

ГОДИШЊИ ИЗВЕШТАЈ О МОНЕТАРНОЈ ПОЛИТИЦИ



Народна банка Србије

2017

ГОДИШЊИ ИЗВЕШТАЈ

О МОНЕТАРНОЈ ПОЛИТИЦИ

2017

НАРОДНА БАНКА СРБИЈЕ

Београд, Краља Петра 12

Тел. 011/3027-100

Београд, Немањина 17

Тел. 011/333-8000

www.nbs.rs

Тираж: 80 примерака

ISSN 2217-6292

Уводна напомена

Годишњи извештај о монетарној политици, уз образложење свих фактора који су утицали на спровођење монетарне политике, Народна банка Србије подноси Народној скупштини најкасније до 30. јуна наредне године. Такође, Народна банка Србије, најкасније до 30. септембра текуће године, подноси Народној скупштини *Полугодишњи извештај о монетарној политици*, уз образложење свих фактора који су утицали на спровођење монетарне политике.¹

Статутом Народне банке Србије² утврђено је да наведени извештаји садрже податке и анализе о стратегији монетарне политике, макроекономским кретањима (међународном окружењу, платнобилансним кретањима, међународној инвестиционој позицији земље, монетарним агрегатима, кретању цена, зарадама и запослености, као и другим макроекономским кретањима), о утврђеној и спроведеној монетарној политици (утврђеним и оствареним циљевима монетарне политике, примењеним инструментима и мерама монетарне политике, и другим питањима у вези с монетарном политиком), као и о планираној монетарној политици.

Годишњи извештај о монетарној политици у 2017. размотрен је и усвојен на седници Извршног одбора 14. јуна 2018. године.

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

Извршни одбор Народне банке Србије:

Др Јоргованка Табаковић, гувернер

Мр Веселин Пјешчић, вицегувернер

Др Диана Драгутиновић, вицегувернер

Др Жељко Јовић, вицегувернер

¹ Закон о Народној банци Србије, „Службени гласник РС”, бр. 72/2003, 55/2004, 85/2005 – др. закон, 44/2010, 76/2012, 106/2012, 14/2015 – одлука УС и 44/2018.

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

**СКРАЋЕНИЦЕ КОРИШЋЕНЕ
У ОВОМ ИЗВЕШТАЈУ**

БДП – бруто домаћи производ

б.п. – базни поен

дсз. – десезонирано

ДФО – друге финансијске организације

ЕВБРД – Европска банка за обнову и развој

ЕМВИ – индекс обвезница тржишта у успону

ЕЦБ – Европска централна банка

ИПЦ – индекс потрошачких цена

мг. – међугодишње

МДТ – међубанкарско девизно тржиште

млн – милион

млрд – милијарда

ММФ – Међународни монетарни фонд

НДВ – непољопривредна додата вредност

NPL – проблематични кредити

П – полугодиште

п.п. – процентни поен

РС – Република Србија

СДИ – стране директне инвестиције

SDR – специјална права вучења

Т – тромесечје

ФЕД – Систем федералних резерви САД

ХоВ – хартије од вредности

СЕФТА – уговор о слободној трговини земаља централне Европе

Не наводе се друге општепознате скраћенице.

Садржај

Резиме	1
I. Стратешки оквир монетарне политике	5
II. Монетарна политика и остварење циљане инфлације	7
1. Монетарна политика у 2017. години	7
2. Инструменти монетарне политике	9
Операције на отвореном тржишту	9
Депозитне и кредитне олакшице	10
Обавезна резерва	10
Операције на девизном тржишту	10
Девизни своп	11
3. Остварење циљане инфлације у 2017. години	11
III. Макроекономски услови спровођења монетарне политике	15
1. Међународно окружење	15
2. Међународне трансакције	19
Платнобилансна кретања и девизне резерве	19
Међународна инвестициона позиција земље	22
3. Кретања на финансијском тржишту	23
Каматне стопе	23
Премија ризика земље	26
Кретања на девизном тржишту и курс динара	27
Кретања на берзи	28
4. Новац и кредити	29
Монетарни агрегати M1, M2 и M3	29
Кредити банака	30
5. Показатељи степена динаризације	32
6. Инфлациона очекивања	34
7. Фискална политика	35
8. Агрегатна тражња	37
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 2018. години	43
Додатак 2. Меморандум Народне банке Србије о циљаним стопама инфлације до 2020. године	45
Списак графикана и табела	46

Резиме

Инфлација се током 2017. године кретала унутар граница циља, $3,0 \pm 1,5\%$. Њено кретање почетком године било је вођено опоравком светских цена нафте од друге половине 2016, као и ефектима изузетно хладног времена, због чега је раст цена воћа, поврћа и огрева био изнад сезонски уобичајеног. Након достизања нивоа од 4% у априлу, под утицајем једнократних поскупљења малог броја производа и услуга, међугодишња инфлација се од маја налазила на силазној путањи и у другој половини године стабилизовала се око циљаних 3,0%, што је била и њена просечна вредност за 2017. годину. На ниске инфлаторне притиске указивала је и базна инфлација, која се током целе 2017. године кретала око доње границе дозвољеног одступања од циља. У децембру је базна инфлација износила 1,3%, што је био њен (до тада) најнижи ниво откада се мери индексом потрошачких цена. Ниске инфлаторне притиске потврђивала су и инфлациона очекивања финансијског сектора и привреде усидрена у границама циља Народне банке Србије.

Обезбеђено кретање инфлације унутар граница новог, нижег циља, даље поправљање макроекономских перформанси и изгледа земље, као и усидрена инфлациона очекивања, указују на то да је одлука донета у новембру 2016. да се циљана стопа инфлације снизи за 1 процентни поен, на $3,0 \pm 1,5\%$ почев од 2017, била добро одмерена и правовремена.

Ублажавање монетарне политике настављено је и током 2017. године. Референтна каматна стопа смањивана је опрезном динамиком – у септембру и октобру снижена је за по 25 базних поена, на 3,5%. Тиме је од маја 2013, када је започет циклус ублажавања монетарне политике, до краја 2017.

смањена за укупно 825 базних поена. Простор за даље ублажавање монетарне политике и додатну подршку кредитној активности и привредном расту омогућили су ниски инфлаторни притисци по основу већине фактора из домаћег и међународног окружења и њима условљена нижа средњорочна пројекција инфлације.

Кретања у међународном окружењу карактерисало је убрзање привредног раста у зони евра и земљама централне и источне Европе. Поред снажне домаће тражње, томе су доприносили и повољнији изгледи раста на светском нивоу, који су током године стално ревидирани навише. Иако је инфлација на светском нивоу била нешто виша него у 2016. години, бржи привредни раст ипак није подстакао снажније инфлаторне притиске. Важан фактор из међународног окружења који је Народној банци Србије налагао опрезност у вођењу монетарне политике била је дивергентност монетарних политика водећих централних банака, Система федералних резерви и Европске централне банке. На опрезност је упућивала могућност да такав глобални амбијент изазове изненадна померања у токовима капитала према земљама у успону, па и у Србији. Међутим, Извршни одбор је имао у виду да је, захваљујући јачању домаћих макроекономских фундамената и побољшаној макроекономској перспективи земље, Србија данас отпорнија на могуће негативне утицаје из међународног окружења. О томе сведоче и знатан пад премије ризика Србије, који је био израженији од пада премије ризика за земље у успону на светском и европском нивоу, затим повећање кредитног рејтинга од стране све три рејтинг агенције које прате Србију, као и успешно завршене ревизије стендбај аранжмана с Међународним монетарним фондом.

Ублажавање монетарне политике Народне банке Србије, пад премије ризика земље и појачана конкуренција међу банкама, уз ниске каматне стопе у зони евра, одразили су се на даље смањење трошкова задуживања приватног сектора. Притом, каматне стопе на све врсте динарских кредита привреди спустиле су се крајем године на нове минимуме. Уз убрзање економске активности и позитивне трендове на тржишту рада, то је наставило да се позитивно одражава на кредитну активност. И поред интензивираних активности на решавању питања проблематичних кредита, које су за резултат имале знатан отпис кредита привреди и становништву од 102 милијарде динара у 2017. години, раст кредита привреди и становништву, без ефекта девизног курса, убрзан је на 7,3%.

Реални раст бруто домаћег производа у 2017. износио је 1,9% и био је претежно подстакнут наставком позитивних тенденција у прерађивачкој индустрији и већом активношћу у услужним секторима. С постепеним ишчежавањем ефеката шокова на страни понуде, који су утицали на пад производње, пре свега у пољопривреди и енергетици, економска активност је, као што се и очекивало, убрзавала раст у другој половини године, чему је допринео и опоравак грађевинарства. Када се искључе сектори пољопривреде и енергетике, односно области које су биле под утицајем поменутих шокова, бруто домаћи производ је у 2017. порастао за око 3%. Раст физичког обима прерађивачке индустрије остао је и у 2017. широко распрострањен (с обзиром на то да је забележен у 19 од 24 области) и износио је 6,3%. Наставку повољних тенденција у прерађивачкој индустрији, са стране понуде, доприносили су активирање инвестиција из претходног периода и нижи трошкови задуживања, а са стране тражње, бржи раст у зони евра и код осталих важних спољнотрговинских партнера.

Посматрано с расходне стране, раст бруто домаћег производа био је вођен домаћом тражњом. Очувана макроекономска стабилност, наставак унапређења пословног окружења (о чему сведочи даљи напредак Србије на међународној листи конкурентности Светске банке на 43. место од 190 земаља), реализација инфраструктурних пројеката и ниски трошкови финансирања допринели су расту инвестиција. Истовремено, повољна кретања на тржишту рада наставила су позитивно да делују на опоравак потрошње домаћинства. И извоз је

наставио да бележи висок и распрострањен раст. Услед бржег раста увоза, пре свега опреме и репроматеријала за потребе индустрије, што је повезано са инвестиционим циклусом, допринос нето извоза кретању бруто домаћег производа био је негативан.

Текући дефицит у 2017. износио је 5,7% бруто домаћег производа. Робни дефицит је био виши него претходне године, делом услед већег увоза енергената, чему су допринеле повећане потребе индустрије, а делом и због раста светске цене нафте. Поред тога, раст инвестиција, подстакнут снажним приливом страних директних инвестиција, утицао је на раст увоза опреме. Укупан робни извоз је и у 2017. бележио двоцифрене стопе раста, при чему је раст извоза прерађивачке индустрије додатно убрзан (са 11,6% у 2016. на 13,6% у 2017). Очекивано у условима виших прилива по основу страних директних инвестиција, у односу на 2016, повећан је и дефицит примарног дохотка, с тим да је то повећање у највећој мери неутралисано већим суфицитом на рачуну секундарног дохотка и суфицитом у размени услуга. Раст суфицита у трговини услугама резултат је наставка тренда знатног повећања њиховог извоза (14,6% у прошлој години), посебно код телекомуникацијских, компјутерских и информацијских услуга. Кретања на финансијском рачуну у 2017. била су повољна, посебно по основу страних директних инвестиција. Захваљујући унапређењу пословног амбијента, нето прилив страних директних инвестиција у 2017. био је већи од 2,4 милијарде евра (бруто прилив је износио око 2,6 милијарди евра), чиме је, трећу годину заредом, обезбедио више него потпуно покриће текућег дефицита (са 115,6%). И поред доспећа еврообвезнице емитоване на међународном тржишту 2012. године, по ком основу је нерезидентима исплаћено 570 милиона евра, нето одлив портфолио инвестиција био је нижи него 2016. године. Истовремено, на рачуну осталих инвестиција забележен је нето прилив, а први пут од 2010. по основу финансијских кредита порасло је нето задуживање банака према иностранству. Поменута кретања на нивоу године резултирала су растом девизних резерви, према платнобилансној методологији, за око 228 милиона евра.

Девизне резерве Србије су и даље на адекватном нивоу који обезбеђује заштиту од екстерних ризика – на крају 2017. износиле су 9.961,7 милиона евра, чиме се обезбеђује покривеност увоза робе и услуга

од преко пет месеци и спољног дуга који доспева у наредној години дана од 234,1%.

И у 2017. години, фискална кретања била су знатно повољнија од очекиваних – први пут од 2005. године остварен је суфицит, који је на консолидованом нивоу износио 52,3 милијарде динара, односно 1,2% бруто домаћег производа. Ако се изузму расходи за камате, остварен је суфицит од 3,9% бруто домаћег производа. Позитивни фискални трендови настављени су и током 2017, у највећој мери захваљујући расту домаће тражње и бољим резултатима привреде, опоравку тржишта рада и већој ефикасности наплате пореза. Као резултат тога, укупни приходи су у 2017. реално порасли за 4,0%. Истовремено, укупни расходи реално су смањени за 1,7%, уз знатан допринос пада расхода по основу камата. Пад расхода по основу камата забележен је у условима смањених потреба државе за задуживањем и ниже цене задуживања, чему су допринели ублажавања монетарне политике Народне банке Србије и пад премије ризика земље. Позитивна фискална кретања и доспеће еврообвезнице емитоване 2012, у износу од 750 милиона долара, допринели су и томе да опадајућа путања учешћа јавног дуга у бруто домаћем производу, започета у 2016, буде настављена убрзаним темпом – учешће јавног дуга у пројектованом бруто домаћем производу током 2017. смањено је за 10,4 процентна поена, на 61,5%.

Народна банка Србије остала је посвећена решавању питања проблематичних кредита и током 2017.

спровела је додатне регулаторне активности у овој области. Претходно је током 2016. спровела све активности дефинисане акционим планом за спровођење Стратегије за решавање питања проблематичних кредита. Предузете мере и активности утицале су на то да се ниво проблематичних кредита више него преполови у последње две године, што је, уз ефекте макроекономске стабилности и раста кредитне активности, допринело и томе да се њихово учешће у укупним кредитима спусти испод преткризног нивоа. По основу ових фактора, учешће проблематичних кредита снижено је крајем 2017. године на 9,8%, што је за 12,5 процентних поена ниже него на почетку примене Стратегије.

Народна банка Србије је и током 2017. године наставила да спроводи активности које имају за циљ веће коришћење динара у финансијском систему Србије. Уз постигнуте резултате на пољу макроекономске стабилности, пре свега кроз обезбеђење и очување ценовне и релативне стабилности девизног курса, те мере су доприносиле даљем расту степена динаризације и кредита (на 33,0%) и депозита (на 30,8%).

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

I. Стратешки оквир монетарне политике

Потпуно циљање инфлације представља монетарну стратегију Народне банке Србије почев од 2009, с тим што су елементи овог режима у праксу постепено увођени од 2006. године. У децембру 2008. Монетарни одбор Народне банке Србије¹ усвојио је Меморандум о циљању (таргетирању) инфлације као монетарној стратегији, којим је и формално дефинисана примена режима циљања инфлације од 1. јануара 2009. Меморандум је сачињен у складу са Споразумом Народне банке Србије и Владе РС о циљању инфлације, усвојеним на седници Владе РС 19. децембра 2008, у којем је оцењено да циљање инфлације у постојећим околностима представља најадекватнији режим монетарне политике у Србији.

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

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

дозвољеним одступањем) мерена годишњом процентуалном променом ИПЦ-а. Циљ је утврђен у виду јединствене вредности с дозвољеним одступањем.

Постигнута и одржана ниска и стабилна инфлација три године заредом, знатно поправљање макроекономских фундамената и изгледа наше привреде за наредни период, којима су допринели успешна координација монетарне и фискалне политике и одлични резултати фискалне консолидације, омогућили су Народној банци Србије да у новембру 2016, у сарадњи с Владом РС, донесе одлуку о **смањењу циљане стопе инфлације за 1 п.п., на $3,0 \pm 1,5\%$ од 2017.**² Ради дефинисања оквира за одлучивање о монетарној политици на средњи рок и усидравања и стабилизације инфлационих очекивања, годину дана касније донета је одлука да се циљ на том нивоу задржи до 2020.³

Важан разлог за смањење циља за инфлацију од 2017. године била су и већ дужи период ниска и релативно стабилна инфлациона очекивања финансијског сектора и привреде и за годину, и за две године унапред, што је истовремено била потврда већег кредибилитета монетарне политике Народне банке Србије. Поред тога, раст регулисаних цена у последње три године био је знатно спорији него што је то био случај раније. С обзиром на то да је наведена промена резултат опредељења Владе РС да нерационалности у пословању јавних предузећа

¹ У складу са Законом о изменама Закона о Народној банци Србије („Службени гласник РС”, бр. 44/2010), Извршни одбор, као орган Народне банке Србије, преузео је сва овлашћења дотадашњег Монетарног одбора.

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

³ Меморандум Народне банке Србије о циљаним стопама инфлације до 2020. године усвојен је на седници Извршног одбора Народне банке Србије 7. децембра 2017. године.

решава првенствено смањењем трошкова пословања, а не поскупљењима робе и услуга тих предузећа, закључено је да би раст регулисаних цена требало да остане релативно низак и у наредном периоду.

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

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

Поред тога, треба имати у виду да је циљана инфлација средњорочни циљ, тј. да остварена инфлација може краткорочно одступати од циљане услед егзогених поремећаја. Народна банка Србије дозволиће 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 и на одступања у планираном расту цена производа које су под директним или индиректним утицајем одлука Владе РС.

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

Народна банка Србије **спроводи режим руковођено пливајућег девизног курса**. У том режиму, Народна банка Србије спроводи интервенције на девизном тржишту у случају прекомерних краткорочних осцилација на девизном тржишту, угрожености финансијске и ценовне стабилности, као 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.

Обезбеђено кретање инфлације унутар граница новог, нижег циља, даље поправљање макроекономских перформанси и изгледа земље, уз усидрена инфлациона очекивања, указују на то да је одлука из новембра 2016. да се циљана стопа инфлације снизи за 1 п.п., на $3,0 \pm 1,5\%$ почев од 2017, била добро одмерена и правовремена.

II. Монетарна политика и остварење циљане инфлације

1. Монетарна политика у 2017. години

Монетарна политика се у 2017. водила у складу с **Програмом монетарне политике Народне банке Србије у 2017. години**.⁴ Као што је Програмом било предвиђено, Народна банка Србије остваривала је циљ за инфлацију, $3,0 \pm 1,5\%$, пажљиво пратећи кретања у домаћем и међународном окружењу, како на међународном финансијском тржишту, тако и на тржишту примарних производа. Народна банка Србије задржала је флексибилност у коришћењу инструмената монетарне политике, имајући у виду очекиване ефекте дотадашњег ублажавања монетарне политике на кретање инфлације и уважавајући неизвесност на светском тржишту капитала.

Референтна каматна стопа – основни инструмент монетарне политике Народне банке Србије – **задржана је на непромењеном нивоу (4,0%) од јануара до септембра 2017.** Одлучујући да не мења висину референтне стопе у овом периоду, Извршни одбор је имао у виду очекивано кретање инфлације у средњем року и њене кључне факторе, ефекте дотадашњег ублажавања монетарне политике, као и нижи циљ за инфлацију.

У наведеном периоду, Извршни одбор је истицао да ће инфлација остати ниска и стабилна и да ће се током целе 2017. године, као и након тога, кретати унутар граница циља, $3,0 \pm 1,5\%$. Очекивао је да ће на кретање инфлације до краја 2017. деловати ниска база код цена воћа и поврћа, као и постепени раст

агрегатне тражње у Србији и инфлације у међународном окружењу. Истовремено, процењивао је да ће инфлацију још неко време успоравати ниски трошкови сировина у производњи хране, а од марта и висока база код цена нафтних деривата. По оцени Извршног одбора, задржавање ниских инфлаторних притисака по основу већине фактора из домаћег и међународног окружења, уз ефекте више базе код производа и услуга који су једнократно поскупели почетком 2017, доприносиће успоравању инфлације од почетка 2018. године. Да су инфлаторни притисци били и даље ниски, потврђивало је и стабилно кретање базне инфлације на нивоу од око 2% м.г. Поред тога, на ниске инфлаторне притиске указивала су и усидрена инфлациона очекивања – финансијски сектор и привреда сматрали су да ће стабилност цена бити очувана и у кратком и у средњем року.

Када су у питању цене воћа и поврћа, добра пољопривредна сезона 2016. године резултирала је њиховим падом, па се, уз претпостављену просечну пољопривредну сезону 2017. године, очекивао њихов раст. Међутим, због изразито хладног времена почетком године, тај раст је био виши од сезонски уобичајеног. Поред тога, услед суше током летњих месеци, порасла су очекивања да би се цене примарних производа и воћа и поврћа у остатку године могле наћи на вишем нивоу од сезонски очекиваног, што би могло имати и извесне секундарне ефекте на остале цене.

По оцени Извршног одбора, постепеном опоравку домаће тражње подршку су давали и раст зарада и

⁴ „Службени гласник РС”, бр. 98/2016.

