

## 7. Monetarni tokovi i politika

Nastavak pada međugodišnje stope inflacije u Q4 oslobodilo je prostor za dalju relaksaciju monetarne politike. Ipak, NBS je vrlo oprezno smanjivala referentnu kamatnu stopu dok je većinu svojih aktivnosti usmerila na stabilizaciju kursa dinara. U poslednjem kvartalu prethodne godine intervencije na deviznom tržištu su bile usmerene na sprečavanje nagle deprecijacije dinara, dok su prva dva meseca tekuće godine intervencije bile usmerene na sprečavanje naglih promena kursa u oba smera. Stanje u privredi Srbije (recesija, niska inflacija, pad kreditne aktivnosti), usvojene mere fiskalne konsolidacije i kretanja u međunarodnom okruženju stvaraju prostor za znatnije i brže smanjivanje restriktivnosti monetarne politike. Kreditna aktivnost domaćih banaka neznatno je povećana u segmentu privrede dok su svi ostali plasmani zabeležili smanjenje. Banke u stranom vlasništvu i dalje povlače plasmane iz Srbije, što ukazuje na ozbiljne probleme u preduzećima, ali i u bankarskom sektoru. Imajući u vidu ove negativne trendove i prestanak programa subvencionisanih kredita neophodno je naći novi mehanizam za pokretanje kreditne aktivnosti u Srbiji. Tokom 2014 godine primetno je stabilizovanje i blago smanjenje učešća loših kredita, pri čemu su poboljšanja zabeležena u segmentu pravnih lica i domaćinstava.

### Centralna banka: bilans i monetarna politika

***NBS umereno i oprezno smanjuje restriktivnost monetarne politike***

Monetarna politika NBS i pored daljeg pada međugodišnje stope inflacije ispod planiranog okvira u Q4 je bila više usmerena ka stabilizaciji deviznog tržišta. Ovaj stav potvrđuje činjenica da i pored deflacije koja je zabeležena na mesečnom nivou, NBS je samo jednom korigovala referentnu stopu za 0,5 pp. da bi je ostavila na nivou od 8% sve do polovine marta meseca kada je dodatno smanjena na 7,5%. Sa strane intervencija prvenstveno usmerenih ka stabilizaciji deviznog tržišta, NBS je dva puta u Q4 a zatim još jednom u januaru menjala odluku o deviznoj obaveznoj rezervi kako bi deo dinarske likvidnosti povukla i smanjila pritisak na međubankarskom deviznom tržištu (MDT). Slabiji tempo smanjivanja referentne kamatne stope posledica je i delom i velikog povlačenja banaka iz REPO plasmana koje je otpočelo u Q3. U drugoj polovini godine REPO stok je smanjen za oko 755 miliona evra, delimično kao posledica smanjenja dinarske likvidnosti do koje je došlo zbog obaveze banaka da veći deo devizne obavezne rezerve pokrivaju dinarima. Oslobođene devizne obavezne rezerve banke su uglavnom vratile centralama u inostranstvu. Međugodišnja stopa inflacije se u januaru nalazila na 0,1% usled visoke baze iz prethodne godine ali i pored toga može se očekivati da će inflacija uprkos najavljenom poskupljenju struje usled niske agregatne tražnje ostati i u prvoj polovini 2015. godine ispod ciljanog okvira. U februaru je usvojena Izmena zakona o bankama, koji pokazuju da NBS sve veću pažnju posvećuje problemima u bankarskom sektoru sa akcentom na visok nivo nenaplativih kredita (videti detaljnije u Lupi 1). Ipak smatramo da i pored ovih napora centar budućih aktivnosti treba da bude kreiranje pozitivnih podsticaja za nove kreditne plasmane a ne samo stabilizacija deviznog tržišta.

