjivanja referentne kamatne stope u narednom periodu. Likvidnost bankarskog sektora je tokom prvog kvartala opadala usled čega su banka povukle celokupna sredstva plasirana u REPO hartije NBS. Tokom aprila i maja dinarska likvidnost banaka raste, po osnovu prodaje deviza NBS, usled čega ponovo rastu plasmani u REPO hartije. Nakon izmene Odluke o obaveznoj rezervi banaka iz januara meseca kojom su smanjene stope obavezne devizne rezerve i povećani delovi koji se izdvajaju u dinarima, NBS nije više koristila ovaj instrument u cilju daljeg oslobađanja devizne likvidnosti. Na poslednjoj sednici izvršnog odbora NBS u maju pored smanjenja referentne kamatne stope usvojena je i izmena Odluke o kamatnim stopama kojom se koridor kamatnih stopa u odnosu na referentnu sa +/-2,5% smanjuje na +/-2%. Ovom izmenom je barem do naredne korekcije neutralisano poslednje smanjenje referentne kamatne stope jer je kamatna stopa na depozitne olakšice praktično zadržana na nivou od 4,5%.

Tabela T7-1. Srbija: NBS intervencije i devizne rezerve 2013-2015

	2013				2014				2015
	Mar	Jun	Sep	Dec	Mar	Jun	Sep	Dec	Mar
Repo stok (u milionima evra)	678,86	663,82	832,03	966,40	783,96	824,19	387,39	69,48	2,85
Repo stopa NBS	11,75	11,00	11,00	9,50	9,50	8,50	8,50	8,00	7,50
repo stopa korigovana za inflaciju	6,95	3,31	13,24	10,38	4,38	5,09	6,78	10,63	-1,13
repo stopa korigovana za promene kursa	19,25	12,85	12,83	9,25	5,28	7,08	0,03	-1,94	11,33
Intervencije NBS na međubankarskom dev. tržištu (u milionima evra, kumulativno)	10,00	-215,00	-140,00	375,00	-800,00	-630,00	-855,00	-1620,00	170,00
	kumulativni, u % od stanja početnog M2 <sup>1)</sup>								
Neto sopstvene rezerve <sup>2)</sup>	12,5	7,1	17,9	43,2	-31,2	-4,9	2,0	-6,6	33,5
Neto Domaća aktiva (NDA)	-15,3	-3,9	-16,2	-31,3	12,2	-11,4	-7,6	15,6	-28,4
Dinarski depoziti države <sup>3)</sup>	1,0	-1,2	-4,7	-19,9	3,3	-14,6	-24,3	-9,5	-8,4
Repo operacije i trajna prodaja hartija NBS <sup>4)</sup>	-16,0	-14,7	-23,8	-30,7	9,2	6,5	28,9	46,0	3,7
Ostala (domaća) aktiva, neto <sup>5)</sup>	-0,3	12,0	12,4	19,3	-0,3	-3,4	-12,2	-20,9	-23,8
Primarni novac	-2,8	3,3	1,7	12,0	-19,0	-16,3	-5,6	9,0	5,1
od čega: gotovina u opticaju	-3,9	-0,7	1,0	5,4	-5,2	-3,5	0,5	3,7	-7,4
od čega: slobodne rezerve	0,6	2,1	-1,4	4,4	-12,1	-11,6	-7,3	-0,6	11,6
	u milionima evra, kumulativni od početka godine								
Narodna banka Srbije, neto	30,01	-992,01	-1.041,50	943,97	-608,63	-725,22	169,79	-778,03	-101,66
Bruto rezerve	-385,77	-1.576,91	-1.822,60	240,33	-793,11	-1.090,74	-276,23	-1.309,69	-671,02
Obaveze	415,78	584,90	781,10	703,63	184,49	365,52	446,02	531,66	569,35
MMF	401,14	568,40	759,83	695,60	182,35	364,90	446,72	539,97	579,34
Ostale obaveze	14,65	16,50	21,27	8,03	2,14	0,61	-0,70	-8,31	-9,98
STRUKTURA NETO REZERVU NBS									
1. Narodna banka Srbije, neto	30,01	-992,01	-1.041,50	943,97	-608,63	-725,22	169,79	-778,03	-101,66
1.1 Depoziti poslovnih banaka	911,80	967,01	1.058,25	240,42	-125,77	91,72	28,90	610,69	590,01
1.2 Depoziti države	-811,79	47,05	209,55	-359,83	144,17	541,44	-162,64	48,59	0,60
1.3 NBS sopstvene rezerve	130,02	22,06	226,30	824,56	-590,22	-92,05	36,05	-118,75	488,94
(1.3 = 1 - 1.1 - 1.2)									

Izvor: NBS.