запослености у приватном сектору, као и досадашње ублажавање монетарне политике. Каматне стопе на домаћем тржишту наставиле су пад, а знатно повољнији услови финансирања допринели су расту кредитне активности и инвестиција.

Поред опоравка домаће тражње, Извршни одбор је очекивао опоравак и екстерне тражње. Након спорог глобалног економског опоравка протеклих година, привреде већине земаља и међународна трговина показивале су знаке видљивијег раста. Поправљени су изгледи за привредни раст зоне евра, што је требало позитивно да се одрази и на друге земље у окружењу, које су, такође, наши важни спољнотрговински партнери. Поред тога, након раста почетком године због поскупљења енергената и хране, инфлација у зони евра стабилизovala се на нешто вишем нивоу него претходне године, али је тај ниво и даље испод циља за инфлацију.

Вођење монетарне политике у посматраном периоду захтевало је опрезност и због неизвесности на међународном финансијском тржишту услед повећане дивергентности монетарних политика водећих централних банака. ФЕД је наставио да повећава референтну каматну стопу и најавио да ће од октобра 2017. почети да смањује свој биланс, тј. реинвестирање доспеле главнице ХоВ купљених током програма квантитативног попуштања. На опрезност је упућивала пре свега могућност да такав глобални амбијент изазове изненадна померања у токовима капитала према земљама у успону, па и у Србији. С друге стране, ЕЦБ је наставила да примењује програм квантитативног попуштања, што је ублажавало негативне ефекте нормализације монетарне политике ФЕД-а. Потези ЕЦБ-а су посебно важни за Србију, с обзиром на финансијску повезаност, као и чињеницу да је зона евра наш најзначајнији трговински партнер. Ипак, упркос глобалном економском опоравку, није било сигнала да расту инфлаторни притисци на страни тражње и да би заостравање монетарне политике водећих централних банака могло бити брже него што се најављивало.

Разматрајући нове информације о економским кретањима у земљи и међународном окружењу, Извршни одбор Народне банке Србије у **септембру и октобру смањивао је референтну каматну стопу за по 25 б.п., на 3,5%**, што је био њен најнижи ниво у режиму циљане инфлације. Тиме је Народна банка Србије дала додатну подршку кредитној активности и привредном расту.

Као што је Извршни одбор и очекивао, м.г. инфлација се успорила током лета, као и базна инфлација, која се спустила на 1,5% м.г. у августу и на том нивоу задржала се и у септембру. Међутим, успоравање инфлације било је веће него што се очекивало, јер су ефекти суше на инфлацију били мањи од претпостављених. Негативни ефекти суше на цене воћа и поврћа, као и цене примарних пољопривредних производа на домаћем тржишту, били су мањи него што се процењивало, док су секундарни ефекти, по свему судећи, изостали. На то су указивале цене прерађене хране, које су биле готово непромењене, а инфлациона очекивања су додатно смањена и за једну, и за две године унапред.

У смеру ниже инфлације деловале су и ниже увозне цене изражене у динарима, укључујући цене примарних пољопривредних производа и нафте. Поред тога, премија ризика земље, у условима поправљања домаћих фундамената, као и под дејством глобалних фактора, спустила се на најнижи ниво откада се прати за Србију. Одлука Извршног одбора да у септембру и октобру смањи референту каматну стопу била је подржана и фискалним кретањима. Она су била повољнија него што се очекивало, што је најбоље потврђивао остварени буџетски суфицит. То је умањило потребе државе за задуживањем и, између осталог, допринело даљем смањењу учешћа јавног дуга у БДП-у. Извршни одбор је очекивао да ће остварени фискални напори, подржани и привредним растом, омогућити наставак тенденције смањења јавног дуга и у наредном периоду.

Узимајући у обзир претходно ублажавање монетарне политике, као и нову, новембарску пројекцију инфлације, кретање њених кључних фактора, боље економске перформансе и изгледе за наредни период, Извршни одбор у **новембру и децембру није мењао висину референтне стопе (3,5%)**. Оценио је да ће се инфлација и у наредне две године кретати у границама циља, с тим да ће, као резултат базног ефекта код цена хране и енергије, бити у паду у П1 2018. године. У смеру ниже инфлације деловаће и ниски трошковни притисци по основу увозних цена изражених у динарима и цена примарних пољопривредних производа на домаћем тржишту, као и даљи пад премије ризика земље. У супротном смеру деловаће очекивани раст домаће тражње, којој доприносе раст зарада и запослености, као и ефекти претходног ублажавања монетарне политике.

Опрезно вођење монетарне политике и даље су налагала кретања у међународном окружењу. Међутим, Извршни одбор је истицао да је, захваљујући бољим макроекономским фундаментима и повољним изгледима за наредни период, Србија повећала своју отпорност на евентуалне негативне утицаје из међународног окружења. Потврду о даљем поправљању макроекономске перспективе Србије и постигнутим резултатима спровођења структурних реформи дале су рејтинг агенције *Standard & Poor's* и *Fitch*, које су у децембру повећале кредитни рејтинг Србије. Такође, поправљање макроекономских изгледа констатовала је и мисија ММФ-а приликом разматрања ревизија аранжмана из предострожности.

Извршни одбор ће и у наредном периоду наставити да примењује пажљиво одмерен и комбинован скуп мера монетарне политике усмерен на одржавање ниске и стабилне инфлације, уз очување стабилности финансијског система и подршку расту економској активности.

2. Инструменти монетарне политике

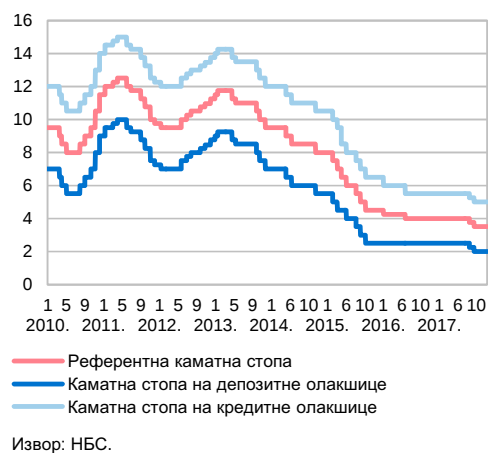
Основни инструмент монетарне политике Народне банке Србије јесте **референтна каматна стопа**, тј. **каматна стопа која се примењује у спровођењу главних операција на отвореном тржишту**. Улога референтне каматне стопе подржана је **коридором каматних стопа на депозитне и кредитне олакшице и другим операцијама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

Операције на отвореном тржишту

Главне операције на отвореном тржишту Народне банке Србије и током 2017. године биле су **једнонедељне реверзне репо трансакције**, тј. репо трансакције продаје ХоВ (повлачење ликвидности).

Репо трансакције Народна банка Србије је спроводила својим ХоВ. За потребе репо продаје, у 2017. години емитована је једна серија благајничких записа, у укупној номиналној вредности од 500,0 млрд динара. Емисија једне серије благајничких записа високе

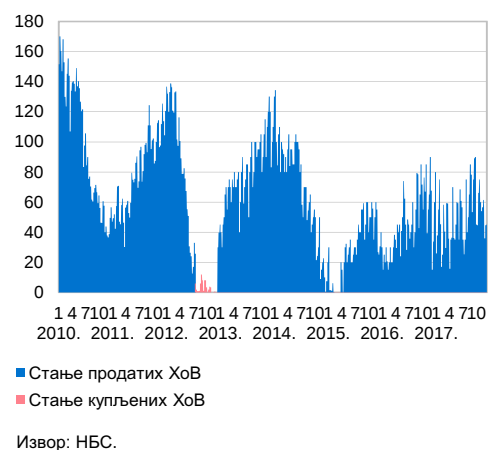
Графикон II.2.1. **Референтна каматна стопа и коридор каматних стопа**
(дневни подаци, на годишњем нивоу, у %)



номиналне вредности наставак је праксе из претходних година која банкама омогућава да адекватније располажу хартијама у оквиру исте серије и једноставније управљају ликвидношћу.

Током 2017. године, организоване су 52 аукције репо продаје ХоВ. Аукције су организоване једном недељно, по моделу **варијабилне вишеструке каматне стопе**. Укупна продаја ХоВ износила је 2.701,7 млрд динара. Остварени обим продаје био је нешто виши него у 2016. години (2.343,4 млрд динара).

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



Просечно стање ХоВ Народне банке Србије у портфолију банака током 2017. износило је 51,8 млрд динара, што је за 6,8 млрд динара више него у 2016. години. Посматрано у односу на крај 2016. године, стање тих ХоВ је повећано за 11,3 млрд динара и крајем децембра је износило 45,1 млрд динара.

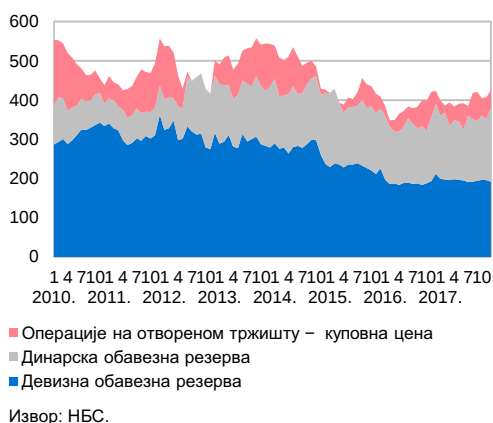
Обим продаје ХоВ постепено се повећавао током 2017. године. Укупна продаја ХоВ у П1 износила је 1.199,9 млрд динара, а у П2 1.501,8 млрд динара.

Депозитне и кредитне олакшице

Банке су и током 2017. године наставиле с преконоћним депоновањем средстава код Народне банке Србије. Просечно дневно стање средстава банака депонованих код Народне банке Србије у 2017. години износило је 14,8 млрд динара, што је за 13,1 млрд динара мање него у 2016. години. Максимално просечно месечно стање депонованих средстава забележено је у јануару (22,3 млрд динара), а минимално у јулу (8,7 млрд динара).

У 2017, банке су ретко користиле кредитне олакшице, и то пре свега као дневни (*intraday*) кредит (осам банака), а мање као преконоћни (*overnight*) кредит (једна банка). Банке су дневни кредит користиле у укупном износу од 61,1 млрд динара, с тим да је највећи износ коришћења био у ТЗ (23,4 млрд динара).

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



Преконоћни кредит коришћен је у неколико наврата у мањим износима, укупно 12,6 млрд динара, и то само у П2, од чега највише у јулу (6,2 млрд динара).

Обавезна резерва

Током 2017. године нису мењане стопе, нити начин издвајања обавезне резерве.

Крајем 2017. године, обрачуната обавезна резерва која се издваја у динарима била је за 8,5 млрд динара виша него у истом периоду претходне године и износила је 155,8 млрд динара. Од тог износа, 1,9 млрд динара односило се на повећање динарске обавезне резерве, а 6,6 млрд динара на део девизне обавезне резерве која се издваја у динарима.

У истом периоду, обрачуната обавезна резерва која се издваја у девизама повећана је за 141,2 млн евра и износила је 1,7 млрд евра. Такво кретање последица је повећања девизне основице за 1,2 млрд евра, и то у делу девизних обавеза са уговореном рочношћу до две године. Претежни део повећања тих обавеза односи се на девизну штедњу становништва и девизне инообавезе банака.

Операције на девизном тржишту

У складу с Програмом монетарне политике за 2017. годину, Народна банка Србије је наставила да спроводи режим руковођено пливајућег девизног курса. Интервенције на девизном тржишту имале су за циљ да смање прекомерне краткорочне осцилације девизног курса, очувају финансијску и ценовну стабилност и одрже адекватан ниво девизних резерви.

У 2017. години, динар је номинално ојачао према еврау за 4,2%, највише као резултат:

- 1) побољшања макроекономских показатеља земље и перспектива домаће привреде (што је допринело и томе да нето прилив СДИ буде више него довољан да покрије дефицит текућег рачуна);
- 2) повећаног интересовања страних портфолио инвеститора за улагање у дугорочне динарске државне ХоВ;
- 3) већег прилива девиза током туристичке сезоне и
- 4) повећања нето индексиране активе банака⁵.

⁵ У настојању да уравнотеже своју отворену дугу девизну позицију и тако смање изложеност девизном ризику, банке продају девизе, што за резултат има јачање динара.

Народна банка Србије је у 2017. години интервенисала на МДТ-у нето куповином 725,0 млн евра (купила је 1.355,0 млн евра и продала 630,0 млн евра). Девизне интервенције су реализоване искључиво по тржишним условима, прихватањем курсева које су нудиле банке (улога *price taker*-а).

Почетком године, у јануару и првих десет дана фебруара, на домаћем девизном тржишту забележени су депрецијацијски притисци. На то су у највећој мери утицали повећана неизвесност у међународном окружењу услед дивергентног карактера монетарних политика ФЕД-а и ЕЦБ-а, посебно након одлуке ФЕД-а у децембру 2016. да повећа основну каматну стопу, као и сезонски појачана тражња за девизама домаћих предузећа – увозника енергената. Од средине фебруара уследио је период релативне стабилности на девизном тржишту. Од априла, па све до средине новембра углавном су бележени притисци ка јачању динара, због повољних макроекономских кретања и перспектива домаће економије. Од средине новембра и током већег дела децембра преовлађавали су депрецијацијски притисци, изазвани у највећој мери сезонски појачаном тражњом за девизама домаћих предузећа – увозника енергената.

Посматрано по тромесечјима, у Т1, динар је номинално ослабио према еврџу за 0,4%, а Народна банка Србије је на МДТ-у искључиво продавала девизе (345,0 млн евра). У Т2, и поред тога што је Народна банка Србије интервенисала куповином девиза (505,0 млн евра), динар је номинално ојачао према еврџу за 2,6%. Јачање динара настављено је и у Т3 (за 1,2%), док је Народна банка Србије интервенисала искључиво на страни куповине девиза (605,0 млн евра). Иако су средином тромесечја ојачали депрецијацијски притисци, динар је и у Т4 ојачао за 0,8%, уз нето продају 40,0 млн евра на МДТ-у (куповину 245,0 млн евра и продају 285,0 млн евра).

Девизни своп

Како би подстакла развој међубанкарске своп трговине и банкама омогућила да ефикасније управљају својом ликвидношћу, Народна банка Србије је у 2017. години наставила да организује редовне тромесечне и двонедељне аукције своп продаје и куповине девиза за динаре. У 2017. години организоване су 102 двонедељне своп аукције, на којима је Народна банка Србије укупно своп купила и своп продала по 363,0 млн евра. Поред тога, организовано је и 100 тромесечних своп аукција, на

којима је Народна банка Србије укупно своп купила и своп продала по 183,5 млн евра. Највећи обим реализације у 2017. години забележен је у марту, када је своп продато и своп купљено по 62,0 млн евра. На крају 2017. године, стање девизних потраживања и девизних обавеза Народне банке Србије по основу тромесечних своп аукција износило је по 32,0 млн евра, док је стање девизних потраживања и девизних обавеза према банкама по основу двонедељних своп аукција износило по 19,0 млн евра.

3. Остварење циљане инфлације у 2017. години

Инфлација се у току целе 2017. године кретала унутар граница новог, нижег циља, $3,0 \pm 1,5\%$. Њено кретање почетком године било је опредељено опоравком светске цене нафте од П2 2016, као и ефектима изузетно хладног времена, због чега је раст цена воћа, поврћа и огрева био изнад сезонски уобичајеног. Након достизања 4% у априлу под утицајем наведених једнократних поскупљења малог броја производа и услуга, мг. инфлација је од маја имала силазну тенденцију и у П2 стабилизовала се око циљаних 3,0%. Просечна инфлација у 2017. износила је такође 3%. На ниске инфлаторне притиске указивала је и базна инфлација, која се током целе 2017. године кретала око доње границе дозвољеног одступања од циља. У децембру, базна инфлација је износила 1,3%, што је био њен (до тада) најнижи ниво откада се мери ИПЦ-ом.

На то да су инфлаторни притисци остали ниски и да су на инфлацију током 2017. пресудно утицале

Табела II.3.1. Допринос мг. стопи раста потрошачких цена (у п.п.)

	Децембар 2016.	Децембар 2017.	Разлика
Потрошачке цене (ИПЦ)	1,6	3,0	1,4
Непрерађена храна	0,0	0,9	1,0
Воће и поврће	-0,4	0,9	1,3
Свеже месо	0,3	0,0	-0,3
Прерађена храна	0,2	0,4	0,2
Индустријски производи без хране и енергије	0,5	0,6	0,0
Енергија	0,5	0,6	0,1
Дрва за огрев	0,1	0,2	0,1
Услуге	0,4	0,5	0,1

Извор: РЗС и прерачун НБС.

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

временске прилике – изузетно хладно време почетком године и суша у летњим месецима – указује и чињеница да се од 1,4 п.п., колико је износила разлика у инфлацији крајем 2017. у односу на крај 2016, 1,3 п.п. односи на раст доприноса воћа и поврћа (са -0,4 п.п. крајем 2016. на 0,9 п.п. крајем 2017).

Цене хране су, укупно посматрано, у 2017. порасле за 4,2% (допринос инфлацији 1,3 п.п.). Током 2017, највише су порасле цене у групи **непрерађене хране** (8,5%), и то воћа (за 22,4%) и поврћа (за 12,9%), пре свега због неповољних временских прилика, али и тога што су, услед претходне одличне пољопривредне сезоне, цене ове групе производа у П2 2016. биле на изразито ниском нивоу. **Цене прерађене хране** у децембру биле су више за 1,9% мг., тако да је њихов допринос укупној инфлацији у 2017. остао низак (0,4 п.п.), пре свега захваљујући и даље ниским ценама примарних пољопривредних производа на светском тржишту. Највећи позитиван допринос потекао је од безалкохолних пића, млека и млечних прерађевина, као и од прерађевина од меса.

Цене индустријских производа без хране и енергије у децембру биле су више за 2,0% мг., а њихов допринос инфлацији износио је 0,6 п.п. Раст цена ове групе доминантно је одредило поскупљење цигарета у јануару и јулу од укупно 8,9% (допринос инфлацији 0,4 п.п.). Јачање динара током године допринело је нижим ценама увозних производа изражених у динарима, као и нижим ценама станарина.

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

Цене услуга су на нивоу године порасле за 2,1% (допринос инфлацији 0,5 п.п.), чему је највише допринело мартовско поскупљење услуга мобилне телефоније код једног мобилног оператера за 12%, као и туристичких пакет-аранжмана за око 13%.

Цене енергије су повећане у 2017. за 3,8% (допринос укупној инфлацији од 0,6 п.п. у децембру). У оквиру ове категорије, највећи позитиван допринос потекао је од цена нафтних деривата, а затим огрева и електричне енергије. У поређењу с крајем претходне године, допринос електричне енергије био је нижи (електрична енергија је у 2017. поскупела 2,1%, наспрам 3,8% у претходној години), а огрева виши (због изразито хладног времена почетком 2017). Када је реч о нафтним дериватима, највећи допринос мг. инфлацији забележен је у фебруару и марту, по 0,9 п.п., чему је, поред ефекта ниске базе из истог периода претходне године, допринео и опоравак светске цене нафте крајем 2016. године, након постигнутог договора земаља ОПЕКС-а и Русије о ограничавању њене производње. У остатку године, допринос нафтних деривата је опадао и крајем године износио је 0,3 п.п.

Регулисане цене, тј. цене на које директно или индиректно утиче држава, порасле су у 2017. за 2,9% (допринос укупној инфлацији од 0,6 п.п.). Раст ове групе цена готово у потпуности је био опредељен поскупљењем цигарета и електричне енергије. У супротном смеру деловало је појефтинјење лекова.

Табела II.3.2. Раст и доприноси компоненти расту потрошачких цена у 2017.

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

Извор: РЗС и прерачун НБС.

Базна инфлација,⁶ као део ИПЦ-а на који монетарна политика има највећи утицај, током 2017. остала је ниска и стабилна. У 2017, она се кретала око доње границе дозвољеног одступања од циља и у децембру је износила 1,3% м.г., што је ниже од нивоа на коме се налазила годину дана раније. Такво кретање базне инфлације указује на то да су ниски инфлаторни притисци трајнијег карактера и да су у највећој мери резултат рестриктивне фискалне политике, релативне стабилности курса динара, усидрених инфлационих очекивања, као и ниске инфлације у међународном окружењу. Посматрано по групама производа и услуга, једини већи позитиван допринос базној инфлацији током 2017. дале су услуге мобилне телефоније (0,2 п.п.), као и цене туристичких пакет-аранжмана (0,1 п.п.).