Tabela T7-1. Srbija: NBS intervencije i devizne rezerve 2012-2014

	2012				2013				2014			
	Mar	Jun	Sep	Dec	Mar	Jun	Sep	Dec	Mar	Jun	Sep	Dec
Repo stok (u milionima evra)	1.055,98	111,98	2,29	354,16	678,86	663,82	832,03	966,40	783,96	824,19	387,39	69,48
Repo stopa NBS	9,50	10,00	10,50	11,25	11,75	11,00	11,00	9,50	9,50	8,50	8,50	8,00
repo stopa korigovana za inflaciju	1,11	-2,77	-5,74	1,11	6,95	3,31	13,24	10,38	4,38	5,09	6,78	10,63
repo stopa korigovana za promene kursa	-18,43	-7,27	-6,50	-3,99	19,25	12,85	12,83	9,25	5,28	7,08	0,03	-1,94
Intervencije NBS na međubankarskom dev. tržištu (u milionima evra, kumulativno)	-498,50	-1.288,80	-1.348,30	-1.343,30	10,00	-215,00	-140,00	375,00	-800,00	-630,00	-855,00	-1620,00
	<b>kumulativi, u % od stanja početnog M2<sup>1)</sup></b>											
Neto sopstvene rezerve <sup>2)</sup>	-17,6	-45,4	-35,6	-6,0	12,5	7,1	17,9	43,2	-31,2	-4,9	2,0	-6,6
Neto Domaća aktiva (NDA)	2,4	61,3	65,8	41,3	-15,3	-3,9	-16,2	-31,3	12,2	-11,4	-7,6	15,6
Dinarski depoziti države <sup>3)</sup>	-5,1	6,1	4,3	-4,3	1,0	-1,2	-4,7	-19,9	3,3	-14,6	-24,3	-9,5
Repo operacije i trajna prodaja hartija NBS <sup>4)</sup>	2,2	53,7	59,3	40,2	-16,0	-14,7	-23,8	-30,7	9,2	6,5	28,9	46,0
Ostala (domaća) aktiva, neto <sup>5)</sup>	5,3	1,5	2,3	5,4	-0,3	12,0	12,4	19,3	-0,3	-3,4	-12,2	-20,9
Primarni novac	-15,2	15,9	30,2	35,3	-2,8	3,3	1,7	12,0	-19,0	-16,3	-5,6	9,0
od čega: gotovina u opticaju	-3,3	-4,0	-1,4	-1,6	-3,9	-0,7	1,0	5,4	-5,2	-3,5	0,5	3,7
od čega: slobodne rezerve	-13,6	-1,6	-1,1	5,4	0,6	2,1	-1,4	4,4	-12,1	-11,6	-7,3	-0,6
	<b>u milionima evra, kumulativno od početka godine</b>											
Narodna banka Srbije, neto	-1.070,60	-2.087,45	-2.383,97	-1.050,95	30,01	-992,01	-1.041,50	943,97	-608,63	-725,22	169,79	-778,03
Bruto rezerve	-1.138,11	-2.090,09	-2.536,57	-1.324,15	-385,77	-1.576,91	-1.822,60	240,33	-793,11	-1.090,74	-276,23	-1.309,69
Obaveze	67,51	2,64	152,60	273,20	415,78	584,90	781,10	703,63	184,49	365,52	446,02	531,66
MMF	58,24	-6,44	138,99	258,95	401,14	568,40	759,83	695,60	182,35	364,90	446,72	539,97
Ostale obaveze	9,27	9,07	13,61	14,25	14,65	16,50	21,27	8,03	2,14	0,61	-0,70	-8,31
STRUKTURA NETO REZERV NBS												
1. Narodna banka Srbije, neto	-1.070,60	-2.087,45	-2.383,97	-1.050,95	30,01	-992,01	-1.041,50	943,97	-608,63	-725,22	169,79	-778,03
1.1 Depoziti poslovnih banaka	459,45	740,45	1.030,19	907,59	911,80	967,01	1.058,25	240,42	-125,77	91,72	28,90	610,69
1.2 Depoziti države	263,40	488,43	683,75	28,63	-811,79	47,05	209,55	-359,83	144,17	541,44	-162,64	48,59
1.3 NBS sopstvene rezerve	-347,74	-858,58	-670,03	-114,73	130,02	22,06	226,30	824,56	-590,22	-92,05	36,05	-118,75
(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.

**Postoji prostor za snažnije smanjenja restriktivnosti monetarne politike**

Stanje u privredi Srbije, usvojene mere fiskalne konsolidacije i kretanja u međunarodnom okruženju stvaraju prostor za znatnije i brže smanjivanje restriktivnosti monetarne politike. Privreda se još uvek nalazi u recesiji, inflacija je ispod ciljnog nivoa (uz česte periode deflacije) a kreditna aktivnost banaka već nekoliko godina ima trend opadanja. Vlada je tokom druge polovine godine preduzela niz mera za znatnije smanjivanje fiskalnog deficita, koje su već počele da daju efekte koji su približno u skladu sa očekivanjima. Evropska centralna banka je počela sa programom snažne monetarne ekspanzije, što će uticati na slabljenje evra u odnosu na druge svetske valute. U takvim okolnostima ocenjujemo da postoji prostor za dodatno smanjivanje restriktivnosti monetarne politike, kako preko smanjenja referentne kamatne stope, tako i kroz postepeno smanjivanje stope obaveznih rezervi. NBS bi trebala da smanjuje restriktivnost monetarne politike sve dok se inflacija ne stabilizuje oko sredine ciljnog koridora (4% godišnje). Naravno NBS bi kao i do sada sprečavala naglu deprecijaciju dinara, jer bi ona u visoko evroizovanoj privredi kao što je srpska imale negativan uticaj na devizne dužnike

