

ГОДИШЊИ ИЗВЕШТАЈ О МОНЕТАРНОЈ ПОЛИТИЦИ



Народна банка Србије

2018

ГОДИШЊИ ИЗВЕШТАЈ
О МОНЕТАРНОЈ ПОЛИТИЦИ

2018

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 2018. размотрен је и усвојен на седници Извршног одбора 6. јуна 2019. 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

Др Жељко Јовић, вицегувернер

Др Ана Ивковић, вицегувернер

Мр Драгана Станић, 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

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

NPL – проблематични кредити

ОПЕС – Организација земаља извозница нафте

П – полугодиште

п.п. – процентни поен

РС – Република Србија

СДИ – стране директне инвестиције

SDR – специјална права вучења

Т – тромесечје

ФАО – Организација Уједињених нација за храну и пољопривреду

ФЕД – Систем федералних резерви САД

ХоВ – хартије од вредности

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 2018. години	7
2. Инструменти монетарне политике	9
Операције на отвореном тржишту	9
Депозитне и кредитне олакшице	10
Обавезна резерва	10
Операције на девизном тржишту	11
Девизне своп аукције Народне банке Србије	12
Остале каматне стопе	12
3. Остварење циљане инфлације у 2018. години	12
III. Макроекономски услови спровођења монетарне политике	15
1. Међународно окружење	15
Економска активност и инфлација	15
Монетарна политика	17
Финансијска и робна тржишта	18
2. Међународне трансакције	20
Платнобилансна кретања и девизне резерве	20
Међународна инвестициона позиција земље	23
3. Кретања на финансијском тржишту	24
Каматне стопе	24
Премија ризика земље	26
Кретања на девизном тржишту и курс динара	27
Кретања на берзи	28
4. Новац и кредити	29
Монетарни агрегати М1, М2 и М3	29
Кредити банака	30
5. Показатељи степена динаризације	33
6. Инфлациона очекивања	35
7. Фискална кретања	37
8. Агрегатна тражња	38
Домаћа тражња	38
Нето екстерна тражња	38
9. Економска активност	40
10. Зараде и запосленост	42
Додатак 1. Програм монетарне политике Народне банке Србије у 2018. години	44
Списак графикана и табела	46

Резиме

Ублажавање монетарне политике настављено је опрезном динамиком и током 2018. године. Референтна каматна стопа смањена је у марту и априлу за по 25 базних поена, на 3,0%. Тиме је од маја 2013, када је започет циклус ублажавања монетарне политике, до краја 2018. референтна каматна стопа смањена за укупно 875 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 окружења, док су дешавања у међународном окружењу налагала опрезност.

Кретања у међународном окружењу обележиле су ревизије наниже пројекције глобалног привредног раста за 2018. и наредне две године. На то су у великој мери утицали растући протекционизам и заоштравање геополитичких тензија. Привредни раст зоне евра, нашег најважнијег трговинског партнера, успорен је на 1,8% у 2018, иако се почетком те године очекивао раст између 2,2–2,3%. Раст је, пре свега, успорио због споријег раста екстерне тражње и деловања специфичних фактора у појединим чланицама зоне евра. Раст су успориле Немачка и Италија, које су, појединачно посматрано, наши најважнији трговински партнери. С друге стране, привредни раст у региону средње и источне Европе остао је релативно висок, пре свега као резултат раста домаће тражње. Опрезност монетарне политике налагала је неизвесност у погледу кретања светске цене нафте, која је, уз осцилације, расла од почетка 2018. године све до октобра, да би се потом, када је постало извесно да ће раст светске привреде бити мањи од очекиваног, знатно смањила. Променљива динамика светске цене нафте одразила се и на повећање волатилности и различит профил

инфлације у међународном окружењу у првој и другој половини године. Важан фактор из међународног окружења који је налагао опрезност у вођењу монетарне политике била је и неизвесност у погледу динамике нормализације монетарних политика водећих централних банака, Система федералних резерви и Европске централне банке. На опрезност је упућивала и могућност да растући протекционизам доведе до изненадних померања у токовима капитала према земљама у успону, па и према 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. Томе у прилог говори и поправљање изгледа за дугорочно задуживање у домаћој и иностраној валути са „стабилних” на „позитивне” од стране агенције *Standard and Poor's*, која је навела да су томе у највећој мери допринели снажан привредни раст и резултати Народне банке Србије у погледу очувања ценовне и финансијске стабилности.

Инфлација је у току 2018. године била нижа него 2017. године. Са изузетком два месеца (март и април), када се привремено, због деловања базног ефекта, нашла испод доње границе дозвољеног одступања од циља, инфлација се у остатку године кретала у границама циља ($3 \pm 1,5\%$). У децембру је, као и на нивоу просека године, износила 2%. Притом, две трећине доприноса инфлацији потекле су од цена хране, цигарета и нафтних деривата, што показује да су инфлаторни притисци са стране тражње и током 2018. били ниски, упркос снажном привредном расту и повољним кретањима на тржишту рада. Ниске инфлаторне притиске

потврђивала су и инфлациона очекивања финансијског сектора и привреде усидрена у границама циља Народне банке Србије.

Ублажавање монетарне политике Народне банке Србије, које је допринело знатно нижој цени динарског задуживања, уз нижу премију ризика земље, појачану конкуренцију међу банкама и задржавање ниских каматних стопа у зони евра, одразило се на даљи раст расположивог дохотка и инвестиција приватног сектора. Уз позитивне трендове на тржишту рада, то је наставило позитивно да доприноси кредитној активности, која је крајем године бележила међугодишњу стопу раста од 9,9%, уз релативно снажан раст кредита и становништву и привреди.

Према подацима Републичког завода за статистику, реални раст бруто домаћег производа у 2018. години износио је 4,3% (рачунато као збир тромесечја), што представља највиши раст у последњих десет година. Највећи допринос расту потекао је од натпросечних резултата у пољопривреди и грађевинарству, као и од раста активности у већини услужних сектора. Поред тога, позитиван допринос потиче и од раста индустријске производње, упркос успоравању екстерне тражње у другој половини године. 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 Светског економског форума на 65. место од 140 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. Ипак, 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.

Упркос расту увоза по основу раста производње и инвестиција, као и више светске цене нафте, учешће дефицита текућег рачуна у бруто домаћем производу у 2018. задржано је на нивоу из 2017. године и износило је 5,2%. Повољнија кретања него 2017. забележена су у размени услуга и секундарног дохотка, где су повећани суфицити, а смањен је и дефицит примарног дохотка, чиме је у великој мери

компензован виши робни дефицит. У односу на 2017. повољнија су била и кретања на финансијском рачуну, посебно по основу страних директних инвестиција, чији је нето прилив, захваљујући унапређењу пословног амбијента, износио 3,2 милијарде евра. Тиме је, четврту годину заредом, обезбеђена више него потпуна покривеност текућег дефицита (са 143,4%), а с обзиром на то да повећава извозне капацитете српске привреде, стране директне инвестиције у средњем року допринеће и смањењу дефицита текућег рачуна. Поменута кретања на нивоу године резултирала су растом девизних резерви за 1,1 милијарду евра (према платнобилансној методологији), наглашавајући повећану отпорност наше привреде на екстерне потресе. Такође, захваљујући високом приливу страних директних инвестиција као најпожељнијем извору финансирања, њихово нето стање премашило је 80% нето међународне инвестиционе позиције Србије, што такође повећава отпорност на екстерне потресе.

Девизне резерве Србије и даље су на адекватном нивоу који обезбеђује заштиту од екстерних ризика – на крају 2018. износиле су 11,3 милијарде евра, чиме се обезбеђује покривеност увоза робе и услуга од преко пет месеци и спољног дуга од 281,4% који доспева у наредној години.

Фискална кретања су и у 2018. години била знатно повољнија од очекиваних и јавне финансије су другу годину заредом завршиле у суфициту. Уместо планираног дефицита на консолидованом нивоу од 0,7% бруто домаћег производа, остварен је суфицит од 0,6% бруто домаћег производа (или 32,2 милијарде динара). Наставак позитивних фискалних кретања у највећој мери одредили су раст економске активности и позитивна кретања на тржишту рада, који су за резултат имали боље остварење јавних прихода од планираног. Знатан раст капиталних издатака државе и раст плата у јавном сектору и пензија повратно су доприносили расту инвестиција и потрошње, али не у мери у којој би то изазвало веће инфлаторне притиске. Повољан фискални резултат и доспеће еврообвезнице емитоване 2013. у износу од једне милијарде долара утицали су на даљи пад јавног дуга централне државе и наставак опадајуће путање његовог учешћа у бруто домаћем производу – на 53,8% на крају године. На смањење валутног ризика утицала је и оријентација државе да се у већој мери задужује на домаћем тржишту у динарима. Наведени резултати показују да су претходне мере фискалне консолидације постигле

жељене ефекте у пуној мери и да је обезбеђена одрживост јавних финансија.

Народна банка Србије остала је посвећена решавању питања проблематичних кредита и њиховој превенцији. Претходно предузете мере и активности допринеле су да ниво проблематичних кредита крајем године буде нижи за око 70% него у периоду непосредно пре доношења Стратегије за решавање проблематичних кредита. Уз ефекте макроекономске стабилности и раста кредитне активности, то је допринело да се учешће проблематичних кредита у укупним кредитима спусти на 5,7%, тј. на најнижи ниво од када се овај показатељ квалитета активе банака прати.

Народна банка Србије је и током 2018. 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 обезбеђењем и очувањем ценовне и релативне стабилности девизног курса, те мере су доприносиле

даљем расту степена динаризације депозита (на 32,2%), док је степен динаризације кредита остао на истом нивоу (33%). Имајући у виду да је у периоду од закључења Меморандума из 2012. године обезбеђена макроекономска стабилност и да је ојачана финансијска стабилност, Народна банка Србије и Влада Републике Србије су у децембру 2018. потписале нови Меморандум о стратегији динаризације, што потврђује решеност институција да својим мерама додатно подрже процес динаризације и допринесу стабилности финансијског система. У новом Меморандуму о стратегији динаризације сагледани су резултати до сада предузетих мера и активности и, на основу њих, сагласно су дефинисане додатне мере и активности које ће обезбедити даљи раст степена динаризације и смањење девизног ризика у систему.

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 и за 2018. годину износио је $3\% \pm 1,5$ п.п.

Ради дефинисања оквира за одлучивање о монетарној политици на средњи рок и усидравања и стабилизације инфлационих очекивања, одлука о циљаној инфлацији доноси се унапред. У случају Србије, та одлука се доноси за три године унапред, све док се не заврши процес номиналне, реалне и структурне конвергенције према Европској унији. Будући да тај процес још увек траје, циљана инфлација је благо изнад квантитативне дефиниције ценовне стабилности и нивоа циљане инфлације у развијеним земљама ($2,0\%$ или $2,5\%$). Тако је крајем 2018. донета одлука о **циљаној стопи инфлације (с дозвољеним одступањем) од јануара 2019. до децембра 2021. године у висини од 3% , с дозвољеним одступањем $\pm 1,5$ п.п.**²

Подсетимо да је циљана стопа инфлације смањена од 2017. године за 1 п.п., на $3,0 \pm 1,5\%$,³ што је потврдило одлучност носилаца економске политике да инфлација у средњем року остане ниска, стабилна и предвидива. У сарадњи с Владом РС, Народна банка Србије донела је такву одлуку захваљујући постигнутој и одржаној ниској и стабилној инфлацији, тада три године заредом, знатно поправљеним макроекономским показатељима и изгледима наше привреде за наредни период, којима

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 2021. године усвојен је на седници Извршног одбора Народне банке Србије 6. децембра 2018.

³ Меморандум Народне банке Србије о циљаним стопама инфлације до 2018.

су допринели успешна координација монетарне и фискалне политике и одлични резултати фискалне консолидације. Инфлациона очекивања финансијског сектора и привреде и за годину и за две године унапред била су већ дужи период ниска и релативно стабилна, што је истовремено била потврда већег кредибилитета монетарне политике Народне банке Србије.

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.

Циљана инфлација је средњорочни циљ, што значи 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 макроекономске поремећаје. То се односи и на случајеве наглих промена цена примарних производа или на одступања у планираном расту цена

производа које су под директним или индиректним утицајем одлука Владе 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**. Интервенције на девизном тржишту спроводи како би ублажила прекомерне краткорочне осцилације девизног курса, као и ради очувања стабилности цена и финансијског система и одржавања адекватног нивоа девизних резерви.

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

II. Монетарна политика и остварење циљане инфлације

1. Монетарна политика у 2018. години

Монетарна политика се у 2018. водила у складу с **Програмом монетарне политике Народне банке Србије у 2018. години.**⁴ Програм је предвиђао да ће Народна банка Србије настојати да оствари утврђени циљ за инфлацију доследним и предвидивим променама референтне каматне стопе, при чему ће у обзир узимати пројекцију инфлације, економска кретања у домаћем и међународном окружењу, као и утицај тих промена на финансијску стабилност. Према Програму, Народна банка Србије ће и током 2018. године задржати опрезност приликом доношења одлука монетарне политике, имајући у виду неизвесност која долази из међународног окружења.

Референтна каматна стопа – основни инструмент монетарне политике Народне банке Србије – **додатно је смањена у марту и априлу 2018. за укупно 50 б.п., на 3,0%. Смањењем референтне каматне стопе на најнижи ниво у режиму циљања инфлације, Народна банка Србије додатно је подржала кредитну активност и привредни раст. Референтна каматна стопа у остатку године није мењана, с обзиром на претходно ублажавање монетарне политике и присутну неизвесност у међународном окружењу.**

Одлучујући се да смањи референтну каматну стопу у марту и априлу за по 25 б.п., Извршни одбор је оценио да очекивано кретање инфлације и њених фактора у наредном периоду, уз даље јачање домаћих

показатеља, омогућава додатно ублажавање монетарне политике. Паралелно са смањењем референтне каматне стопе, Извршни одбор у априлу је донео и одлуку о **сужењу коридора каматних стопа, са $\pm 1,5$ п.п. на $\pm 1,25$ п.п.** у односу на референтну каматну стопу.

Инфлаторни притисци су од почетка године били нижи од очекиваних и инфлација се у марту спустила на 1,4%, а затим у априлу на 1,1% м.г. На ниске инфлаторне притиске указивало је и кретање базне инфлације, која је у марту успорила на 0,8% м.г., колико је износила и у априлу, што је њен минимум откад се инфлација мери променом ИПЦ-а. Такође, и краткорочна и средњорочна инфлациона очекивања била су усидрена око централне вредности циља за инфлацију (3,0%).

Поред ниских инфлаторних притисака, даље ублажавање монетарне политике омогућило је знатно смањење макроекономских ризика. Извршни одбор је истицао да је, захваљујући структурним побољшањима и смањеној унутрашњој и спољној неравнотежи, Србија повећала своју отпорност на евентуалне негативне утицаје глобалних фактора. Постигнуте резултате у области фискалне консолидације и одрживости јавних финансија најбоље илуструју подаци о преласку из фискалног дефицита у суфицит од 2017. године, смањењу јавног дуга на близу 50% БДП-а, нижој премији ризика и већем кредитном рејтингу земље. Према оцени Извршног одбора, постигнуто поправљање перцепције ризика Србије од кључне је важности за

⁴ „Службени гласник РС”, бр. 111/2017.

повољнији третман и финансијске услове које држава може добити на финансијском тржишту. Поправљање перцепције ризика Србије утиче и на ниже трошкове задуживања привреде и становништва. Поред тога, чињеница да инвеститори сматрају да је Србија сада знатно сигурнија за улагања утицала је и на раст прилива СДИ (у нето износу од 3,2 млрд евра у 2018) и раст улагања страних инвеститора у динарске државне ХоВ, што је допринело наставку апрецијацијских притисака на девизном тржишту и у највећем делу 2018. године.

Смањење референтне каматне стопе на најнижи ниво у режиму циљања инфлације, заједно с већом конкуренцијом међу банкама, нижом премијом ризика земље и ниским каматним стопама на тржишту новца у зони евра, доприносило је наставку раста кредитне активности. Раст кредита остварен је уз наставак решавања питања *NPL*, тј. њихов отпис и продају лицима ван банкарског сектора. За нешто више од три године од усвајања Стратегије за решавање питања проблематичних кредита, њихово учешће у укупним кредитима смањено је на најнижи ниво од 2008. године, откад се овај показатељ квалитета активе банака прати (за 16,7 п.п., на 5,7% у децембру). Захваљујући знатном смањењу учешћа *NPL* у укупним кредитима, високој адекватности капитала банака и већој доступности средстава финансирања за мала и средња предузећа, Србија је знатно напредовала на међународној листи конкурентности Светског економског форума за 2018. годину у оквиру показатеља који се односе на финансијски систем.

Према оцени Извршног одбора, даље унапређење пословног амбијента, висок и пројектно распрострањен прилив СДИ, који је претежно усмерен у разменљиве секторе, реализација инфраструктурних пројеката и досадашње ублажавање монетарне политике требало би да наставе позитивно да делују на инвестиције, које ће остати један од носилаца привредног раста. Растући позитиван допринос требало би да има потрошња домаћинства, због позитивних кретања на тржишту рада, које карактерише раст зарада и запослености, као и пад стопе незапослености. **То су основни фактори на којима се заснивало очекивање Извршног одбора да ће раст БДП-а у 2018. бити убрзан на највиши ниво у последњих десет година.** На основу резултата постигнуте макроекономске стабилности и спроведених структурних реформи, Извршни одбор је очекивао да ће се и у средњем року задржати слична динамика раста.

Извршни одбор је током претходне године кориговао навише своје процене раста економске активности за 2018, што су чиниле и остале релевантне домаће и међународне институције. Најпре је Извршни одбор очекивао стопу раста БДП-а у 2018. години од око 3,5%, да би у мају, с растом инвестиција већим од очекиваних, истакао да је вероватније да ће привредни раст бити већи од процењеног, а затим у августу и повећао процену раста за 2018. годину на 4%. У новембру, с материјализацијом позитивних ризика по основу раста домаће тражње, које је истицао у августу, Извршни одбор је поново повећао пројекцију раста БДП-а за 2018. годину на 4,2%, што је највиша стопа у последњих десет година. Снажан привредни раст остварен је уз релативно ниску инфлацију, која је у децембру износила 2,0%, што је и њена просечна вредност у 2018. години. Извршни одбор је имао у виду да ће кретање инфлације и у наредном периоду у великој мери бити опредељено постепеним растом домаће тражње.