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

III. Макроекономски услови спровођења монетарне политике

1. Међународно окружење

Наставак раста домаће тражње и опоравак нето екстерне тражње утицали су на убрзање раста БДП-а у **зони евра** у 2017, на 2,4%, што је највиша стопа раста забележена од 2007. Позитивна кретања на тржишту рада, повољни монетарни услови и веће потрошачко поверење наставили су да подстичу приватну потрошњу, која је у највећој мери допринела расту БДП-а. Истовремено, потреба предузећа за модернизацијом опреме, висока искоришћеност постојећих капацитета и већа профитабилност компанија деловали су на раст инвестиција. Бржи раст на светском нивоу и по том основу снажнија екстерна тражња допринели су бржем расту извоза од увоза, што је за резултат имало позитиван допринос нето извоза расту БДП-а.

Бржи раст БДП-а у 2017. забележен је у већини водећих земаља зоне евра. Немачка је забележила највишу стопу раста у последњих шест година (2,2%), уз позитиван допринос свих компоненти домаће тражње и нето извоза. Слично томе, раст БДП-а Италије био је највиши у последњих седам година и износио је 1,5%, а његово убрзање у односу на 2016. резултат је бржег раста инвестиција и извоза. Наставак динамичног и географски распрострањеног раста БДП-а у зони евра очекује се и у 2018. и требало би да буде подстакнут истим факторима као у 2017.

Упркос релативно снажном темпу привредног раста, **инфлација у зони евра** била је испод циља, „близу, али испод 2%“. Ипак, у 2017. години била је виша (1,5% м.г.) него у 2016. (0,3% м.г.), првенствено због раста цена енергената. Базна инфлација од 1,0% м.г. у 2017. била је само благо виша него у 2016. (0,9% м.г.)

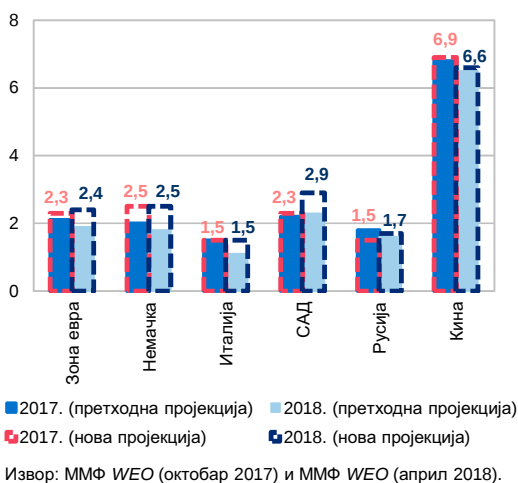
и још увек испод свог дугорочног просека због и даље умереног раста зарада и ниских притисака на страни тражње. Када су у питању главни спољнотрговински партнери Србије, инфлација је била нешто виша у Немачкој (у просеку је износила 1,7% м.г.) него у Италији (1,3%). Према процени аналитичара, разлог још увек релативно ниске инфлације у зони евра и у 2017. години јесте пре свега апрецијација евра и чињеница да је, упркос ниској незапослености (најнижој од 2009), раст зарада и даље био умерен. Према њиховој процени, апрецијација евра у 2017. „померила“ је очекивани раст инфлације – она ће и током 2018. бити испод циља, а тек од 2019. године ће умерено расти. Због виших цена нафте и прехрамбених производа, ЕЦБ је у децембру 2017. кориговала навише своју пројекцију инфлације за 2018. годину, на 1,4%, са 1,2%, колико је предвиђала у септембру 2017. Пројекцију за 2019. годину није мењала (1,5%), док за 2020. годину очекује просечну

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

	Consensus Forecast јануар 2018.		ММФ април 2018.	
	2017.	2018.	2017.	2018.
Пољска	4,4	3,8	4,5	4,1
Чешка	4,4	3,3	4,3	3,5
Мађарска	3,9	3,6	4,0	3,8
Албанија	3,9	3,8	3,9	3,7
Бугарска	3,8	3,6	3,6	3,8
БиХ	2,7	3,0	2,7	3,2
Македонија	0,9	3,2	0,0	2,8
Румунија	6,8	4,5	7,0	5,1
Словенија	4,7	3,7	5,0	4,0
Хрватска	3,0	2,8	2,8	2,8

Извор: Consensus Forecast и ММФ.

Графикон III.1.1. Ревизија прогноза реалног раста БДП-а за 2017. и 2018. ММФ-а (у %)



инфлацију од 1,7%. ЕЦБ је истакла да ће постепено раст инфлације и њено приближавање циљу бити подстакнуто мерама монетарне политике, континуираним привредним растом, даљим смањењем неискоришћених привредних капацитета и растом зарада.

Наставак снажног раста приватне потрошње и опоравак инвестиција допринели су убрзању раста БДП-а у САД, на 2,3% у 2017. Повољни услови на тржишту рада, на које указује пад стопе незапослености у децембру 2017. на најнижи ниво од почетка 2001. (4,1%), уз високо потрошачко поверење, погодовали су наставку раста приватне потрошње. Поред тога, повољни монетарни услови и већа профитабилност компанија утицали су на опоравак инвестиција, које су нарочито порасле у сектору енергетике услед опоравка цене нафте. Бржи глобални раст и депрецијација долара подстакли су раст извоза, али је допринос нето извоза био негативан због бржег раста увоза. Такође, пореска реформа која је усвојена крајем 2017. требало би позитивно да делује на раст инвестиција и потрошњу, па се по том основу очекује убрзање привредног раста у 2018.

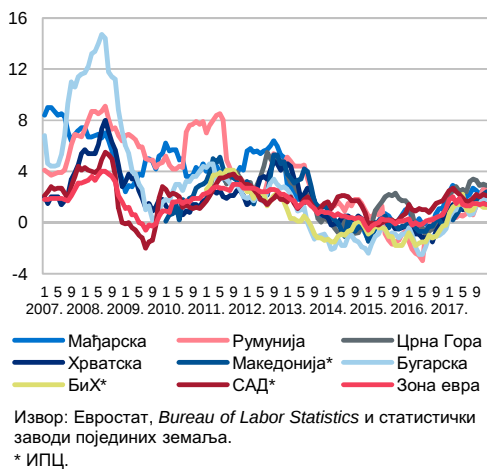
Инфлација у САД је током 2017. године повећана и у децембру је износила 2,1% м.г. На нивоу године, просечна м.г. стопа инфлације износила је такође 2,1%, што је више од просечне м.г. стопе инфлације остварене у 2016. (1,3%). С друге стране, базна

инфлација у 2017. била је нижа за 0,4 п.п. него у 2016. и износила је 1,8%. Међутим, индикативан је био раст базне инфлације у децембру, за 0,3 п.п. више него у новембру, што је највећи раст базне инфлације у последњих 11 месеци. То је повећало очекивања да је виша инфлација одржива и да ће се она у 2018. кретати око циља ФЕД-а, захваљујући опоравку тржишта рада, расту цена примарних производа, слабењу долара и фискалним стимулансима.

Повољна кретања у зони евра подстицајно су деловала на инвестиције и извоз у **региону централне и источне Европе**. Поред повољних кретања на тржишту рада и фискалних стимулација у појединим земљама, то је утицало на убрзање привредног раста у већини земаља овог региона у 2017. Највиши раст БДП-а остварен је у Румунији (7,0%), док су релативно високе стопе раста, од преко 4,0%, забележене и у осталим земљама централне Европе (Пољској, Чешкој и Мађарској). Наставак опоравка тржишта рада и раст инвестиција у највећој мери су доприносили расту БДП-а у земљама западног Балкана, док је позитиван допринос по основу наставка раста извоза делимично неутрализован високим растом увоза опреме за потребе инвестиција. Опоравак економске активности, уз раст БДП-а од 1,5%, забележен је у Русији, чему је допринео опоравак цене нафте, смањење инфлације и ублажавање монетарних услова.

За разлику од претходног периода, током 2017. године, **инфлација се у свим посматраним земљама централне и југоисточне Европе** кретала у позитивној зони. Главни покретачи раста потрошачких цена у земљама овог региона биле су цене енергената на светском тржишту и цене хране. Према проценама аналитичара, инфлаторни притисци у овим земљама били су и даље релативно ниски, иако су неке од њих током 2017. имале највише стопе м.г. инфлације у последњих неколико година. Базна инфлација је у већини земаља била и даље релативно ниска, због још увек релативно ниских притисака на страни тражње. Од земаља које су имале релативно високу инфлацију у претходном периоду, Русија је успела да је спусти на 2,5% м.г. у децембру, због јачања валуте и јефтине хране услед добре пољопривредне сезоне. Са слабењем ефеката ових фактора, централна банка Русије очекује постепено раст инфлације и њен повратак на циљ од 4,0%. У Турској је инфлација и даље била виша него у другим земљама региона (11,9% м.г. у децембру), при чему је забележен растући тренд базне инфлације. Централна

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



банка је оценила да је укупни ефекат депрецијације турске лире био кључни покретач инфлације, али да јој је делом доприносила и агрегатна тражња.

Кинеска привреда је у 2017. наставила да ребалансира структуру свог раста, па је тако забележен бржи раст финалне потрошње од инвестиција, а услужних сектора од индустрије. Раст БДП-а износио је 6,9% и благо је убрзан у односу на 2016. (6,7%), што је највећим делом резултат веће екстерне тражње по основу бржег глобалног раста. Очекивани наставак рестриктивног деловања монетарне политике и ребалансирања економије требало би да се одрази на постепено успоравање раста БДП-а у 2018.

Дивергентност монетарних политика водећих централних банака, ЕЦБ-а и ФЕД-а, повећана је током 2017, с обзиром на то да се зона евра и САД налазе у различитим фазама привредног циклуса. **ЕЦБ** је током 2017. задржала каматне стопе на историјски најнижем нивоу (висину референтне каматне стопе на нули, а стопу на депозитне олакшице испод нуле) и наставила да спроводи нето куповине ХоВ, у месечном износу од 60 млрд евра, при чему је најавила да ће их од јануара до септембра 2018. године смањити на 30,0 млрд евра. Истакла је

да ће након окончања нето куповина ХоВ спроводити реинвестирање главница доспелих ХоВ у оквиру овог програма током дужег времена. Такође, ЕЦБ је наставила да спроводи главне операције рефинансирања и тромесечне (*LTRO*) операције рефинансирања по фиксној стопи без унапред објављеног износа и уз прихватање целе тражње докле год је то потребно, а најкраће до краја последњег обрачунског периода обавезне резерве у 2019. години. Према оцени ЕЦБ-а, то ће допринети очувању повољних услова финансирања, који су још увек потребни да би се инфлација вратила на циљ.

С друге стране, **ФЕД** је наставио с нормализацијом монетарне политике и, као што се и очекивало, током 2017. године три пута је повећао циљани распон за референтну каматну стопу за по 25 б.п., на 1,25–1,50%, имајући у виду пре свега раст економске активности и даље јачање тржишта рада. Поред тога, ФЕД је у јуну најавио, а у октобру започео да нормализује свој биланс (који је током светске економске кризе повећан са 800 млрд долара на 4,5 трилиона долара) постепеним смањењем реинвестирања доспеле главнице ХоВ купљених током програма квантитативног попуштања.⁷ Смањење биланса ФЕД-а остварено током Т4 није било велико и већина аналитичара га тумачи као сигнал тржишту да ФЕД не жури да биланс врати у нормалу. На састанку у децембру, ФЕД је изнео очекивања да ће референтна стопа вероватно бити повећана три пута у 2018, а затим два пута у 2019. години.

Када су у питању монетарне политике централних банака земаља централне и југоисточне Европе, оне су у 2017. години почеле да се разликују, у зависности од економских услова у свакој појединачној земљи. Тако је Чешка народна банка најпре у априлу престала с коришћењем интервенција на девизном тржишту (које су имале за циљ да спрече јачање домаће валуте преко циљаног нивоа), а затим је у августу повећала референтну стопу за 20 б.п., на 0,25%, због очекиваног раста инфлације услед раста зарада и потрошње. Референтну каматну стопу поново је повећала у новембру, за 25 б.п., а дискусију о повећању водила је и у децембру, с тим да је ипак одлучено да се с таквом одлуком сачека, с обзиром на то да је круна ојачала више него што се очекивало. Централна банка Румуније није мењала висину

⁷ Према плану, умањење месечног износа који се реинвестира треба да се повећава свака три месеца за 10 млрд долара, све док не достигне 50 млрд долара крајем 2018. године (од тог износа, 60% односиће се на државне ХоВ, а 40% на хипотекарне ХоВ). Након тога, примењиваће се износ месечног смањења од 50 млрд долара докле год то, према оцени ФЕД-а, буде потребно.

референтне стопе, али је у октобру и новембру сузила коридор каматних стопа за укупно 50 б.п., на $\pm 1,0$ п.п. Рестриктивну монетарну политику наставила је да води централна банка Турске, која, такође, није мењала висину референтне стопе (8,0%), али је, ради стабилизације валуте и снижавања инфлације, повећала каматне стопе на средства којима банкама обезбеђује ликвидност.

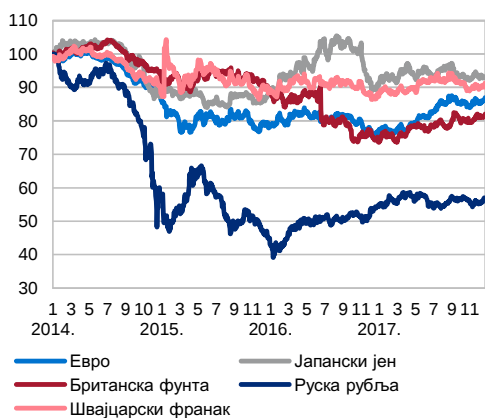
С друге стране, централна банка Русије је ублажавала монетарну политику захваљујући паду инфлације и инфлационих очекивања, смањујући референтну каматну стопу шест пута, са 10,0% на 7,75%, а нова смањења најавила је и за 2018. годину. Иако није мењала висину референтне каматне стопе (0,9%), Мађарска централна банка је најавила да ће наставити да ублажава монетарну политику неконвенционалним мерама, како би подстакла кредитну активност и привредни раст, тако што ће од почетка 2018. године почети да купује хипотекарне ХоВ рочности најмање три године, при чему ће организовати аукције петогодишњих и десетогодишњих каматних свопова у укупном износу од око 1,2 млрд долара. Једна од ретких која није мењала монетарну политику била је централна банка Пољске, чија се референтна каматна стопа налази на минимуму (1,5%) више од три године.

Упркос смањењу експанзивности монетарне политике ФЕД-а, глобални финансијски услови и током 2017. били су повољни, пре свега захваљујући експанзивној монетарној политици ЕЦБ-а. Перцепција ризика на међународном финансијском тржишту побољшана је првенствено због бољих изгледа за глобални привредни раст. Ипак, у посматраном периоду биле су

честе промене смера кретања на тржиштима, не само због предузетих мера већ и више због очекивања у погледу монетарних политика водећих централних банака, ФЕД-а и ЕЦБ-а, неизвесности око реформи нове америчке администрације, избора у неколико земаља зоне евра и геополитичких тензија. Сложено дејство тих фактора било је видљиво у флукуацијама у кретању **приноса на државне ХоВ развијених земаља и односима између валута**. Тако је разлика између америчких и немачких државних хартија почетком године била готово стално изнад 200 б.п., што је највећа разлика тих приноса од увођења евра. Средином године, та разлика је смањена услед раста приноса на немачке и пада приноса на америчке државне хартије. С растом оптимизма у погледу привредног раста, повећани су приноси на америчке државне ХоВ, међу којима је двогодишња државна ХоВ у новембру, први пут од почетка економске кризе, прешла 2,0%. Расли су и приноси на реперне америчке десетогодишње ХоВ, као и разлика између њих и приноса на немачке државне хартије, да би се крајем године та разлика стабилизовала на око 200 б.п. Уз флукуације у распону 1,04–1,21 долар за један евро, **евро је током 2017. ојачао према долару за 12,1%**, након три претходне године слабљења. Томе су допринели бољи изгледи за привредни раст зоне евра, упркос експанзивној политици ЕЦБ-а и нормализацији монетарне политике ФЕД-а.

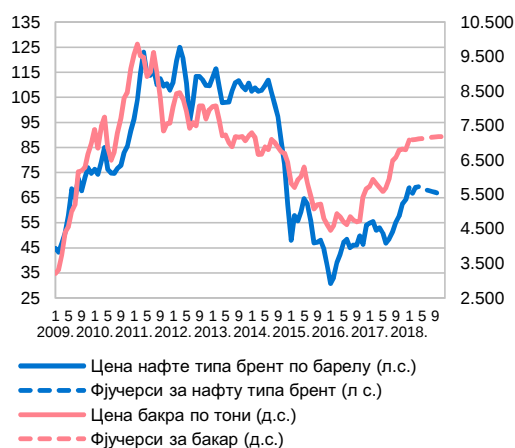
Светска цена нафте типа брент смањена је током П1, али је током П2 расла, тако да је на нивоу 2017. године, у просеку, износила 54,4 долара за барел, што је за 23,5% више од просечне цене у 2016. години. Цена нафте је била највиша у децембру, у просеку је

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



Извор: База података ММФ-а.
* Раст представља апрецијацију.

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



Извор: Блумберг.

износила 64,2 долара за барел, што је за 18,8% више од просечне цене из јануара. На раст цене нафте у 2017. години утицали су фактори и на страни понуде, и на страни тражње. На страни понуде, пресудан је био споразум земаља *OPEC*-а о ограничавању производње. Споразуму су се придружиле Русија и још десет земаља ван *OPEC*-а, а средином године и Нигерија, што је допринело тржишним очекивањима да је споразум одржив. На цену нафте утицало је и варирање у производњи нафте у САД. Аналитичари су процењивали да су произвођачи нафте у САД, након великих финансијских проблема у 2015. години, сада спремни да „поднесу” и ниже цене. Поремећаји у производњи и дистрибуцији нафте изазвани ураганом који је погодио Мексички залив и Флориду, као и геополитичке тензије на Блиском истоку, такође су утицали на њену цену на светском тржишту. Са стране тражње, расту цена нафте допринели су бољи изгледи за убрзање привредног раста на светском нивоу.

Поред цене нафте, током 2017. повећане су и **цене основних метала**. Према ММФ-овом индексу који обухвата осам основних метала, оне су током 2017. повећане за 14,4%. Притом, цене метала су до фебруара расле, настављајући раст из 2016. године, да би од марта до јуна биле у паду. Током Т3 снажно су порасле, да би се у Т4 стабилizовале на највишем нивоу у последње три године.

Иако су расле током прва три тромесечја, **светске цене хране** су опале у Т4, тако да су на крају 2017. године, мерено индексом ФАО, биле благо ниже (за 0,3%) него на крају 2016. У просеку посматрано, цене

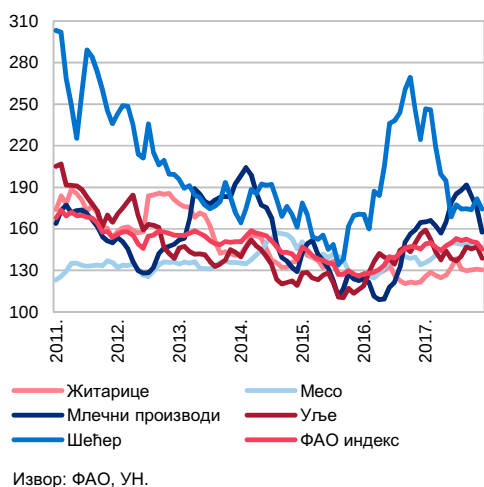
хране у 2017. биле су више за 8,2% него у 2016. и на највишем нивоу од 2014. године. Највише су повећане цене млечних производа, које су у просеку биле више за 31,5% него у 2016. години. Затим следи месо, с просечним растом од 9,0% у односу на 2016, чија је цена још увек за 4,7% испод просечне цене у последњих пет година (2012–2016). Житарице, које су важан извозни производ Србије, оствариле су раст просечне цене од 3,2%. Ипак, цене житарица биле су још увек ниже за 37% од максимума достигнутог 2011. године. Слично је повећана и просечна цена уља (3,1%). Једино је просечна цена шећера била нижа за 11,2% него 2016. године.

2. Међународне трансакције

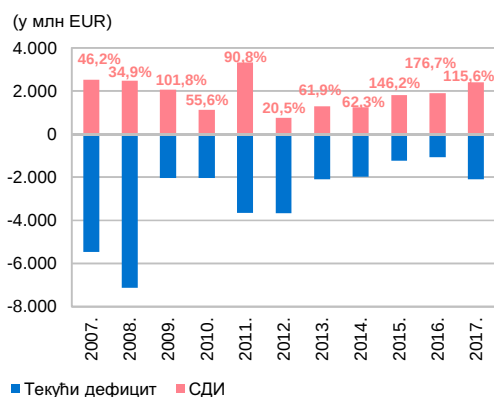
Платнобилансна кретања и девизне резерве

Према прелиминарним подацима, **текући дефицит платног биланса** износио је 2.089,6 млн евра у 2017. Раст текућег дефицита у односу на 2016. последица је пре свега већег робног дефицита, који је узрокован растом увоза опреме у условима снажног прилива СДИ, већим увозом енергената по основу повећаних потреба индустрије, раста цене нафте и неповољних временских прилика на почетку године, као и нижим извозом пољопривредних производа у Т4 услед лоше пољопривредне сезоне. На такав закључак недвосмислено указује и динамика текућег дефицита током године, тј. његово смањење са 8,7% БДП-а у Т1 на око 4% БДП-а у наредна два тромесечја, а потом раст на 6,6% у Т4. На трговински, а тиме и на текући

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



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



дефицит, у 2017. неповољно су деловали и односи размене, услед бржег раста увозних цена од извозних, пре свега због поскупљења нафте на светском тржишту.