1) "Početnim M2" označava se stanje primarnog novca na početku odnosno godine, tj. kraju prethodne.

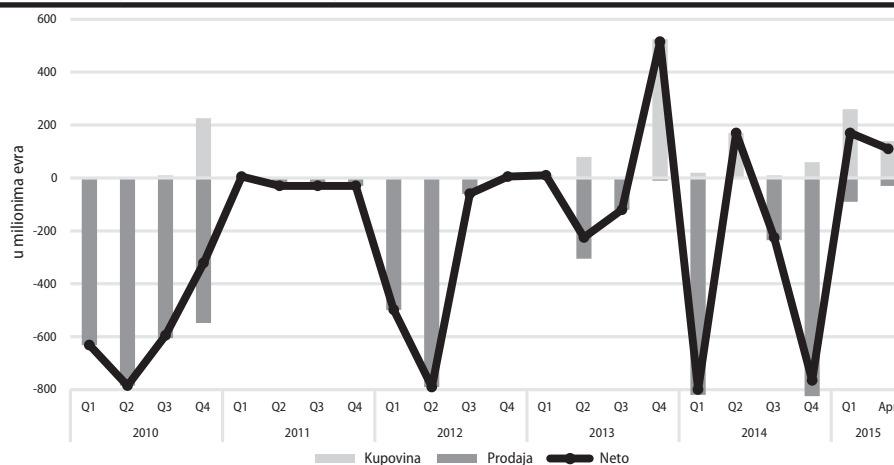
2) Definicija neto sopstvenih rezervi NBS data je u odeljku 8 „Monetarni tokovi i politika“, Okvir 4, QM br. 5.

3) U „država“ uključeni su svi nivoi vlasti: republički nivo i nivo lokalne samouprave.

4) Ova kategorija uključuje Blagajničke zapise NBS (BZ), i repo operacije.

5) Ostala domaća aktiva neto uključuje: domaće kredite (neto potraživanja od banaka, isključujući BZ i repo transakcije; neto potraživanja od privrede) zajedno s ostalom aktivom (kapital i rezerve; i stavke u bilansu: ostala aktiva i ostala pasiva) i korigovana je za promenu kursa.

Grafikon T7-2. Srbija: NBS intervencije na međubankarskom deviznom tržištu 2010-2015



Izvor: NBS

### Otkup deviza na MDT pozitivno delovao na rast neto sopstvenih rezervi

Nakon jakih deprecijacijskih pritisaka koji su obeležili drugu polovinu 2014. godine, na međubankarskom deviznom tržištu (MDT) od početka godine dolazi do stabilizacije i promene smera intervencija NBS ka sprečavanju veće aprecijacije dinara. U Q1 je NBS na MDT bila neto kupac deviza sa iznosom od 170 miliona evra kako bi neutralisala prevelike dnevne oscilacije kursa (Grafikon T7-2). Aprecijacijski pritisci nastavljeni su i u aprilu kada je NBS intervenisala prvo prodajom 30 miliona evra a zatim kupovinom 140 miliona evra kako bi smanjila pritiske ka jačanju domaće valute. Iako su intervencija NBS u proteklih nekoliko godina uglavnom bile usmerene sprečavanje većeg slabljenja dinara, od početka ove godine cilj intervencija je da se spreči snažnije jačanje dinara. Ocenjujemo da sprečavanje jačanje dinara predstavlja adekvatnu

politiku NBS kako zbog još uvek visokih spoljnih neravnoteža tako i zbog podrške dugoročnom rastu privrede. Jačanje dinara predstavlja mač sa dve oštrice jer se u kratkom roku vrlo brzo mogu osetiti pozitivni efekti kod dužnika sa indeksiranim kreditima ili uvoza iz inostranstva koji na taj način postaje jeftiniji. Ipak, efekat u dugom roku bi bio krajnje nepovoljan jer bi dodatno pogoršao konkurentsku poziciju domaće privrede i time još više otežao privredni rast i kreiranje novih radnih mesta.

Usled otkupa deviza na MDT neto sopstvene rezerve<sup>1</sup> NBS su u Q1 povećane za 489 milina evra (u Q4 2014. usled prodaje deviza neto sopstvene rezerve smanjene za 155 miliona evra, Tabela T7-1). Rast neto sopstvenih rezervi pozitivno se odrazio i na nivo primarnog novca koji je u Q1 povećan za 5% od vrednosti sa početka godine. Veći rast primarnog novca sprečio je pad na strani neto domaće aktive (NDA) koji je u Q1 iznosio -28,4% od vrednosti primarnog novca sa početka godine. Iako su poslovne banke povlačenjem iz REPO operacija pozitivno delovale na kreiranje primarnog novca, pad NDA je posledica smanjene potrošnje države u ovom periodu kao i smanjenjem od -23,8% vrednosti primarnog novca sa početka godine je koji je zabeležen na računu ostale neto domaće aktive.