За разлику од повољних домаћих макроекономских услова, фактори из међународног окружења упућивали су на опрезност у вођењу монетарне политике. Висока стопа раста БДП-а Србије остварена је, пре свега, захваљујући домаћим факторима, ако се има у виду да је раст екстерне тражње био успорен и да су изгледи за глобални привредни раст били слабији од очекиваних, у великој мери због растућег протекционизма у међународној трговини и заоштравања геополитичких тензија. Све релевантне институције смањиле су своје пројекције глобалног раста, тако да се очекивало да ће он у 2018. бити на нивоу раста из 2017. године (3,7%). Коригован је наниже и привредни раст зоне евра, нашег најважнијег економског партнера, с тим да би и даље требало да се њена привредна активност креће изнад потенцијалне. Поред пада производње у аутомобилској индустрији зоне евра, неповољан ефекат потекао је и од споријег раста у услужним секторима, потрошњи и инвестицијама. С друге стране, раст земаља централне и југоисточне Европе, које су такође наши важни трговински партнери, био је бржи него што се очекивало, упркос паду нето извоза услед успоравања екстерне тражње. У великом броју земаља порасле су инвестиције, као резултат већег повлачења средстава из фондова ЕУ.

Извршни одбор је истицао да би раст протекционизма у међународној трговини и геополитичке тензије могли негативно утицати не само на глобални привредни раст већ и на финансијска и робна

тржишта, због чега је неопходна опрезност у доношењу одлука о монетарној политици. Ширење протекционизма и заоштравање трговинских тензија могло би да се одрази на мању спремност инвеститора за улагања, а тиме и на глобалне токове капитала према земљама у успону.

Одлучујући о монетарној политици, Извршни одбор је узео у обзир неизвесност у погледу динамике нормализације монетарних политика водећих централних банака, кретања односа долара и евра и токова капитала према земљама у успону. ФЕД је и током 2018. године наставио с нормализацијом монетарне политике и повећао распон референтне каматне стопе за 100 б.п., на 2,25–2,50%. С друге стране, ЕЦБ је водила експанзивну монетарну политику – задржала је 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, мада у смањеном износу, да би их на крају године окончала. Ради одржавања повољних услова ликвидности, ЕЦБ је истицала да ће наставити да реинвестира главнице доспелих ХоВ у дужем временском периоду и након што започне повећање каматних стопа. Притом, ЕЦБ је средином године најавила и до краја године задржала став да висину референтне каматне стопе неће мењати најмање до краја лета 2019, док су очекивања тржишта била да се то неће десити ни у остатку године.

Опрезност монетарне политике налагала је и изразита волатилност светске цене нафте, која је расла у највећем делу године. Прелазећи 80 долара по барелу, она је у Т3 у просеку била виша за 46% него у истом периоду 2017. године. Раст цене нафте на светском тржишту био је главни разлог нешто више инфлације у међународном окружењу. Ипак, цена нафте на светском тржишту од октобра оштро је смањена, тако да је на крају 2018. била за преко 20% нижа него на крају 2017. године. Волатилно кретање светске цене нафте одредили су пре свега променљиви изгледи за глобални раст, варијације у понуди због геополитичких тензија, као и договори о производњи између земаља *OPEC*-а и Русије. Неизвесно је било и кретање цена осталих примарних производа на светском тржишту, пре свега цена примарних пољопривредних производа, чије се кретање прелива на цене домаћих пољопривредних производа.

Ипак, Извршни одбор је проценио да је отпорност наше привреде на евентуалне негативне утицаје из

међународног окружења повећана захваљујући јачању домаћих макроекономских показатеља и повољнијим изгледима за наредни период. Потврда за то је и чињеница да су снажан привредни раст и резултати Народне банке Србије у погледу очувања ценовне и финансијске стабилности били главни разлози због којих је рејтинг агенција *Standard and Poor's* крајем прошле године поправила изгледе за повећање кредитног рејтинга Србије за дугорочно задуживање у домаћој и иностраној валути са „стабилних” на „позитивне”.

Имајући у виду да кључни ризици у вођењу монетарне политике долазе из међународног окружења, Извршни одбор ће наставити пажљиво да прати и анализира кретања на међународном финансијском и робном тржишту, као и да оцењује њихов утицај на економска кретања у Србији. Монетарна политика ће и у наредном периоду бити предвидива и доследна у остваривању ниске и стабилне инфлације у средњем року, што ће, уз очување финансијске стабилности, доприносити одрживом привредном расту и јачању отпорности на екстерне неизвесности.

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 2018. 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 2018. години емитована је једна серија благајничких записа у укупној номиналној вредности од 500,0 млрд динара. Емисија једне серије благајничких

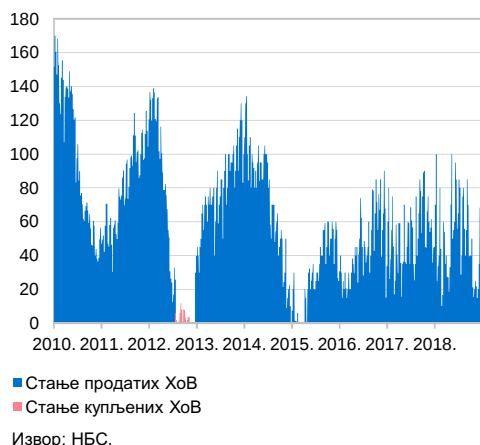
Графикон II.2.1. Референтна каматна стопа и коридор каматних стопа (дневни подаци, на годишњем нивоу, у %)



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

Током 2018. године организоване су 52 аукције репо продаје ХоВ. Аукције су организоване једном недељно по моделу варијабилне вишеструке каматне стопе. Укупна продаја ХоВ износила је 2.488,4 млрд динара. Остварени обим продаје био је нешто мањи него у 2017. години (2.701,7 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 2018. године износило је 47,8 млрд динара, што је за 3,9 млрд динара мање него у 2017. години. Посматрано у односу на крај 2017. године, стање тих ХоВ смањено је за 28,6 млрд динара и крајем децембра је износило 16,5 млрд динара.

Депозитне и кредитне олакшице

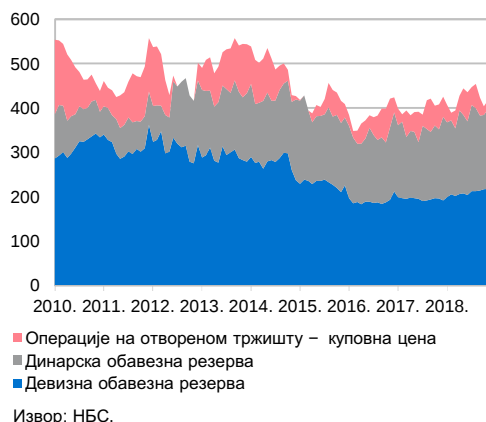
Банке су у 2018. години наставиле да преко ноћи депонују средства код Народне банке Србије. Просечно дневно стање депонованих средстава банака код Народне банке Србије у 2018. години износило је 14,6 млрд динара, што је за 0,1 млрд динара мање него 2017. године. Максимално просечно месечно стање депонованих средстава забележено је у марту (18,5 млрд динара), а минимално у октобру (8,5 млрд динара).

У 2018. години банке су користиле кредитне олакшице као дневни кредит (седам банака). Дневни кредит је коришћен у укупном износу од 23,4 млрд динара, с тим да је највећи износ искоришћен у јануару (8,5 млрд динара) и децембру (7,7 млрд динара). Преконоћни кредити нису коришћени.

Обавезна резерва

Народна банка Србије је у октобру 2018. године донела нову Одлуку о обавезној резерви банака код Народне банке Србије.

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



Новом одлуком, у којој су задржане основне карактеристике до тада важећег модела обавезне резерве, обезбеђена је усклађеност с прописима којима се уводи Систем за инстант плаћања. У том смислу, одлуком је прописано да банке динарску обавезну резерву издвајају у динарима на текући односно *RTGS-IPS*⁵ рачун, а да дневно стање издвојене динарске обавезне резерве чини збир дневних стања динарских средстава на оба рачуна.

Поред тога, у одредбама одлуке које се односе на обавезе на које банка не обрачунава обавезну резерву, као што су средства примљена од међународних финансијских организација, влада и финансијских институција чији су оснивачи стране државе, додатно су прецизирани услови за њихово изузимање из основице за обрачун обавезне резерве. С тим у вези, као услов је утврђена обавеза да каматне марже на кредите из ових извора морају бити ниже од просечних каматних маржи на кредите које банка одобрава из осталих извора средстава.

Одредбе одлуке које се односе на обухватност основице за обрачун обавезне резерве, начин обрачуна, диференциране стопе обавезне резерве које имају за циљ да стимулишу динарске изворе средстава, обрачунски период и просечно издвајање обавезне резерве, као и обрачун и плаћање камате на издвојену динарску обавезну резерву остале су непромењене.

Обрачуната обавезна резерва која се издваја у динарима крајем 2018. године износила је 171,2 млрд динара, што је за 15,5 млрд динара више него крајем 2017. године. Од тог износа, 10,8 млрд динара односило се на повећање девизне обавезне резерве која се издваја у динарима, а 4,7 млрд динара на раст чисто динарске обавезне резерве.

У истом периоду обрачуната обавезна резерва која се издваја у девизама повећана је за 174,9 млн евра и износи 1,9 млрд евра. Током 2018. девизна основица повећана је за 1,5 млрд евра, највише по основу раста иностраних обавеза (0,8 млрд евра) и девизне штедње (0,6 млрд евра). У рочној структури девизне основице, обавезе банака с рочношћу крајем од две године повећане су у двоструко већем износу од обавеза дужих рочности (1,0 млрд евра, наспрам 0,5 млрд евра).

Операције на девизном тржишту

У складу с Програмом монетарне политике за 2018. годину, Народна банка Србије је наставила да спроводи режим руковођено пливајућег девизног курса, уз могућност спровођења интервенција на девизном тржишту ради смањења прекомерних краткорочних осцилација девизног курса, очувања ценовне и финансијске стабилности и одржавања адекватног нивоа девизних резерви.

У 2018. години, динар је према еврџу номинално ојачао за 0,2%. Јачање динара у 2018. представља наставак тенденције апрецијације која је присутна од априла 2017. године, а резултат је побољшања макроекономских показатеља земље. Добре макроекономске перформансе и позитивне перспективе домаће економије довеле су до повећаног прилива девиза по различитим основама, пре свега СДИ, чији је нето прилив био више него довољан да покрије дефицит текућег рачуна. Такође, висок прилив девиза остварен је и по основу повећаног интересовања страних портфолио инвеститора за улагање у дугорочне динарске, пре свега десетогодишње бенчмарк ХоВ (у П1), као и по основу дознака и повећаног нето откупа ефективног страног новца, нарочито у периоду празника и током туристичке сезоне. На апрецијацијске притиске утицала је и повећана кредитна активност банака (повећање нето индексиране активе банака).⁶

Народна банка Србије је у 2018. години интервенисала на МДТ-у нето куповином 1.580,0 млн евра (куповина 1.835,0 млн евра и продаја 255,0 млн евра). Девизне интервенције су реализоване искључиво по тржишним условима, прихватањем курсева које су нудиле банке (улога *price taker*-а).

Док су јануар карактерисали депрецијацијски притисци, условљени пре свега дејством привремених – сезонских фактора (појачане тражње за девизама домаћих предузећа увозника енергената), од фебруара до краја године углавном су били присутни апрецијацијски притисци. Понуда девиза је од фебруара закључно са августом знатно надмашивала тражњу. Од септембра понуда и тражња девиза биле су готово уравнотежене, што је утицало на слабење апрецијацијских притисака и повремену појаву блажих депрецијацијских притисака.

⁵ *Real Time Gross Settlement – Instant Payment System.*

⁶ У настојању да уравнотеже своју девизну позицију и тако смање изложеност девизном ризику, банке продају девизе, што за резултат има јачање динара.

Посматрано по тромесечјима, динар је у Т1 номинално ојачао према еврџ за 0,1%. Народна банка Србије је у јануару интервенисала продајом 180,0 млн евра, а у фебруару и марту куповином 580,0 млн евра. Динар је наставио да јача у Т2 (за 0,3%), а Народна банка Србије је на МДТ-у искључиво куповала девизе (790,0 млн евра).

Током Т3 динар је номинално ослабио према еврџ за 0,3%, док је Народна банка Србије нето купила 405,0 млн евра (купила 420,0 млн евра и продала 15,0 млн евра). У Т4 динар је номинално ојачао према еврџ за 0,2%, а Народна банка Србије је нето продала 15,0 млн евра (купила 45,0 млн евра и продала 60,0 млн евра).

Девизне своп аукције Народне банке Србије

Народна банка Србије је у 2018. години наставила да организује редовне тромесечне и двонедељне аукције своп продаје и куповине девиза за динаре, ради подстицања развоја међубанкарске своп трговине и омогућавања банкама да ефикасније управљају својом ликвидношћу. У 2018. години организовано је 100 двонедељних своп аукција, на којима је Народна банка Србије укупно своп купила и своп продала по 134,0 млн евра, и 100 тромесечних своп аукција, на којима је Народна банка Србије укупно своп купила и своп продала по 190,0 млн евра. Највећи обим реализације у 2018. години забележен је у октобру, када је Народна банка Србије своп продала и своп купила по 69,0 млн евра. На крају 2018. године стање девизних потраживања и девизних обавеза Народне банке Србије по основу тромесечних своп аукција износило је по 55,0 млн евра, док је стање девизних потраживања и девизних обавеза према банкама по основу двонедељних своп аукција на крају 2018. године износило по 39,0 млн евра.

Остале каматне стопе

У марту 2018. године каматна стопа по којој Народна банка Србије обрачунава и плаћа камату на износ оствареног просечног дневног стања издвојене динарске обавезне резерве смањена је са 1,75% на 1,50%, да би у априлу ова стопа поново била смањена и утврђена на нивоу 1,25%.

Осим тога, у априлу 2018. године смањен је и коридор каматних стопа Народне банке Србије у односу на референтну каматну стопу са $\pm 1,50$ п.п. на $\pm 1,25$ п.п.

3. Остварење циљане инфлације у 2018. години

Инфлација се у току 2018. године кретала на нижем нивоу него у 2017. години. Са изузетком два месеца (март и април), када се привремено нашла испод доње границе дозвољеног одступања од циља, у остатку године се кретала у границама циља ($3 \pm 1,5\%$). У децембру је, као и на нивоу просека године, износила 2%. Највећи допринос инфлацији у 2018. потекао је од цена хране (0,8 п.п.), првенствено поврћа, а затим од цигарета (0,4 п.п.) и нафтних деривата (0,3 п.п.), док је допринос цена осталих производа и услуга, заједно посматрано, износио 0,5 п.п. То показује да су инфлаторни притисци са стране тражње и током 2018. били ниски, упркос снажном привредном расту и повољним кретањима на тржишту рада.

Посматрано по месецима, мг. инфлација је почетком године успорена до нивоа од 1,1% у априлу, пре свега као последица високе базе код цена поврћа и нафтних деривата. Од маја, управо због супротне динамике код ове две групе цена, потрошачке цене су умерено расле до нивоа од 2,6% мг. у августу. Потом је уследило успоравање мг. инфлације на 2% у децембру, што је резултат смањења доприноса цена индустријских непрехрамбених производа, као и деривата нафте услед знатног пада светске цене нафте крајем године.

Посматрано по компонентама инфлације, **цене хране** су, укупно посматрано, у 2018. порасле за 2,7%, што се у највећој мери дугује поскупљењу **непрерађене хране** (6,4%), и то поврћа (за 23,1%). **Цене прерађене хране** у децембру биле су више за 0,8% мг., тако да је њихов допринос укупној инфлацији у 2018. остао низак (0,2 п.п.), пре свега захваљујући и даље ниским

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

	2017.	2018.	Разлика
Потрошачке цене (ИПЦ)	3,00	2,00	-1,0
Непрерађена храна	0,91	0,68	-0,2
Воће и поврће	0,85	0,65	-0,2
Свеже месо	0,00	0,06	0,1
Прерађена храна	0,40	0,16	-0,2
Индустријски производи без хране и енергије	0,59	0,25	-0,3
Енергија	0,60	0,35	-0,3
Нафтни деривати	0,28	0,30	0,0
Услуге	0,51	0,59	0,1

Извор: РЗС и прерачун НБС.

ценама примарних пољопривредних производа на светском тржишту. Највећи позитиван допринос потекао је од безалкохолних пића, хлеба и других пекарских производа, као и од прерађевина од меса.

Цене индустријских производа без хране и енергије у децембру биле су више за 0,9% м.г., а њихов допринос инфлацији износио је 0,3 п.п. Раст цена ове групе доминантно је одредило поскупљење цигарета у фебруару и јулу од укупно 8,2% (допринос инфлацији 0,4 п.п.). Јачање динара у већем делу године допринело је нижим ценама увозних производа изражених у динарима. Највећи негативан допринос потекао је од цена одеће и обуће.

Цене услуга су на нивоу године порасле за 2,4% (допринос инфлацији 0,6 п.п.), чему је највише допринело поскупљење туристичких пакет-аранжмана (за око 12%) и транспортних услуга (5,1%), по основу виших цена техничког прегледа возила и међумесног саобраћаја.

Цене енергије су повећане у 2018. за 2,2% (допринос укупној инфлацији од 0,3 п.п. у децембру). У оквиру ове категорије, највећи позитиван допринос потекао

Табела II.3.2. Раст и доприноси компоненти расту потрошачких цена у 2018.

	Стопе раста (у %)	Доприноси (у п.п.)
Потрошачке цене (ИПЦ)	2,00	2,00
Непрерађена храна	6,40	0,68
Прерађена храна	0,80	0,16
Индустријски производи без хране и енергије	0,90	0,25
Енергија	2,20	0,35
Услуге	2,40	0,59
Показатељи базне инфлације		
ИПЦ без енергије	2,00	1,67
ИПЦ без енергије и непрерађене хране	1,30	0,99
ИПЦ без енергије, хране, алкохола и цигарета	1,00	0,47
Регулисане цене	2,40	0,45

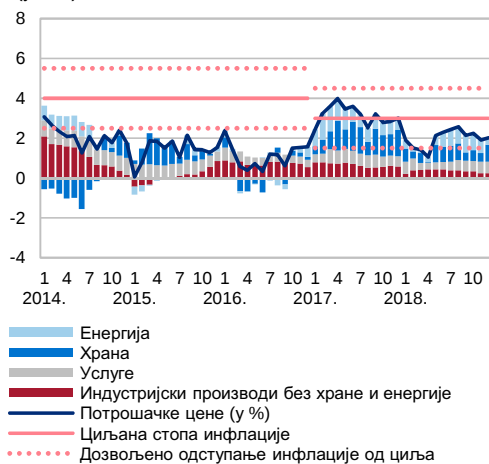
Извор: РЗС и прерачун НБС.