Извоз робе у 2017. наставио је да расте по двоцифреним стопама (10,0%) и био је за 1.275,4 млн евра већи него у 2016. години. Карактерише га убрзање раста извоза прерађивачке индустрије – са 11,6% у 2016. на 13,6% у 2017. Томе су, са стране понуде, допринели реализација инвестиција из претходног периода, поправљање пословног амбијента и побољшање конкурентности домаће индустрије, а са стране тражње – убрзање раста код главних спољнотрговинских партнера (зона евра и земље *CEFTA*). Поред бржег раста, извоз прерађивачке индустрије задржао је и своју широку секторску распрострањеност, с обзиром на то да је у 2017. раст остварен у свим областима, изузев код дуванских производа, чији је извоз смањен с максималног нивоа из 2016. Највећи допринос расту робног извоза дао је извоз основних метала, производа од гуме и пластике, хемијских производа, електричне опреме и осталих машина и опреме, као и производа од метала.

У 2017, повећан је и **робни увоз**, за 2.142,7 млн евра, што је за 13,4% више него у 2016. години, али је његова структура била повољна. Раст увоза опреме убрзан је у поређењу са 2016. и износио је 9,4%, што указује на веће инвестиције, и сасвим је очекиван у овој фази инвестиционог циклуса. Повећан је и увоз репроматеријала (16,2%), што је такође очекивано. То је резултат већег увоза индустријских сировина, који је у складу с већом производњом и извозом прерађивачке индустрије, као и повећаног увоза енергената. Притом, око 60% раста вредности увоза енергената односи се на раст њихове цене на светском тржишту, док је око 40% резултат веће увезене количине због већих потреба привреде. Део раста увоза потиче и од вишег увоза потрошне робе (3,4%), што је у складу с постепеним опоравком финалне потрошње.

Позитиван салдо на **рачуну услуга** додатно је повећан у 2017. години (4,8%), на 950,9 млн евра, захваљујући наставку снажног раста извоза услуга (14,6%). Највећи допринос томе дао је извоз компјутерских и пословних услуга, које од 2011. бележе позитиван нето извоз, док су, у нешто мањој мери, позитиван допринос пружиле и транспортне услуге.

Дефицит на **рачуну примарног дохотка** у 2017. повећан је за 547,8 млн евра, претежно због очекивано

виших расхода по основу СДИ у условима раста прилива СДИ, као одраз побољшаног пословног окружења и већег поверења инвеститора у погледу будућих економских кретања. Већи део остварене добити поново је инвестиран у Србију. Остале категорије расхода на рачуну примарног дохотка биле

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

	2016.	2017.
I. ТЕКУЋИ РАЧУН	-1.074,9	-2.089,6
1. Салдо робе размене	-3.118,9	-3.986,1
1.1. Извоз	12.814,2	14.089,6
1.2. Увоз	-15.933,0	-18.075,7
2. Салдо услуге	907,0	950,9
2.1. Извоз	4.570,8	5.240,2
2.2. Увоз	-3.663,8	-4.289,4
3. Салдо робе и услуга	-2.211,9	-3.035,2
3.1. Извоз робе и услуга	17.384,9	19.329,8
3.2. Увоз робе и услуга	-19.596,8	-22.365,1
4. Примарни доходак	-2.022,2	-2.569,9
4.1. Приходи	630,5	567,6
4.2. Расходи	-2.652,6	-3.137,5
од тога: камате	-1.047,0	-952,4
5. Секундарни доходак	3.159,2	3.515,6
5.1. Приходи	3.635,0	4.098,4
5.2. Расходи	-475,9	-582,8
II. КАПИТАЛНИ РАЧУН	-9,9	4,8
III. ФИНАНСИЈСКИ РАЧУН (без девизних резерви)	233,4	1.917,8
1. Директне инвестиције – нето	1.899,2	2.414,7
1.1. Актива (потраживања)	-227,8	-130,0
1.2. Пасива (обавезе)	2.126,9	2.544,7
2. Портфолио инвестиције – нето	-916,8	-827,1
2.1. Актива (потраживања)	-121,2	53,2
2.2. Пасива (обавезе)	-795,7	-880,3
3. Финансијски деривати – нето	-9,1	20,6
3.1. Актива (потраживања)	-6,1	20,6
3.1. Пасива (обавезе)	-3,0	0,0
4. Остале инвестиције – нето	-739,9	309,7
4.1. Трговински кредити	-209,4	-517,9
4.1.1. Актива (потраживања)	-923,5	-840,4
4.1.2. Пасива (обавезе)	714,1	322,4
4.2. Финансијски кредити	-303,5	203,3
4.2.1. Актива (потраживања)	-14,2	-130,7
4.2.1.1. Дугорочни	-13,2	-127,3
4.2.1.2. Краткорочни	-1,0	-3,4
4.2.2. Пасива (обавезе)	-289,2	333,9
4.2.2.1. Дугорочни	-678,8	179,5
4.2.2.2. Краткорочни	389,6	154,5
4.3. Готов новац и депозити – нето	-219,8	623,1
4.3.1. Актива (потраживања)	-173,8	445,7
4.3.2. Пасива (обавезе)	-46,0	177,4
4.4. Остало – нето	-7,1	1,2
IV. Средства резерви	301,8	-228,2
V. ГРЕШКЕ И ПРОПУСТИ	549,4	395,2
VI. УКУПНИ БИЛАНС	-301,8	228,2

Извор: РЗС и НБС.

Напомена: Прелиминарни подаци за 2017.

¹⁾ По ВРМ6 методологији, осим знаковне конвенције.

су ниже, првенствено због нижих трошкова камата на ХоВ и мање потребе државе за задуживањем у условима повољних фискалних кретања. На **рачуна секундарног дохотка**, у 2017. забележен је раст суфицита за 356,5 млн евра, што је у највећој мери резултат већег нето прилива дознака (9,9%).

На **финансијском рачуну платног биланса** забележене су повољне тенденције. Захваљујући унапређењу пословног окружења, нето прилив **СДИ** у 2017. наставио је да расте, надмашивши наша очекивања, која су током године неколико пута ревидирана навише. Већем приливу **СДИ** допринели су стварање стимулативнијег пословног окружења, пад премије ризика на најнижи ниво, као и поправљање кредитног рејтинга земље, ранга на листи конкурентности *Doing Business* и изгледа за наредни период. Укупан бруто прилив **СДИ** у 2017. износио је 2,6 млрд евра (6,9% БДП-а), што је за 19,6% више него у 2016. Укупан нето прилив **СДИ** у 2017. достигао је 2,4 млрд евра (6,6% БДП-а), што је за 27,1% више него у 2016. Прилив по основу **СДИ** остао је секторски распрострањен и највише је био усмерен у прерађивачку индустрију, финансијски сектор, грађевинарство и трговину. Посматрано по земљама, највећи део **СДИ**, као и претходних година, потицао је из земаља ЕУ, али је у односу на 2016. повећан прилив из Кине, Русије и Уједињених Арапских Емирата.

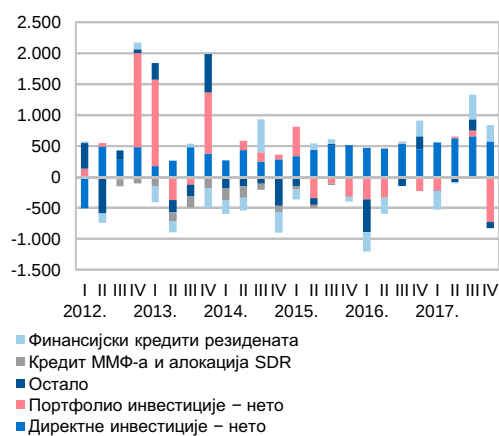
На рачуну **портфолио инвестиција** у 2017. години забележен је одлив од 827,1 млн евра, пре свега због исплате еврообвезнице нерезидентима у износу од 570 млн евра⁸. И поред доспеле еврообвезнице, забележени одлив био је за 9,8% нижи него у 2016. Посматрано током године, у периоду јануар–април регистрован је одлив по основу портфолио инвестиција од око 300 млн евра, што је претежно било узроковано наставком нормализације монетарне политике ФЕД-а и смањењем изложености инвеститора према земљама у успону. Захваљујући повољнијим изгледима глобалног раста, од маја расте интересовање инвеститора за улагања у регион централне и источне Европе. Поред већег улагања у динарске ХоВ дужих рочности на примарном тржишту, они су најпре током Т2 знатно смањили продају ХоВ на секундарном тржишту, да би током Т3 били и нето купци ХоВ на секундарном тржишту. Зато је у периоду од маја до октобра остварен нето прилив

по основу портфолио инвестиција у износу од 290 млн евра, чиме је готово у потпуности неутрализован нето одлив с почетка године. Током последњег тромесечја, на кретање портфолио инвестиција у 2017. највише је утицало доспеће поменуте еврообвезнице у новембру.

По основу **осталих инвестиција** остварен је нето прилив од 309,7 млн евра, за разлику од одлива у 2016. години. Резиденти су се нето задужили у иностранству по основу **финансијских кредита** за 203,3 млн евра, од чега су се банке нето задужиле за 272 млн евра, док су остали сектори смањили своје обавезе према иностранству. Нето задуживање банака по основу финансијских кредита у 2017. забележено је први пут од 2010, откада постоји процес смањења финансијске изложености матица према својим супсидијарима у региону. Захваљујући повољним кретањима на финансијском рачуну, тј. приливима који су надмашили дефицит текућег рачуна, **девизне резерве Народне банке Србије**, према платнобилансној методологији⁹, повећане су у 2017. за 228,2 млн евра.

Иако је нето ефекат девизних трансакција био позитиван (девизни прилив био је већи од девизног одлива), због негативних нето тржишних ефеката (међувалутне промене, промене цене злата и тржишне

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



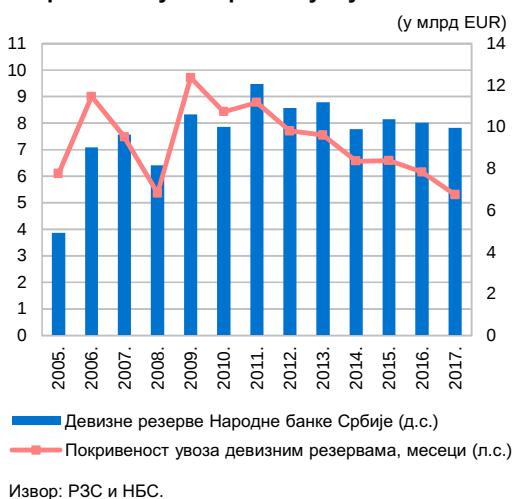
Извор: НБС.

* Прелиминарни подаци.

⁸ У новембру је исплаћена главница еврообвезнице издате 2012. године, у номиналном износу од 750 млн долара.

⁹ Без валутних промена, промена тржишних вредности ХоВ и цене злата.

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



вредности ХоВ) у износу од 471,1 млн евра, девизне резерве у 2017. години смањене су за 242,9 млн евра. На крају 2017. године, оне су износиле 9.961,7 млн евра и обезбеђивале су покривеност новчане масе М1 са 176,2%, спољног дуга који доспева у наредној години дана од 234,1% и више од пет месеци увоза робе и услуга. У нето износу од 8.274,0 млн евра, биле су мање за 90,0 млн евра него на крају 2016. године.

У складу са основним принципима сигурности и ликвидности, средства су и током 2017. била пласирана у високоликвидне ХоВ, чији су издаваоци најразвијеније земље у свету и међународне финансијске институције, као и код првокласних институција (централних банака, међународних финансијских институција и првокласних иностраних банака). У структури девизних резерви, на крају 2017. године највеће учешће (61,6%) имале су иностране ХоВ, затим девизна средства на рачунима у иностранству (20,0%), ефективни страни новац (10,9%), злато (6,8%) и SDR код ММФ-а (0,7%).

У 2017. години, Народна банка Србије је остварила девизни прилив од продаје ХоВ РС исказаних у еврима на домаћем финансијском тржишту у износу од 1.117,2 млн евра. Поред тога, по основу интервенција на МДТ-у¹⁰ остварила је девизни прилив у нето износу од 830,0 млн евра. По основу

коришћења кредита за РС прилив је износио 733,5 млн евра, а по основу обављања привременог платног промета с Косовом и Метохијом¹¹ 486,6 млн евра. Девизни прилив по основу донација износио је 232,8 млн евра, а по основу пласмана у иностране ХоВ и камата на девизна средства 27,1 млн евра.

Обавезе према иностраним кредиторима (главнице и камате) редовно су измириване и у 2017. години износиле су 1.450,7 млн евра. На име доспелих ХоВ РС исказаних у еврима на домаћем финансијском тржишту, из девизних резерви исплаћено је 1.002,9 млн евра, а по основу еврообвезница (емитованих новембра 2012. године на међународном финансијском тржишту) 655,9 млн евра. Банке су у посматраном периоду повукле девизну обавезну резерву у нето износу од 284,8 млн евра, док је по основу сервисирања старе девизне штедње исплаћено 23,1 млн евра.

Међународна инвестициона позиција земље

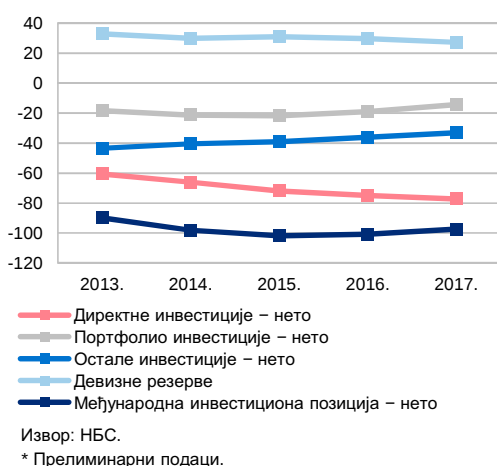
Међународна инвестициона позиција Србије као нето дужника повећана је током 2017. за 967,6 млн евра и на крају године износила је 35.839,9 млн евра. Међутим, важно је нагласити да је **њена структура побољшана и да је смањено њено учешће у БДП-у**. Наиме, повећање међународне инвестиционе позиције у 2017. резултат је знатног раста најпожељнијих улагања из иностранства – СДИ. Премашујући половину укупне пасиве, СДИ су снажно расле у 2017. и наставиле да повећавају своје учешће у укупним обавезама према иностранству за 3,4 п.п., на 55,2%. Поред тога, учешће међународне инвестиционе позиције у БДП-у **током 2017. смањено је на најнижи ниво од 2013. године и износило је 97,4% БДП-а**. То учешће је за 3,3 п.п. мање него 2016. године.

Страна финансијска актива Србије током 2017. повећана је за 286,3 млн евра, на 21.088,6 млн евра, при чему су међувалутне и остале промене деловале на смањење од 523,5 млн евра. У структури финансијске aktive, највише су повећане **остале инвестиције** резидената у иностранство (477,1 млн евра), што је пре свега резултат повећања трговинских кредита и аванса нерезидентима (840,4 млн евра)

¹⁰ 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.

¹¹ Према Закону о привременом обављању одређених послова платног промета на територији СРЈ („Службени лист СРЈ”, бр. 9/01).

Графикон III.2.4. Међународна инвестициона позиција*
(у % БДП-а)



услед раста извоза, док су, за разлику од 2016. године, готов новац и депозити резидената у иностранству смањени (500,9 млн евра). Тиме су остале инвестиције у 2017. години наставиле да повећавају своје учешће у укупној активи за 1,8 п.п., на 37,3%. Највеће учешће у укупној активи и даље имају **девизне резерве** (47,2%), које су на крају 2017. износиле 9.961,7 млн евра. **СДИ** резидената у иностранство повећане су и током 2017, за 130,0 млн евра, тако да су потраживања по том основу износила 3.013,9 млн евра, а њихово учешће у укупној активи 14,3%. За разлику од претходних година, када су **портфолио инвестиције** резидената у иностранство расле, у 2017. години оне су смањене за 68,3 млн евра, на 237,2 млн евра, тако да вредност страних ХоВ у поседу инвеститора из Србије и даље чини мали део укупне aktive (1,1%).

Страна финансијска пасива Србије у 2017. повећана је за 1.253,8 млн евра, на 56.928,5 млн евра. То повећање обавеза резидената према иностранству резултат је реализованих трансакција од 2.499,4 млн евра, док су валутне и остале промене деловале на смањење тих обавеза са 1.245,5 млн евра. У 2017. години настављен је позитиван тренд из претходних година и пораст финансијске пасиве био је вођен пре свега растом **СДИ** од 2.598,3 млн евра, на 31.423,6 млн евра. Обавезе резидената по основу **портфолио**

инвестиција смањене су током 2017. за 1.433,5 млн евра, тако да су на крају године износиле 5.503,4 млн евра или 9,7% укупне пасиве. Готово целокупан износ смањења обавеза по основу портфолио инвестиција односи се на обавезе државе према нерезидентима по основу дужничких ХоВ, у великој мери због исплате доспеле еврообвезнице нерезидентима. На смањење тих обавеза утицале су и валутне и остале промене на међународном финансијском тржишту са 553,2 млн евра. У структури финансијске пасиве, **остале инвестиције** на крају 2017. године износиле су 20.000,4 млн евра и биле су готово непромењене у односу на крај 2016, јер је њихов раст услед извршених трансакција био неутрализован валутним и осталим променама. Остале инвестиције и даље чине преко 35% укупне пасиве и у највећој мери се односе на обавезе резидената по основу финансијских кредита узетих у иностранству. Стање тих кредита на крају 2017. износило је 16.142,2 млн евра и било је за 319,2 млн евра мање него 2016. године, због међувалутних и осталих промена, које су износиле 653,2 млн евра. По том основу, највише су смањене обавезе државе, за 482,9 млн евра, на 9.669,4 млн евра. Такође, обавезе предузећа су смањене (за 157,5 млн евра, на 4.113,4 млн евра), док су обавезе банака по финансијским кредитима повећане (за 333,8 млн евра, на 2.331,8 млн евра). У односу на крај 2016, по основу трговинских кредита и аванса, предузећа су повећала своје обавезе у иностранству за 311,7 млн евра и те обавезе су на крају 2017. износиле 2.279,2 млн евра. У структури осталих инвестиција, повећане су и обавезе банака по основу готовог новца и депозита нерезидената за 177,4 млн евра, на 1.010,1 млн евра.

3. Кретања на финансијском тржишту

Каматне стопе

Просечна репо стопа¹² наставила је и у 2017. да се креће близу доње границе коридора каматних стопа Народне банке Србије. Током осам месеци она је била готово непромењена, а онда је, пратећи снижење референтне стопе у септембру и октобру, снижена до 2,6% и на том нивоу се задржала до краја године. Просечна репо стопа у децембру 2017. била је нижа за 0,3 п.п. него на крају 2016.

¹² Стопа остварена на репо аукцијама пондерисана износом продатих ХоВ.

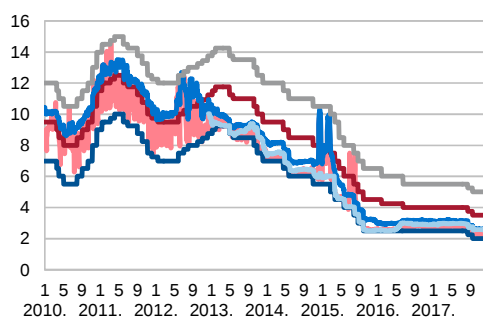
Слично су се кретале и каматне стопе на међубанкарском тржишту новца – њихове вредности биле су готово непромењене до септембра, а онда су, са ублажавањем монетарне политике, благо кориговане наниже. Тако је каматна стопа *BEONIA* у децембру, у просеку, износила 2,4%, што је за 0,4 п.п. ниже од њене просечне вредности од пре годину дана. Међубанкарско преконоћно тржиште новца карактерисала је нешто мања активност банака, тако да је просечан промет на овом тржишту снижен за 0,8 млрд динара и у 2017. износио је 2,9 млрд динара. Просечне вредности каматних стопа *BELIBOR* у децембру су се кретале у распону од 2,5% за најкраћу рочност до 3,2% за рочност од шест месеци и у односу на крај 2016. биле су ниже за 0,4–0,5 п.п.