**Potrebno je da NBS nastavi sa relaksacijom monetarne politike**

Ocenjujemo da je potrebno da NBS nastavi sa smanjenjem restriktivnosti monetarne politike sve dok se stopa inflacije ne stabilizuje oko sredine ciljnog intervala. Smanjenje restriktivnosti monetarne politike predstavlja adekvatan odgovor NBS na ekspanzivnu politiku ECB. NBS na taj način sprečava jačanje dinara u odnosu na EUR, a svako jačanje dinara, ma koliko kratkoročno popularno, negativno bi uticalo na konkurentnost privrede Srbije, kao i na perspektive za njena rast.

## Monetarni sistem: struktura i tokovi novčane mase

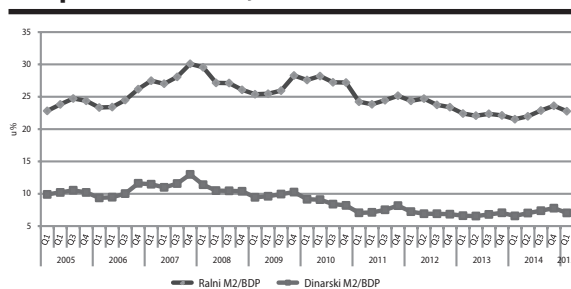
**Nastavljen rast novčane mase u Q1 ...**

U prva tri meseca novčana masa M2<sup>2</sup> zabeležila je nominalni rast u odnosu na isti period prethodne godine od 8,5%. Nominalni rast postoji i kod kredita nedržavnom sektoru od 5,8% međugodišnje koji nakon korekcije za promenu kursa iznosi 2,8% međugodišnje (Tabela T7-4). Kada uračunamo i stopu inflacije, realni rast M2 u Q1 iznosi 6,4% međugodišnje dok se realni rast kredita nedržavnom sektoru smanjuje na 0,8% međugodišnje<sup>3</sup>. Ovo je ujedno i prvi kvartal u prethodne tri godine u kojem je zabeležen realni rast kredita nedržavnom sektoru pri čemu se rast duguje kombinovanom efektu niske baze iz prethodne godine, koji je dodatno osnažen jačanjem kursa švajcarskog franka što je prouzrokovalo jednokratno povećanje vrednosti kredita indeksiranih u ovoj valuti a koji se iskazuju u dinarima. Usled delovanja ovih faktora u segmentu kredita domaćinstvima rast u Q1 iznosi 3,4% međugodišnje, pri čemu bi nakon korekcije za promenu kursa švajcarskog franka stopa iznosila 1,3% (u Q4 2014. godine krediti nedržavnom sektoru su zabeležili realan pad od -2,6% međugodišnje, pri čemu je kod domaćinstava zabeležen

realan rast od 1,8% međugodišnje). Uobičajeno sezonsko smanjivanje kreditne aktivnosti dodatno je pojačano dospevanjem ranije odobrenih subvencionisanih kredita.

Posmatrano u odnosu na vrednost sa početka godine, novčana masa smanjena je za -1,6% što predstavlja uobičajenu sezonsku fluktaciju. Smanjivanje novčane mase od početka godine vršeno je po osnovu povećanja depozita na računu države usled pozitivnih efekata fiskalne konsolidacije usled čega je NDA zabeležila pad od 1,6% od početne vrednosti

**Grafikon T7-3. Srbija: kretanje novčane mase kao procenat BDP-a, 2005-2015**



Izvor: Proračun QM-a

<sup>1</sup> Vraćanje kredita NBS prema MMF je takođe uticalo na smanjenje deviznih rezervi (videti poglavlje o Platnom bilansu)

<sup>2</sup> Pod monetarnim agregatom M2 u sekciji Monetarni tokovi i politika obuhvatamo uži agregat M1, štedne i oročene depozite kao i devizne depozite u poslovnim bankama. Usled toga, agregat M2 koji mi posmatramo odgovara monetarnom agregatu M3 u izveštajima NBS.

<sup>3</sup> Realni rast kredita nedržavnom sektoru bez korekcije za promenu kursa iznosi 3,7% međugodišnje.