**Ekspanzivnija monetarna politika bi delovala antirecesiono i doprinela bi poboljšanju konkurentnosti privrede Srbije**

Ekspanzivnija monetarna politika bi u umereno delovala antirecesiono jer bi manje kamatne stope uticale na rast privatnih investicija i privatne potrošnje. Ukoliko privatne investicije, privatna potrošnja i izvoz brže porastu to će recesioni uticaj fiskalne konsolidacije biti manji i kratkotrajniji. Rast privatnih investicija i privatne potrošnje zavisi od velikog broja faktora, među kojima monetarna politika nije najvažniji, ali bi i taj relativno skroman uticaj trebalo iskoristiti. Ekspanzivna monetarna politika NBS bi trebala da obezbedi da uprkos snažnoj monetarnoj ekspanziji u Evrozoni, dinar u narednim godinama umereno slabi u odnosu na evro. Slabljem dinara podsticao bi se izvoz, a destimulisao uvoz, što bi u kombinaciji sa planiranim strukturnim reformama, povoljno uticalo na privrednu aktivnost i zaposlenost.

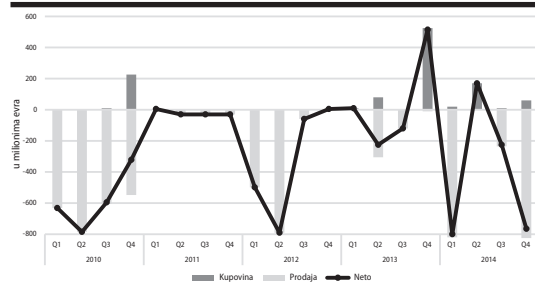
**Primarni novac ponovo beleži rast u Q4...**

Kraj godine obeležio je nastavak deprecijacijskih pritisaka na međubankarskom deviznom tržištu (MDT). Usled toga je u Q4 u intervencijama NBS je preovladavala prodaja deviza sa iznosom od 825 milion evra, naspram kupovine od samo 60 milion evra (Grafikon T7-2). Tokom 2014 godine NBS je za potrebe usporavanja slabljenja dinara prodala 1,62 milijarde evra (u 2013. godini NBS bila neto kupac deviza za 375 miliona evra, Tabela T7-1). U Q4 NBS je nastavila da dodatno oslobađa deviznu likvidnost u bankarskom sektoru novim izmenama Odluke o obaveznosti rezervi banaka. Prvi put sredinom oktobra a zatim još jednom u decembru i januaru,

**... usled značajnog povlačenja banka iz REPO plasmana**

NBS je smanjila stopu devizne obavezne rezerve na sadašnjih 26% za obaveze sa ugovorenom ročnošću do dve godine i na 19% za obaveze sa ročnošću preko dve godine. Ukupan efekat je dodatno pojačan promenom strukture devizne obavezne rezerve, pošto je povećan deo koji se izdvaja u dinarima na 38% i 30% za obaveze do i preko dve godine ročnosti. Usled relativno

### Grafikon T7-2. Srbija: NBS intervencije na međubankarskom deviznom tržištu 2010-2014



Izvor: NBS

većeg povećanja dinarskog dela devizne obavezne rezerve u odnosu na smanjenje opšte stope, poslovnim bankama se na ovaj način izvlači jedan deo dinarske likvidnosti dok se devizna likvidnost oslobađa. U januaru 2015. ECB je usvojila programa kvantitetskih olakšica kojima se počevši od marta planira kupovina državnih obveznica na mesečnom nivou za 60 milijardi evra. Program je planirano da traje najmanje do septembra 2016. godine sa mogućnošću produženja usled čega se očekuje upumpavanje preko 1,2 hiljade milijardi evra u tržište evrozone.

#### **Povećane intervencije na MDT uticale na pad neto sopstvenih rezervi**

U prva dva meseca 2015. godine primetan je i manji nivo intervencija na MDT u Srbiji gde je NBS zaključno sa februarom bila u poziciji neto kupca sa 50 miliona evra (u januaru prodato 90 miliona dok je u februaru kupljeno 140 miliona evra). Ocenjujemo kao vrlo pozitivno to što je NBS od početka godine intervencijama na deviznom tržištu sprečila jačanje dinara. Jačanje dinara u uslovima još uvek visokog spoljnog deficita i visoke nezaposlenosti bi građanima donelo kratkoročne koristi (manje troškove vraćanje kredita, jeftinije uvozne proizvode) ali bi dugoročno bilo štetno jer bi uticalo na gašenje radnih mesta. Većim obim intervencija na MDT uticao je da se u Q4 neto sopstvene rezerve<sup>1</sup> NBS smanje za 155 miliona evra dok su na nivou cele 2014. godine neto sopstvene rezerve smanjene su za 118 miliona evra (u Q3 su neto sopstvene rezerve NBS povećane za 128 miliona evra, Tabela T7-1). Primarni novac je i pored toga u Q4 zabeležio rast od 14,67% od vrednosti sa početka godine (u Q3 primarni novac povećan za 10,69% od vrednosti zabeležene na početku godine). Negativan efekat pada neto sopstvenih rezervi na kreiranje primarnog novca neutralisan je novim rastom neto domaće aktive (NDA) koji je u Q4 iznosio 23,21% vrednosti sa početka godine. Kao i u prethodnom kvartalu rast NDA je posledica smanjenja REPO plasmana za 317,5 miliona evra odnosno 17,1% od vrednosti sa početka godine. Na rast primarnog novca pozitivno je delovalo i povećanje ostale neto aktive u Q4 za 8,69%, dok je veći rast ublažen povećanje dinarskog depozita države za 14,8% od vrednosti sa početka godine.