Побољшана фискална позиција¹³ и ублажавање монетарне политике утицали су на то да и каматне стопе на **примарном тржишту динарских државних ХоВ** буду додатно смањене у 2017, и то пре свега током П2. Пад је био израженији за ХоВ дужих рочности, тако да су стопе на седмогодишње ХоВ снижене за 0,6 п.п., на 5,0%, на трогодишње за 0,5 п.п., на 4,3%, док је стопа на двогодишње ХоВ у октобру (4,05%) била за 0,25 п.п. нижа него на последњој аукцији за ту рочност у 2016.¹⁴ Аукције за шестомесечне и једногодишње ХоВ одржане су само у Т1. Због мање потребе за задуживањем, држава је у 2017. нудила нижи износ ХоВ на продају, а на већини

аукција тражња је надмашивала понуду. Већој тражњи, посебно на аукцијама најдужих рочности, допринели су нерезиденти, који су у мају купили преко 80%, а у октобру скоро 70% емисије седмогодишњих ХоВ.

И каматне стопе на аукцијама државних ХоВ у еврима су опале. Стопе на овом сегменту тржишта су

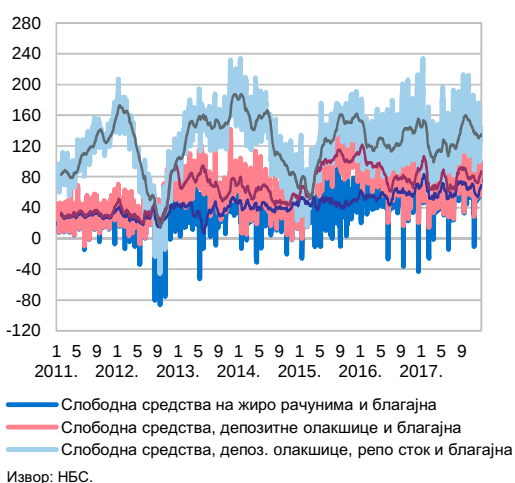
Графикон III.3.2. Кретање каматних стопа (дневни подаци, на годишњем нивоу, у %)



— Каматна стопа BEONIA
— Референтна каматна стопа
— BELIBOR 1W
— Каматна стопа на депозитне олакшице
— Каматна стопа на кредитне олакшице
— Прос. пондер. каматна стопа за репо продате ХоВ

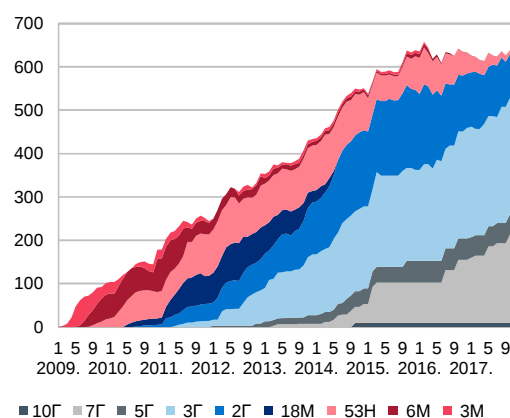
Извор: Томсон Ројтерс и НБС.

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



— Слободна средства на жиро рачунима и благајна
— Слободна средства, депозитне олакшице и благајна
— Слободна средства, депоз. олакшице, репо сток и благајна
Извор: НБС.

Графикон III.3.3. Стање продатих динарских државних ХоВ (у млрд RSD)



Извор: Министарство финансија.

¹³ У 2017. остварен је суфицит консолидованог буџета опште државе од 1,2% БДП-а.

¹⁴ Ова аукција је одржана у јуну те године.

се крајем године кретале у распону од 0,5% за једногодишње ХоВ до 4,2% на петнаестогодишње ХоВ, што представља снижење између 0,1 п.п. и 0,5 п.п. у односу на њихове вредности из 2016.

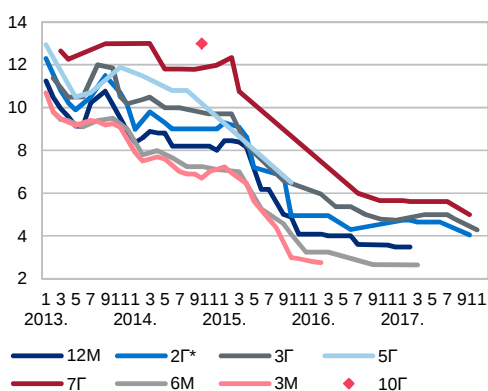
Укупан промет на секундарном тржишту државних ХоВ у 2017. износио је 406,5 млрд динара и био је нижи за 1,0 млрд динара него у 2016. Посматрано по

месецима, највеће вредности промета остварене су почетком и крајем године, и дугују се већој активности нерезидената. Стопе приноса углавном су опале и у децембру су се кретале у распону од 3,2% за преосталу рочност од два месеца до 5,4% за преосталу рочност од 82 месеца.

И трошкови задуживања приватног сектора додатно су снижени током 2017 – **просечна пондерисана каматна стопа на динарске кредите привреди и становништву** у децембру је износила 8,2%, што је за 0,3 п.п. ниже него крајем 2016. Каматне стопе на све врсте динарских кредита привреди у децембру су се спустиле на нове минимуме, при чему су, у односу на крај 2016, стопе за кредите за обртна средства снижене за 0,6 п.п., на 4,3%, на инвестиционе за 0,3 п.п., на 5,5%, и на кредите за остале намене за 1,0 п.п., на 5,0%. Просечна пондерисана каматна стопа на динарске кредите привреди у децембру 2017. износила је 4,7% и била је за 0,7 п.п. нижа него крајем 2016.

За 0,3 п.п. снижена је и просечна пондерисана каматна стопа на динарске кредите становништву, на 10,6% у децембру. Највише су опале (за 1,1 п.п.) стопе на остале кредите, који су у децембру одобравани по стопи од 9,0%, а снижене су и стопе на готовинске кредите (за 0,1 п.п., на 11,1%). Каматна стопа на потрошачке кредите крајем 2017. износила је 8,3%,

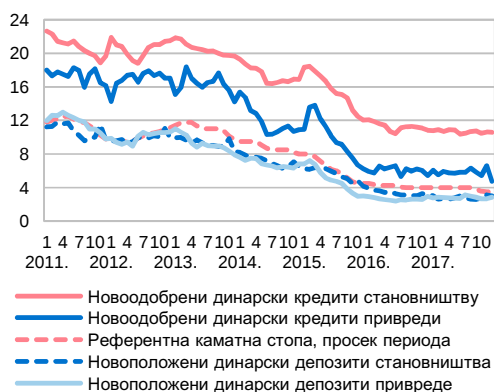
Графикон III.3.4. Каматне стопе на примарном тржишту државних ХоВ (на годишњем нивоу, у %)



Извор: Министарство финансија.

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

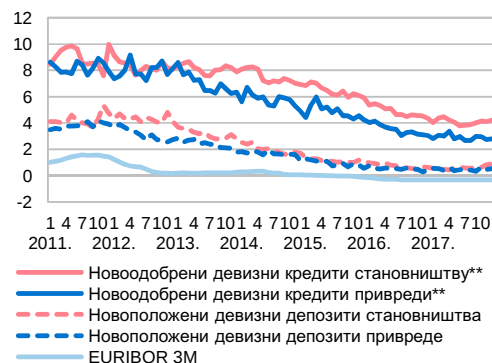
Графикон III.3.5. Кретање каматних стопа на динарске кредите и депозите привреди и становништву* (просечне пондерисане вредности, на годишњем нивоу, у %)



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.

што је за 1,3 п.п. више него пре годину дана. **Просечна пондерисана каматна стопа на новоодобрене евроиндексиране кредите привреди и становништву** снижена је у 2017. за 0,2 п.п., на 3,0% у децембру. За толико је снижена и просечна стопа на кредите становништву и у децембру је износила 4,2%, пошто су стопе на стамбене кредите смањене за 0,1 п.п., на 3,0%, потрошачке за 0,3 п.п., на 5,0%, а на готовинске и кредите осталих намена за по 0,5 п.п., на 3,0% и 6,5%, респективно. Просечна пондерисана стопа на евроиндексиране кредите привреди снижена је за 0,3 п.п. и у децембру је износила 2,8%. Стопе на евроиндексиране кредите за обртна средства, као и за остале намене, снижене су за по 0,4 п.п., на 2,6% и 2,7%, респективно, цена кредита за увоз снижена је за 0,3 п.п., на 2,1%, а инвестиционих за 0,1 п.п., на 3,3%.

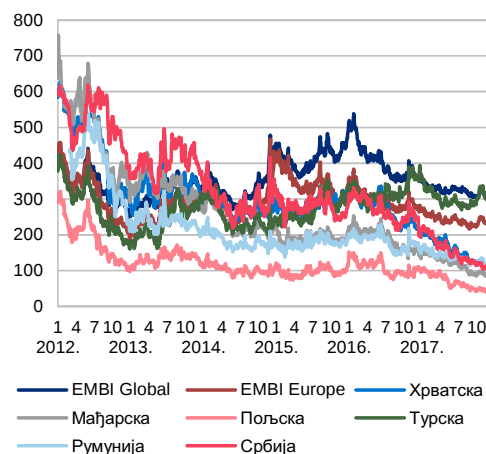
Банке су у децембру орочевале динарску штедњу грађана по истим стопама као пре годину дана (3,0%), а штедњу у еврима по стопама које су за 0,3 п.п. више него у децембру претходне године (0,9%). Повећане су и **каматне стопе на депозите привреде у еврима** (за 0,1 п.п., на 0,55%), док су стопе **на динарске депозите** снижене у истом износу, на 2,8% у децембру.

Премија ризика земље

Премија ризика Србије, мерена *EMBI*, смањена је током 2017. године за 147 б.п., на 102 б.п. Она се током децембра спуштала испод 100 б.п., што је тада био њен најнижи ниво од када се прати (април 2005). Пад премије ризика Србије током 2017. био је израженији од пада премије ризика за земље у успону на светском и европском нивоу. *EMBI Global* је током 2017. смањен за 54 б.п. и на крају децембра је износио 311 б.п. За исто толико је смањен и *EMBI Europe*, па је на крају децембра износио 226 б.п.

На пад премије ризика Србије утицали су у највећој мери домаћи фактори, а затим и регионални и глобални фактори. Када су у питању домаћи фактори, на пад премије ризика Србије пресудно је утицало очување макроекономске стабилности и јачање макроекономских фундамената, као и повољнији изгледи за раст у наредном периоду. Остварујући структурна побољшања, уз смањену унутрашњу и спољну неравнотежу, Србија је повећала своју отпорност на евентуалне негативне утицаје из

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



Извор: JP Morgan.

међународног окружења. Потврда о оствареним резултатима и даљем поправљању макроекономске перспективе Србије дошла је од ММФ-а приликом разматрања ревизија аранжмана из предострожности, као и од све три рејтинг агенције које прате Србију, повећањем кредитног рејтинга. Агенција *Moody's* је повећала кредитни рејтинг Србије у марту, а *Standard & Poor's* и *Fitch* у децембру 2017.

На пад премије ризика Србије утицали су и глобални фактори. На међународном финансијском тржишту побољшана је перцепција ризика због бољих изгледа за глобални привредни раст. За земље региона посебно је важно то што је током године све више расло уверење да ће привредни раст зоне евра бити убрзан на одрживим основама. Он је био подржан и политиком ЕЦБ-а, која је истицала да ће монетарна политика остати стимулативна колико год то буде потребно.

Поред домаћих и глобалних фактора, на пад премије ризика Србије деловали су и регионални фактори. Међу њима, свакако најважнији су бољи изгледи за раст земаља у региону, захваљујући привредном расту зоне евра, који је био бржи од очекиваног, и бољим изгледима за наредни период. Бржи привредни раст у зони евра требало би земљама региона да олакша прилагођавање очекиваној нормализацији монетарних политика у развијеним земљама.

Кретања на девизном тржишту и курс динара

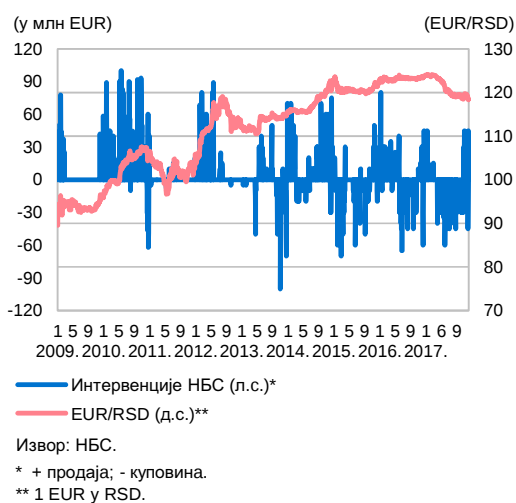
Динар је у 2017. ојачао према евр у 4,2%, а због истовременог јачања евра према долару, динар је према долару ојачао за 18,2%. Апрецијацијски притисци на девизном тржишту, који су карактерисали већи део године, резултат су пре свега смањених макроекономских неравнотежа и повољнијих макроекономских изгледа за наредни период, који су допринели и расту поверења страних инвеститора за дугорочно улагање у Србију, паду премије ризика и повећању кредитног рејтинга земље од стране све три рејтинг агенције које прате и оцењују кредитни рејтинг Србије – *Moody's*, *Standard & Poor's* и *Fitch*.

Почетак 2017. обележили су депрецијацијски притисци, који су током фебруара и марта слабили, да би од априла постепено прешли у апрецијацијске, који су потрајали до средине Т4. На притиске ка слабљењу домаће валуте почетком године утицала је неизвесност на међународном финансијском тржишту, највише као последица децембарске одлуке ФЕД-а да настави с нормализацијом монетарне политике, што се одразило и на понашање страних

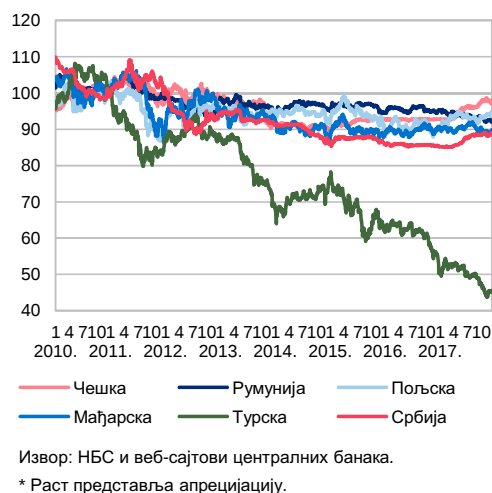
инвеститора, који су смањивали своје портфеље државних ХоВ. Од домаћих фактора, депрецијацијским притисцима у том периоду доприносила је пре свега висока тражња домаћих предузећа за девизама, највише увозника енергената. У наредним месецима, тражња предузећа за девизама (мерена износом продатих девиза банака предузећима) смањена је, чему су доприносили и бољи извозни резултати. Поред динамичног извоза, на јачање динара у 2017. утицао је и висок прилив СДИ, који је истовремено обезбеђивао пуну покривеност дефицита текућег рачуна. Повољнији изгледи економије и јачање макроекономске стабилности допринели су и расту заинтересованости страних инвеститора за улагања у државне ХоВ на домаћем тржишту. После дужег времена, они су у мају знатно повећали улагања у државне ХоВ и у наредних шест месеци били су нето купци ових ХоВ.

Апрецијацијским притисцима допринесио је и већи прилив дознака из иностранства, који се одразио и на откуп ефективног страног новца, као и повећана понуда девиза по основу потрошње страних држављана, углавном туриста. У истом смеру деловао је и раст валутно индексиране активе банака.¹⁵ Ти фактори су ублажавали депрецијацијске притиске

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



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



¹⁵ У настојању да уравнотеже своју отворену дугу девизну позицију и тако смање изложеност девизном ризику, банке продају девизе, што за резултат има јачање динара.

који су се појавили средином новембра, због сезонски уобичајено веће тражње предузећа за девизама, али и веће нето продаје девиза нерезидентима.

Како би ублажила прекомерне краткорочне осцилације курса динара према евр, Народна банка Србије интервенисала је на МДТ-у куповином и продајом девиза, и годину завршила као нето купац 725,0 млн евра, чиме су додатно ојачане девизне резерве земље.

Просечан дневни промет на МДТ-у који је остварен међу банкама¹⁶ повећан је у 2017. на 29,8 млн евра, што је за 5,6 млн евра више него у 2016. У складу с већим вредностима промета, током 2017. благо су повећане и осцилације девизног курса¹⁷.

Од валута земаља у региону са сличним режимом девизног курса, поред динара, током 2017. ојачали су и пољски злот (за 6,1%) и чешка круна (за 5,8%), при чему је Чешка народна банка у априлу објавила да више неће користити девизни курс као додатни инструмент ублажавања монетарне политике. Незнатно је ојачала и мађарска форинта (за 0,3%), док је румунски леј ослабио за 2,5%, а турска лира за 18,8%.

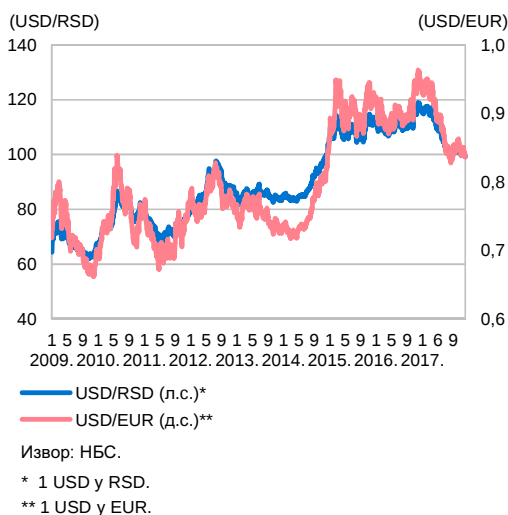
Кретања на берзи

Крајем 2017. вредност оба индекса Београдске берзе била је виша за око 6,0% него на крају 2016. При томе, индекси Београдске берзе су у П1 осцилирали у оба смера, а у П2 су се опоравили. Крајем децембра *BELEX15* износио је 759,8 индексних поена, што је његова највећа дневна вредност од јуна 2011, а *BELEXline* је повећан на 1.662,5 индексних поена, што представља његову највећу дневну вредност од октобра 2008.

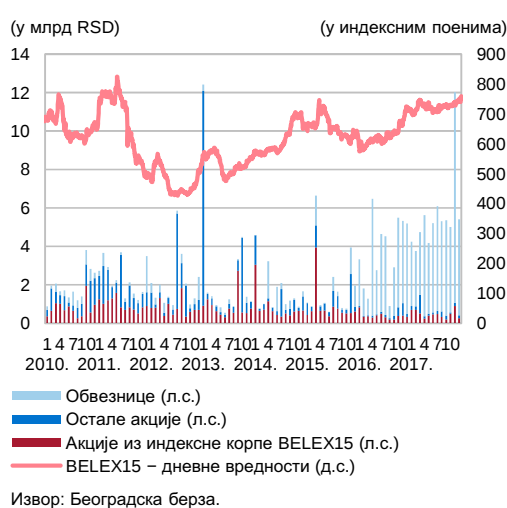
И поред тога што је трговање акцијама веће него 2016. (за 1,8 млрд динара), оно је и у 2017. бележило релативно ниске вредности. Укупан промет акцијама на Београдској берзи у 2017. износио је 8,3 млрд динара, од чега се 5,6 млрд динара односило на промет најликвиднијим акцијама. Највиша вредност промета остварена је у марту (1,5 млрд динара) и резултат је пре свега трговања на МТП сегменту.¹⁸

Страни инвеститори су у 2017. учествовали са око 38% у укупном промету акцијама. Као и претходне године, они су били нето продавци акција, у укупном износу од 545,6 млн динара.

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



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



¹⁶ Без Народне банке Србије.

¹⁷ 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 оцене условне варијансе који приказује асиметричан ефекат позитивних и негативних шокова на оцену условне варијансе.

¹⁸ 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.

Укупан промет обвезницама у 2017. повећан је за 20,5 млрд динара, на 58,6 млрд динара. Скоро целокупан промет односио се на трговање дугорочним обвезницама РС, изузев у јуну, када је трговано и обвезницама EBRD у износу од 60,0 млн динара.