M2. Sa druge strane neto strana aktiva (NSA) je pozitivno uticala na rast novčane mase prvenstveno po osnovu kursnih razlika usled čega je zabeležen rast od 3,2% od početne vrednosti M2.

**Tabela T7-4. Srbija: rast novca i agregata koji mu doprinose, 2013–2015**

	2013				2014				2015
	Mar	Jun	Sep	Dec	Mar	Jun	Sep	Dec	Mar
	<b>12-m, u %</b>								
M2 <sup>1)</sup>	8,2	4,5	6,1	4,6	4,2	4,8	6,6	8,7	8,5
Kreditni nedržavnom sektoru <sup>2)</sup> (promena stanja u dinarima)	1,9	-0,5	-4,4	-4,5	-6,1	-4,5	-1,2	2,9	5,8
Kreditni nedržavnom sektoru <sup>3)</sup> (korigovani tokovi za promenu kursa)	1,6	0,6	-4,1	-5,0	-8,2	-5,4	-3,7	-0,8	2,8
Domaćinstva	3,0	2,9	2,9	2,6	2,0	2,5	3,0	3,6	5,5
Privreda	0,9	-0,6	-7,6	-8,8	-13,4	-9,7	-7,3	-3,4	1,2
	<b>12-m realni, u %</b>								
M2 <sup>1)</sup>	-2,6	-4,7	1,2	2,3	1,9	3,5	4,3	6,7	6,4
Kreditni nedržavnom sektoru <sup>2)</sup> (promena stanja u dinarima)	-8,2	-9,2	-8,9	-6,5	-8,3	-5,7	-3,3	1,1	3,7
Kreditni nedržavnom sektoru <sup>3)</sup> (korigovani tokovi za promenu kursa)	-8,7	-8,2	-8,5	-7,0	-10,3	-6,7	-5,8	-2,6	0,8
Domaćinstva	-7,5	-6,1	-1,9	0,4	-0,3	1,2	0,7	1,8	3,4
Privreda	-9,3	-9,3	-11,8	-10,7	-15,4	-10,8	-9,3	-5,1	-0,8
	<b>u milijardama dinara na kraju perioda</b>								
Novčana masa: M2 <sup>1)</sup>	1.622,7	1.659,8	1.705,8	1.719,3	1.691,4	1.740,2	1.818,4	1.865,4	1.835,4
Novčana masa: dinarski M2 <sup>1)</sup>	478,8	492,5	519,5	547,6	516,4	555,3	587,1	614,3	567,8
Devizni depoziti (privreda i domaćinstva)	1.143,8	1.167,3	1.186,3	1.169,3	1.175,0	1.185,0	1.231,3	1.251,2	1.267,7
	<b>kumulativni, u % od početog M2<sup>4)</sup></b>								
M2 <sup>1)</sup>	-1,2	1,1	3,9	4,6	-1,5	1,4	5,9	8,7	-1,6
Neto strana aktiva (NSA), dinarski prirast	7,2	2,7	5,2	10,6	0,2	-0,1	11,7	11,1	3,2
Neto domaća aktiva (NDA)	-8,4	-1,6	-1,3	-6,0	-1,6	1,4	-5,8	-2,5	-4,7

Izvor: NBS

1) Novčana masa: komponente – v. Analitičke i notacijske konvencije QM-a.

2) Kreditni nedržavnom sektoru – krediti privredi (uključujući lokalnu samoupravu) i domaćinstvima.

3) Tokovi su korigovani za promenu kursa. Korekcije su sprovedene pod pretpostavkom da je 70% kredita nedržavnom sektoru (i domaćinstvima i privredi) indeksirano prema evru.

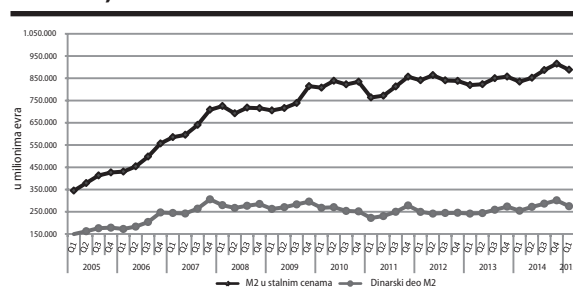
4) Početnim M2 označava se stanje M2 na početku odnosno, tj. na kraju prethodne godine.