је од нафтних деривата услед раста светске цене нафте, која је у просеку у 2018. била виша за 30,9% него у 2017. години. Електрична енергија није поскупела током 2018, а у поређењу с 2017. нижи је био допринос и цена чврстих горива. Када је реч о нафтним дериватима, највећи допринос м.г. инфлацији забележен је у октобру (0,7 п.п.), након чега је, са знатним падом светске цене нафте, смањен и њихов допринос м.г. инфлацији у децембру на 0,3 п.п.

Регулисане цене, тј. цене на које директно или индиректно утиче држава, порасле су у 2018. за 2,4% (допринос укупној инфлацији од 0,4 п.п.). Раст ове групе цена био је готово у потпуности опредељен поскупљењем цигарета.

Базна инфлација,⁷ као део ИПЦ-а на који монетарна политика највише утиче, током 2018. остала је ниска и стабилна и у децембру је износила 1% м.г., што је и њен просек за целу годину. Такво кретање базне инфлације указује на то да су ниски инфлаторни притисци трајнијег карактера и да су у највећој мери резултат релативне стабилности курса динара, ниских и усидрених инфлационих очекивања, као и ниске инфлације у међународном окружењу. Посматрано по групама производа и услуга, једини већи позитиван допринос базној инфлацији током 2018. дале су цене туристичких пакет-аранжмана (0,1 п.п.).

Графикон II.3.1. Допринос м.г. стопи раста потрошачких цена (у п.п.)



⁷ 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

Економска активност и инфлација

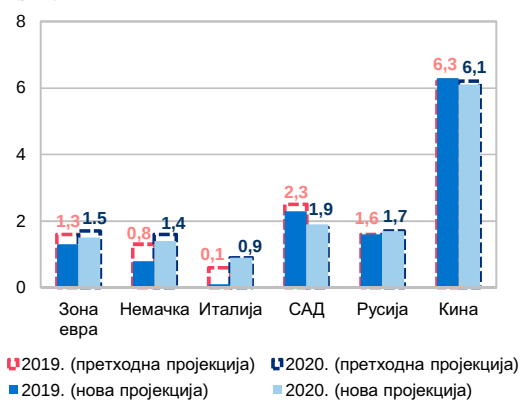
Након стабилног темпа раста у П1, **светска привреда** је у П2 успорила раст, који је на нивоу 2018. износио 3,6% (наспрам 3,8% у 2017). На успоравање глобалног раста утицале су слабије перформансе појединих развијених земаља, пре свега у Европи и Азији, као и успоравање индустријске и трговинске активности, што се неповољно одразило на услове финансирања. Узимајући наведено у обзир, ММФ је пројекције раста за 2019. и 2020. годину ревидирао благо наниже. Оцењено је да су ризици пројекције асиметрични наниже, а међу њима се издвајају и даље присутне протекционистичке мере и геополитичке тензије, поопштравање финансијских услова, слабији раст Кине, неизвесност преговора око Брегзита, као и могућ заокрет у токовима капитала према земљама у успону.

Раст БДП-а зоне евра био је успорен са 2,4% у 2017. на 1,8% у 2018. и доминантно је био вођен потрошњом и инвестицијама у основна средства. Успоравање раста зоне евра првенствено је била последица слабљења екстерне тражње, али и фактора специфичних за поједине економије и секторе. Ипак, оцењивало се да ће негативни ефекти тих фактора бити исцрпљени у средњем року, као и да ће макроекономски фундаменти и даље подржавати раст зоне евра. Због тога ЕЦБ очекује да ће раст зоне евра, који се процењује на 1,1% у 2019, бити убрзан на 1,6% у 2020. години. ММФ је у априлу кориговао наниже раст зоне евра – за 0,3 п.п., на 1,3% у 2019, тј. за 0,2 п.п., на 1,5% у 2020. години.

Стопа незапослености у зони евра у Т4 2018. смањена је на 7,9%, што је њен најнижи ниво од октобра 2008. У средњем року очекује се да ће раст зоне евра и даље бити подржан повољним кретањима на тржишту рада, првенствено у виду повећања запослености и зарада.

Кад је реч о појединачно најважнијим трговинским партнерима Србије унутар зоне евра, привреда **Немачке** је у 2018. успорила раст на 1,4% (са 2,2% у 2017), пре свега услед слабијих извозних перформанси. Поред тога, привредни раст **Италије** знатно је успорио, на 0,9% у 2018. (са 1,7% у 2017), с обзиром на то да је италијанска привреда у П2 „технички” ушла у рецесију. Због тога је ММФ ревидирао наниже прогнозе раста привреда Немачке и Италије у 2019, на 0,8% и 0,1%, респективно, док за

Графикон III.1.1. Ревизија прогноза реалног раста БДП-а за 2019. и 2020. ММФ-а (у %)



2020. очекује раст привреда ових земаља од 1,4% и 0,9%, респективно.

Инфлација у зони евра наставила је да расте, са 1,5% м. у просеку у 2017. на 1,8% м. у просеку у 2018. години, али се и даље налазила испод циља од „испод, али близу 2%”. Кретање инфлације током 2018. године – раст током Т2 и Т3 и њено успоравање у Т4 били су, пре свега, последица кретања цене енергената и, мањим делом, цена хране. Иако су трошковни притисци јачали у условима високе искоришћености привредних капацитета и повољних кретања на тржишту рада зоне евра – раста запослености и зарада, они се нису пренели на потрошачке цене, па је базна инфлација остала на истом нивоу као и у 2017. и у просеку у 2018. износила је 1%. Када је реч о главним спољнотрговинским партнерима Србије, просечна м. инфлација у Немачкој је порасла за 0,2 п.п. у 2018, на 1,9%, док је у Италији била нижа за 0,1 п.п. него 2017. и износила је 1,2%, мерено хармонизованим индексом потрошачких цена. С падом цене нафте на светском тржишту и очекиваним успоравањем глобалне економске активности, смањена су и очекивања у погледу кретања инфлације у зони евра у наредном периоду.

Привреда САД је у 2018. порасла за 2,9%, чиме је премашила раст од 2,2% у 2017. Највећи допринос оствареном расту потекао је од личне потрошње и инвестиција у основна средства, док је под утицајем протекционистичких мера извоз робе успорио (уз пад у Т3) и тиме условио негативан допринос нето извоза

на нивоу године. За 2019. ФЕД прогнозира привредни раст изнад потенцијалног, док у средњем року очекује да БДП прати путању тренда.

Тржиште рада САД већ дуже време карактеришу позитивна кретања, што потврђује просечна стопа запослености, која је у 2018. достигла највиши ниво у последњих десет година (60,4%). Уз то, просечна стопа незапослености од 3,9% у 2018. најнижа је у последњих готово пола века. ФЕД оцењује да ће се у средњем року наставити повољна кретања на тржишту рада, пре свега у погледу даљег раста броја запослених и смањења стопе незапослености.

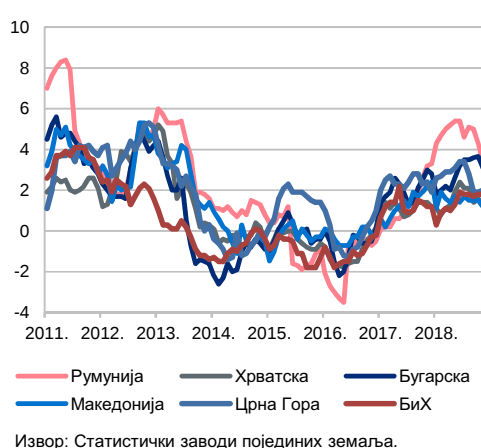
Мерено индексом издатака за личну потрошњу, и укупна и базна **инфлација у САД** у 2018. биле су близу 2%, колико износи инфлациони циљ ФЕД-а. Укупна инфлација је порасла са 1,8% у 2017. на 2,0% у 2018, а инфлација по искључењу цена хране и енергије са 1,6% на 1,9%. Домаћи трошковни притисци су јачали у условима повољних кретања на тржишту рада и снажног раста економске активности. Ипак, пад цене енергената условио је успоравање м. инфлације крајем 2018, као и нешто нижу очекивану инфлацију за 2019. (1,8%). Мерено ИПЦ-ом, просечна м. стопа инфлације у 2018. порасла је за 0,3 п.п., на 2,4%.

Када су у питању **земље средње и источне Европе**, тј. европске земље у успону и развоју,⁸ ММФ наводи да је овај регион у 2018. остварио раст од 3,6%. Успоравање раста у односу на 2017. доминантно је

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



Графикон III.1.3. Кретање индекса потрошачких цена по земљама (м. стопе, у %)



⁸ Албанија, БиХ, Бугарска, Хрватска, Мађарска, Црна Гора, Северна Македонија, Пољска, Румунија, Србија и Турска.

било опредељено слабљењем економске активности у Турској. ММФ процењује да ће раст овог региона даље успорити на 0,8% у 2019, што је такође у највећој мери последица очекиваног смањења економске активности у Турској. Након тога, ММФ пројектује вишу стопу раста региона од 2,8% у 2020. години, а у средњем року очекује да ће она бити изнад 3%. За Србију, ММФ очекује да ће стопе раста БДП-а бити знатно изнад просека региона – 3,5% у овој и 4,0% у наредној години.

Вођен потрошњом и извозом, БДП **Русије** је у 2018. години убрзао раст на 2,3% (са 1,6% у 2017), што је највиши раст у протеклих шест година. Иако је остварени раст премашео пројекције централне банке Русије, то се ипак приписује деловању привремених фактора, пре свега повећању извоза у секторима рударства и прерађивачке индустрије, као и расту кредитне активности која је подстакла привредну активност. Узимајући у обзир утицај низа фактора у домаћем окружењу и светској економији, релевантне међународне организације прогнозирају раст руске привреде у распону 1,5–1,8% за 2019. и 2020. годину.

Према прелиминарним подацима, привредни раст **Кине** у 2018. успорио је на 6,6% (са 6,8% у 2017). На успоравање кинеске привреде највише су утицали строжа регулатива у финансијском сектору и трговински спор са САД, који се негативно одражава на производни сектор и извозне поруџбине. Као одговор на спорији раст, влада је стимулисала јавне инвестиције, док су монетарне власти ублажавањем регулаторних захтева обезбедиле додатну ликвидност у банкарском сектору. Имајући у виду факторе успоравања привредног раста, с једне стране, и стимулативне мере кинеских власти, с друге стране, ММФ је у јануару задржао прогнозе раста Кине за 2019. и 2020. годину.

Мерено хармонизованим индексом потрошачких цена, у региону **централне Европе** инфлација је у 2018. била нижа него 2017. године у Чешкој и Пољској, а виша у Мађарској, Словенији и Словачкој и кретала се од 1,2% у Пољској до 2,9% у Мађарској. У већини земаља **југоисточне Европе** просечна мг. инфлација у 2018. достигла је вишегодишње максимуме и кретала се од 1,4% у БиХ до 4,6% у Румунији, што је њен највиши ниво у претходних седам година. Инфлација у Турској достигла је највиши ниво у претходних 15 година (16,3% мг. у просеку у 2018), пре свега као последица слабљења

лире. Ипак, након 25,2% мг. у октобру, она је, подржана мерама монетарне политике, почела да успорава и крајем године је износила 20,3% мг. Просечна мг. инфлација у **Русији** у 2018. била је за 0,8 п.п. нижа него у 2017. и износила је 2,9%. Ипак, од средине године она је поново расла услед депрецијације рубље и најављеног повећања ПДВ-а, па је у децембру достигла 4,3% мг., што је изнад инфлационог циља од 4%.

Монетарна политика

ЕЦБ је и током 2018. задржала каматне стопе на рекордно ниским нивоима (референтну на 0%, а стопе на депозитне и кредитне олакшице на –0,4% и 0,25%, респективно). У јуну 2018. дата је прва назнака нормализације монетарне политике, када је саопштено да ће програм куповине активе бити смањен од октобра, са 30 млрд евра на 15 млрд евра месечно до краја године, када је он и окончан, након скоро четири године спровођења. Ипак, ЕЦБ је оценила да је и даље потребан знатан монетарни подстицај реинвестирањем доспелих хартија и задржавањем референтне каматне стопе, како би се подржао одрживи повратак инфлације ка циљу у средњем року, с обзиром на успоравање привредног раста зоне евра. У децембарском саопштењу ЕЦБ-а дата је и прецизнија смерница у погледу реинвестирања главнице ХоВ купљених током програма квантитативног попуштања, везивањем периода реинвестирања с повећањем референтне стопе – наводи се да ће оно бити настављено и у дужем временском периоду након што ЕЦБ почне да подиже каматне стопе. У саопштењу, након састанака у марту и априлу 2019, ЕЦБ је објавила да ће каматне стопе остати на рекордно ниским нивоима најмање до краја 2019. године.

Повољна кретања на тржишту рада и снажан раст економске активности допринели су јачању инфлационих притисака у САД, па је **ФЕД** наставио с нормализацијом монетарне политике. Распон референтне стопе у 2018. подигнут је четири пута, за укупно 100 б.п., на 2,25–2,50% крајем године. Такође, у складу с раније објављеним планом, ФЕД је током године смањивао свој биланс стања, повећавајући на свака три месеца износ доспелих хартија који се не реинвестира за 10 млрд долара, а који је крајем године достигао 50 млрд долара месечно. Међутим, крајем године појавили су се сигнали да би даља нормализација монетарне политике могла да буде спорија него што је претходно најављено.

Трошковни притисци у земљама средње и југоисточне Европе углавном су јачали током 2018, вођени ниском незапослености и растом зарада, што је вршило притисак на пооштравање монетарне политике њихових централних банака, који је ублажен крајем године с падом светске цене нафте. Чешка централна банка је у 2018. пет пута подигла референтну каматну стопу, за укупно 125 б.п., на 1,75%, у условима најниже стопе незапослености међу чланицама ЕУ и раста зарада, који су допринели расту потрошње, као и већег слабљења круне него што се претходно очекивало. Централна банка Румуније повећала је референтну каматну стопу три пута у П1 2018, на 2,5%, након чега је није мењала до краја године, у условима успоравања привредног раста и стабилизације инфлације, која се у новембру вратила у циљане оквири. Централна банка Мађарске наставила је да ублажава монетарну политику сетом неконвенционалних мера, уз задржавање референтне стопе на 0,9%. Такође, ради поједностављивања инструмената монетарне политике, постепено су смањиване тромесечне депозитне олакшице и до краја године су сведене на нулу, а стопа на обавезну резерву постала је нова референтна стопа. Такође, Монетарни одбор је истакао спремност за постепену и опрезну нормализацију монетарне политике, без прецизирања временског оквира за њен почетак. Централна банка Пољске ни током 2018. није мењала референтну стопу, која од марта 2015. године износи 1,5%.

Услед даљег јачања инфлаторних притисака, централна банка **Турске** је током априла и маја 2018. повећала стопу на касне кредитне олакшице (која се дефакто сматрала референтном каматном стопом) за укупно 375 б.п., на 16,5%. Након што је изједначена с каматном стопом на касне кредитне олакшице, једнонедељна репо стопа, која се претходно налазила на нивоу од 8%, од јуна поново постаје референтна каматна стопа. У условима знатног раста инфлације, она је у јуну повећана за још 125 б.п., на 17,75%, и у септембру за додатних 625 б.п., на 24,0%, што је премашило очекивања аналитичара.

Централна банка **Русије** је наставила да ублажава монетарну политику током Т1 2018, када је референтна каматна стопа снижена за укупно 50 б.п., на 7,25%. Међутим, раст инфлације и инфлационих очекивања у наредном периоду условили су одлуку централне банке да у септембру, први пут од 2014, повећа каматну стопу за 25 б.п., на 7,5%, и још једном у децембру, на 7,75%.

Финансијска и робна тржишта

Иако су глобални финансијски услови остали повољни, у 2018. они су благо пооштрени, пре свега услед пооштравања монетарне политике ФЕД-а. Раст волатилности на **међународном финансијском тржишту** последица је забринутости око растућег протекционизма, изгледа за глобални раст и одрживости раста прихода америчких компанија, пре свега оних из технолошког сектора и сектора трговине, као и повећане неизвесности у погледу динамике нормализације монетарне политике ФЕД-а. Геополитичке тензије и поменути раст трговинских тензија допринели су и већој волатилности валута земаља у успону.

Бољи изгледи за привредни раст САД у односу на зону евра и раст очекивања да ће нормализација монетарне политике ФЕД-а бити бржа него што се првобитно претпостављало за последицу су имали раст разлике између **приноса на десетогодишње државне америчке и немачке ХоВ** на вишедеценијски максимум током Т2 (2,6 п.п.), где се она приближно задржала и током Т3 2018. Пад вредности берзанских индекса у САД и повећана аверзија инвеститора према ризику током Т4 одразили су се на смањење приноса на америчке државне ХоВ, који су до краја године пали на најнижи ниво од јануара 2018. (2,7%), али су и даље били виши него на крају 2017. Приноси на упоредиве немачке обвезнице смањени су на 0,2% крајем 2018, што је и испод нивоа крајем 2017, услед

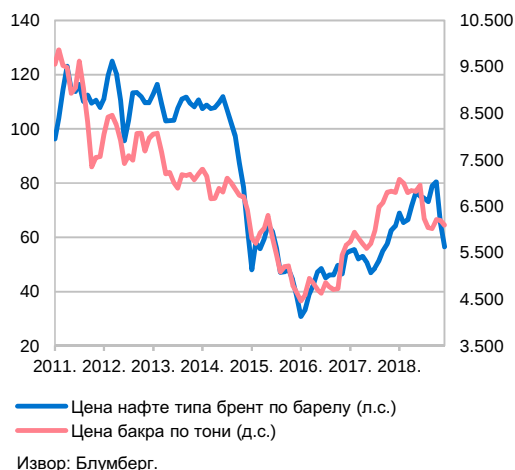
Графикон III.1.4. Кретање курсева одређених националних валута према долару* (дневни подаци, 31. 12. 2013 = 100)



Извор: База података ММФ-а.

* Раст представља апрецијацију.

Графикон III.1.5. Кретање цена нафте и бакра (просечне месечне цене, у USD)



забринутости инвеститора у вези с будућим привредним растом зоне евра, веће волатилности на тржиштима акција и тензија између Италије и ЕУ у вези с буџетом.