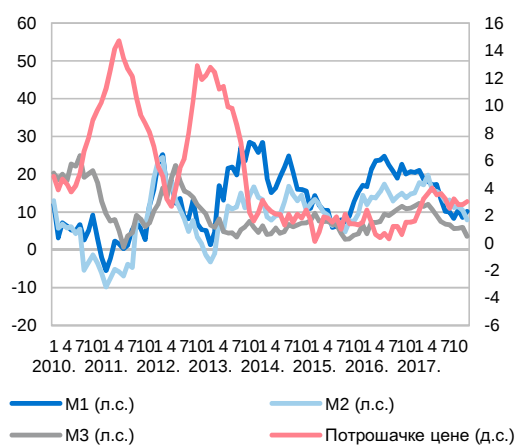
Тржишна капитализација Београдске берзе у 2017. смањена је за 43,6 млрд динара и крајем децембра је износила 548,9 млрд динара. Капитализација регулисаног сегмента смањена је за 14,4 млрд динара, што је делом последица искључења, односно повлачења одређених издавалаца с берзе. Капитализација МТП тржишта, под утицајем искључења одређених издавалаца са овог сегмента, смањена је за 29,2 млрд динара. То је утицало на пад учешћа тржишне капитализације у оцењеном БДП-у за 1,6 п.п., на 12,3% крајем 2017.

4. Новац и кредити

Монетарни агрегати М1, М2 и М3

Понуда новца повећана је у 2017, уз израженији раст њене динарске компоненте. Расту понуде новца допринео је даљи опоравак кредитне активности, док

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



Извор: РЗС и НБС.

је због побољшане фискалне позиције допринос државе био знатно мањи, а у већем делу године и негативан.

Због сезонски уобичајеног пада почетком године, све компоненте динарске новчане масе смањене су током П1. Услед раста током П2, пре свега у Т4, динарска новчана маса је у 2017. повећана. Раст динарских монетарних агрегата био је претежно одређен повећањем средстава на трансакционим рачунима (57,2 млрд динара), а у мањој мери растом готовог новца у оптицају (4,7 млрд динара) и штедних и орочених депозита (1,9 млрд динара). Таква кретања резултирала су реалним растом М1 у 2017. од 7,0%, а М2 од 4,7%. То повећање је, уз даљи раст девизних депозита¹⁹, утицало на то да М3 у 2017. буде реално повећан за 0,6%.

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

	Дец. 2016.	Дец. 2017.	Промене у 2017.
Нето потраживања од иностранства	1.156	986	-170
Нето потраживања банака од иностранства	-110	-201	-91
Нето домаћа актива банкарског сектора	1.041	1.289	248
Нето домаћи кредити	2.369	2.421	52
Нето потраживања од државе	340	353	13
Пласмани држави	642	634	-8
Депозити државе	-302	-281	21
Потраживања од невладиних сектора	2.029	2.067	39
Становништво	839	905	66
Привреда	1.127	1.103	-24
Др. финансијске корпорације	29	31	1
Локални ниво власти	31	28	-4
Непрофитне и др. организације	2	1	-1
Остала нето актива	-1.328	-1.131	196
Новчана маса М3	2.197	2.275	78
Новчана маса М2	808	872	64
Новчана маса М1	608	670	62
Готов новац у оптицају	159	164	5
Депозити по виђењу	449	506	57
Динарски штедни и орочени депозити	200	202	2
Девизни депозити	1.389	1.403	15

Извор: НБС.

¹⁹ Раст девизних депозита, исказан у динарима, умањен је због апрецијације динара.

На повећање укупних трансакционих депозита у 2017. утицао је пре свега раст средстава на рачунима предузећа и текућим рачунима грађана, а у мањој мери и раст средстава на рачунима непрофитних организација. У складу с растом активности у области трговине, највише су порасли депозити трговинских предузећа, а израженије повећање бележе и депозити предузећа из области грађевинарства и прерађивачке индустрије. Смањена су једино средства на рачунима предузећа из области енергетике и пољопривреде.

Раст динарских штедних депозита ДФО и локалних нивоа власти, услед боље наплате фискалних прихода, највише су утицали на раст ове категорије депозита у 2017. За разлику од трансакционих депозита, динарски штедни и орочени депозити привреде су смањени, што се доводи у везу, пре свега, са одлуком привреде и грађана да у условима ниских каматних стопа држе ликвиднија средства. Динарска штедња грађана је крајем године износила 49,5 млрд динара.

Девизна штедња грађана у 2017. повећана је за 395,3 млн евра и крајем године је износила скоро 9,1 млрд евра. Захваљујући највише томе, као и вишим износима на девизним рачунима привреде (за 186,2 млн евра), укупни девизни депозити су у 2017. порасли за 598,5 млн евра, на 11,8 млрд евра. У нешто мањој мери порасли су и девизни депозити осталих сектора.

Кредити банака

Домаћи кредити су, без ефекта девизног курса²⁰, у 2017. повећани за 7,3%, а њихово учешће у оцењеном БДП-у у децембру је износило 44,8%. При томе, кредити становништву су порасли за 11,6%, а кредити привреди за 4,3%. Раст кредитирања приватног сектора остварен је упркос отписима који су надмашили оне из претходне године²¹, што потврђује да се домаћа кредитна активност убрзано опоравља.

Приликом финансирања кредитне активности банке су се ослањале на домаће изворе финансирања, пре свега на депозите привреде и становништва²², повећање капитала, а кредитни потенцијал увећан је и по основу раста задужења у иностранству.

²⁰ 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), при чему је узета у обзир валутна структура потраживања по основу кредита.

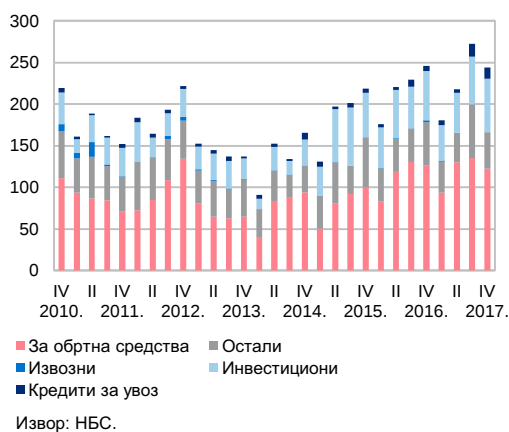
²¹ У 2017. банке су отписале 74,3 млрд динара *NPL* привреди, а 23,5 млрд динара *NPL* становништву.

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



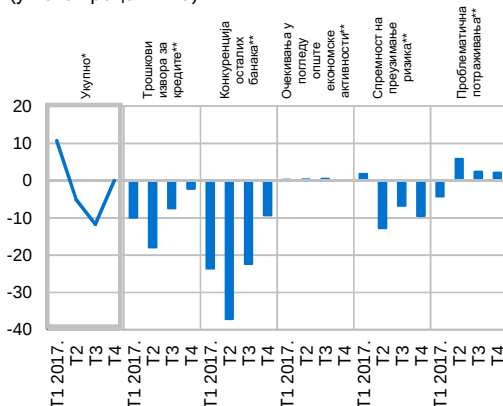
Према прелиминарним подацима, кредити привреди су, без ефекта промене девизног курса, у 2017. повећани за 4,3%, или за 42,4 млрд. Раст је остварен код привредних друштава, док је задужење јавних предузећа мање него претходне године. При томе, највише су кредитирана предузећа из области трговине, прерађивачке индустрије и грађевинарства, што су и делатности које су највише доприносиле расту БДП-а у 2017. Посматрано по наменама, највећи део потраживања банака од привреде у децембру и

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



²² Кредити су расли незнатно брже од депозитне базе, што је утицало на то да показатељ односа кредита и депозита (*LTD* коефицијент) у 2017. буде повећан за 0,3 п.п., на 97,1%.

Графикон III.4.4. Утицај појединих фактора на промену кредитних стандарда у одобравању кредита и кредитних линија предузећима (у нето процентима)



Извор: НБС.

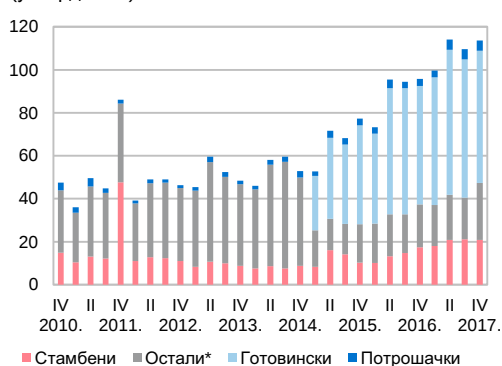
* Позитивне вредности указују на пооштравање, а негативне на ублажавање кредитних стандарда у односу на претходно тромесечје.

** Позитивне вредности указују на допринос datog faktora pooshtravaњу, a negativne ublažavaњу kreditnih standarda.

даље су чинили кредити за обртна средства (48,8%),
док се на инвестиционе кредите односило 31,5% ових
потраживања.

Повољније тенденције потврђује и укупан износ новоодобрених кредита привреди у 2017. (914,9 млрд динара), који је био за 4,9% већи него 2016. Предузећа

Графикон III.4.5. Структура новоодобрених кредита становништву
(у млрд RSD)

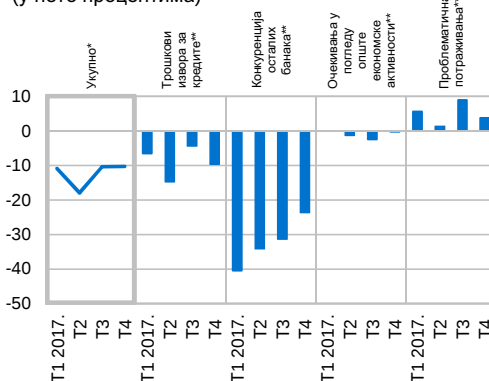


Извор: НБС.

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

²³ Поменућу анкету Народна банка Србије спроводи тромесечно, од почетка 2014. године. Учешће у анкети је добровољно, а одзив је готово 100%.

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 пооштравање, а негативне на ублажавање кредитних стандарда у односу на претходно тромесечје.

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

су и даље највише користила кредите за обртна средства, који су чинили око 56% новоodobrenih kredita привреди. Задржано је и релативно високо учешће инвестиционих kredita у новоodobrenim kreditima (око 22%), док је под утицајем већег одобравања током П2 учешће kredita за увоз повећано на 7%.

Резултати анкете Народне банке Србије о кредитној активности банака²³ указују на благо поштртавање кредитних стандарда привреди у Т1, а затим на њихово ублажавање у остатку године²⁴, које се односило пре свега на мала и средња предузећа. Током целе године, на ублажавање стандарда утицали су конкуренција међу банкама и нижи трошкови извора за кредите, а од Т2 и већа спремност банака на преузимање ризика. Услови задуживања предузећа били су повољнији по основу нижих каматних маржи и пратећих трошкова, уз повећање максималног износа кредита и продужење рока отплате, због чега су, вероватно, захтеви у погледу колатерала благо поштрени. Тражња предузећа за кредитима наставила је да расте и била је првенствено вођена финансирањем обртних средстава и инвестиција, а у мањој мери и реструктурирањем дуга.

²⁴ Посматрано на агрегатном nivou, банке нису мењале кредитне стандарде привреди у Т4, али су, посматрано према критеријуму предузећа, они ублажени за мала и средња предузећа, што се подудара и са оценама изнетим у ЕИБ-овој *Анкети о кредитној активности у земљама централне и југоисточне Европе*.

Кредити становништву наставили су снажно да расту у 2017. (93,2 млрд динара по искључењу ефекта девизног курса, или 11,6%). Као и раније, тај раст је био одређен пре свега одобравањем динарских готовинских кредита (укључујући и кредите за рефинансирање), који су повећани за 56,1 млрд динара. У већој мери него раније, расту су допринели стамбени кредити, који су, по искључењу ефекта промене курса, у 2017. повећани за 17,3 млрд динара. То је 2,3 пута више него у 2016, и највећи је раст још од 2011. године, када је на снази био и програм субвенционисаног кредитирања.

Обим новоодобрених кредита становништву у 2017. (436,9 млрд динара) био је за 22% виши него у 2016. На готовинске кредите односило се око 58% новоодобрених кредита становништву, при чему је око 72% њих било с роком отплате преко пет година. Опоравак стамбеног кредитирања потврђује и износ новоодобрених стамбених кредита у 2017. (80,6 млрд динара), који је за 45,4% виши него у 2016. Повећано је и коришћење потрошачких кредита, благо су повећана и прекорачења по текућим рачунима, док је задуживање по кредитним картицама било нешто ниже него у 2016.

Резултати анкета о кредитној активности указују на даље ублажавање кредитних стандарда становништву 2017, које се претежно односило на готовинске и стамбене кредите. На то су најјаче утицали конкуренција међу банкама и нижи трошкови извора за кредите, а у мањој мери и већа спремност на преузимање ризика и повољнији изгледи на тржишту некретнина. Услови задуживања грађана били су повољнији по основу још нижих каматних маржи и пратећих трошкова, продужења рокова отплате динарских кредита, а током прва три тромесечја ублажени су и захтеви у погледу колатерала. У складу са очекивањима, тражња грађана је наставила да расте, а најтраженији су били динарски готовински кредити и кредити за рефинансирање, као и девизно индексирани стамбени кредити. Као главни фактори који су подстицали раст тражње означени су рефинансирање постојећих обавеза, раст запослености и зарада у приватном сектору и куповина непокретности.

Захваљујући мерама Народне банке Србије и успешном спровођењу *Стратегије за решавање проблематичних кредита*, која је од септембра 2017. појачана и применом Одлуке о рачуноводственом отпису билансне активе банке²⁵, као и расту кредитне активности, учешће *NPL* у укупним кредитима оштро опада. Током Т4, то учешће се спустило испод преткризног нивоа и у децембру је износило 9,8%. Само у 2017, то учешће је снижено за 7,2 п.п., док је односу на јул 2015, тј. непосредно пре него што је донета Стратегија, оно ниже за 12,5 п.п. При томе, учешће *NPL* у сектору привреде у 2017. смањено је за 6,8 п.п., на 10,4%²⁶, а код становништва за 3,7 п.п., на 5,6%²⁷. Са становишта одржавања финансијске стабилности, важно је нагласити да је покривеност *NPL* на високом нивоу – исправка вредности укупних кредита у децембру је износила 66,8% *NPL*, а регулаторна резервисања за билансну изложеност и даље у потпуности покривају износ бруто *NPL* и у децембру су износила 133,3%. Такође, након увођења стандарда Базел III²⁸, показатељ адекватности капитала додатно је повећан и у децембру је износио 22,6%, што указује на високу капитализованост домаћег банкарског сектора.

5. Показатељи степена динаризације

Током 2017. године, Народна банка Србије наставила је да подстиче коришћење динара у финансијском систему Србије. Мере монетарне политике које је донела Народна банка Србије допринеле су очувању ценовне стабилности, релативне стабилности девизног курса, као и стабилности финансијског система у овом периоду, што представља главни предуслов за успостављање већег поверења у динар.

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

Народна банка Србије је наставила да развија основне инструменте заштите од девизног ризика. Током 2017.

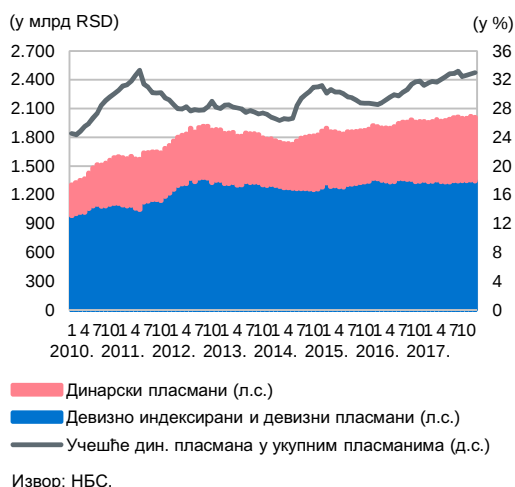
²⁵ Према овој одлуци, банке су дужне да отпишу све кредите чије су бруто књиговодствене вредности у потпуности на исправкама вредности, а она је почела да се примењује 30. септембра 2017.

²⁶ Обухвата привредна друштва и јавна предузећа. Уколико посматрамо само привредна друштва, учешће *NPL* у укупним кредитима у децембру 2017. износило је 10,8% и за 6,8 п.п. ниже је него пре годину дана.

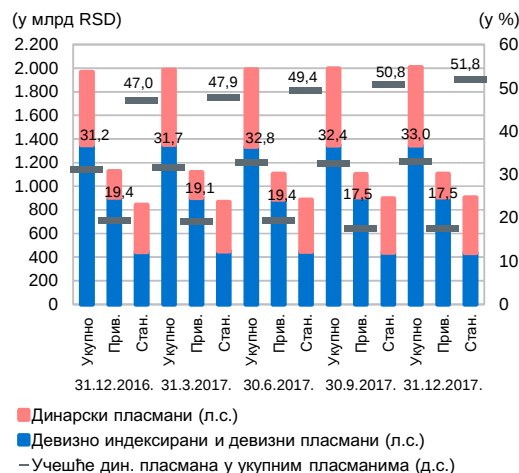
²⁷ Ако се укључе предузетници и приватна домаћинства, то учешће је смањено за 4,1 п.п., на 5,9%.

²⁸ Регулаторни оквир стандарда Базел III примењује се од 30. јуна 2017. године.

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



Графикон III.5.2. Секторска структура пласмана банака

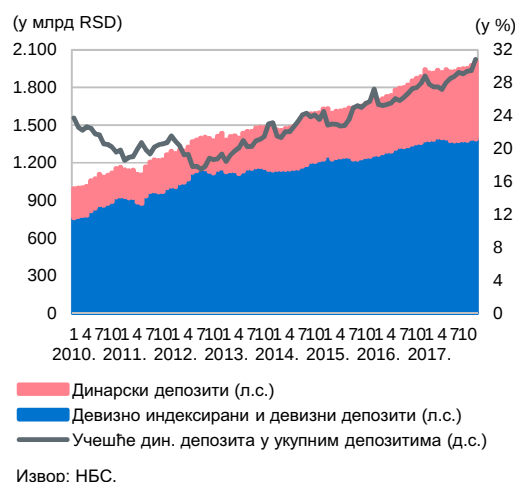


године редовно су организоване двонедељне и тромесечне своп аукције девиза, чиме се подстиче међубанкарска своп трговина и развој инструмената за управљање ликвидношћу и заштиту од девизног ризика.

У току 2017. године, степен динаризације, мерен учешћем динарских пласмана у укупним пласманима банака привреди и становништву, повећан је на 33,0% крајем године, са 31,2%, колико је износио крајем 2016. године. То је уједно и највиши степен динаризације пласмана од јуна 2008. године, откад се овај показатељ прати. Посматрано по секторској структури, раст динарских пласмана у 2017. години резултат је већег кредитирања становништва, пре свега по основу раста готовинских кредита, који су у потпуности у динарима. Девизни и валутно индексирани пласмани становништву су у овом периоду номинално смањени, под утицајем апresiasi динара. Наведена кретања условила су раст динаризације пласмана становништву на 51,8%, са 47,0%, колико је износила крајем 2016. године.

Степен динаризације пласмана привреди у истом периоду смањен је за 1,9 п.п. и крајем 2017. године износио је 17,5%. Смањење степена динаризације пласмана привреди највећим делом се дугује

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



решавању питања *NPL*, кроз отпис и продају дела тих потраживања лицима ван банкарског сектора. Тако је само у септембру 2017. године – када је почела примена Одлуке Народне банке Србије о рачуноводственом отпису билансне aktive банака²⁹, степен динаризације пласмана привреди смањен са 19,1% на 17,5%, колико је износио и крајем године.

²⁹ Према овој одлуци, банке су дужне да отпишу све кредите чије су бруто књиговодствене вредности у потпуности на исправкама вредности.

Ако се искључи ефекат промене девизног курса³⁰, степен динаризации пласмана повећан је са 32,3% на крају 2016. на 32,9% крајем 2017. године.

Ако се посматра **степен динаризации депозита**, учешће динарских депозита у укупним депозитима привреде и становништва код банака крајем 2017. године било је на историјски највишем нивоу и износило је 30,8%, што је за 2,0 п.п. више него на крају претходне године.

Посматрано по секторској структури, то учешће је код становништва крајем 2017. године износило 16,9%, чиме је настављен тренд његовог повећања (за 1,1 п.п. у 2017. години), пре свега услед раста трансакционих депозита који се може довести у везу с повољним кретањима на тржишту рада. У односу на крај 2012, када је тај тренд започет, након што су Народна банка Србије и Влада РС потписале Меморандум о динаризации финансијског система Србије у априлу те године, то учешће је повећано за 8,1 п.п.