**U okviru rasta M2 svi elementi zabeležili pozitivan doprinos...**

**... pri čemu prednjače devizni depoziti**

U strukturi nominalnog rasta novčane mase M2 koji u Q1 iznosio 8,5% međugodišnje, kao i u prethodnom kvartalu najveći pojedinačni doprinos se duguje rastu deviznih depozita. Rast deviznih depozita je blago povećan u odnosu na kraj prethodne godine usled čega su sa 5,5 procentnih poena (p.p.) doprineli povećanju novčane mase (u Q4 2014. devizni depoziti su sa 4,8% doprinosili rastu M2).

**Grafikon T7-5. Stanje novčane mase u stalnim cenama, 2005–2015**



Izvor: Proračun QM-a

Preostali elementi novčane mase M2 su takođe pozitivno delovali u Q1 pri čemu je najuži agregat M1 učestvovao u rastu sa 2,2 p.p. dok su štedni i oročeni depoziti usled sporijeg međugodišnjeg nominalnog rasta smanjili svoj doprinos na 0,8 p.p. (u Q4 2014. štedni i oročeni depoziti doprinosili rastu M2 sa 1,4 p.p.)

## Bankarski sektor: plasmani i izvori finansiranja

**U Q1 nastavljen negativni trend pada kreditne aktivnosti**

Neto plasmani poslovnih banaka beleže pad i u Q1 što predstavlja nastavak negativnog trenda iz prošle godine, pri čemu ipak treba istaći da je pad znatno manji nego u prethodnim kvartalima. Negativni plasmani u Q1 u iznosu od 20 miliona evra posledica su povlačenja gotovo celokupnih sredstava koje su banke imale u REPO zapisima NBS (u 2014. godini pad ukupnih plasmana banaka iznosio je 437 miliona evra, Tabela T7-6). Pošto su banke povukle 66 miliona evra iz REPO operacija, blagi rast kredita državi i nedržavnom sektoru nije bio dovoljan da nadomesti ovaj pad. Neto kreditni plasmani nedržavnom sektoru u Q1 iznosili su 24 miliona evra što je smanjenje u odnosu na prethodni kvartal kada su plasmani iznosili 61 milion evra. Rast plasmana nedržavnom sektoru u Q1 posledica je zabeleženog rasta na računima plasmana stanovništvu od 111 miliona evra. Rast vrednosti plasmana stanovništvu nažalost nije rezultat bitnijeg oporavka kreditne aktivnosti u ovom segmentu nego isključivo jačanja kursa švajcarskog franka u januaru. Dinar je u odnosu na franak u januaru deprecirao za 17,74% što je uticalo da se u bilansima banaka uveća vrednost za kredite koji su indeksirani u francima. Samo po ovom osnovu na strani ukupnih plasmana stanovništvu je trebao da se zabeleži rast od 137 miliona evra dok

je on iznosio 64 miliona, što de facto pokazuje da se stanovništvo u januaru razduživalo prema bankama na strani evro indeksiranih kredita. Ako zanemarimo januar i posmatramo podatke za naredna tri meseca, primećuje se umereni oporavak kreditne aktivnosti u segmentu stanovništva za oko 70 miliona evra. U istom periodu privreda se razdužila za 84 miliona evra i time dodatno umanjila realni nivo plasmana (Grafikon T7-7). U segmentu prekograničnih kredita nije bilo većih aktivnosti i na nivou Q1 se beleži minimalno zaduživanje privrede od 4 miliona evra (u Q4 2014. po osnovu prekograničnih kredita privreda se razdužila za 157 miliona evra). Na povećanje kreditne aktivnosti poslovnih banaka pozitivno je delovao jedino rast neto zaduživanja države, koji je u Q1 iznosio 22 miliona evra ali su usled povlačenja banaka iz REPO operacija i razduživanja privrede ukupni plasmani na nivou kvartala ostali ipak negativni.

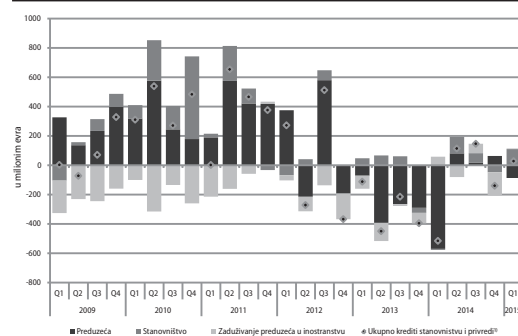
**Tabela T7-6. Srbija: poslovanje banaka – izvori i struktura plasmana, korigovani<sup>1)</sup> tokovi, 2013-2015**