Слабљење евра према долару (4,5% у 2018) последица је слабијег привредног раста зоне евра, као и тензија у вези с Брегзитом, италијанским буџетом и политичком неизвесношћу у Француској. Погоршање изгледа глобалног раста крајем године повећало је аверзију инвеститора према ризику и додатно допринело јачању долара, који се сматра сигурном валутом.

Светска цена нафте типа брент у просеку је у 2018. износила 71 долар по барелу, што је за 31% више од просечне цене у 2017. Током П1 2018, цена нафте је расла услед спровођења споразума о ограничавању производње земаља *OPEC*-а и других водећих извозника, смањења производње нафте у Венецуели, као и одлуке САД да се повуку из нуклеарног споразума са Ираном и најаве поновног увођења санкција. Иако је крајем јуна постигнут договор земаља *OPEC*-а и Русије о повећању понуде за 1 млн барела дневно, производња је наставила да се смањује у Венецуели и Анголи, па је цена нафте наставила да расте и током Т3. На почетку Т4, цена нафте је достигла четворогодишњи максимум (86,1

Графикон III.1.6. Индекс светских цена хране (реално, 2002–2004 = 100)



долар по барелу), услед забринутости тржишта око увођења санкција Ирану. Међутим, знатан раст понуде у САД, Русији и Саудијској Арабији, као и слабији изгледи за глобални раст и потенцијално смањење тражње за нафтом по том основу, смањили су цену нафте на 53 долара по барелу крајем 2018, што је испод нивоа забележеног крајем 2017. (67 долара по барелу).

Према индексу цена примарних производа Светске банке, **цене метала и минерала** су крајем 2018. биле ниже за 9,6% него на крају 2017. услед слабије глобалне тражње.

Светске цене хране су, мерено ФАО индексом, крајем 2018. биле ниже за 8,8% него на крају 2017. Највише су смањене цене уља (26,1%), које су крајем 2018. достигле најнижи ниво у претходних више од десет година, услед слабе глобалне тражње и високих залиха у земљама које су главни произвођачи. Смањена је и цена шећера (16,0%), која је током Т3 достигла најнижи ниво од краја 2007, а ниже су биле и цене млечних производа (12,0%) и меса (8,6%). Међу прехранбеним производима који улазе у ФАО индекс, једино је цена житарица порасла у односу на крај 2017. (5,1%), услед очекивано слабијих приноса пшенице у Аргентини и смањења њених залиха у Русији, као и услед високе тражње за кукурузом.

2. Међународне трансакције

Платнобилансна кретања и девизне резерве

Текући дефицит платног биланса је у 2018. износио 2,2 млрд евра, чиме је, у складу с пројекцијом Народне банке Србије, његово учешће у БДП-у (5,2%) задржано на нивоу из 2017. Пројекција је остварена упркос расту светске цене нафте и повећању увоза опреме и сировина за потребе инвестиција и индустрије, које су утицале на повећање дефицита робне размене. Виши робни дефицит је у великој мери компензован вишим суфицитом у размени услуга и секундарног дохотка, као и мањим дефицитом примарног дохотка. Истовремено, прилив на финансијском рачуну, који су највећим делом чиниле СДИ, био је више него довољан за покриће дефицита текућег рачуна. Таква кретања имала су за резултат повећање девизних

резерви, наглашавајући повећану отпорност наше привреде на екстерне потресе.

Извоз робе повећан је у 2018. за 8,3%, на 15,2 млрд евра, а као и раније, тај раст је био подстакнут растом извоза прерађивачке индустрије (9,1%). Због слабљења екстерне тражње, пре свега из зоне евра, која је наш највећи спољнотрговински партнер, раст извоза прерађивачке индустрије у 2018. био је нешто спорији него у претходним годинама, али је и даље динамичан и широко производно распрострањен (раст је остварен у 21 грани од 23 гране). Поред тога, на значају све више добија и извоз на друга тржишта, што умањује ефекте успоравања зоне евра на наш извоз. Извоз пољопривредних производа био је сличан као у 2017. (нижи за 0,6%). Након слабијих перформанси током П1 2018. под утицајем ниских извозних залиха због суше у 2017, с доласком нове сезоне, од средине 2018. извоз бележи повољнија кретања. Расту у П2 2018. допринео је, пре свега, повећан извоз житарица, који би вероватно био и виши да га није отежавао низак водостај Дунава. Истовремено, **увоз робе** повећан је за 13,4%, на 20,5 млрд евра, што се дугује првенствено повећаним потребама индустрије за опремом и средствима за репродукцију, које прате текући инвестициони циклус. По групама производа (СМТК), највећи раст увоза бележи се код енергената, сировина,⁹ индустријских и погонских машина, електричних и телекомуникационих апарата, хемијских производа и разних готових производа. Притом, око 89% раста вредности увоза нафте, нафтних деривата и гаса (449 млн евра) последица је раста њихове цене на светском тржишту, док је остатак резултат веће увезене количине због већих потреба привреде.

Суфицит у **размени услуга** са иностранством додатно је повећан у 2018, за 13,0%, на 1,1 млрд евра, чиме је наставио да делује у смеру смањења дефицита текућег рачуна. Повећању суфицита највише су допринеле информационо-комуникацијске и пословне услуге, чији се нето извоз повећава из године у годину.

Дефицит на **рачуну примарног дохотка** смањен је за 12,9% мг. и у 2018. износио је 2,2 млрд евра. То је резултат, пре свега, мањих расхода по основу СДИ, пошто су исплате дивиденди биле мање, док је износ реинвестиране добити био сличан прошлогодишњем,

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

	2017.	2018.
I. ТЕКУЋИ РАЧУН	-2.050,8	-2.222,8
1. Салдо робне размене	-3.997,5	-5.245,3
1.1. Извоз	14.066,3	15.238,1
1.2. Увоз	-18.063,8	-20.483,4
2. Салдо услуге	966,1	1.091,6
2.1. Извоз	5.245,7	6.000,3
2.2. Увоз	-4.279,6	-4.908,7
3. Салдо робе и услуга	-3.031,4	-4.153,7
3.1. Извоз робе и услуга	19.312,0	21.238,4
3.2. Увоз робе и услуга	-22.343,4	-25.392,2
4. Примарни доходак	-2.533,4	-2.206,6
5. Секундарни доходак	3.513,9	4.137,5
II. КАПИТАЛНИ РАЧУН	4,8	-6,6
III. ФИНАНСИЈСКИ РАЧУН (без девизних резерви)	1.876,3	2.806,3
1. Директне инвестиције – нето	2.418,1	3.187,9
2. Портфолио инвестиције – нето	-827,1	-913,0
3. Финансијски деривати – нето	20,6	-21,0
4. Остале инвестиције – нето	264,8	552,4
4.1. Трговински кредити	-503,8	-347,2
4.2. Финансијски кредити	159,2	1.302,9
4.3. Готов новац и депозити – нето	623,1	-404,0
4.4. Остало – нето	-13,7	0,7
IV. Средства резерви	-228,2	-1.123,2
V. ГРЕШКЕ И ПРОПУСТИ	397,9	546,3
VI. УКУПНИ БИЛАНС	228,2	1.123,2

Извор: НБС.

Напомена: Прелиминарни подаци.

¹⁾ По ВРМ6 методологији, осим знаковне конвенције.

⁹ СМТК 6 – производи од разних материјала: гвожђа, челика, обојених метала, грађевинског материјала, папира, дрвета, коже, каучука и сл.

што указује на опредељеност већ присутних страних инвеститора да повећају улагања у Србију. Мањи расходи забележени су и по основу портфолио инвестиција, због повољније фискалне позиције и мање потребе државе за задуживањем, доспећа раније емитованих ХоВ по вишим извршним стопама, као и повољнијих услова новог задуживања. Мањем дефициту допринели су и нижи трошкови камата на кредите.

Суфицит на **рачуну секундарног дохотка** додатно је повећан (за 17,7%, на 4,1 млрд евра), првенствено као резултат вишег нето прилива по основу дознака, који је у односу на 2017. повећан за 16,8% и износио је 3,2 млрд евра.

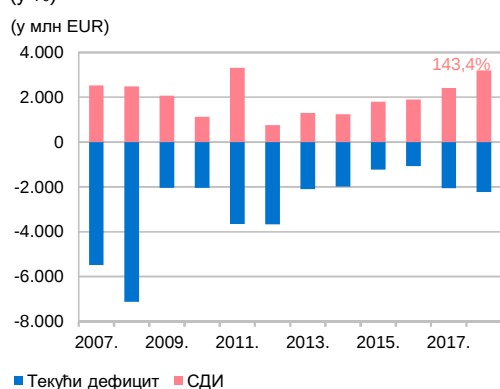
Прилив на **финансијском рачуну платног биланса** у 2018. (2,8 млрд евра)¹⁰ био је за 930,0 млн евра виши него у 2017, чему је првенствено допринео висок прилив СДИ. Наставак побољшања макроекономских показатеља и даље унапређење пословног окружења резултирали су нето приливом **СДИ** у 2018. од 3,2 млрд евра (7,5% БДП-а), чиме је, четврту годину заредом, обезбеђена пуна покривеност дефицита текућег рачуна СДИ (143,4%). Улагања је карактерисала висока пројектна и географска распрострањеност, а највећи део је, као и раније, био усмерен у извозно оријентисане секторе, што би требало да допринесе да извоз настави раст по високим стопама и у наредном периоду. Највише

улагања било је усмерено у прерађивачку индустрију (око 27%), а затим у саобраћај, финансијски сектор, грађевинарство, рударство и трговину. Уобичајено, највећи део прилива чинила су улагања из земаља ЕУ (око 61%), док је учешће улагања из азијских земаља наставило да расте и износило је око 26%.

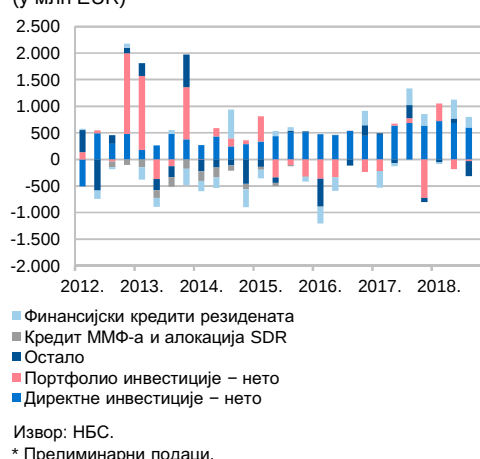
По основу **портфолио инвестиција**, у 2018. регистрован је одлив од 913,0 млн евра, на шта је утицало, пре свега, доспеће еврообвезнице у децембру и по том основу је нерезидентима исплаћено 787,8 млн евра. Тиме је и додатно смањено учешће јавног дуга у БДП-у. Одлив је забележен и по основу (највећим делом превремене) отплате дуга према Лондонском клубу од 141 млн евра у априлу, чиме су у потпуности измирене обавезе РС према овој групи поверилаца. Нерезиденти су током П1 2018. повећавали улагања у државне ХоВ на примарном тржишту, и то претежно у динарске ХоВ најдужих рочности.

По основу **осталих инвестиција**, у 2018. је остварен прилив од 552,4 млн евра, што је двоструко више него 2017. године. Током 2018. знатно је повећано задужење резидената према иностраним кредиторима и по основу **финансијских кредита** забележен је нето прилив од 1,3 млрд евра. Притом, другу годину заредом, повећано је задуживање банака (за 603,2 млн евра), што потврђује да је процес смањења изложености матица према супсидијарима у Србији окончан. На задуживање предузећа односило

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



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



¹⁰ Без промене девизних резерви.

се 509,6 млн евра, а обавезе Владе према иностраним кредиторима повећане су за 198,0 млн евра. Извозници су одобрили више трговинских кредита него што су их користили наши увозници, тако да је по основу **трговинских кредита** забележен нето одлив од 347,2 млн евра. По основу **готовог новца и депозита** регистрован је нето одлив од 404,0 млн евра, пошто су банке повећале своје депозите у иностранству за 546,9 млн евра, а нерезиденти код њих за 142,9 млн евра.

Поменути токови на текућем и финансијском рачуну утицали су на то да **девизне резерве Србије** (према платнобилансној методологији)¹¹ у 2018. буду повећане за 1,1 млрд евра.

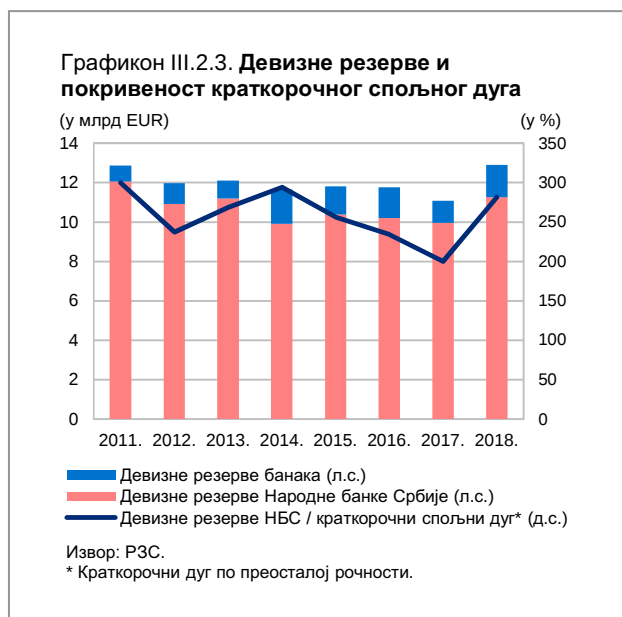
Бруто девизне резерве Народне банке Србије су на крају 2018. године износиле 11,3 млрд евра и биле су веће за 1,3 млрд евра него на крају 2017. године. Нето ефекат девизних трансакција био је позитиван (девизни прилив био је већи од девизног одлива) у износу од 1,1 млрд евра, као и нето тржишни ефекти (међувалутне промене, промене цене злата и тржишне вредности ХоВ), који су износили 213,6 млн евра. Девизне резерве су на крају 2018. обезбеђивале покриће новчане масе М1 са 168% и више од пет месеци увоза робе и услуга, што је

готово двоструко више од стандарда којим се утврђује адекватан ниво девизних резерви. Девизне резерве, у нето износу од 8,9 млрд евра, биле су веће за 580,0 млн евра него на крају 2017. године. То је њихов највиши ниво на крају године откад се на овај начин прате подаци (од 2000. године).

У структури девизних резерви, на крају 2018. године највеће учешће (57,8%) имале су иностране ХоВ, затим девизна средства на рачунима у иностранству (21,7%), ефективни страни новац (13,4%), злато (6,5%) и *SDR* код ММФ-а (0,6%). У складу са основним принципима сигурности и ликвидности, средства су пласирана код првокласних институција (централних банака, међународних финансијских институција и првокласних иностраних банака), као и у високоликвидне ХоВ чији су издаваоци најразвијеније земље у свету и међународне финансијске институције.

Народна банка Србије је у 2018. години остварила девизни прилив по основу интервенција на МДТ-у у нето износу од 1,5 млрд евра, као и коришћења кредита за РС у износу од 692,2 млн евра. Поред тога, Народна банка Србије је остварила девизни прилив од продаје ХоВ РС деноминираних у еврима на домаћем финансијском тржишту у износу од 567,3 млн евра, по основу обављања привременог платног промета с Косовом и Метохијом у износу од 466,5 млн евра, донација у износу од 330,8 млн евра, као и наплате купона на ХоВ у износу од 72,6 млн евра.

Обавезе према иностраним кредиторима (главнице и камате) редовно су измириване и у 2018. години износиле су 1,3 млрд евра. Из девизних резерви је на име доспелих ХоВ РС по основу доларске евробевезнице (емитоване 2013. на међународном финансијском тржишту) исплаћено 905,8 млн евра, за које су девизна средства обезбеђивана током године, у највећој мери из динарских средстава, што је допринело смањењу јавног дуга и побољшању његове валутне структуре. По основу доспелих ХоВ деноминираних у еврима на домаћем финансијском тржишту исплаћено је 840,0 млн евра. У вези с применом Закона о регулисању јавног дуга РС по основу неисплаћене девизне штедње грађана исплаћена су 11,3 млн евра.



¹¹ Без валутних промена, промена тржишних вредности ХоВ и цене злата.

Међународна инвестициона позиција земље

Међународна инвестициона позиција Србије као нето дужника износила је на крају 2018. године 37,5 млрд евра, што је за 1,8 млрд евра више него на крају 2017. Томе је највише допринео раст најпожељнијих улагања из иностранства – **СДИ, чије је нето стање у 2018. премaшило 80% нето међународне инвестиционе позиције Србије**. Позитивно је и то што је, трећу годину заредом, настављен **тренд смањења учешћа нето међународне инвестиционе позиције Србије у БДП-у** – њено учешће у процењеном БДП-у у 2018. смањено је за 3,4 п.п., на 87,5%. То је уједно и њено **најниже учешће у БДП-у од 2013. године**.

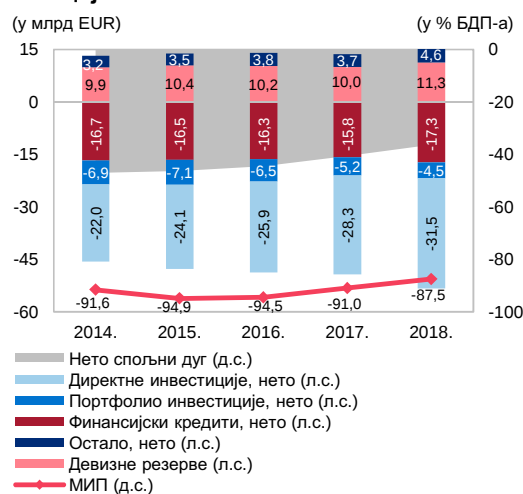
Страна финансијска актива Србије повећана је током 2018. за 3,4 млрд евра, на 24,5 млрд евра. То повећање је вођено, пре свега, осталим инвестицијама резидената у иностранству и повећањем девизних резерви земље, али су и СДИ резидената у иностранству биле веће него претходних година. Поред тога, међувалутне промене и остале промене деловале су на повећање финансијске aktive (297,0 млн евра), тако да је повећање укупне aktive услед платнобилансних трансакција износило 3,1 млрд евра.