### Monetarni sistem: struktura i tokovi novčane mase

#### **Novčana masa beleži međugodišnji rast u Q4 ...**

#### **... po osnovu blagog povećanja kreditne aktivnosti nedržavnog sektora**

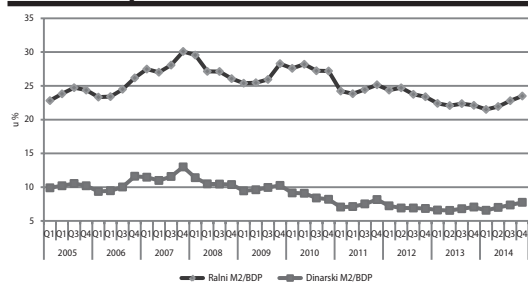
U odnosu na vrednost sa početka godine, novčana masa M2<sup>2</sup> je u Q4 zabeležila nominalno povećanje od 8,6%. Ovo je ujedno i prvi kvartal nakon više od 18 meseci da su i krediti nedržavnom sektoru povećani i to za 3% (u Q3 krediti nedržavnom sektoru zabeležili su pad od -1,2% međugodišnje a u Q2 -4,5% međugodišnje, Tabela T7-4). Nakon korekcije za inflaciju u toku godine koja je bila izrazito niska realni rast M2 na nivou godine iznosi 6,7% od čega krediti nedržavnom sektoru na godišnjem nivou beleže povećanje od 1,2%. Ipak kada se uzme u obzir deprecijacija dinara u celokupnoj 2014. godini, krediti nedržavnom sektoru beleže pad od -2,5% pri čemu se od početka godine uočava jasan trend usporavanja ovog pada (nakon korekcije za promenu kursa u Q1 pad -10,3%, u Q2 pad -6,75 dok je u Q3 pad iznosio -5,85).

Na nivou kvartala novčana masa beleži porast od 2,7% vrednosti zabeležene na početku godine (u Q3 takođe zabeležen kvartalni rast od 4,5%, Tabela T7-4), u kojem se najveći doprinos duguje promenama u stanju NDA. Za razliku od prethodnog kvartala, sada je NDA imala pozitivan

<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.

## 7. Monetarni tokovi i politika

**Grafikon T7-3. Srbija: kretanje novčane mase kao procenat BDP-a, 2005-2014**

Izvor: Proračun QM-a

doprinos rasti novčane mase usled povećanja od 3,4% vrednosti M2 sa početka godine. Drugi ključni element NSA nakon velikog povećanja u Q3 na nivou Q4 zabeležila je minimalno smanjenje od 0,6% od vrednosti M2 sa početka godine (u Q3 rast NSA iznosi 11,8%).