	2013				2014				2015
	Mar	Jun	Sep	Dec	Mar	Jun	Sep	Dec	Mar
<b>u milionima evra, kumulativni od početka godine</b>									
<b>Izvori sredstava (-, povlačenje)</b>	109	341	213	420	578	540	504	678	241
Domaći depoziti	4	-56	-325	-394	240	-32	-382	-460	47
Depoziti stanovništva	-87	-132	-252	-423	45	-105	-149	-250	-11
dinarski depoziti	16	-34	-110	-279	27	-51	-75	-143	96
devizni depoziti	-102	-98	-141	-144	17	-54	-74	-107	-107
Depoziti privrede	91	76	-73	29	195	72	-233	-210	58
dinarski depoziti	-11	-11	-109	-162	210	45	-159	-273	168
devizni depoziti	102	87	36	191	-15	27	-75	63	-110
Obaveze prema inostr. (zaduživanje i rač. nerezid.)	357	406	588	806	358	396	610	907	36
Kapital i rezerve	-252	-9	-50	8	-20	176	276	232	158
<b>Devizne rezerve (-, povlačenje)</b>	-278	-104	84	-304	193	215	673	1.019	-150
<b>Plasmani<sup>1)</sup></b>	123	-169	-67	42	-343	66	-19	-451	-20
Ukupno privreda i stanovništvo	-23	-348	-551	-875	-577	-382	-300	-296	24
Privreda	-71	-463	-728	-1.018	-570	-488	-471	-410	-86
Stanovništvo	48	115	177	143	-7	105	171	114	111
Plasmani u hartije NBS <sup>2)</sup>	321	319	492	628	-176	-133	-556	-869	-66
Neto kreditiranje države <sup>3)</sup>	-175	-140	-8	290	411	581	837	713	22
<b>PRO MEMORIA</b>									
Obavezne rezerve i depoziti	248	178	-178	-134	-2	-215	-223	-730	444
Ostala potraživanja od NBS (neto) <sup>4)</sup>	-212	-143	60	44	-136	-135	-4	110	-182
od čega: slobodne rezerve posl. banaka	-161	-107	49	38	-156	-162	-9	112	-204
Ostale stavke <sup>5)</sup>	-46	-96	-92	-22	-289	-454	-822	-592	-352
Efektivna obavezna rezerva (u %) <sup>6)</sup>	25	24	22	23	23	22	22	19	22

Izvor: NBS

- 1) Izračunavanje prirasta vrši se uz pretpostavku da je 70% od ukupnih plasmana indeksirano prema evru. Prirasti za originalno dinarske vrednosti depozita izračunati su po prosečnom kursu za period. Za devizne depozite – kao razlika stanja preračunatih po kursu na krajevima perioda. Kapital i rezerve preračunati su po kursu evra na krajevima perioda i ne sadrže efekat promene kursa od preračunavanja ostatka bilansa.
- 2) U hartije od vrednosti NBS uključene su državne hartije i blagajnički zapisi NBS koji se prodaju po repo stopi i po stopi koja se određuje na tržištu kada su u pitanju trajne aukcijske prodaje s rokom dospeća većim od 14 dana.
- 3) Neto kreditiranje države: krediti odobreni državi umanjeni za depozite države u poslovnim bankama; negativni predznak označava veći porast depozita nego kredita. Država obuhvata sve nivoe vlasti: republički nivo i nivo lokalne samouprave.
- 4) Ostala potraživanja od NBS (neto): razlika između potraživanja banaka od NBS po osnovu gotovine i slobodnih rezervi i obaveza prema NBS.
- 5) Stavke u bilansu banaka: ostala aktiva, depoziti pravnih lica u likvidaciji, međubanarski odnosi (neto) i ostala pasiva isključujući kapital i rezerve.
- 6) Efektivna obavezna rezerva predstavlja učešće obavezne rezerve i depozita u zbiru ukupnih depozita (stanovništva i privrede) i zaduženja banaka u inostranstvu. U osnovicu za obračun obavezne rezerve nije uključen subordinirani dug, usled nedostupnosti

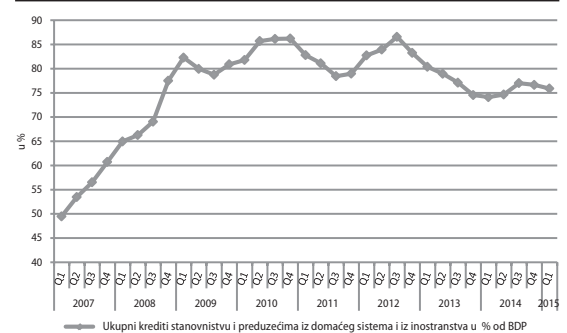
**Grafikon T7-7. Srbija: prirast novih kredita privrede i stanovništva, 2009-2015**