У структури стране финансијске aktive Србије, највише су повећане **остале инвестиције резидената у иностранству**, за 1,7 млрд евра, због повећања трговинских кредита и аванса нерезидентима (934,1 млн евра), повећања депозита резидената у иностранству (570,0 млн евра), а делом и због повећања кредита нерезидентима (134,0 млн евра) и техничких резерви осигурања (114,3 млн евра). Тиме је учешће осталих инвестиција у укупној финансијској активи Србије повећано на 39,2%. Највећи део укупне aktive и даље чине **девизне резерве земље** (46%), које су током 2018. знатније повећане, за 1,3 млрд евра, тако да су на крају године износиле 11,3 млрд евра. Током 2018. повећане су и **СДИ резидената у иностранству** за 325,5 млн евра, тако да су потраживања по том основу на крају године износила 3,3 млрд евра, или 13,6% укупне aktive. Стање **портфолио инвестиција резидената у иностранству** повећано је за 11,4 млн евра, па је вредност страних ХоВ у поседу инвеститора из Србије и даље скромна и на крају 2018. износила је 248,6 млн евра.

Страна финансијска пасива Србије повећана је у 2018. са 56,7 млрд евра на 61,9 млрд евра. Расту обавеза резидената Србије према иностранству допринеле су међувалутне и остале промене током 2018. са 420,9 млн евра. Настављен је позитиван тренд из претходних година – раст обавеза резидената према иностранству и у 2018. у највећој мери је био резултат раста **СДИ нерезидената у Србији**, које су повећане за 3,5 млрд евра, на 34,8 млрд евра. Тиме су оне повећале своје учешће у укупним обавезама резидената према иностранству. Највише су повећане обавезе резидената по основу улагања страних инвеститора у власнички капитал (40,3%), следе обавезе по основу реинвестиране добити (33,8%) и обавезе по основу међукомпанијског задуживања (25,9%). Захваљујући знатном расту СДИ, обавезе резидената по овом основу повећале су своје учешће у укупним обавезама према иностранству на 56,2%.

Поред СДИ, расту укупне пасиве допринело је и повећање **осталих инвестиција нерезидената у Србији**, за 2,4 млрд евра. На крају 2018. оне су износиле 22,4 млрд евра, или 36,1% укупне пасиве. У структури осталих инвестиција, највише су повећани финансијски кредити (за 1,6 млрд евра, на 17,7 млрд евра), а затим трговински кредити и аванси (за 586,2 млн евра, на 2,9 млрд евра). Обавезе по основу

Графикон III.2.4. Међународна инвестициона позиција*



Извор: НБС.
* Прелиминарни подаци.

портфолио инвестиција нерезидената у Србији (првенствено обавезе државе) мање су за 661,1 млн евра и на крају 2018. износиле су 4,7 млрд евра, или 7,7% укупне пасиве. На смањење тих обавеза утицале су платнобилансне трансакције (за 889,5 млн евра) због доспећа еврообвезнице коју је држава Србија издала 2013. године, док су валутне и остале промене на међународном финансијском тржишту утицале на њихово повећање (за 228,4 млн евра).

3. Кретања на финансијском тржишту

Каматне стопе

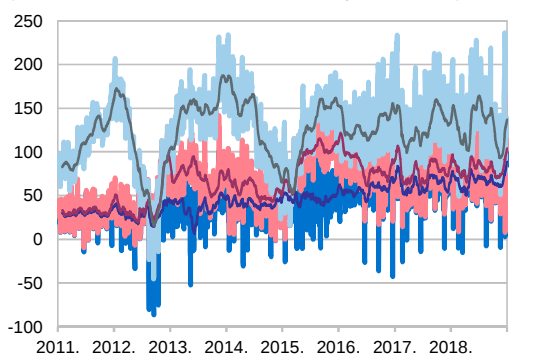
Смањење референтне каматне стопе Народне банке Србије одредило је кретање просечне репо стопе,¹² која је у Т1 смањена за 0,2 п.п., на 2,4%. Како до краја године није мењана висина референтне стопе, просечна репо стопа је, уз минималне осцилације, остала готово непромењена и крајем године је износила 2,4%.

На преконоћном међубанкарском тржишту новца у 2018. остварен је просечан дневни промет од 2,9 млрд динара, што је на нивоу промета оствареног у 2017. години. Каматна стопа *BEONIA* била је у паду и

током прва три тромесечја смањена је са 2,4% на 2,0%, чему је допринело и смањење референтне стопе, као и раст вишкова динарске ликвидности. Ипак, током Т4 каматна стопа *BEONIA* је благо расла, тако да се током децембра у просеку кретала на нивоу од 2,2%. Кретање каматних стопа *BELIBOR* свих рочности током 2018. карактерисала је незнатна волатилност. У прва три месеца, каматне стопе *BELIBOR* свих рочности умерено су смањене, за око 0,2 п.п. У наредних девет месеци, каматне стопе *BELIBOR* свих рочности минимално су расле, тако да су на нивоу године смањене за око 0,1 п.п. и у децембру су се кретале у распону од 2,4% до 3,2%.

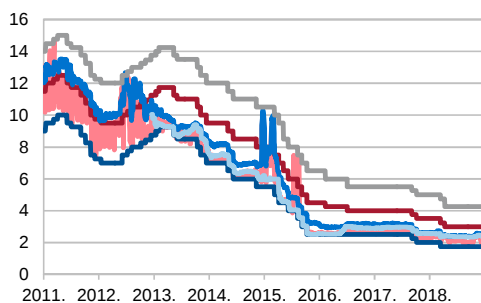
У 2018. настављен је пад каматних стопа на примарном тржишту динарских државних *ХоВ*, услед даљег ублажавања монетарне политике Народне банке Србије и побољшане фискалне позиције. Тако су на аукцијама трогодишњих обвезница почетком године каматне стопе биле за 0,5 п.п. ниже него на крају 2017. и у фебруару 2018. износиле су 3,8%. Поред тога, држава је емитовала још само бенчмарк обвезнице рочности од пет и десет година, на којима су каматне стопе током 2018. смањене за преко 0,5 п.п., на 3,7% и 4,8%, респективно. Последња аукција динарских обвезница одржана је почетком септембра, пошто су током 2018. остварени бољи резултати фискалне политике од

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



Извор: НБС.

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.

¹² Стопа остварена на репо аукцијама пондерисана износом продатих *ХоВ*.

планираних, чиме је додатно смањена потреба државе за задуживањем. То потврђује и одлука да се крајем године организују две аукције превременог откупа динарских ХоВ рочности од три године, које су доспевале 22. фебруара 2019. године. На обе аукције је реализован планирани обим откупа од по 10 млрд динара, при чему је остварена извршна стопа од 2,9% на аукцији у новембру, односно од 3,0% на аукцији у децембру.

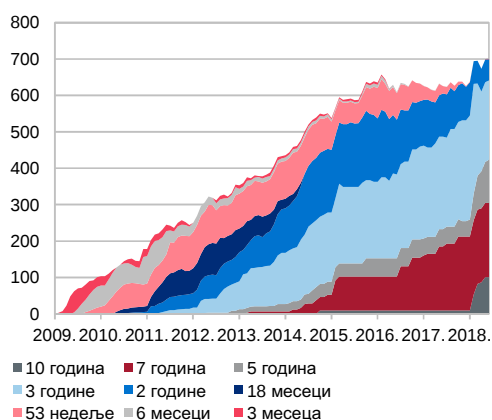
На пад каматних стопа утицало је и повећано интересовање нерезидената за улагање у дугорочне динарске ХоВ, које је посебно било изражено за десетогодишње динарске обвезнице, с обзиром на то да су нерезиденти купили преко 75% емитованих ХоВ.

У П1 2018. држава је организовала и **аукције државних ХоВ деноминираних у еврима**, на којима су каматне стопе такође биле у паду. Пад је био најизраженији за рочност од пет година, за коју су каматне стопе смањене са 2,4% у новембру 2017. на 1,8% у априлу 2018. Каматне стопе за краће рочности смањене су у нешто мањој мери и средином 2018. кретале су се у распону од 0,45% за рочност од годину дана до 1,2% за рочност од три године. Током 2018. држава је први пут понудила и седмогодишње ХоВ у еврима, на којима је остварена стопа била једнака купонској стопи од 2,5%.

У складу с кретањем на примарном тржишту, у паду су биле и **стопе приноса на секундарном тржишту**, које су биле за преко 0,5 п.п. ниже него у децембру 2017. Оне су се крајем 2018. кретале у распону од 2,8% за рочност од једног месеца до 4,7% за рочност од девет година (110 месеци). Потребно је истаћи да је емисија десетогодишњих динарских обвезница продужила хоризонт криве приноса са седам на десет година и да је, поред тога, смањена стопа приноса за преко 0,5 п.п. на најдужу рочност, пошто је крајем 2017. стопа приноса за рочност од седам година (82 месеца) износила 5,4%. Укупан остварен промет на секундарном тржишту током 2018. износио је 377,6 млрд динара, што је за 8% ниже него у 2017. години.

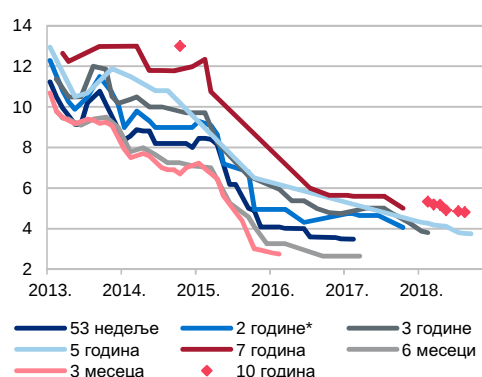
Просечна пондерисана каматна стопа на нове динарске кредите банака становништву смањена је током 2018. за 0,2 п.п., на 10,3% у децембру. Томе је највише допринело кретање каматне стопе на готовинске кредите, која је смањена за 0,4 п.п., на 10,8% у децембру. У истом периоду смањене су и каматне стопе на потрошачке кредите (са 8,3% на 7%), док су благо повећане каматне стопе за остале некатегорисане кредите (за 0,2 п.п., на 9,3%). Просечна пондерисана каматна стопа на динарске кредите привреди од јануара до новембра благо је осцилирала око нивоа од 5%, да би у децембру била повећана на 5,6%. Посматрано на годишњем нивоу,

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



Извор: Министарство финансија.

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

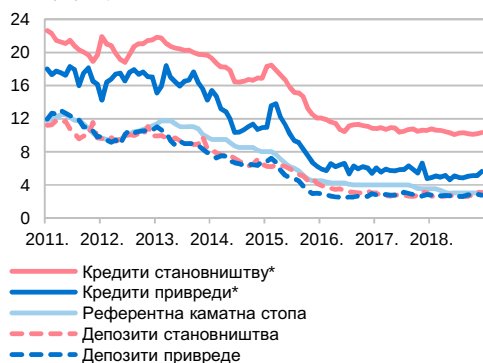


Извор: Министарство финансија.

* 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 %)

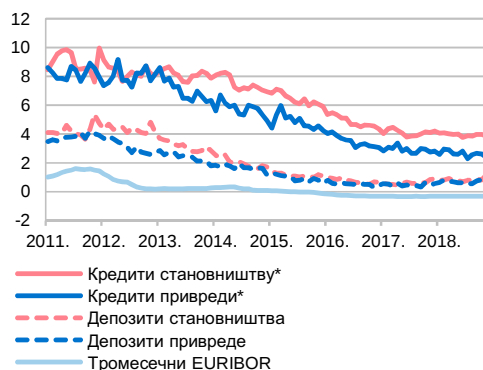


Извор: НБС.

* 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 евроиндексирано.

каматне стопе на динарске кредите порасле су, пре свега, услед повећања камата на кредите за обртна средства, које су у децембру 2018. износиле 5,9%.

Пад каматних стопа на евроиндексиране кредите становништву настављен је и у 2018. и у децембру је просечна стопа износила 3,9%. У односу на крај 2017. године, то представља пад од 0,3 п.п., док је у нешто мањој мери смањена и просечна каматна стопа на стамбене кредите (0,2 п.п.), који су од фебруара 2018. одобравани по стопи од 2,8%.

Слично као и крајем 2017. године, кредити привреди у еврознаку и у децембру 2018. одобравани су по стопи од 2,8%. Ипак, у структури новоодобрених кредита привреди забележене су умерене промене каматних стопа, пошто су смањене каматне стопе на кредите за обртна средства (за 0,2 п.п., на 2,4%) и на инвестиционе кредите (за 0,1 п.п., на 3,2%), док су повећане каматне стопе на остале некатегорисане кредите – са 2,7% у децембру 2017. на 2,9% у децембру 2018.

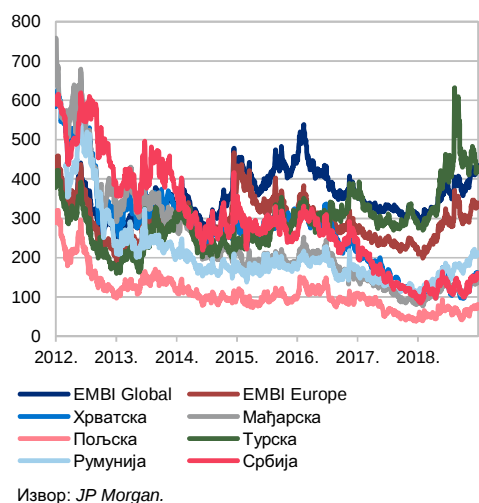
Каматне стопе на **динарску штедњу** становништва у децембру 2018. износиле су 3,1% и биле су готово непромењене у односу на исти месец 2017. године, док су каматне стопе **на штедњу у еврима** у истом периоду повећане за 0,1 п.п., на 1,0%. И каматне стопе на орочене депозите привреде у еврима повећане су током 2018. за 0,2 п.п., на 0,7% у децембру, док су стопе на динарске орочене депозите смањене за 0,1 п.п., на 2,75%.

Премија ризика земље

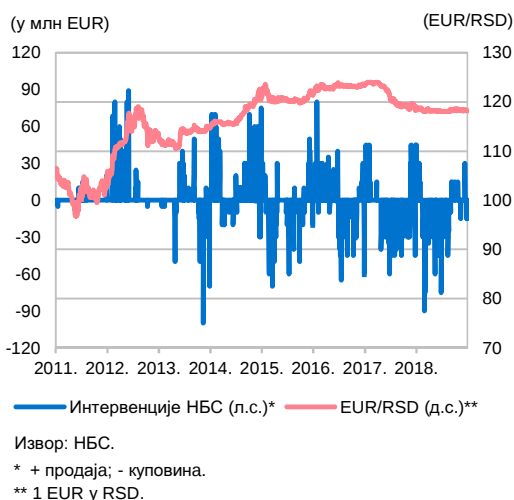
Главни извори неизвесности током 2018. били су раст протекционизма у међународној трговини, геополитичке тензије и динамика нормализације монетарних политика водећих централних банака, који су се одразили и на повећање глобалне премије ризика земаља у успону. Поред тога, због погоршања макроекономске ситуације у појединим земљама Латинске Америке и у Турској, забележен је одлив капитала из тих земаља и знатан раст њихових премија ризика. Композитна мера ризика земаља у успону, *EMBI Global Composite*, у просеку је порасла за 34 б.п. у 2018, а премија ризика европских земаља у успону, *EMBI Europe*, за 39 б.п.

Премија ризика Србије била је за 30 б.п. нижа него у 2017. и у 2018. износила је 123 б.п. у просеку. Почетком године она се спустила на рекордно низак ниво (85 б.п.) и након тога, иако је порасла под утицајем глобалних фактора, остала је међу најнижима у региону. Домаћи фактори који делују у смеру смањења премије ризика Србије јесу, пре свега, знатно смањена унутрашња и спољна неравнотежа, која је смањила потребу државе за задуживањем, и повољни изгледи за привредни раст у наредном периоду. Тиме је истовремено повећана отпорност Србије на евентуалне потресе из међународног окружења. То је потврдила и рејтинг агенција *Standard and Poor's*, која је у децембру 2018. поправила изгледе за повећање кредитног рејтинга

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



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



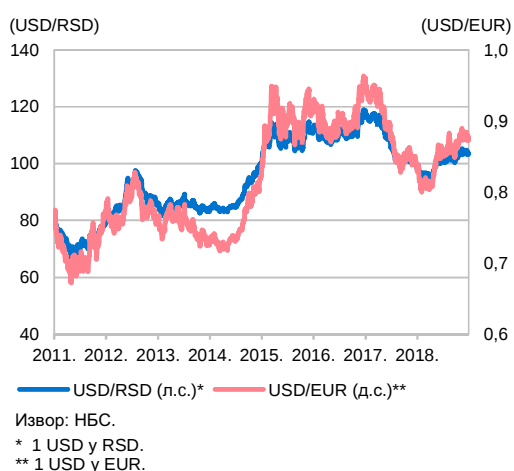
Србије за дугорочно задуживање у домаћој и страниј валути са „стабилних” на „позитивне” и потврдила кредитни рејтинг Србије на нивоу *BB*.

Кретања на девизном тржишту и курс динара

Динар је у 2018. ојачао према евр за 0,2%. Апрецијацијски притисци, који су преовладавали у 2017. години, настављени су и током већег дела 2018. и одражавали су наставак позитивних макроекономских кретања, као и повољне изгледе за наредни период. То је потврђено и даљим растом дугорочних улагања страних инвеститора и побољшаним изгледима за повећање кредитног рејтинга земље. Разлике у темпу привредног раста и нормализацији монетарних политика САД и зоне евра утицале су на то да евро према долару у 2018. ослаби за 4,4%, што се одразило и на слабљење динара према долару за 4,1%.

У јануару су били присутни депрецијацијски притисци, условљени дејством сезонских фактора, уобичајених за почетак године, пре свега појачаном тражњом увозника енергената за девизама. У наредним месецима преовладавали су апрецијацијски притисци, којима су, уз висок прилив СДИ и настављен раст извоза, у фебруару и марту допринели

Графикон III.3.9. Кретање курса динара и евра према долару



велико интересовање и знатан пораст улагања нерезидената у дугорочне динарске државне ХоВ. Апрецијацијски притисци настављени су и у наредним месецима, чему су допринели нижи дефицит текућег рачуна и висок прилив СДИ. Посматрано по факторима домаћег девизног тржишта, јачању апрецијацијских притисака допринели су висок откуп ефективног страног новца, раст валутно индексираних aktive банака¹³ и повећан износ плаћања платним картицама нерезидената у

¹³ У настојању да уравнотеже своју отворену дугу девизну позицију и тако смање изложеност девизном ризику, банке продају девизе, што за резултат има јачање динара.

Србији (односно повећани прилив девиза од туризма). Поменути приливи су све до септембра вишеструко надмашивали тражњу предузећа и нерезидената за девизама. У наредним месецима, понуда девиза и тражња за девизама биле су готово уравнотежене, што се одразило на слабење апрецијацијских притисака и повремену појаву блажих депрецијацијских притисака током Т4. На то је утицала нешто већа тражња увозника енергената и нерезидената за девизама, која је на нивоу тромесечја и даље у потпуности била покривена понудом девиза.