**Tabela T7-4. Srbija: rast novca i agregata koji mu doprinose, 2012-2014**

	2012				2013				2014			
	Mar	Jun	Sep	Dec	Mar	Jun	Sep	Dec	Mar	Jun	Sep	Dec
	<b>12-m, u %</b>											
M2 <sup>1)</sup>	14,0	18,1	13,8	9,6	8,2	4,5	6,1	4,6	4,2	6,6	8,6	8,6
Kreditni nedržavnom sektoru <sup>2)</sup> (promena stanja u dinarima)	14,4	14,0	16,6	9,8	1,9	-0,5	-4,4	-4,5	-6,1	-4,5	-1,2	3,0
Kreditni nedržavnom sektoru <sup>3)</sup> (korigovani tokovi za promenu kursa)	8,6	4,6	7,0	3,8	1,6	0,6	-4,1	-5,0	-8,2	-5,4	-3,7	-0,7
Domaćinstva	5,7	3,3	3,0	2,5	3,0	2,9	2,9	2,6	2,0	2,5	3,0	3,6
Privreda	10,1	5,3	9,1	4,4	0,9	-0,6	-7,6	-8,8	-13,4	-9,7	-7,3	-3,2
	<b>12-m realni, u %</b>											
M2 <sup>1)</sup>	10,1	12,0	3,4	-2,2	-2,6	-4,7	1,2	2,3	1,9	3,5	4,3	6,7
Kreditni nedržavnom sektoru <sup>2)</sup> (promena stanja u dinarima)	10,5	8,1	5,9	-2,0	-8,2	-9,2	-8,9	-6,5	-8,3	-5,7	-3,3	1,2
Kreditni nedržavnom sektoru <sup>3)</sup> (korigovani tokovi za promenu kursa)	4,9	-1,2	-3,6	-8,1	-8,7	-8,2	-8,5	-7,0	-10,3	-6,7	-5,8	-2,5
Domaćinstva	2,0	-2,4	-7,2	-9,2	-7,5	-6,1	-1,9	0,4	-0,3	1,2	0,7	1,8
Privreda	6,3	-0,5	-1,7	-0,5	-9,3	-9,3	-11,8	-10,7	-15,4	-10,8	-9,3	-4,9
	<b>u milijardama dinara na kraju perioda</b>											
Novčana masa: M2 <sup>1)</sup>	1.499,7	1.588,6	1.607,6	1.641,7	1.622,7	1.659,8	1.705,8	1.719,3	1.691,4	1.740,2	1.818,4	1.864,7
Novčana masa: dinarski M2 <sup>1)</sup>	445,0	444,6	467,4	480,6	478,8	492,5	519,5	547,6	516,4	555,3	587,1	614,5
Devizni depoziti (privreda i domaćinstva)	1.054,7	1.144,0	1.140,2	1.161,1	1.143,8	1.167,3	1.186,3	1.169,3	1.175,0	1.185,0	1.231,3	1.250,2
	<b>kumulativni, u % od početog M2<sup>4)</sup></b>											
M2 <sup>1)</sup>	0,1	6,1	7,3	9,6	-1,2	1,1	3,9	4,6	-1,5	1,4	5,9	8,6
Neto strana aktiva (NSA), dinarski prirast	-5,6	-4,5	-7,9	0,2	7,2	2,7	5,2	10,6	0,2	-0,1	11,7	11,1
Neto domaća aktiva (NDA)	5,7	10,5	15,2	9,4	-8,4	-1,6	-1,3	-6,0	-1,6	1,4	-5,8	-2,4

Izvor: NBS

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

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

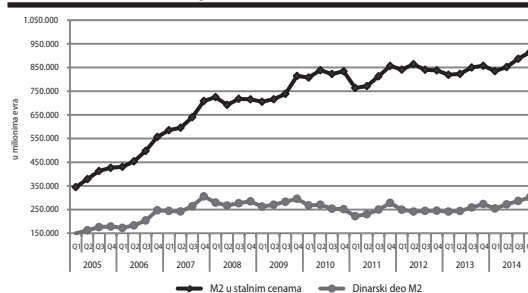
3) Tokovi su korigovani za promenu kursa. Korekcije su sprovedene pod pretpostavkom da je 70% kredita nedržavnom sektoru (i domaćinstvima i privredi) indeksirano prema evru.

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**

Na kraju Q4 struktura rasta novčane mase M2 od 8,6% međugodišnje pokazuje pozitivan doprinos svih pojedinačnih elemenata ovog monetarnog agregata. Iako je rast u prethodnim kvartalima bio nošen povećanjem najužeg agregata M1, u Q4 je njegov doprinos ostao na 2,5 procentnih poena (pp.) od ukupnog rasta M2. Devizni depoziti u Q4 ponovo preuzimaju ulogu vodećeg elementa rasta i na njih odlazi 4,7 pp. od ukupnog povećanja M2 na međugodišnjem nivou (u Q3 doprinos deviznih depozita je bio 2,6 pp. dok je M1 objašnjavao 3,3 pp. međugodišnjeg rasta M2). Iako sa najmanjim pojedinačnim doprinosom, štedni i oročeni depoziti su u međugodišnjem rastu M2 učestvovali sa 1,4 pp. što ocenjujemo kao pozitivan trend ako se ima u vidu da je ovaj element pre Q32014. više od dve godine beležio negativne vrednosti.

**Grafikon T7-5. Stanje novčane mase u stalnim cenama, 2005-2014**

Izvor: Proračun QM-a

**Bankarski sektor: plasmani i izvori finansiranja**

**Kreditni privredi u Q4 beleže povećanje...**

Pad plasmana poslovnih banaka koji je uočen u prethodnom kvartalu, pojačan je u Q4 u kojem je zabeleženo smanjenje od 432 miliona evra (u Q3 je pad ukupnih plasmana banaka iznosio 85 miliona, Tabela T7-6). Pad plasmana ponovo je rezultat povlačenja banaka iz REPO zapisa koje je u Q4 iznosilo 313 miliona evra (u Q3 povlačenje iz REPO plasmana iznosilo je 423 miliona evra). Dodatni efekat na pad ukupnih plasmana u Q4 imalo je i smanjenje neto kredita državi od