Izvor: Proračun QM-a

V. fusnotu 1 u Tabeli T7-5.

**Grafikon T7-8. Srbija: ukupna kreditna zaduženost u % od BDP-a, 2007-2015**



Izvor: Proračun QM-a

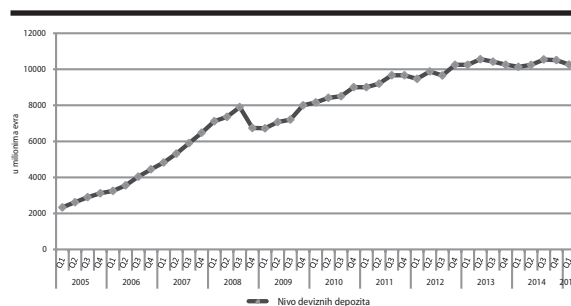


**Pad kreditne aktivnosti praćen je i smanjenjem na strani izvora za nove plasmane**

Banke su u Q1 povećale svoju dinarsku likvidnost usled povlačenja 66 miliona evra iz REPO operacija NBS ali ta sredstva nisu iskorišćena za kupovinu deviza kao što je bio slučaj u prethodnim kvartalima. Usled veće prinosa na državnih hartija od vrednosti domaće banke ali i strani investitori podstaknuti merama kvantitativnog popuštanja Evropske centralne banke (ECB) plasirali su u Q1 oko 600 miliona evra u trezorske zapise<sup>4</sup>. Povećan priliv kapitala iz inostranstva stvorio je pritiske ka jačanju dinara usled čega je i zabeležena aprecijacija Q1 koja uz trenutnu nisku inflaciju dugoročno može imati negativne efekte na konkurentsku poziciju privrede Srbije. Pošto je ECB planirala da mere kvantitativnog popuštanja sprovodi bar do septembra 2016. godine, neophodno je da država i NBS pronađu mehanizam kako priliv kapitala po tom osnovu iskoristiti za povećanje kreditne aktivnosti koja je već duži period u negativnom trendu.

Pored niske kreditne aktivnosti koja je prisutna već duži period, negativni trendovi se primećuju i kada su u pitanju izvori iz kojih banke finansiraju svoje plasmane. Ukupni izvori za nove plasmane su u Q1 smanjeni za 241 milion evra što je nastavak trenda smanjenja iz prethodnih godina (u 2014. godini izvori smanjeni za 678 miliona evra, u 2013. godini izvori smanjeni za 420 miliona evra, Tabela T7-6). Posmatrajući strukturu izvora za nove plasmane svi elementi su zabeležili smanjenje u Q1. Na pad izvora za nove plasmane pojedinačno je najviše uticalo smanjenje kapitala i rezervi banaka od 158 miliona evra (u 2014. godini smanjenje kapitala i rezervi banaka iznosilo je 232 miliona evra). Kod domaćih depozita je zabeležen pad od 47 miliona evra, pri čemu je on posledica smanjenja depozita na računima privrede. U Q1 je privreda smanjila depozite kod poslovnih banaka za 58 miliona evra dok je stanovništvo nastavilo sa plasiranjem viška likvidnosti u banke za 11 miliona evra. Kada je u pitanju devizna struktura depozita, stanovništvo i privreda su se u Q1 ponašali slično, dinarski depoziti su smanjivani dok je rast zabeležen na strani depozita u deviznom znaku. Na smanjenje izvora za nove plasmane negativno je delovalo i nastavak razduživanja banaka prema inostranstvu koje je u Q1 iznosilo 36 miliona evra (u 2014. i 2013. godini poslovne banke vratile su preko 1.700 miliona evra pozajmljenih sredstava iz inostranstva).

**Grafikon T7-9. Srbija: nivo deviznih depozita, 2005-2015**



Izvor: NBS

**Tabela T7-10. Srbija: učešće loših kredita prema tipu dužnika, 2012-2015**

	2009	2010	2011	2012	2013				2014				2015	
	Q4	Q4	Q4	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Apr
	<b>stanje na kraju perioda</b>													
Pravna lica	12,14	14,02	17,07	19,06	22,62	27,77	31,13	27,76	28,67	28,12	26,76	25,5	25,85	28,96
Preduzetnici	11,21	15,8	17,07	15,92	16,79	18,19	20,86	20,82	21,11	29,77	43,61	43,29	45,19	45,42
Fizička lica	6,69	6,71	7,24	8,32	8,44	8,37	8,14	8,59	8,7	9,22	11,41	9,97	10,16	10,24
Iznos ostatka duga po kreditima u docnji (u milijardama evra)	1,58	1,94	2,63	3,19	3,87	4,47	4,82	4,09	4,05	4,07	3,81	3,70	3,72	3,52