Како би ублажила прекомерне краткорочне осцилације курса динара, Народна банка Србије је у 2018. интервенисала на МДТ-у куповином и продајом девиза. На нивоу године била је нето купац 1.580,0 млн евра и по том основу су додатно увећане девизне резерве земље.

Просечан дневни промет на МДТ-у који је остварен између банака¹⁴ у 2018. износио је 27,6 млн евра, што је за 2,2 млн евра мање него у 2017. У складу са смањењем промета, благо су смањене и осцилације курса динара према евр, мерене методама *EWMA*¹⁵ и *EGARCH*¹⁶.

Динар је био једина валута међу валутама земаља у региону са сличним режимом девизног курса која је

благо ојачала током 2018. Румунски леј је незнатно ослабио (за 0,1%). Чешка круна је ослабила за 0,7%, пољски злот за 3,0%, мађарска форинта за 3,5%, а турска лира за 24,6%.

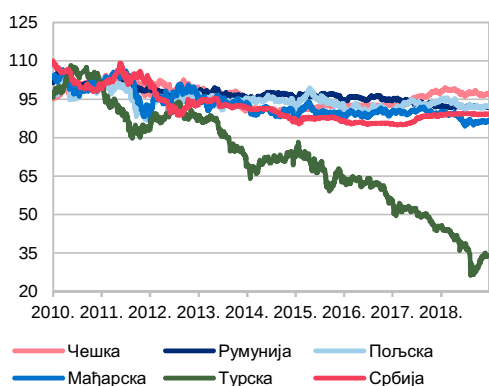
Кретања на берзи

Вредности оба индекса Београдске берзе су током 2018. осцилирале. Након пада цена акција у П1, до краја године ове вредности су се повећале. На крају децембра, индекс *BELEX15* је износио 761,7 индексних поена, што је нешто више него на крају 2017. (759,8 индексних поена), док је општи индекс акција *BELEXline* са 1.589,4 индексна поена, колико је износио на крају године, био нижи за 4,6%.

У марту 2018. покренут је пројекат *Serbia: IPO Go!*. Носилац пројекта је Београдска берза, а финансирао га је Европска банка за обнову и развој. Након скоро 80 година, организована је прва иницијална јавна понуда акција,¹⁷ на којој је у новембру своје акције понудило приватно предузеће које се бави производњом енергије.

Активности инвеститора на берзи су током 2018. биле мање него 2017. године, па је укупан промет акцијама износио 7,8 млрд динара, што је за 5,4% ниже него у

Графикон III.3.10. Кретање курсева одређених националних валута према евр^{*} (дневни подаци, 31. 12. 2010 = 100)



Извор: НБС и веб-сајтови централних банака.
* Раст представља апрецијацију.

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



Извор: Београдска берза.

¹⁴ Без Народне банке Србије.

¹⁵ *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.

¹⁶ *EGARCH* (*Exponential General Autoregressive Conditional Heteroskedasticity*) – метод оцено условне варијансе који приказује асиметричан ефекат позитивних и негативних шокова на оцену условне варијансе.

¹⁷ Иницијалном јавном понудом (*Initial Public Offering – IPO*) сматра се трансакција путем које предузеће из неког од затворених облика прелази у јавно отворено акционарско друштво и први пут нуди своје акције јавности, односно потенцијалним инвеститорима. Поступком иницијалне јавне понуде врши се корпоратизација капитала предузећа, чиме се капитал изражава бројем и вредношћу акција.

2017. Највећи део трговања (65,9%) односио се на акције из индексне корпе *BELEX15*. На трговање акцијама у којима су учествовали нерезиденти односило се 38,6% (3,0 млрд динара) укупног оствареног промета, при чему су они више учествовали на страни продаје акција, па су на нивоу године остварили нето продају од 1,4 млрд динара.

У односу на 2017. годину, укупан промет обвезницама у 2018. смањен је за 5,6%, на 55,4 млрд динара. Скоро целокупан промет односио се на трговање дугорочним обвезницама РС. Обвезницама Европске банке за обнову и развој трговало се у износу од 0,3 млрд динара.

Вредност тржишне капитализације Београдске берзе смањена је за 26,1 млрд динара. Притом, нето смањење тржишне вредности акција листираних на регулисаном сегменту износи 6,4 млрд динара (од тога се на смањење укупне вредности акција на *open market* сегменту односи 20,8 млрд динара, а на повећање акција *s prime* и *standard* сегмента 14,4 млрд динара). Капитализација МТП¹⁸ сегмента смањена је за 8,1%, на 223,3 млрд динара. Тиме је учешће тржишне капитализације у оцењеном БДП-у смањено на 10,2% крајем 2018.

На већини берзи у региону вредности индекса су биле у паду (Софија –12,2%, Загреб –5,1%, Букурешт –4,8%, Будимпешта –0,6%, Љубљана –0,2%), док су порасле вредности индекса берзи у Скопљу (36,6%), Сарајеву (11,5%), Подгорици (6,5%) и Бањалуци (3,0%).

4. Новац и кредити

Монетарни агрегати М1, М2 и М3

Након уобичајеног пада почетком године, сви монетарни агрегати су од марта у порасту. Раст економске и кредитне активности позитивно су доприносили понуди новца у 2018. години. С друге стране, у супротном смеру је деловало повећање депозита државе у банкарском систему, захваљујући оствареном фискалном суфициту и успешним аукцијама петогодишњих и десетогодишњих ХоВ (првенствено током П1).

Новчане масе М1, М2 и М3 су у децембру 2018. забележиле мг. стопе раста од 18,3%, 16,7% и 14,5%, респективно. Позитиван допринос потицао је и од динарске и од девизне компоненте, док су ниска и стабилна инфлација, усидрена инфлациона очекивања и релативна стабилност девизног курса допринели томе да у 2018. години степен динаризације депозита привреде и становништва буде повећан за 1,4 п.п., на 32,2%.

Раст динарских монетарних агрегата је у 2018. години био вођен повећањем депозита по виђењу (за 104,0 млрд динара) – и то првенствено захваљујући расту трансакционих депозита привреде (за 62,0 млрд динара). Убрзани раст економске активности утицао је на то да највише буду повећани депозити

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

	Дец. 2017.	Дец. 2018.	Промене у 2018.
Нето потраживања од иностранства	986.304	1.115.637	129.332
Нето потраживања банака од иностранства	-200.575	-223.347	-22.772
Нето домаћа актива банкарског сектора	1.289.121	1.490.216	201.095
Нето домаћи кредити	2.420.598	2.607.225	186.627
Нето потраживања од државе	353.123	345.646	-7.477
Пласмани држави	634.455	646.691	12.235
Депозити државе	-281.332	-301.045	-19.712
Потраживања од невладиних сектора	2.067.475	2.261.579	194.104
Становништво	904.948	1.017.998	113.050
Привреда	1.102.713	1.188.180	85.468
Др. финансијске корпорације	30.915	27.068	-3.846
Локални нивои власти	27.627	26.730	-897
Непрофитне и др. организације	1.273	1.603	329
Остала нето актива	-1.131.477	-1.117.009	14.468
Новчана маса М3	2.275.425	2.605.853	330.428
Новчана маса М2	872.007	1.017.826	145.819
Новчана маса М1	669.673	792.332	122.659
Готов новац у оптицају	163.931	182.615	18.684
Депозити по виђењу	505.742	609.717	103.976
Динарски штедни и орочени депозити	202.334	225.494	23.160
Девизни депозити	1.403.418	1.588.027	184.608

Извор: НБС.

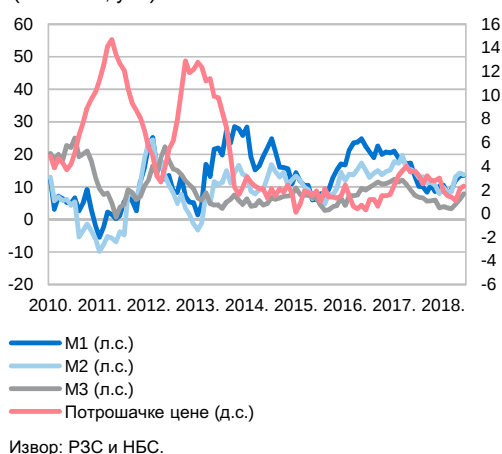
¹⁸ МТП представља мултилатералну трговачку платформу. Организације га берза и на њему су тренутно листиране акције компанија које не испуњавају услове за листирање на регулисаном тржишту

прерађивачке индустрије, трговине и грађевинарства. Истовремено, становништво је повећало стања на својим трансакционим рачунима, за 41,3 млрд динара, а депозити су повећани и код осталих сектора.

Расту М2 позитивно су допринели и орочени динарски депозити, који су током 2018. повећани за 23,2 млрд динара, првенствено услед раста депозита становништва. Динарска штедња грађана¹⁹ забележила је динамичан раст у 2018. години – повећана је за 22,2% и крајем децембра је износила 60,5 млрд динара, чему је допринела очувана макроекономска стабилност, као и повољније каматне стопе и порески третман у односу на девизну штедњу. Такође, раст је забележен и код сектора привреде, чија су стања на ороченим динарским рачунима повећана за 9,4 млрд динара, највише захваљујући расту депозита предузећа из области трговине и грађевинарства.

Повећање девизних депозита (за 1,6 млрд евра) вођено је растом девизних депозита привреде. Прилив девиза по основу извоза, СДИ и задуживања предузећа у иностранству резултирао је растом девизних депозита привреде за 904,8 млн евра. Истовремено, становништво је повећало своје девизне депозите за 574,1 млн евра, на 9,6 млрд евра крајем децембра 2018. године.

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



¹⁹ Обухвата само средства резидената.

²⁰ Обрачунато по курсу динара према евр, швајцарском франку и долару на дан 30. септембра 2014, при чему је узета у обзир валутна структура потраживања по основу кредита.

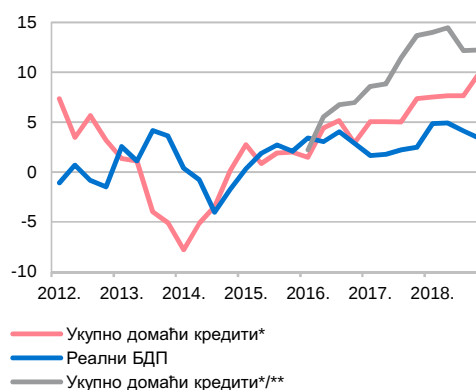
Кредити банака

По искључењу ефекта промене девизног курса,²⁰ укупни домаћи кредити су у децембру 2018. године забележили мг. раст од 9,9% (са 7,3% у децембру 2017), при чему је њихово учешће у БДП-у износило 43,4%. Бржи раст кредитне активности резултат је убрзања мг. раста кредита привреди на 8,1% и кредита становништву на 12,5% и у условима наставка активности банака на решавању питања *NPL*. Банке су током 2018. године отписале 36,0 млрд динара и из својих биланса директно продале 34,8 млрд динара *NPL*. Ако се искључи ефекат отписа и продаје *NPL*,²¹ домаћи кредити су у децембру забележили мг. раст од 12,2%, при чему су кредити привреди порасли за 11,6%, а кредити становништву за 13,6%.

Банке су за финансирање кредитне активности највећим делом користиле домаће изворе. Највећи позитиван допринос кредитном потенцијалу дали су раст депозита немонетарног сектора²² и повећање капитала, уз раст нето обавеза према иностранству (услед већег раста обавеза према иностранству од потраживања од иностранства).

Кредити привреди су, без ефекта промене девизног курса, у 2018. повећани за 85,9 млрд динара, или за 8,1%, а готово 85% раста дугује се расту кредита привредним друштвима. Највећи раст кредита

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



* Искључен ефекат промене девизног курса.

** Искључен ефекат отписа и продаје *NPL* од почетка 2016.

²¹ Искључен је ефекат отписа и продаје *NPL* од почетка 2016. године. Закључно с децембром 2018, банке су отписале 182,3 млрд динара, а лицима ван банкарског сектора продале 88,8 млрд динара *NPL*, који су се у том тренутку налазили у њиховим билансима.

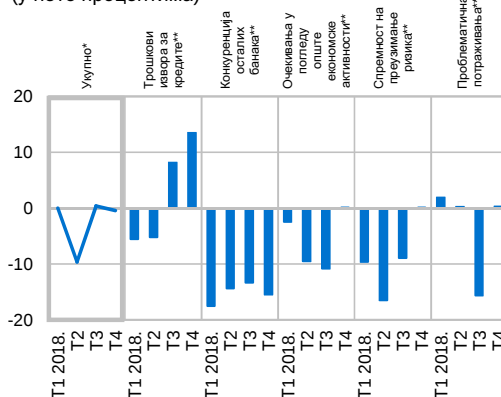
²² Највише захваљујући знатном расту депозита у децембру, показатељ односа кредита и депозита (*LTD* коефицијент) у 2018. смањен је за 4,6 п.п., на 92,5%.

забележен је код предузећа из области прерађивачке индустрије, трговине, пословања некретнинама и саобраћаја. Посматрано по наменама, кредити за ликвидност и обртна средства у 2018. години чинили су највећи део потраживања банака од привреде (42,9%), а следе их инвестициони кредити, са учешћем од 39,4%.

Обим новоодобрених кредита привреди у 2018. (934,7 млрд динара) већи је за 2,2% него у 2017. години, а највећи део чинили су кредити за ликвидност и обртна средства (52,2%). Износ новоодобрених инвестиционих кредита достигао је максималних 242,7 млрд динара, што је за 14,0% више него у 2017. години, чиме је удео тих кредита у укупним новоодобреним кредитима привреди повећан на 26,0% (са 23,3% у 2017).

Резултати анкете Народне банке Србије о кредитној активности банака²³ показују да су кредитни стандарди привреди под дејством конкуренције у сектору, веће спремности на преузимање ризика и позитивних очекивања у погледу опште економске ситуације били ублажени током Т2 2018, након чега нису мењани. Услови по којима су се предузећа задуживала током 2018. били су повољнији по основу ниже цене кредита, повећаног максималног износа и рока отплате кредите, као и смањених захтева у погледу колатерала. Банке су током целе године примећивале раст тражње привреде за кредитима,

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



Извор: НБС.

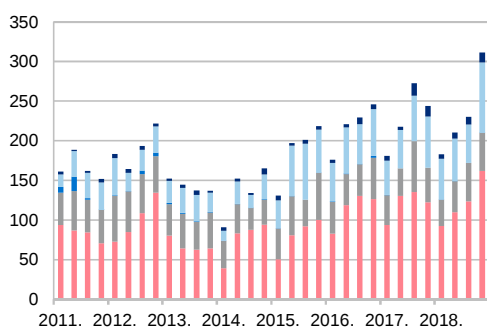
* Позитивне вредности указују на поштовање, а негативне на ублажавање кредитних стандарда у односу на претходно тримесечје.

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

која је првенствено била вођена потребама за финансирањем обртних средстава и инвестиција, а од Т2 и активностима предузећа у погледу аквизиција других предузећа.

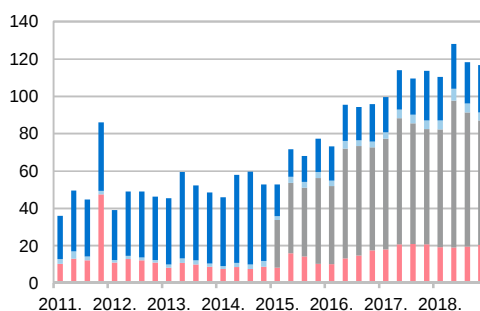
Кредити становништву су у 2018. години, по искључењу ефекта промене девизног курса, порасли

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



Извор: НБС.

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

за 112,3 млрд динара. Посматрано по наменама, највише су повећани готовински кредити (укључујући и кредите за рефинансирање), за 63,7 млрд динара, при чему се ти кредити готово у потпуности одобравају у динарима (преко 99%). Истовремено, и стамбено кредитирање је наставило да позитивно доприноси расту укупних кредита становништву, подржано ниским каматним стопама. У 2018. години, стамбени кредити су повећани за 27,0 млрд динара, што је већи раст него у претходне две године заједно посматрано и највећи раст од 2011, када је на снази био програм субвенционисаног кредитирања.

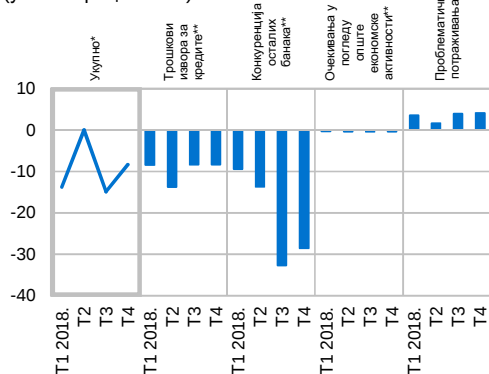
Обим новоодобрених кредита становништву у 2018. (473,4 млрд динара) био је за 8,4% виши него у 2017. Највећи део су чинили готовински кредити (59,2% новоодобрених кредита становништву). Износ новоодобрених стамбених кредита у 2018. од 78,3 млрд динара такође потврђује да је стамбено кредитирање, другу годину заредом, наставило да се опоравља. Повећани су потрошачки кредити, а благо су повећана и прекорачења по текућим рачунима. Задуживање по кредитним картицама било је нешто ниже него у 2017.

Резултати анкета о кредитној активности банака указују на то да су кредитни стандарди становништву

додатно ублажени током 2018. Ублажавање се првенствено односило на најзаступљеније категорије кредита – динарске готовинске и девизно индексиране стамбене кредити. Највећи допринос ублажавању давали су конкуренција у сектору 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 снижених каматних маржи и пратећих трошкова, ублажених захтева у погледу колатерала, а током прва три тромесечја и дужих рокова отплате кредита. Према резултатима анкете, 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 и куповина непокретности, којој је допринела позитивна ситуација на тржишту некретнина.

Захваљујући мерама Народне банке Србије и успешном спровођењу Стратегије за решавање проблематичних кредита, као и расту економске и кредитне активности, учешће *NPL* у укупним кредитима наставило је да се смањује. Током 2018, бруто *NPL* показатељ је снижен за 4,2 п.п., на 5,7% у децембру, што је најнижи ниво откад се овај

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

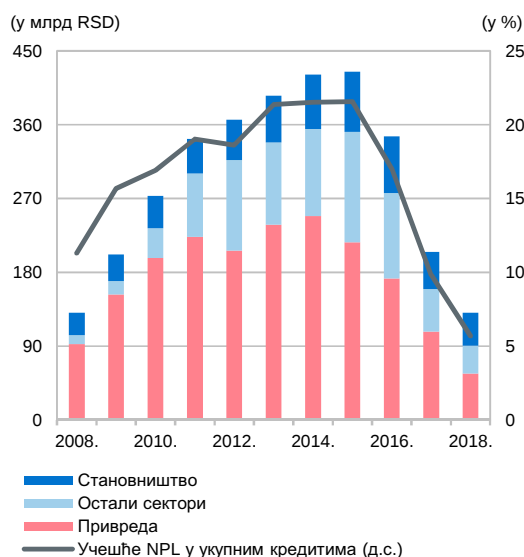


Извор: НБС.