... ali se stanovništvo ponovo razdužuje

124 miliona evra usled povećanja depozita države u ovom periodu. Delimično bolja situacija je u slučaju kreditne aktivnosti kod nedržavnog sektora. U Q4 se beleži povećanje kreditnih plasmana u sektoru privrede za 61 milion evra što je najvećim delom posledica korišćenja sredstava iz programa subvencionisanih kredita za održanje likvidnosti i finansiranje trajnih obrtnih sredstava. Pozitivan efekat ovog rasta plasmana privredi gotovo je u potpunosti neutralisan razduživanjem stanovništva od 57 miliona evra u Q4. Usled toga ukupan rast plasmana nedržavnom sektoru iznosio je tek 4 miliona evra. Ukoliko posmatramo i inostrane izvore kreditiranja situacija je pogoršana činjenicom da su se preduzeća u Q4 po osnovu prekograničnih kredita razdužila za 91 milion evra. Posmatrano zbirno iz domaćih i inostranih izvora u Q4 se kod privrede i stanovništva ponovo beleži razduživanje za 87 miliona evra (Grafikon T7-7)

**Tabela T7-6. Srbija: poslovanje banaka – izvori i struktura plasmana, korigovani<sup>1)</sup> tokovi, 2012-2014**

	2012				2013				2014			
	Mar	Jun	Sep	Dec	Mar	Jun	Sep	Dec	Mar	Jun	Sep	Dec
<b>u milionima evra, kumulativni od početka godine</b>												
<b>Izvori sredstava (-, povlačenje)</b>	672	692	472	-384	109	341	213	420	578	540	678	678
Domaći depoziti	589	146	15	-459	4	-56	-325	-394	240	-32	-382	-460
Depoziti stanovništva	-49	-189	-296	-578	-87	-132	-252	-423	45	-105	-149	-250
dinarski depoziti	30	69	36	11	16	-34	-110	-279	27	-51	-75	-143
devizni depoziti	-79	-258	-332	-589	-102	-98	-141	-144	17	-54	-74	-107
Depoziti privrede	638	336	311	120	91	76	-73	29	195	72	-233	-210
dinarski depoziti	362	304	230	99	-11	-11	-109	-162	210	45	-159	-273
devizni depoziti	275	31	81	21	102	87	36	191	-15	27	-75	63
Obaveze prema inostr. (zaduživanje i rač. nerezid.)	3	345	335	127	357	406	588	806	358	396	610	907
Kapital i rezerve	80	200	123	-52	-252	-9	-50	8	-20	176	276	232
<b>Devizne rezerve (-, povlačenje)</b>	-199	371	164	284	-278	-104	84	-304	193	215	673	1.019
<b>Plasmani<sup>1)</sup></b>	409	-424	201	521	123	-169	-67	42	-343	66	-19	-451
Ukupno privreda i stanovništvo	309	136	784	589	-23	-348	-551	-875	-577	-382	-300	-296
Privreda	375	161	741	552	-71	-463	-728	-1.018	-570	-488	-471	-410
Stanovništvo	-67	-25	42	37	48	115	177	143	-7	105	171	114
Plasmani u hartije NBS <sup>2)</sup>	-28	-944	-1.052	-701	321	319	492	628	-176	-133	-556	-869
Neto kreditiranje države <sup>3)</sup>	128	385	470	632	-175	-140	-8	290	411	581	837	713
<b>PRO MEMORIA</b>												
Obavezne rezerve i depoziti	-552	-418	-451	-265	248	178	-178	-134	-2	-215	-223	-730
Ostala potraživanja od NBS (neto) <sup>4)</sup>	-199	-20	-42	58	-212	-143	60	44	-136	-135	-4	110
od čega: slobodne rezerve posl. banaka	-187	45	54	10	-161	-107	49	38	-156	-162	-9	112
Ostale stavke <sup>5)</sup>	150	222	56	146	-46	-96	-92	-22	-289	-454	-822	-592
Efektivna obavezna rezerva (u %) <sup>6)</sup>	22	23	23	23	25	24	22	23	23	22	22	19

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.

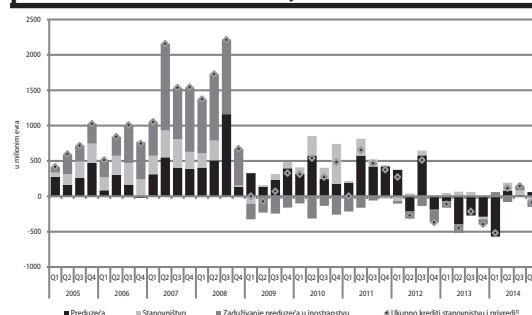
3) Neto kreditiranje države: krediti odobreni državi umanjeni za depozite države u poslovnim bankama; negativni predznak označava veći porast depozita nego kredita. Država obuhvata sve nivoe vlasti: republički nivo i nivo lokalne samouprave.