У истом периоду, степен динаризации депозита привреде је повећан (за 2,5 п.п.) на 56,5%, што је резултат динамичног раста динарских трансакционих депозита. При томе, највише су повећани

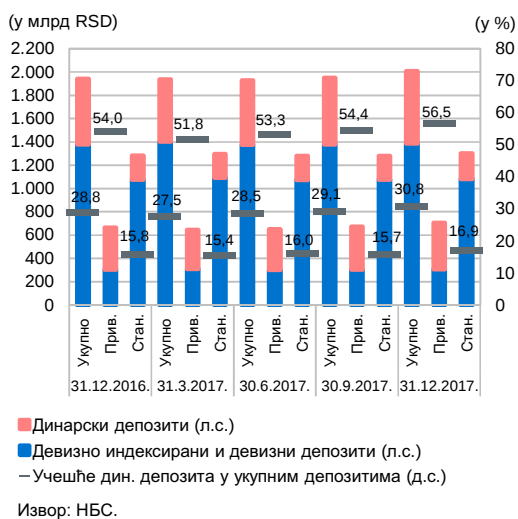
трансакциони депозити предузећа која послују у области трговине, грађевинарства и прерађивачке индустрије, што су делатности које су највише допринеле расту БДП-а у 2017. години.

6. Инфлациона очекивања

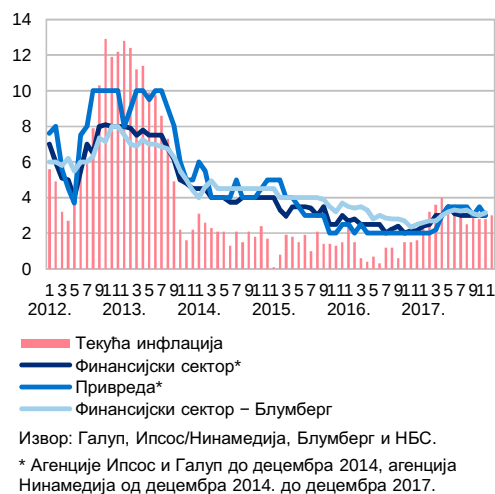
Захваљујући периоду ниске инфлације од четири године, уз очекиване ниске инфлаторне притиске, краткорочна и средњорочна инфлациона очекивања финансијског сектора и привреде била су и током 2017. усидрена у границама циља Народне банке Србије. Она су се највећи део године кретала око централне вредности циља за инфлацију.

Инфлациона очекивања **финансијског сектора за годину дана унапред**, према анкетама Блумберга и Нинамедије, у П1 су порасла, при чему је повећање уследило са изразито ниских нивоа на којима су била у 2016. години. Након тога, до краја године кретала су се ближе централној вредности циља за инфлацију. Тако су инфлациона очекивања, према анкети агенције **Блумберг**, повећана током П1 за 0,8 п.п., на 3,3%, и на том нивоу су остала све до септембра, када су смањена на 3,1%, колико су износила и на крају године. Према агенцији **Нинамедија**³¹, инфлациона

Графикон III.5.4. Секторска структура депозита банака



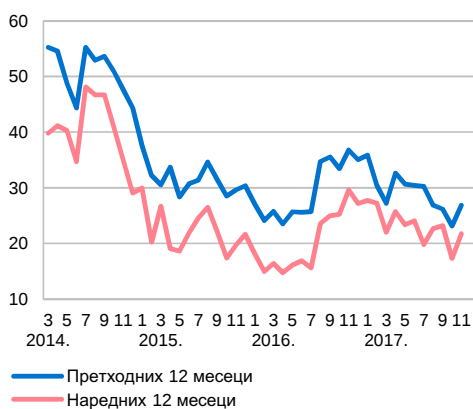
Графикон III.6.1. Текућа инфлација и инфлациона очекивања 12 месеци унапред* (мг. стопе, у %)



³⁰ Обрачунато по курсу динара према евр, швајцарском франку, америчком долару, британској фунти и јапанском јену, на дан 30. септембра 2014, при чему је у узета у обзир валутна структура потраживања по основу кредита.

³¹ Нинамедија је спроводила анкету о очекивањима економских субјеката од децембра 2014. до децембра 2017. године.

Графикон III.6.2. Перципирана и очекивана инфлација становништва* (у индексним поенима)



Извор: Галуп, Ипсос/Нинамедија, Блумберг и НБС.
* Агенције Ипсос и Галуп до децембра 2014, агенција Нинамедија од децембра 2014. до децембра 2017.

очекивања овог сектора повећана су током П1 за 1,0 п.п. и у јуну су износила 3,1%. Следећи месец су смањена на централну вредност циља (3,0%) и на том нивоу су остала стабилна до краја године. Финансијски сектор, према анкетама обеју агенција, од октобра 2013. очекује да ће инфлација за годину дана унапред бити у границама циља за инфлацију Народне банке Србије ($3,0 \pm 1,5\%$).

Према резултатима анкете о очекивањима привреде за годину дана унапред, након повећања у марту са 2,0% на 2,2%, очекивања привреде су се у остатку године кретала у распону 3,0–3,5%. Инфлациона очекивања становништва су од августа 2016. била нешто виша и волатилнија, све до марта 2017, када су враћена на ниво од 5,0%, на коме су се пре августа 2016. налазила готово годину дана. Након привременог раста у априлу, поново су стабилизована на 5,0% и на том нивоу су се кретала до краја године.

Према резултатима квалитативне анкете становништва³², током 2017. године смањена је и перципирана инфлација у претходних 12 месеци, као и очекивана инфлација у наредних 12 месеци. Очекивана инфлација становништва и даље је нижа од перципиране инфлације, што значи да један део становништва очекује да у наредном периоду неће

Графикон III.6.3. Очекивана инфлација за две године унапред* (мг. стопе, у %)



Извор: Ипсос/Нинамедија и НБС.
* Агенције Ипсос и Галуп до децембра 2014, агенција Нинамедија од децембра 2014. до децембра 2017.

бити настављено повећање цена, које се, према њиховом мишљењу, десило у претходних 12 месеци.

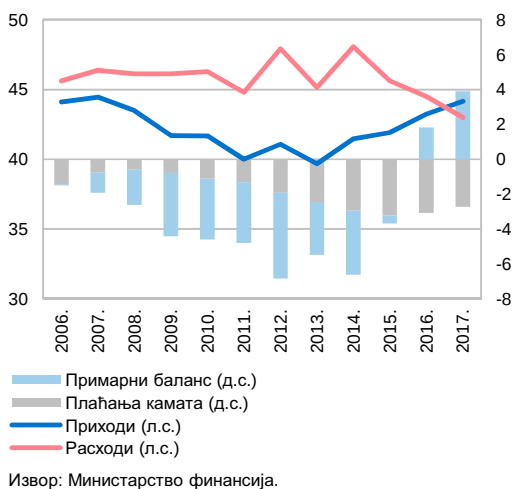
Средњорочна инфлациона очекивања финансијског сектора и привреде наставила су да се током 2017. године крећу у границама циља. У случају финансијског сектора, очекивања су се кретала у распону од 2,8% до 3,5%, а крајем године су износила 3,1%. Средњорочна очекивања привреде повећана су у 2017. години за 1,5 п.п., на 3,5%, док су очекивања становништва смањена за 1 п.п., на 5,0%.

7. Фискална кретања

Фискална кретања и у 2017. години била су знатно повољнија од очекиваних – први пут од 2005. године остварен је суфицит, који је на консолидованом нивоу износио 52,3 млрд динара, односно 1,2% БДП-а. Ако се изузму расходи за камате, остварен је суфицит на консолидованом нивоу од 3,9% БДП-а. Наставак позитивних фискалних трендова током 2017. у највећој мери су одредили раст домаће тражње и бољи резултати привреде, опоравак тржишта рада и већа ефикасност наплате пореза. Током 2017. нису спровођене додатне мере фискалне консолидације на приходној страни, али су захваљујући расту домаће тражње и профитабилности привреде, даљем

³² Детаљније о квалитативним очекивањима становништва видети у Извештају о инфлацији–фебруар 2016, Осврт 2, стр. 15.

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



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



опоравку тржишта рада и расту тренда ефикасности наплате пореза, **консолидовани приходи** у 2017. у односу на претходну годину, реално били већи за 4,0%. У 2017. они су износили 1.973,4 млрд динара (44,2% процењеног БДП-а). Расту прихода државе по основу ПДВ-а, од 2,6% реално, допринели су побошљана наплата јавних прихода³³ и опоравак финалне потрошње. Приходи од акциза реално су порасли за 2,3%, захваљујући смањењу сивог тржишта и расту потрошње појединих акцизних производа, а у мањој мери и расту специфичних износа акциза по основу редовног усклађивања. Као резултат бољих пословних резултата привреде у 2016, приходи од пореза на добит реално су већи за 35,0%. Захваљујући повољнијим кретањима на тржишту рада, приходи од доприноса реално су већи за 4,4%, и, појединачно посматрано, највише су допринели расту прихода. Раст од 5,1% реално забележен је по основу пореза на доходак грађана. Једино су непорески приходи у номиналном изразу остали готово непромењени у односу на 2016.

Консолидовани расходи у 2017. износили су 1.921,1 млрд динара (43,0% процењеног БДП-а) и у односу на претходну годину реално су били нижи за 1,7%, уз значајан допринос пада расхода по основу камата. Пад расхода по основу камата (10,6% реално) остварен је у условима смањених потреба државе за задуживањем и ниже цене задуживања, којој су

допринели ублажавање монетарне политике Народне банке Србије и пад премије ризика земље. У односу на претходну годину, нижа је била и отплата по основу издатих гаранција, која је у 2017. износила око 0,6% БДП-а. У истом смеру деловале су и субвенције, које су реално опале за 2,3%. Захваљујући наставку рационализације броја запослених у јавном сектору, реално нижи за 0,9% били су и расходи за запослене и у 2017. износили су 9,5% БДП-а. Истовремено, издвајања из буџета за пензије у 2017. чинила су 11,1% БДП-а. Капитални расходи на нивоу године реално су нижи за 6,7%, али је у П2 убрзана њихова реализација. Раст издатака за набавку робе и услуга (од 3,3% реално) делом је резултат методолошких промена на нивоу локалне самоуправе.

Позитивна фискална кретања, уз доспеће еврообвезнице емитоване 2012. у износу од 750 млн долара и ефекте међувалутних промена, утицала су на даљи **пад јавног дуга централне државе**, који је на крају 2017. износио 23,2 млрд евра, што је за преко 1,6 млрд евра мање него на крају 2016. Тиме је опадајућа путања учешћа јавног дуга у БДП-у, започета у 2016, настављена током 2017. убрзаним темпом – учешће јавног дуга у пројектованом БДП-у током 2017. смањено је за 10,4 п.п., на 61,5%, од чега је 3,7 п.п. било резултат међувалутних промена, а остатак позитивног деловања домаћих фактора, пре свега оствареног примарног суфицита. На крају 2017, 77%

³³ Мерено показатељем *C-efficiency*, ефикасност наплате пореза у 2017. износила је 76,7%, наспрам 75,3% у 2016.

јавног дуга било је у страној валути, при чему је учешће дуга у доларима смањено на 29%. Циљани средњорочни ниво фискалног дефицита од око 0,5%, предвиђен Фискалном стратегијом за период од 2018. до 2020, обезбедиће наставак силазне путање јавног дуга у наредном периоду.

8. Агрегатна тражња

Раст БДП-а од 1,9% у 2017. био је вођен домаћом тражњом. Очувана макроекономска стабилност, наставак унапређења пословног окружења, реализација инфраструктурних пројеката и ниски трошкови финансирања допринели су расту инвестиција, док су повољна кретања на тржишту рада утицала на наставак опоравка потрошње домаћинства. И извоз је наставио да бележи висок и распрострањен раст, али је услед бржег раста увоза, пре свега опреме и репроматеријала за потребе индустрије, што је повезано са инвестиционим циклусом, допринос нето извоза кретању БДП-а био негативан.

Након нешто споријег раста на почетку године, изазваног шоковима на страни понуде, пре свега услед ефеката хладног времена, БДП је у наставку године убрзао динамику раста³⁴, захваљујући пре свега бржем расту приватних инвестиција и опоравку инвестиција државе.

Домаћа тражња

Повољна кретања на тржишту рада наставила су позитивно да делују на **потрошњу домаћинства**, која је у 2017. реално порасла за 1,8% и позитивно допринела кретању БДП-а (1,3 п.п.). На то указује пре свега раст масе зарада у приватном сектору, која је, вођена већом запослености и вишом просечном зарадом, номинално порасла за 9,2%. Поред тога, и остали извори потрошње домаћинства су у 2017. забележили раст. Повољни услови финансирања по основу претходно предузетих мера монетарне политике одразили су се на раст новоодобрених кредита намењених потрошњи – потрошачких (30,8%) и готовинских кредита (17,8%), а повећан је и прилив дознака из иностранства (9,9%). На раст потрошње домаћинства указивало је и кретање њених главних показатеља – промета у трговини на

Табела III.8.1. Расподела БДП-а у 2017.

	Мг. стопе раста (у %)	Доприноси расту БДП-а (п.п.)
БДП, у сталним ценама претходне године	1,9	1,9
Домаћа тражња	3,3	3,8
Укупна финална потрошња	1,7	1,5
Приватна потрошња	1,8	1,3
Државна потрошња	1,0	0,2
Инвестиције	10,3	2,3
Инвестиције у фиксне фондове	6,2	1,2
Приватне инвестиције	8,7	1,4
Државне инвестиције	-6,4	-0,2
Промене у залихама	-	1,0
Нето извоз (извоз – увоз)	-14,2	-1,9

Извор: РЗС и прерачун НБС.

Табела III.8.2. Кретање главних показатеља и извора потрошње домаћинства у 2017.

(реалне мг. стопе раста у %)

Потрошња домаћинства	1,8
Индикатори	
Промет у трговини на мало	3,7
Промет у угоститељству	7,7
Број домаћих туриста	7,9
Број ноћења домаћих туриста	7,4
Увоз потрошне робе (ВЕС класификација), номинално	3,6
Извори	
Маса зарада у приватном сектору, номинално	9,2
Нето прилив дознака, номинално	9,9
Новоодобрени потрошачки кредити, номинално	30,8
Новоодобрени готовински кредити, номинално	17,8

Извор: РЗС и прерачун НБС.

Табела III.8.3. Показатељи инвестиција у 2017.

(мг. стопе раста, у %)

Сектор грађевинарства (национални рачуни)	5,5
Број издатих грађевинских дозвола	45,8
Производња грађевинског материјала	3,5
Вредност изведених радова (територија Србије)	5,2
Инвестиције у фиксне фондове (национални рачуни)	6,2
Увоз машина и опреме	9,8
Производња капиталних добара	6,8
Новоодобрени инвестициони кредити	-1,5
Стране директне инвестиције	27,1

Извор: РЗС и прерачун НБС.

³⁴ У Т1 1,1%, у Т2 1,6%, у Т3 2,3% и у Т4 2,4%.

мало и у угоститељству, броја долазака и ноћења домаћих туриста, који су током године константно расли на м.г. нивоу.

Финална потрошња државе је у 2017. реално порасла за 1,0%, уз позитиван допринос расту БДП-а од 0,2 п.п. Такво кретање резултат је повећаних издатака на куповину робе и услуга (3,3%), док је, у складу са очекивањима, наставак процеса рационализације јавне управе утицао на пад расхода за зараде у јавном сектору (0,9%).

Позитиван допринос БДП-у потекао је и од **инвестиција у фиксне фондове** (1,2 п.п.), које су, захваљујући наставку унапређења пословног окружења и повољним монетарним условима, бележиле раст током целе године и који је на годишњем нивоу износио 6,2%. Расту укупних фиксних инвестиција допринеле су и инвестиције државе, које су почев од Т2 константно расле, захваљујући појачаној реализацији инфраструктурних пројеката. На веће инвестиције указују, пре свега, показатељи из области грађевинарства, тј. раст вредности изведених радова, производње грађевинског материјала, броја запослених у грађевинарству и броја издатих грађевинских дозвола. Поред тога, повећан је и увоз опреме, као и домаћа производња капиталних производа.

Раст су наставили да бележе и извори финансирања инвестиција. Процењујемо да су значајан извор финансирања инвестиција чинила сопствена средства предузећа, с обзиром на то да је профитабилност привреде у 2016. знатно поправљена (229,3 млрд динара) у односу на 2015. (67,2 млрд динара). Прилив по основу СДИ у 2017. повећан је 27,1% захваљујући сталном унапређењу пословног окружења, што је допринело и даљем напретку Србије на међународним листама конкурентности. Значајан извор средстава, као и у претходне две године, потицао је и од нових инвестиционих кредита, који су у 2017. износили 213 млрд динара.

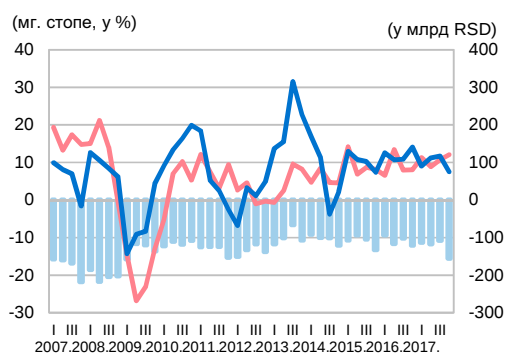
Поред инвестиција у фиксне фондове, позитиван допринос БДП-у потекао је и од повећања **залиха** (1,0 п.п.), на шта указују, пре свега, веће залихе готових производа индустрије од 14,3% на крају 2017. него на крају 2016.

Нето екстерна тражња

Захваљујући наставку реализације инвестиција из претходног периода и додатном убрзању раста у зони евра и земљама у окружењу, реални **извоз робе и услуга** и у 2017. наставио је да бележи релативно висок раст (9,8%). С друге стране, веће инвестиције утицале су на раст увоза опреме, а већа активност у индустрији и раст цене нафте на већи увоз енергената и репроматеријала, због чега је и раст **увоза робе и услуга** убрзан на 10,7%, тако да је допринос нето извоза БДП-у био негативан (1,9 п.п.).

Раст робног извоза израженог у еврима у 2017. износио је 10,0% и био је вођен извозом прерађивачке индустрије, који је додатно убрзао свој раст на 13,6%, са 11,6% у 2016. Извоз је порастао у 22 од 23 области прерађивачке индустрије, што указује на високу производну распрострањеност. Највећи допринос расту потекао је од извоза основних метала, производа од гуме и пластике, хемијских производа и машина и опреме. С друге стране, лоша пољопривредна сезона и хладно време на почетку године утицали су на нижи извоз пољопривредних производа (7,4%). Поред робног извоза, висок раст наставио је да бележи и извоз услуга (14,6%), захваљујући у највећој мери расту извоза компјутерско-информационих и пословних услуга, а у мањој мери и транспортних и туристичких услуга.

Графикон III.8.1. Извоз и увоз робе и услуга
(у сталним ценама претходне године, реф. 2010)



Графикон III.8.2. Робна размена у еврима



Робни увоз изражен у еврима у 2017. повећан је 13,4%, што је у највећој мери резултат повећаног увоза опреме (9,8%) и репроматеријала (16,4%). Поред тога, постепени опоравак потрошње домаћинстава утицао је и на раст увоза потрошних добара (3,6%). Увоз енергената био је виши за 31,1%, чему је, поред повећаних потреба индустрије, допринео и раст светске цене нафте и природног гаса.

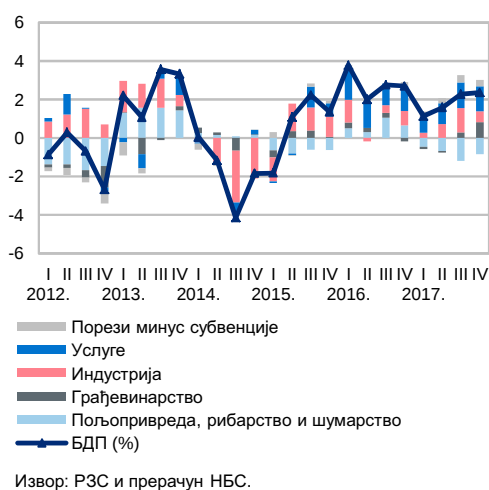
Покривеност робног увоза извозом³⁵ током 2017. кретала се близу рекордних нивоа достигнутих у 2016. и у децембру 2017. износила је 78,1%, а по укључењу услуга 86,6%.

9. Економска активност

Реални раст БДП-а у 2017. износио је 1,9% и био је претежно вођен наставком позитивних кретања у прерађивачкој индустрији и већом активношћу у услужним секторима, на које је подстицајно деловао даљи раст екстерне и опоравак домаће тражње. Спорији раст него у 2016. последица је привременог деловања негативних шокова на страни понуде, који су утицали на пад производње, пре свега у пољопривреди и енергетици. То је за последицу имало нешто спорији раст БДП-а у П1 (1,1% м.г. у Т1 и 1,6% м.г. у Т2), док је опоравак грађевинарства, уз наставак позитивних кретања у прерађивачкој

³⁵ Мерено 12-месечним покретним просеком.