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

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

Графикон III.4.7. Учешће *NPL* у укупним кредитима, бруто принцип



Извор: НБС.

показатељ квалитета активе прати. Истовремено, учешће *NPL* у сектору привреде у 2018. смањено је за 5,4 п.п., на 5,0%²⁴, а код становништва за 1,3 п.п., на 4,4%²⁵. Битно је нагласити да је Народна банка Србије наставила проактивно да делује, јачајући отпорност банкарског система. С тим у вези, Извршни одбор Народне банке Србије је у децембру усвојио више регулаторних мера које за циљ имају да спрече настанак *NPL* у банкарском систему и тако предупредити негативне последице по финансијску стабилност и грађане. Те мере су усмерене првенствено ка готовинским, потрошачким и осталим кредитима становништву (осим стамбеним и минуса по текућем рачуну) с роковима отплате од осам и више година. Такође, са становишта одржавања финансијске стабилности, важно је нагласити да је покривеност *NPL* на високом нивоу – исправка вредности укупних кредита у децембру је износила 78,7% *NPL*, а регулаторна резервисања за билансну изложеност и даље у потпуности покривају износ бруто *NPL* и у децембру су износила 162,2%. Такође, након увођења стандарда Базел III,²⁶ показатељ адекватности капитала додатно је повећан и у децембру је износио 22,3%, што указује на високу капитализованост домаћег банкарског сектора.

5. Показатељи степена динаризации

Током 2018. године, Народна банка Србије наставила је да спроводи активности које имају за циљ веће коришћење динара у финансијском систему Србије.

Мере монетарне политике које је спроводила Народна банка Србије допринеле су очувању ценовне стабилности, релативној стабилности курса динара према евр, као и стабилности финансијског система, што представља главни предуслов за даље јачање поверења у динар.

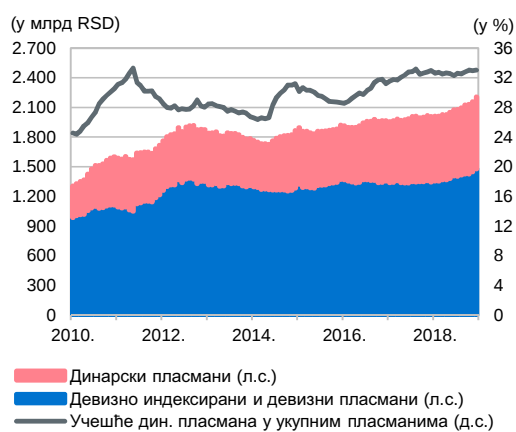
Политиком обавезне резерве настављено је стимулисање банака да у већој мери користе динарске изворе финансирања. Стопе обавезне резерве на динарске изворе и даље су знатно ниже од девизних, а Народна банка Србије и даље не плаћа банкама камату на издвојену девизну обавезну резерву, за разлику од динарске.

Народна банка Србије наставила је да развија основне инструменте заштите од девизног ризика. Током 2018. године редовно су организоване двонедељне и тромесечне своп аукције девиза, чиме се подстиче међубанкарска своп трговина девизама и развој инструмената за управљање ликвидношћу и заштиту од девизног ризика.

С обзиром на то да је од закључења Меморандума о стратегији динаризации финансијског система Србије из 2012. године обезбеђена макроекономска стабилност и да је ојачана финансијска стабилност, стекли су се услови да се постојећа стратегија динаризации унапреди. Уважавајући чињеницу да је динаризация постепен и дугорочан процес, Влада и Народна банка Србије су у децембру 2018. године потписале нови Меморандум о стратегији динаризации, у коме су сагледале резултате до сада предузетих мера и активности и, полазећи од њих, сагласно дефинисале додатне мере и активности које ће обезбедити даљи раст степена динаризации и смањење девизног ризика у систему.

У складу с новим меморандумом, Народна банка Србије ће политиком обавезне резерве наставити да стимулише банке да у већој мери користе динарске

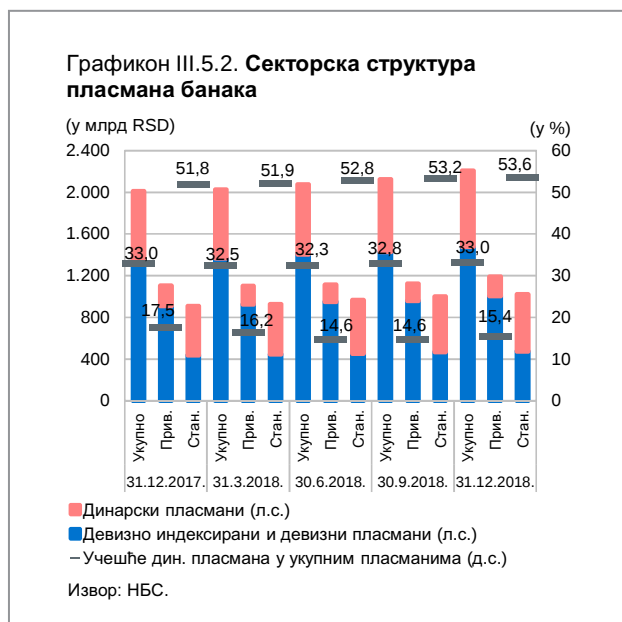
Графикон III.5.1. Учешће динарских пласмана у укупним пласманима банака привреде и становништву



²⁴ Обухвата привредна друштва и јавна предузећа. Уколико посматрамо само привредна друштва, учешће *NPL* у укупним кредитима у децембру 2018. износило је 5,2% и за 5,6 п.п. ниже је него пре годину дана.

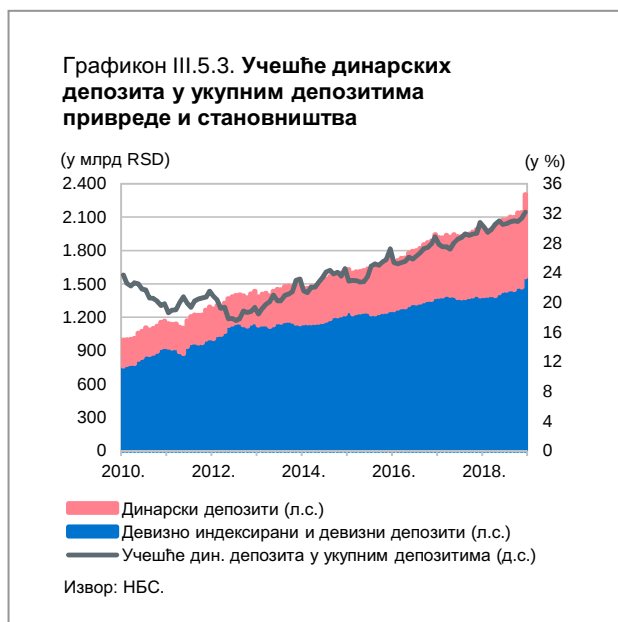
²⁵ Ако се укључе предузетници и приватна домаћинства, то учешће је смањено за 1,5 п.п., на 4,4%.

²⁶ Регулаторни оквир стандарда Базел III примењује се од 30. јуна 2017.



изворе средстава, као и да подстиче раст учешћа динарских кредита у укупним кредитима. Ради подршке даљем развоју финансијског тржишта, Народна банка Србије ће наставити да спроводи мере и активности које имају за циљ јачање кредибилитета каматних стопа на међубанкарском новчаном тржишту као основе за унапређење домаћег тржишта новца и капитала, а посебна пажња биће посвећена даљем развоју тржишта инструмената заштите од девизног ризика. У том смислу, Народна банка Србије ће, коришћењем података и информација добијених из анкета, као и из других извора, спровести потребне анализе, које ће представљати основ за доношење регулаторних и пруденцијалних мера усмерених на повећање динаризације. Такође, Народна банка Србије ће наставити да промовише коришћење инструмената за заштиту од девизног ризика, да указује на неопходност заштите од девизног ризика, као и да спроводи едукативне активности о инвестиционим алтернативама у динарима на домаћем тржишту.

У току 2018. године, степен динаризације, мерен учешћем динарских пласмана у укупним пласманима банака привреди и становништву, остао је непромењен у односу на 2017. годину (33,0%), услед пропорционалног раста динарских пласмана и валутно индексираних и девизних пласмана.



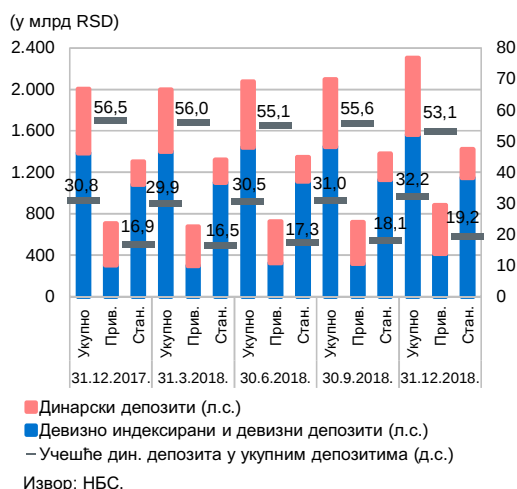
Динаризација пласмана становништву наставила је да се повећава у 2018. години, на шта је у највећој мери утицао раст готовинских кредита, који се, по правилу, одобравају у динарима. Девизни и валутно индексирани пласмани становништву повећани су у овом периоду у скромнијој мери, што је условило раст динаризације пласмана становништву са 51,8%, колико је износила крајем 2017. године, на 53,6%. То је уједно и највиши ниво тог показатеља откад се он прати (јун 2008).

Степен динаризације пласмана привреди је у истом периоду смањен за 2,1 п.п. и крајем 2018. године износио је 15,4%. Смањење степена динаризације пласмана привреди већим делом је резултат раста валутно индексираних и девизних кредита. У структури тих кредита, посебно је интензивирано одобравање кредита за инвестиције, који у оквиру текућег инвестиционог циклуса представљају значајан извор финансирања инвестиција у опрему. Такође, смањењу степена динаризације пласмана привреди у знатној мери доприносе и активности банака усмерене на решавање *NPL*, отписом и продајом дела тих потраживања лицима ван банкарског сектора, с обзиром на то да добар део тих кредита има динарски предзнак.

Уколико се искључи ефекат промене девизног курса,²⁷ степен динаризације пласмана повећан је са 32,9% на крају 2017. на 33,0% крајем 2018. године.

²⁷ Обрачунато по курсу динара према евр, швајцарском франку, америчком долару, британској фунти и јапанском јену, на дан 30. септембра 2014, при чему је у обзир узета валутна структура потраживања по основу кредита.

Графикон III.5.4. Секторска структура депозита банака



Ако се посматра степен динаризације депозита, учешће динарских депозита у укупним депозитима привреде и становништва код банака наставило је да се повећава у 2018. години, те је крајем године било на највишем нивоу откад се подаци прате – 32,2%, што је за 1,4 п.п. више него на крају 2017. године.

Посматрано по секторској структури, то учешће је код становништва повећано за 2,3 п.п., на 19,2% крајем 2018. године, захваљујући расту трансакционих депозита становништва, као и динамичном расту динарске штедње, који се могу довести у везу с повољним кретањима на тржишту рада. Динарска штедња²⁸ је у 2018. повећана за 10,9 млрд динара (21,8%).

Степен динаризације депозита привреде је у истом периоду смањен (за 3,4 п.п.) на 53,1%, што је добрим делом последица динамичног раста девизних депозита, који је потпомогнут девизним приливом по основу добрих извозних резултата привреде.

6. Инфлациона очекивања

Захваљујући очуваној макроекономској, фискалној и финансијској стабилности, ниским инфлаторним притисцима и у условима снажног привредног раста, као и правовремености и одмерености одлука

Графикон III.6.1. Инфлациона очекивања финансијског сектора за годину дана унапред

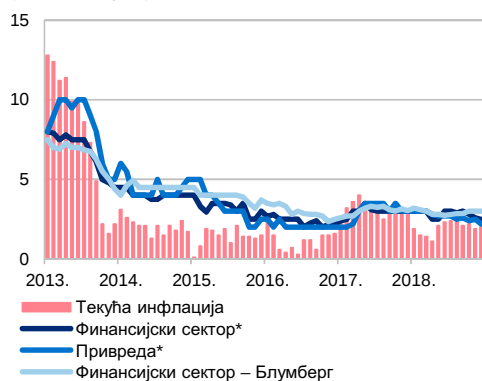


Народне банке Србије, финансијски сектор и привреда очекују кретање инфлације око централне вредности циља и у наредне две године. Усидреност инфлационих очекивања доприноси повећању ефикасности монетарне политике и указује на поверење тржишних учесника у мере које предузима Народна банка Србије.

Према резултатима анкета агенција Ипсос и Блумберг, инфлациона очекивања **финансијског сектора за годину дана унапред кретала су се током целе 2018. године у границама циља** ($3 \pm 1,5\%$). Према агенцији Ипсос, краткорочна инфлациона очекивања финансијског сектора снижена су током године са 3,0% у Т1 на 2,5% у децембру, што је највероватније резултат ниже остварене инфлације у 2018. години, која се у просеку кретала на нивоу од 2,0%. И према резултатима агенције Блумберг, инфлациона очекивања за годину дана унапред била су крајем године на нешто нижем нивоу него на почетку године – 3,0% у Т4, наспрам 3,2% у јануару. Посматрано у дужем временском периоду, финансијски сектор већ више од пет година (од октобра 2013) очекује стабилност цена и кретање инфлације у оквиру граница циља Народне банке Србије. Такође, на усидреност инфлационих очекивања указује и знатно смањена дисперзија појединачних очекивања представника финансијског сектора.

²⁸ Укључена је штедња резидената и нерезидената.

Графикон III.6.2. Текућа инфлација и инфлациона очекивања 12 месеци унапред* (мг. стопе, у %)



Извор: Галуп, Ипсос/Нинамедија, Блумберг и НБС.
* Агенције Ипсос и Галуп до децембра 2014, агенција Нинамедија од децембра 2014, агенција Ипсос од јануара 2018.

Графикон III.6.3. 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, агенција Ипсос од јануара 2018.

На ниске инфлаторне притиске указују **инфлациона очекивања привреде за годину дана унапред**, која су се већи део 2018. кретала у доњој половини границе циља Народне банке Србије. Након што се током Т1 налазила на централној вредности циља од 3,0%, очекивана инфлација привреде за годину дана унапред у осталом делу године постепено је снижавана, до нивоа од 2,2% у децембру.

Инфлациона очекивања становништва су уобичајено виша од осталих сектора и у П1 2018. налазила су се на нивоу од 5,0%. Током јула и октобра привремено су била повећана, што се највероватније доводило у везу са тадашњим бројним написима у медијима о поскупљењу меса, поврћа и нафтних деривата. Крајем године, инфлациона очекивања становништва била су на нивоу од 6,0%.

Истовремено, **резултати квалитативне анкете о инфлационим очекивањима становништва**²⁹ показују да је индекс очекиване инфлације наставио да бележи ниже вредности од индекса перципиране инфлације. Такво кретање упућује на закључак да становништво сматра да ће инфлација у наредних 12 месеци бити нижа него у претходној години дана.

Средњорочна инфлациона очекивања финансијског сектора и привреде наставила су да се и током 2018. године крећу у границама циља Народне

Графикон III.6.4. 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, агенција Ипсос од јануара 2018.

банке Србије. Након што су у јануару износила 3,5%, инфлациона очекивања финансијског сектора за две године унапред готово све време су се налазила на централној вредности циља од 3,0%. Истовремено, привреда је током године снизила своја средњорочна очекивања – са 3,0% у јануару на 2,3% у децембру, док су очекивања становништва већи део године била стабилна на нивоу од 5,0%.

²⁹ Детаљније о квалитативним очекивањима становништва видети у Извештају о инфлацији – фебруар 2016, Осврт 2, стр. 15.

7. Фискална кретања

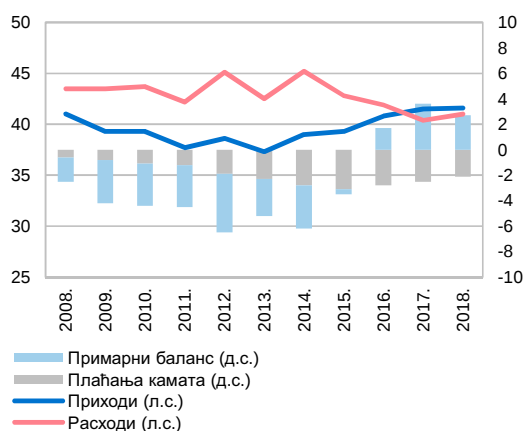
Јавне финансије у 2018, другу годину заредом, завршиле су у суфициту. Фискална кретања су и у 2018. години била знатно повољнија од очекиваних – уместо дефицита који је планиран Фискалном стратегијом (од 0,7% БДП-а), остварен је суфицит, који је на консолидованом нивоу износио 32,2 млрд динара, односно 0,6% БДП-а. Ако се изузму расходи за камате, остварен је суфицит од 2,7% БДП-а. Наставак позитивних фискалних кретања током 2018. у највећој мери одредили су раст економске активности и позитивна кретања на тржишту рада, који су за резултат имали боље остварење јавних прихода од планираног. Знатан раст капиталних издатака државе и раст плата у јавном сектору и пензија повратно су доприносили расту инвестиција и потрошње, али не у мери у којој би то изазивало веће инфлаторне притиске.

Консолидовани приходи у 2018. (41,6% процењеног БДП-а) реално су били већи за 4,6% него у 2017. години. Захваљујући повољнијим кретањима на тржишту рада, приходи од доприноса реално су већи за 7,1% и, појединачно посматрано, највише су допринели расту прихода. Раст од 4,8% реално забележен је по основу пореза на доходак грађана. Приходи државе по основу ПДВ-а били су реално виши за 2,2%, пре свега као резултат раста финалне потрошње, док је реални раст прихода од акциза од 1,6% био резултат редовног усклађивања акцизног оптерећења. Расту укупних прихода знатно су допринели и непорески приходи, који су реално

порасли за 6,5% како због боље наплате редовних непореских прихода, тако и због уплата добити у буџет појединих јавних предузећа.