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.

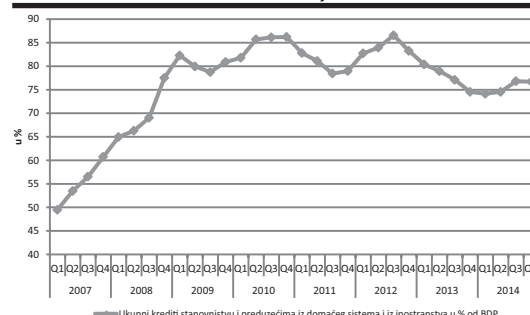
6) Efektivna obavezna rezerva predstavlja učešće obavezne rezerve i depozita u zbiru ukupnih depozita (stanovništva i privrede) i zaduženja banaka u inostranstvu. U osnovicu za obračun obavezne rezerve nije uključen subordinirani dug, usled nedostupnosti

**Grafikon T7-7. Srbija: prirast novih kredita privrede i stanovništva, 2005-2014**



Izvor: Proračun QM-a  
V. fusnotu 1 u Tabeli T7-5.

**Grafikon T7-8. Srbija: ukupna kreditna zaduženost u % od BDP-a, 2007-2014**



Izvor: Proračun QM-a

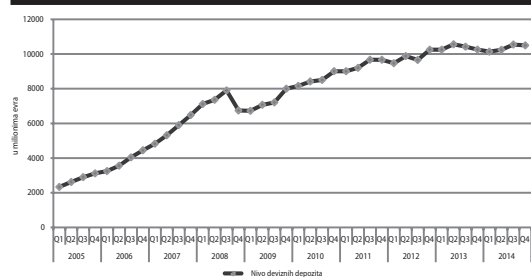


**Izvori za nove plasmane se smanjuju ...**

**... usled razduživanja banaka prema inostranstvu**

Na strani izvora za nove plasmane takođe su prisutni negativni trendovi u domaćem bankarskom sektoru. Posle blagog rasta u prethodnom kvartalu u Q4 se beleži smanjenje izvora od 174 miliona evra (u Q3 povećani izvori za 36 miliona evra, Tabela T7-6). U okviru svih izvora za plasmane, domaći depoziti su imali pozitivan uticaj usled povećanja od 78 miliona evra. Unutar njih, sektor stanovništva je povećao svoje depozite kod poslovnih banaka u Q4 za 101 milion evra od čega je 2/3 u dinarskom znaku a ostatak u devizama. Na računu depozita privrede se beleži smanjenje koje je tipično za kraj godine i u Q4 iznosi 23 miliona evra. Na rast izvora za nove plasmane u Q4 pozitivno je delovalo i povećanje kapitala i rezervi poslovnih banaka od

**Grafikon T7-9. Srbija: nivo deviznih depozita, 2005-2014**



Izvor: NBS

44 miliona evra čime je povećan kreditni potencijal u ovom kvartalu. Uprkos pozitivnim doprinosima ova dva izvora, razduživanje domaćih banaka prema inostranstvu od 297 miliona evra uticalo je da se na nivou kvartala ipak zabeleži pad ukupnih izvora za nove plasmane (u Q3 se banke razdužile prema inostranstvu za 214 miliona evra). Domaće banke su po osnovu ranije pozajmljenih sredstava svojim centralama u inostranstvu na nivou cele godine vratile 907 miliona evra, što prevazilazi iznos razduživanja iz 2013. godine kada je po istom osnovu vraćeno 806 miliona evra.

**Tabela T7-10. Srbija: učešće loših kredita prema tipu dužnika, 2009-2014**

	2009		2010		2011		2012			2013			2014			
	Dec	Dec	Dec	Dec	Mar	Jun	Sep	Dec	Mar	Jun	Sep	Dec	Mar	Jun	Sep	Dec
	<b>stanje na kraju perioda</b>															
Pravna lica	12,14	14,02	17,07	17,72	19,26	19,04	19,06	22,62	27,77	31,13	27,76	28,67	28,12	26,76	25,5	
Preduzetnici	11,21	15,8	17,07	16,05	18,47	17,56	15,92	16,79	18,19	20,86	20,82	21,11	29,77	43,61	43,29	
Fizička lica	6,69	6,71	7,24	7,57	7,69	8,05	8,32	8,44	8,37	8,14	8,59	8,7	9,22	11,41	9,97	
Iznos ostataka duga po kreditima u docnji (u milijardama evra)	1,58	1,94	2,63	2,67	2,71	2,97	3,19	3,87	4,47	4,82	4,09	4,05	4,07	3,81	3,70	