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



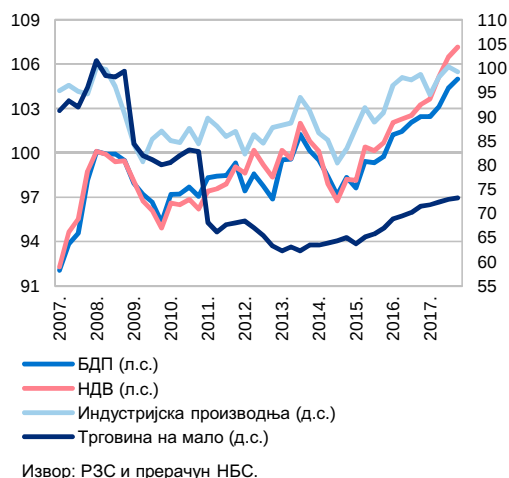
индустрији и услужnim секторima, doprineo bržem rastu БДП-a tokom П2 (2,3% мг. у Т3 и 2,4% мг. у Т4). Када се искључе сектори пољопривреде и енергетике, односно области које су биле под утицајем поменутих шокова, раст БДП-a у 2017. износио је око 3%.

Посматрано у односу на преткризни ниво³⁶, економска активност је на крају 2017. била виша за 5,0%, мерено БДП-ом, тј. 7,1% мерено НДВ-ом.

Индустријска производња је у 2017. порасла 3,5% и позитивно допринела кретању БДП-а са 0,7 п.п. То је у највећој мери резултат наставка повољних тенденција у прерађивачкој индустрији, на које је, са стране понуде, деловало активирање инвестиција из претходног периода и нижи трошкови задуживања, а са стране тражње, бржи раст у зони евра и код осталих важних спољнотрговинских партнера. Раст физичког обима прерађивачке индустрије у 2017. од 6,3% остао је широко распрострањен, с обзиром на то да је остварен у 19 од 24 области, при чему је највећи допринос потекао од производње машина и опреме, производа од гуме и пластике, хемијских производа и производа од метала. Поред прерађивачке индустрије, раст физичког обима производње у 2017. забележен је и у сектору рударства (2,2%), који је, након пада у Т1 услед негативних ефеката хладног времена, у наставку године растао. С друге стране,

³⁶Ниво из П1 2008.

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



Графикон III.9.4. Показатељи грађевинске активности (дсз. подаци, 2016 = 100)



неповољна хидролошка ситуација негативно се одразила на производњу у сектору снабдевања електричном енергијом, гасом и паром, која је смањена 6,2%.

Позитиван допринос БДП-у од 0,2 п.п. потекао је и од **грађевинарства**, које је у 2017. убрзало раст на 5,5%. Након нешто слабијег почетка године, делом и услед хладног времена, активност у грађевинарству се од ТЗ опоравља, захваљујући, између осталог, и бржој реализацији инфраструктурних пројеката, на шта указује и динамика капиталних расхода буџета,

која је знатно поправљена у П2. Вредност изведених радова у 2017. реално је порасла за 5,2%, а повећана је и производња грађевинског материјала (3,5%) и број часова рада на градилиштима (2,4%). Расту грађевинарства допринео је и наставак унапређења прописа из ове области, тако да је Србија, према последњем извештају о условима пословања Светске банке (*Doing Business 2018*), направила додатан напредак у области издавања грађевинских дозвола и тренутно се налази на десетом месту у свету међу 190 посматраних земаља. Захваљујући томе, број издатих грађевинских дозвола је у 2017. повећан за 45,8%, а

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



Графикон III.9.5. Доприноси годишњој стопи раста БДП-а – производна страна (у п.п.)



предвиђена вредност радова на основу тих дозвола за 61,2%, што указује на то да ће се раст грађевинарства наставити и у наредном периоду.

Даљи опоравак домаће тражње позитивно се одразио на активност у **услужним секторима**, која је у 2017. повећана за 2,2%, уз позитиван допринос расту БДП-а од 1,1 п.п. Највећи допринос потекао је од трговине (0,5 п.п.), на шта указује реални раст промета у трговини на мало од 3,7%. Поред тога, настављена су позитивна кретања и у сектору услуга смештаја и исхране, на шта упућује већи промет у угоститељству (7,7%) и број долазака (12,1%) и ноћења (10,5%) туриста. Такође, на већу активност у сектору саобраћаја указује раст физичког обима саобраћаја од 8,7%, док повећање промета телекомуникационих услуга и извоза компјутерских и информационих услуга указује на раст у сектору информисања и комуникација.

С друге стране, због неповољних временских услова током већег дела пољопривредне сезоне, приноси свих значајних ратарских култура били су нижи, што је за последицу имало **пад пољопривредне производње** од 9,5% и њен негативан допринос кретању БДП-а од 0,8 п.п. Највише је опала производња кукуруза (45,5%), на који је у највећој мери негативно утицала суша, док је у мањој мери смањена и производња пшенице (21,0%) и соје (20,0%). Такође, смањена је и производња воћа, при чему је опала производња свих значајнијих воћарских култура (шљива, јабука, малина), док је производња у виноградарству повећана.

10. Зараде и запосленост

Наставак раста економске активности и повећање минималне цене рада утицали су на раст номиналне нето зараде од 3,9% у 2017. При томе, слично као и претходних година, раст укупне зараде био је претежно вођен вишом просечном зарадом у приватном сектору (4,6%), док је повећање зарада у делу јавног сектора допринело расту просечне зараде у јавном сектору од 2,6%. Бржи раст зараде у приватном од зараде у јавном сектору смањио је јаз између просечних зарада у ова два сектора и он је, у просеку, у 2017. износио око 3%.

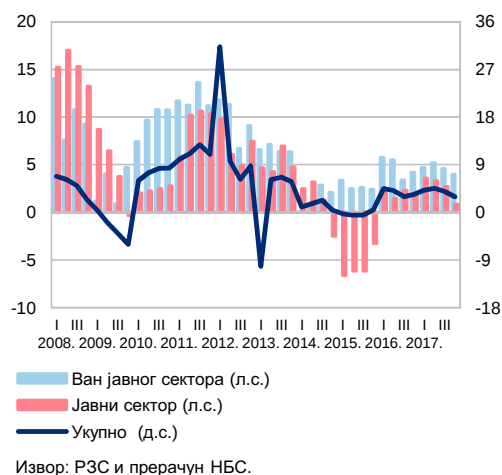
Номинална зарада у 2017. порасла је у свим секторима привреде, при чему је порасла више од просека привреде производња у прерађивачкој индустрији, информисању и комуникацијама,

услугама смештаја и исхране и трговини, тј. у секторима који су у највећој мери допринели расту БДП-а. Виша просечна зарада је, уз раст запослености, допринела расту укупне номиналне масе нето зарада од 6,6%, с тим да је тај раст био израженији у приватном (9,2%) него у јавном сектору (1,1%). Просечна исплаћена номинална нето зарада у РС у 2017. износила је 47.893 динара и била је за 3,9% виша него 2016.

Захваљујући бржем расту физичког обима производње (6,4%) у односу на запосленост (6,0%), продуктивност у прерађивачкој индустрији је и у 2017. наставила да расте. Ипак, тај раст је био нижи од раста бруто реалних зарада (2,9%), што је за последицу имало раст јединичних трошкова рада од 2,5%.

На наставак повољних кретања на тржишту рада у 2017, поред раста зарада, указује и даљи раст запослености и стопе партиципације и смањење незапослености. Према подацима добијеним из **Анкете о радној снази**, стопа запослености је у 2017. у просеку износила 46,7% и била је за 1,5 п.п. виша него у 2016. При томе, раст запослености био је у потпуности вођен повољнијим кретањима на формалном сегменту тржишта рада, док је стопа неформалне запослености смањена за 1,3 п.п., на 20,7%. Посматрано по секторима привреде, већа запосленост забележена је у индустрији и услужним секторима, који су у највећој мери допринели расту БДП-а, док је запосленост у пољопривреди смањена, делом и због лоше пољопривредне сезоне.

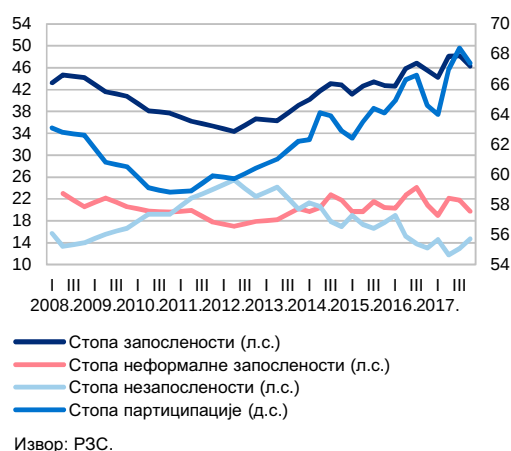
Графикон III.10.1. Кретање номиналне нето зараде (мг. стопе раста)



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



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



На раст формалне запослености указују и подаци добијени из базе **Централног регистра обавезног социјалног осигурања**, према којој је број формално запослених лица у 2017. повећан за 2,5%. Том расту допринео је већи број запослених код правних лица и предузетника и запослених код њих, док је број индивидуалних пољопривредника смањен. Број формално запослених повећан је у прерађивачкој индустрији, већини услужних сектора и грађевинарству, што је у складу с резултатима добијеним из Анкете о радној снази. С друге стране, нижи број запослених забележен је у пољопривреди, секторима рударства и енергетике, финансијском сектору и у државној управи.

Према подацима Анкете о радној снази, стопа незапослености је у 2017. у просеку износила 13,5% и била је нижа за 1,8 п.п. него 2016. При томе, незапосленост је смањена у условима раста стопе партиципације³⁷, тј. повећања контингента радне снаге, са 65,6% у 2016. на 66,7% у 2017. Незапосленост је смањена међу свим старосним групама, при чему је међу младом популацијом (15–24 године) била нижа за 3,0 п.п., док је НЕЕТ стопа³⁸ у просеку била нижа за 0,5 п.п. и износила је 17,2%. Поред тога, настављен је и тренд смањења стопе дугорочне незапослености (1,8 п.п.), која је у 2017. у просеку износила 8,2%.

Незапосленост је у 2017. смањена и према подацима **Националне службе за запошљавање**. Број незапослених у децембру 2017. износио је 642.518 и био је за 82.120 незапослених нижи него на крају 2016. Слично као у претходном периоду, највећи пад броја незапослених забележен је у групама занимања повезаних с прерађивачком индустријом (машинство и обрада метала), трговином и туризмом и угоститељством.

Очекивано убрзање привредног раста и наставак унапређења пословног амбијента требало би позитивно да се одразе на раст запослености и зарада и смањење незапослености и у наредном периоду.

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

	2017.			
	T1	T2	T3	T4
Укупан број формално запослених	2,9	2,7	3,1	2,5
Запослени код правних лица	2,5	2,4	2,9	2,3
Приватни предузетници и запослени код њих	6,6	5,9	5,7	5,6
Индивидуални пољопривредници	-3,6	-3,9	-4,6	-6,6
Незапослени	-8,2	-8,7	-9,0	-11,7
Први пут траже запослење	-9,0	-9,4	-9,8	-12,4
Били у радном односу	-7,7	-8,3	-8,6	-11,4

Извор: РЗС и Национална служба за запошљавање.

³⁷ Стопа активности радне снаге, мерена као учешће активних (запослених и незапослених) у укупном броју радно способних лица (15–64 године).

³⁸ Учешће лица старости 15–24 године која нису запослена, нити су на школовању и обуци у укупној популацији тог узраста.

Додатак 1. Програм монетарне политике Народне банке Србије у 2018. години

П р о г р а м монетарне политике Народне банке Србије у 2018. години

1. У складу са Законом о Народној банци Србије, основни циљ Народне банке Србије и њене монетарне политике јесте постизање и одржавање стабилности цена, чиме се доприноси очувању стабилности финансијског система и одрживом економском расту.
2. Монетарна политика Народне банке Србије у 2018. години засниваће се на Меморандуму Народне банке Србије о циљању (таргетирању) инфлације као монетарној стратегији¹ и Меморандуму Народне банке Србије о циљаним стопама инфлације до 2020. године².
3. Циљ монетарне политике Народне банке Србије изражен је нумерички – као **годишња процентуална промена индекса потрошачких цена**, и у 2018. години износи $3,0\% \pm 1,5$ п.п. Циљ је снижен на ниво од $3,0\%$ од почетка 2017, што потврђује одлучност Народне банке Србије да, заједно с Владом РС, очува ценовну стабилност у средњем року. На овај начин, Народна банка Србије доприноси побољшању пословне и инвестиционе климе, паду дугорочних динарских каматних стопа, као и већој употреби динара у финансијским трансакцијама, а тиме и смањењу трошкова финансирања и изложености валутном ризику привреде, становништва и државе.
4. Утврђени циљ за инфлацију Народна банка Србије настојаће да оствари помоћу основног инструмента монетарне политике – каматне стопе која се примењује у спровођењу главних операција на отвореном тржишту. Народна банка Србије ће и у 2018. години висину те стопе мењати доследно и предвидиво, узимајући у обзир пројекцију инфлације, економска кретања у домаћем и међународном окружењу, као и утицај те промене на финансијску стабилност. Поред тога, ако се укаже потреба, Народна банка Србије користиће и друге инструменте из своје надлежности како би остварила циљ за инфлацију у средњем року, водећи рачуна и о стабилности и отпорности финансијског система.
5. Народна банка Србије наставиће да спроводи режим руковођено пливајућег девизног курса. Интервенције на девизном тржишту спроводиће ради смањења прекомерних краткорочних осцилација девизног курса, очувања ценовне и финансијске стабилности и одржавања адекватног нивоа девизних резерви.
6. Поред инструмената монетарне политике, Народна банка Србије на располагању има и инструменте макропруденцијалне политике, којима, не доводећи у питање остварење основног циља, доприноси очувању и јачању стабилности финансијског система. Народна банка Србије наставиће да спроводи и редовно тестирање отпорности финансијског система на потенцијалне макроекономске ризике. Избор специфичног макропруденцијалног инструмента део је ширег процеса идентификације и мерења системског ризика, који ће наставити да се унапређује.
7. Народна банка Србије доносиће одлуке монетарне политике и предузимаће активности из области микропруденцијалне и макропруденцијалне политике на начин који обезбеђује одржавање ниске и стабилне инфлације, очување финансијске стабилности, као и подршку спровођењу економске политике Владе РС.

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

² Меморандум Народне банке Србије о циљаним стопама инфлације до 2020. године усвојен је на седници Извршног одбора Народне банке Србије 7. децембра 2017. године.

8. Примена стратегије за решавање питања проблематичних кредита резултирала је знатним падом учешћа проблематичних кредита у укупним кредитима банака, а наставиће да доприноси и њиховом даљем паду у 2018. години. То би требало додатно да допринесе расту кредитне активности, јачању кредитног канала и ефикаснијој трансмисији мера монетарне политике на реални сектор.

9. Успешно спроведена фискална консолидација, спровођење структурних реформи и пуна координација мера монетарне и фискалне политике утицали су на смањење унутрашње и спољне неравнотеже и повећали отпорност домаће привреде на потенцијално негативне утицаје из међународног окружења. Уважавајући неизвесности које долазе из међународног окружења, Народна банка Србије ће током 2018. године задржати опрезност у доношењу одлука монетарне политике.

10. Народна банка Србије наставиће да, у условима ниске и предвидиве инфлације и релативно стабилног девизног курса, спроводи стратегију динаризации, како би се смањила изложеност привреде, становништва и државе валутном ризику, а истовремено и повећала ефикасност инструмената монетарне политике.

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

Додатак 2. Меморандум Народне банке Србије о циљаним стопама инфлације до 2020. године

М Е М О Р А Н Д У М НАРОДНЕ БАНКЕ СРБИЈЕ О ЦИЉАНИМ СТОПАМА ИНФЛАЦИЈЕ ДО 2020. ГОДИНЕ

Ради дефинисања оквира за одлучивање о монетарној политици на средњи рок и усидравања и стабилизације инфлационих очекивања, Извршни одбор Народне банке Србије овим меморандумом утврђује циљ за инфлацију у 2019. и 2020. години.

У складу са Споразумом о циљању (таргетирању) инфлације, закљученим између Народне банке Србије и Владе РС, и Меморандумом Народне банке Србије о циљању (таргетирању) инфлације као монетарној стратегији, којима се Народна банка Србије обавезала да, у сарадњи с Владом РС, утврђује циљане стопе инфлације – Извршни одбор Народне банке Србије одредио је **циљану стопу укупне инфлације (с дозвољеним одступањем), мерену годишњом процентуалном променом индекса потрошачких цена**, за период од јануара 2019. до децембра 2020. године у висини од 3%, с дозвољеним одступањем $\pm 1,5$ п.п.

Циљана инфлација у 2019. и 2020. години биће и даље благо изнад нивоа квантитативне дефиниције ценовне стабилности и нивоа циљане инфлације у развијеним земљама (2,0% или 2,5%). Постављени циљ за инфлацију произлази из оцене да до 2020. године неће бити завршен процес номиналне, реалне и структурне конвергенције према Европској унији.

Треба имати у виду да је циљана инфлација средњорочни циљ, тј. да остварена инфлација може краткорочно одступати од циљане, услед егзогених шокова. Народна банка Србије дозволиће привремено одступање инфлације од утврђеног циља у случајевима у којима би враћање инфлације на циљ у кратком периоду захтевало такве промене у монетарној политици које би изазвале додатне макроекономске поремећаје. То се односи на нагле промене цена примарних производа. Народна банка Србије, у сарадњи с Владом РС, може мењати утврђене циљеве за инфлацију. Такве измене биће предузимане само у изузетним околностима, а образлагаће их Народна банка Србије.

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	12
III.3.2.	Допринос мг. стопи раста потрошачких цена	12
III.1.1.	Ревизија прогноза реалног раста БДП-а за 2017. и 2018. ММФ-а	16
III.1.2.	Кретање хармонизованог индекса потрошачких цена по земљама	17
III.1.3.	Кретање курсева одређених националних валута према долару	18
III.1.4.	Кретање цена нафте и бакра	18
III.1.5.	Индекс светских цена хране	19
III.2.1.	Покривеност текућег дефицита СДИ	19
III.2.2.	Структура финансијског биланса	21
III.2.3.	Девизне резерве и покривеност увоза робе и услуга	22
III.2.4.	Међународна инвестициона позиција	23
III.3.1.	Динарска ликвидност	24
III.3.2.	Кретање каматних стопа	24
III.3.3.	Стање продатих динарских државних ХоВ	24
III.3.4.	Каматне стопе на примарном тржишту државних ХоВ	25
III.3.5.	Кретање каматних стопа на динарске кредите и депозите привреди и становништву	25
III.3.6.	Кретање каматних стопа на девизне кредите и депозите привреди и становништву	25
III.3.7.	Показатељ премије ризика – <i>EMBI</i> по земљама	26
III.3.8.	Кретање курса динара и интервенције Народне банке Србије на девизном тржишту	27
III.3.9.	Кретање курсева одређених националних валута према евр	27
III.3.10.	Кретање курса динара и евра према долару	28
III.3.11.	Индекс <i>BELEX15</i> и промет на Београдској берзи	28
III.4.1.	Монетарни агрегати и потрошачке цене	29
III.4.2.	Кредитна активност и БДП	30
III.4.3.	Структура новоодобрених кредита привреди	30
III.4.4.	Утицај појединих фактора на промену кредитних стандарда у одобравању кредита и кредитних линија предузећима	31
III.4.5.	Структура новоодобрених кредита становништву	31
III.4.6.	Утицај појединих фактора на промену кредитних стандарда у одобравању кредита и кредитних линија становништву	31
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.	Перципирана и очекивана инфлација становништва	35
III.6.3.	Очекивана инфлација за две године унапред	35
III.7.1.	Буџетски приходи, расходи и резултат	36
III.7.2.	Јавни дуг	36

III.8.1. Извоз и увоз робе и услуга	38
III.8.2. Робна размена у еврима	39
III.9.1. Доприноси мг. стопи раста БДП-а – производна страна	39
III.9.2. Кретање показатеља економске активности	40
III.9.3. Доприноси мг. расту физичког обима индустријске производње	40
III.9.4. Показатељи грађевинске активности	40
III.9.5. Доприноси годишњој стопи раста БДП-а – производна страна	40
III.10.1. Кретање номиналне нето зараде	41
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	42

Табеле

II.3.1. Допринос мг. стопи раста потрошачких цена	11
II.3.2. Раст и доприноси компоненти расту потрошачких цена у 2017.	13
III.1.1. Процена привредног раста по земљама	15
III.2.1. Платни биланс Републике Србије	20
III.4.1. Монетарни преглед	29
III.8.1. Расподела БДП-а у 2017.	37
III.8.2. Кретање главних показатеља и извора потрошње домаћинстава у 2017.	37
III.8.3. Показатељи инвестиција у 2017.	37
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
ISSN 2217-6292 = Годишњи извештај о
монетарној политици
COBISS.SR-ID 185198604