Izvor: Proračun QM-a

**Od početka godine procenat loših kredita uglavnom stagnira**

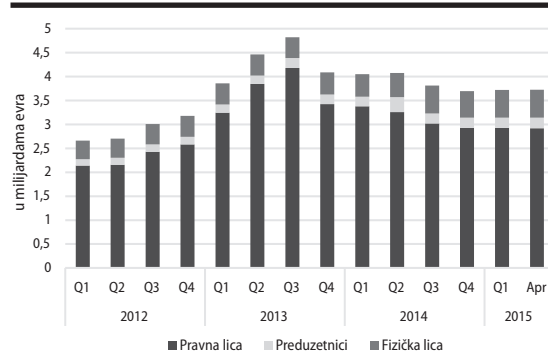
Na kraju Q1 u segmentu loših kredita primetno je umereno pogoršavanje stanja u odnosu na početak godine. Za razliku od prethodnog kvartala kada je blagi rast kreditne aktivnosti oborio učešće, usled negativnih plasmana banaka privredi i stanovništvu u Q1 se beleži umereno povećanje učešća loših kredita na 21,3% (na kraju 2014. godine učešće loših kredita bilo je 21%, Tabela T7-12). Podaci Kreditnog biroa za april mesec ukazuju da se pogoršanje stanja nastavlja, pri čemu se rast najviše beleži u segmentu pravnih lica dok su u preostala dva promene u odnosu na mart mesec u nivou od 0,1-0,2 p.p. Učešće loših kredita plasiranih pravnim licima na kraju aprila povećava se na 28,98% što je uticalo i da se celokupno učešće loših kredit na kraju aprila poveća na 21,35% što predstavlja rast od 0,3 p.p. za prva četiri meseca 2015. godine. Ukoliko

<sup>4</sup> Strane portfolio investicije u Q1 iznosile su 477 miliona evra, za detaljniji prikaz pogledati sekciju Platni bilans i spoljna trgovina.

posmatramo stanje (stok) loših kredita po segmentima primećujemo da nakon pada u drugoj polovini 2013. godine dolazi do blagog smanjenja prvenstveno kod grupe pravnih lica koja i relativno najviše učestvuju u ukupnoj sumu loših kredita (Grafikon T7-11). Takođe, treba imati u vidu da je oko 70% svih kredita plasirano sa deviznom klauzulom tako da bi ovo smanjenje bilo znatnije kada bi isključili efekat deprecijacije dinara u 2014. godini.

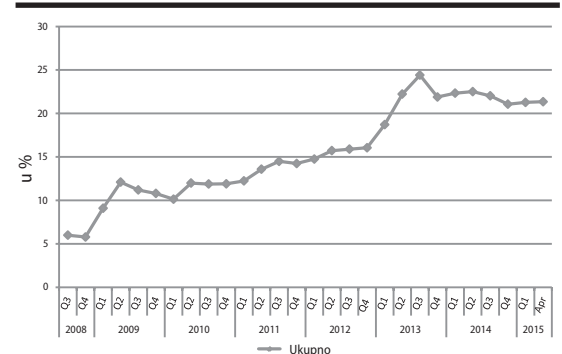
Priliko pregovora sa MMF-om bitan deo razgovora je posvećen segmentu loših kredita i merama koje su neophodne za njihovo brže smanjenje u budućnosti. Jedan od prvih korak na tom putu predstavlja i usvojena Izmena i dopuna zakona o bankama koja sadrži osnovne elemente za sprečavanje budućeg rasta loših kredita ali i neke instrumente koji bi mogli da se koriste u procesu smanjivanja postojećeg nivoa koji predstavlja veliku kočnicu bržem oporavku kreditne aktivnosti. Kao pozitivan signal ističe se i konferencija koju je NBS organizovala u saradnji sa Ministarstvom finansija i Svetskom bankom sa temom rešavanja problematičnih kredita na kojoj su učestvovali i predstavnici javnog i privatnog sektora kao i relevantne međunarodne institucije. Kao jedan od zaključaka istaknuto je da javni sektor samo kroz podsticajne poreske i druge mere može podstaći brže rešavanje ovog problema dok se teret finansiranja mora zadržati na privatnom sektoru.

**Grafikon T7-11. Srbija: iznos ostatka duga po kreditima u docnji, 2012-2015**



Izvor: Proračun QM-a

**Grafikon T7-12. Srbija: učešće loših kredita u ukupno plasiranim, 2008-2015**



Izvor: Proračun QM-a