Izvor: Proračun QM-a

**Podsticanje kreditne aktivnosti banaka trebalo bi da postane jedan od važnijih ciljeva NBS**

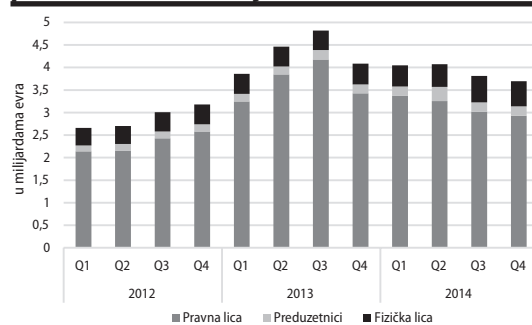
Kreditna aktivnost banaka već nekoliko godina sa povremenim prekidima ima tendenciju opadanja. Posebno je zabrinjavajuće što se smanjuju krediti privredi, jer je bez rasta kreditne aktivnosti teško ostvariv njen oporavak. Od početka krize država je u nekoliko navrata primenivala program subvencionisanih kredita, kojim je uspevala da relativno značajno, ali privremeno podstakne rast kreditne aktivnosti. S obzirom da u okviru programa fiskalne konsolidacije nisu predviđena sredstva (a to verovatno nije ni moguće) za nove programe subvencionisanih kredita, postavlja se pitanje na koji je način moguće podstaći rast bankarskih kredita usmerenih privredi? U srednjem roku ključne mere su rešavanje problema loših kredita i unapređenje privrednog ambijenta kojima bi se poboljšale performanse preduzeća tako da postanu podobna za odobravanje bankarskih kredita. Međutim, s obzirom na recesiju u privredi bilo bi dobro da se već u toku ove godine primene dodatne mere za rast kredita. Smanjenje restriktivnosti monetarne politike, preko smanjenja referentne kamatne stope i stope i obaveznih rezervi bi dodatno povećalo likvidnost banaka, koje bi se bar jednim delom prelila u nove kredite privredi. Osim toga NBS bi u saradnji sa bankama koje posluju u Srbiji trebalo da razmotri mogućnost kako da se povećana likvidnost u EU jednim delom iskoristi za finansiranje preduzeća u Srbiji.

**U segmentu nenaplativih kredita prisutna stabilizacija**

Usled blagog povećanja kreditne aktivnosti i nepromenjenog stoka loših kredita, njihovo učešće u ukupnim kreditnim plasmanima u Q4 beleži pad na 21,06% (u Q2 učešće loših kredita iznosilo 22,02%, Grafikon T7-11). Stabilizacija i blago smanjenje u neto iznosu prisutno je od kraja 2013. godine ali je usled većeg pada kreditne aktivnosti njihovo relativno učešće nastavilo da raste do prethodnog kvartala. Iznos duga po lošim kreditima je sa 3,7 milijarde evra nepromenjen u odnosu na prethodni kvartal pri čemu se u strukturi loših kredita beleže neznatne promene. Segment pravnih lica koji ujedno predstavlja i najveći deo blago smanjuje učešće loših kredita na 25,5% što predstavlja poboljšanje od 1,26 pp. Nakon zabrinjavajućeg rasta u segmentu preduzetnika na preko 43%, u Q4 se beleži gotovo nepromenjena vrednost pri čemu treba imati u

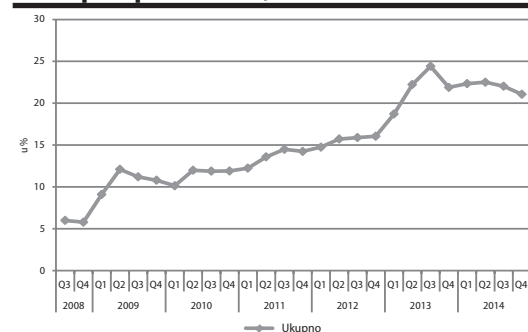
vidu da ipak ovaj segment iman najmanje učešće od oko 6% u ukupnim lošim kreditima. Ono što predstavlja pozitivnu promenu je poboljšanje od 1,44 pp. koje se beleži u segmentu stanovništva i pored njihovog razduživanja u ovom kvartalu prema poslovnim bankama. U februaru je usvojena Izmena i dopuna zakona o bankama, na osnovu koje bi u budućnosti mogao da bude smanjen prostor za ponovni rast nenaplativih kredita. Izmenama se ustanovljava veći nivo nadzora, kontrole i intervencije od strane NBS u slučajevima kada se utvrdi opasnost po stabilnost finansijskog sistema. Ipak, za smanjenje trenutnog učešća nenaplativih kredita potrebno je stvoriti uslove za brži oporavak privredne aktivnosti pošto je ona ipak glavni činilac rasta (pogledati Lupu o nenaplativim kreditima).

**Grafikon T7-11. Srbija: iznos ostatka duga po kreditima u docnji, 2012-2014**



Izvor: Proračun QM-a

**Grafikon T7-12. Srbija: učešće loših kredita u ukupno plasiranim, 2008-2014**



Izvor: Proračun QM-a