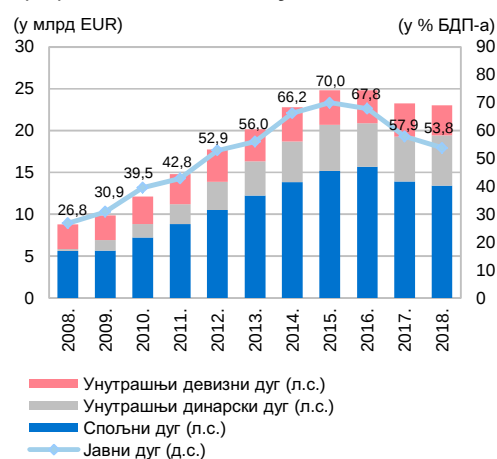
Консолидовани расходи у 2018. износили су 41,0% процењеног БДП-а и, у односу на 2017. годину, реално су били виши за 5,8%, пре свега услед раста капиталних расхода (45,9%), чије је учешће у БДП-у повећано са 2,8% у 2017. на 3,9% у 2018. Успешним спровођењем програма фискалне консолидације у претходне три године, у 2018. створен је простор за одређени обим фискалног ублажавања који неће угрозити основне средњорочне циљеве фискалне политике. Део буџетског простора искоришћен је за циљани раст плата у јавном сектору и пензија. Расходи за запослене реално су повећани за 7,8%, а њихово учешће у БДП-у износило је 9,3%. Истовремено, издвајања из буџета за пензије чинила су 10,4% БДП-а и, у поређењу са 2017, била су реално виша за 3,4%. Раст издатака за набавку робе и услуга (од 11,6% реално) резултат је, пре свега, веће реализације расхода Републичког фонда за здравствено осигурање и локалне самоуправе. С друге стране, расходи по основу камата (12,1% реално) смањени су у условима мање потребе државе за задуживањем и ниже цене задуживања, којој су допринели ублажавања монетарне политике Народне банке Србије и пад премије ризика земље. У односу на 2017. годину, нижа је била и отплата по основу издатих гаранција, као и износ буџетских позајмица. У истом смеру деловале су и субвенције, које су реално смањене за 5,1%.

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



Извор: Министарство финансија.

Графикон III.7.2. Јавни дуг*



Извор: Министарство финансија.

* Централни ниво државе.

Повољан фискални резултат и доспеће еврообвезнице емитоване 2013. у износу од 1 млрд долара утицали су на даљи **пад јавног дуга централне државе** и наставак опадајуће путање учешћа јавног дуга у БДП-у, која је започета у 2016. Тај резултат показује да су претходне мере фискалне консолидације постигле жељене ефекте.

Учешће јавног дуга у пројектованом БДП-у током 2018. смањено је за 4,1 п.п., на 53,8%. На крају 2018, 74% јавног дуга било је у иностраној валути, при чему је учешће дуга у доларима смањено на 26,5%. Циљани средњорочни ниво фискалног дефицита од око 0,5%, предвиђен Фискалном стратегијом за период 2019–2021, обезбедиће наставак силазне путање јавног дуга у наредном периоду.

8. Агрегатна тражња

Домаћа тражња

Наставак позитивних кретања на тржишту рада, која се огледају у расту запослености, паду незапослености и повећању просечних зарада, подстакао је повећање **потрошње домаћинства** од 3,3% у 2018. години, што је позитивно допринело расту БДП-а са 2,2 п.п. Потврда раста потрошње становништва огледа се у повећању промета у трговини на мало и у угоститељству, као и у броју долазака и ноћења домаћих туриста. На раст потрошње домаћинства указују и њени кључни извори – реалан раст плата од 4,4% и издатака за пензије од 3,4%, затим раст новоодобрених готовинских кредита од 10,8% у 2018, којем доприносе повољни услови задуживања, а који су резултат, пре свега, претходног ублажавања монетарне политике Народне банке Србије. Такође, нето прилив по основу дознака, који је у 2018. износио 3,2 млрд евра, био је за 16,8% већи него у 2017. години.

Поред потрошње домаћинства, расту БДП-а допринела је и **потрошња државе** (0,6 п.п.), која је у 2018. реално порасла за 3,6%. Већа потрошња државе резултат је повећаних издатака за куповину робе и услуга, као и издатака за плате запослених у јавном сектору, након успешно спроведене фискалне консолидације у претходне три године.

Захваљујући интензивној реализацији инфраструктурних пројеката и повољним

финансијским условима, у 2018. је остварен реални **раст инвестиција у фиксне фондове** од 9,2%, уз допринос расту БДП-а од 1,8 п.п. Од тога, већи допринос је потекао од инвестиција државе (1,2 п.п.), које су, након благог успоравања у 2017, у 2018. реално порасле за око 46%, пре свега услед брже реализације пројеката из области саобраћајне инфраструктуре. Раст приватних инвестиција, подржан ниским трошковима задуживања и стабилним макроекономским амбијентом, настављен је четврту годину заредом (3,5%). То потврђује повећана производња машина и опреме, као и раст увоза опреме током 2018. На раст инвестиција указивала је и остварена позитивна динамика показатеља из области грађевинарства – раст производње грађевинског материјала, запослености и броја издатих грађевинских дозвола.

Главни извори финансирања инвестиција такође бележе раст у 2018. Тако је нето прилив СДИ повећан за преко 30%, на 3,2 млрд евра, захваљујући стабилном макроекономском окружењу. Двоцифрен раст бележи и износ новоодобрених инвестиционих кредита (14%), који су током 2018. године одобрени у износу од 243 млрд динара. Процењујемо да су предузећа, слично као и у 2017. години, део инвестиција финансирала из сопствених извора услед постигнутих добрих пословних резултата.

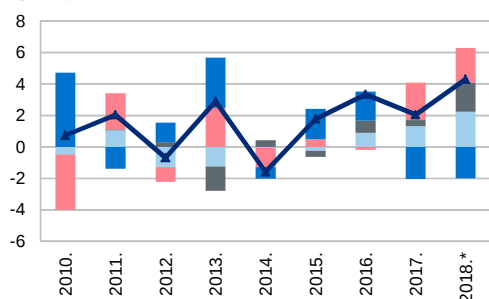
Промена **залиха** такође је доприносила расту БДП-а (1,6 п.п.), што потврђује раст залиха готових производа индустрије, које су крајем 2018. биле за 5,9% веће него на крају 2017. године.

Нето екстерна тражња

Извоз робе и услуга је у 2018. убрзао реални раст на 8,9%, вођен даљим растом извоза прерађивачке индустрије и услуга. Ипак, реални раст увоза робе и услуга био је бржи (11,1%), пре свега због вишег увоза опреме и репроматеријала за потребе производње и инвестиција, а у мањој мери и због опоравка приватне потрошње, тако да је допринос нето извоза кретању БДП-а и у 2018. био негативан (2,0 п.п.).

И поред успоравања екстерне тражње из зоне евра, извоз робе изражен у еврима и у 2018. остварио је релативно висок раст, који је, према подацима спољнотрговинске размене, износио 8,3%, вођен извозом прерађивачке индустрије (9,1%). Раст извоза прерађивачке индустрије остао је широко

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

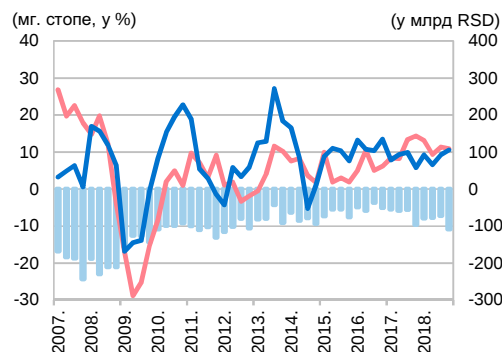


■ Нето извоз
■ Инвестиције приватног сектора
■ Потрошња и инвестиције државе
■ Потрошња домаћинства
▲ БДП (%)

Извор: РЗС и прерачун НБС.

* Процена НБС.

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



■ Нето извоз (д.с.)
■ Увоз (п.с.)
■ Извоз (п.с.)

Извор: РЗС и прерачун НБС.

Напомена: Процена НБС за Т4 2018.

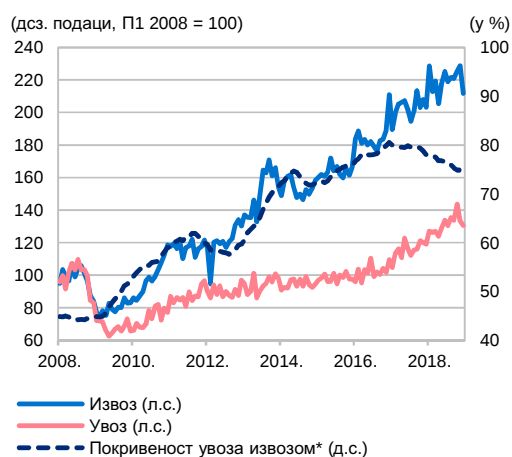
распрострањен (у 21 од 23 области). Највише му је допринео извоз основних метала, који је повећан за 18,4%, а захваљујући снажном расту извоза (за 39,6%, на 749,5 млн евра), железара у Смедереву³⁰ постала је највећи појединачни извозник у Србији. Као и раније, висок допринос дао је и извоз производа од гуме и пластике, хемијских производа, машина и опреме и нафтних деривата.

Извоз пољопривредних производа у 2018. био је сличан прошлогодишњем (нижи за 0,4%). Након лоших перформанси почетком године, извоз пољопривредних производа се опоравио током П2 захваљујући изнадпросечној пољопривредној сезони у 2018. Томе је допринео, пре свега, извоз житарица, који је у 2018. повећан на 587,4 млн евра.

Повољне тенденције настављене су и у извозу услуга, који је у 2018. повећан за 14,4%. Као и раније, том расту је највише допринио извоз информационо-комуникацијских услуга, који је у 2018. премашио 1,1 млрд евра. Поред тога, висок допринос потекао је и од извоза пословних услуга, а у нешто мањој мери и од извоза туристичких и транспортних услуга.

Наставак инвестиционог циклуса и повећане потребе индустрије и грађевинарства за увозним сировинама и репроматеријалом подстакли су даљи раст робног увоза. Према подацима спољне трговине, робни увоз изражен у еврима у 2018. повећан је за 13,4%, при

Графикон III.8.3. Робна размена у еврима



Извор: РЗС и прерачун НБС.

* 12-месечни покретни просек.

чему је раст увоза опреме износио 15,4%, а репроматеријала 11,7%. Поред тога, на раст увоза израженог у еврима у знатној мери је утицала виша цена нафте (близу 90% раста вредности увоза нафте, нафтних деривата и гаса од 449 млн евра последица је раста њихове цене на светском тржишту). Расту увоза доприноси и опоравак домаће потрошње, која је утицала на то да увоз потрошне робе буде повећан за 11,8% мг. Слична кретања потврђује и структура увоза посматрано по намени ЕУ, према којој је највећи

³⁰ Од априла 2017. послује под називом *HBIS GROUP Serbia Iron & Steel*.

допринос увозу потекао од интермедијарних производа и енергената, а у мањој мери и од капиталних и нетрајних потрошних добара.

Покривеност робног увоза извозом у 2018. износила је 74,6%, а по укључењу услуга – 83,8%. Извоз робе је у децембру био за 113,8% виши од свог преткризног нивоа,³¹ док је робни увоз надмашио свој преткризни ниво за 30,9%.

9. Економска активност

Према подацима Републичког завода за статистику, реални раст БДП-а у 2018. години износио је 4,3% (рачунато као збир тромесечја), што представља највиши раст у последњих десет година. Највећи допринос расту потекао је од натпросечних резултата у пољопривреди и грађевинарству, као и од раста активности у већини услужних сектора. Поред тога, позитиван допринос потиче и од раста индустријске производње, упркос успоравању екстерне тражње у П2.

Посматрано у односу на преткризни ниво,³² економска активност је на крају 2018. била виша за 13,0% мерено БДП-ом, а 15,9% мерено НДВ-ом.

Индустријска производња је током 2018. остварила раст бруто додате вредности од 1,0% и позитивно је

допринела кретању БДП-а са 0,2 п.п. Спорији раст него претходних година последица је успоравања економске активности у зони евра, која је наш најзначајнији спољнотрговински партнер. На индустријску производњу у 2018. одразило се и спровођење капиталних ремонта у термоелектранама, као и ниски водостаји река, што је за последицу имало пад активности у сектору рударства од 4%, односно раст активности у сектору енергетике од 1%.

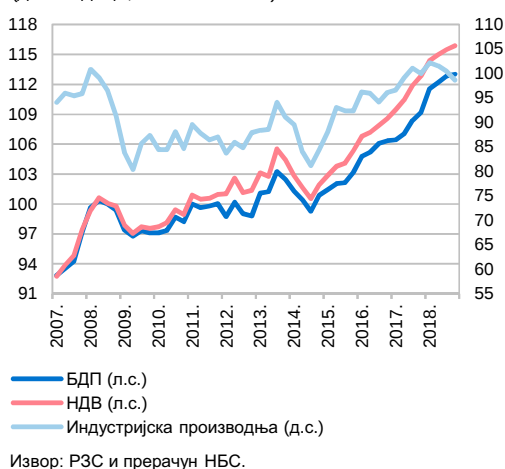
Раст физичког обима прерађивачке индустрије посебно је био изражен у П1 (3,2% м.г.), али је под утицајем ниже екстерне тражње успорио у П2 (на 0,6% м.г.), тако да је на нивоу целе године износио 1,8%. На нижу производњу у прехранбеној индустрији одразило се и увођење такси, најпре од 10%, а затим од 100% на производе који се испоручују на Косово и Метохију. Посматрано на годишњем нивоу, раст физичког обима производње остварен је у 18 од 24 области, при чему највећи допринос потиче од производње нафтних деривата (0,4 п.п.) и производње основних метала (0,2 п.п.). С друге стране, смањена је и производња моторних возила, што је последица фазе циклуса у којој се налази „Фијатов” модел аутомобила који се производи у Србији.

Убрзана реализација инфраструктурних пројеката, на коју указује и раст капиталних расхода државе од 46%

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



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



³¹ Ниво из П1 2008.

³² Ниво из П1 2008.

у 2018, и опоравак тржишта непокретности утицали су на то да сектор **грађевинарства** у 2018. оствари раст од 12,7%, уз допринос расту БДП-а од 0,5 п.п. Снажан раст потврђују и показатељи грађевинске активности, па је тако у 2018. повећана производња грађевинског материјала за 7,8%, за колико је повећан и број формално запослених у грађевинарству, чиме је у 2018. достигао највиши ниво у последњих пет година. Број издатих грађевинских дозвола повећан је за 5,5%, а предвиђена вредност радова на основу тих дозвола за 8,7%.

Наставак раста приватне потрошње у 2018. допринео је повећању активности у **услугним секторима**, који су збирно остварили раст бруто додате вредности од 3,8%, уз допринос расту БДП-а од 2,0 п.п. Посматрано по секторима, највећи допринос расту БДП-а потиче од трговине (0,6 п.п.), што потврђује и раст реалног промета у трговини на мало од 4,2%. На позитивна кретања указују и показатељи из области туризма, који су у 2018. остварили двоцифрене стопе раста, пошто је реалан промет у угоститељству повећан за 10,1%, а број долазака и ноћења туриста за 11,2% и 12,1%, респективно. На већу активност у сектору саобраћаја указује раст физичког обима саобраћаја од 5,3%.

Раст бруто додате вредности **пољопривредне производње** у 2018. износио је 15,6%, уз допринос

расту БДП-а од 0,9 п.п. Тако је пољопривредна производња у 2018. години била изнад вишегодишњег просека, чему су у највећој мери допринели повољни метеоролошки услови. На то указују подаци о оствареним приносима, пре свега житарица, при чему је већина пољопривредних култура остварила двоцифрену стопу раста у односу на десетогодишњи просек.

Графикон III.9.4. Показатељи грађевинске активности

(тримесечни просеци дсз., 2017 = 100)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

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



Извор: РЗС и прерачун НБС.

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



Извор: РЗС и прерачун НБС.

* Процена НБС.

10. Зараде и запосленост

Повољна кретања на тржишту рада обележила су целу 2018, чему је у највећој мери допринело убрзање привредног раста. Тржиште рада карактерише наставак раста формалне запослености и пад незапослености на најниже нивое за последњих 25 година, тј. откад постоје упоредиви подаци, као и више просечне зараде у свим делатностима.

Укупна просечна номинална нето зарада повећана је за 6,5% у 2018, што је резултат снажног привредног раста и више минималне цене рада. Упоредо с растом зарада у приватном сектору, расле су и зараде у јавном сектору, захваљујући одличним резултатима фискалне политике током претходне четири године.

Више просечне зараде у 2018. забележене су у свим привредним делатностима, чиме се потврђује да је током целе године опоравак тржишта рада, као и привредни раст, био секторски распрострањен. Највећи раст остварен је у услужним делатностима (информисање и комуникације, смештај и исхрана, саобраћај), као и у областима у којима доминира јавни сектор (државна управа, здравствена и социјална заштита и образовање). Такође, зараде су повећане и у делатностима трговине, прерађивачке индустрије, грађевинарства и пољопривреде, које су,

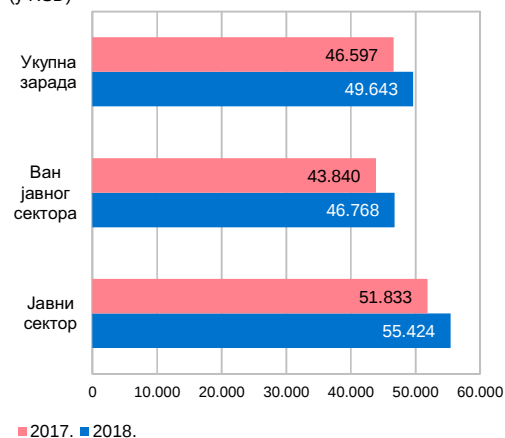
заједно са услугама, највише допринеле расту БДП-а у 2018. години.

Номинална нето маса зарада је у 2018. порасла за 9,4%, захваљујући повећању формалне запослености и вишим просечним зарадама у приватном и јавном сектору. Поред тога, порасла је и продуктивност укупне привреде услед бржег раста БДП-а од раста запослености.

Убрзање привредног раста утицало је и на раст укупне формалне запослености, који је на нивоу просека 2018. износио 3,3%. Према подацима Републичког завода за статистику, добијеним из базе Централног регистра обавезног социјалног осигурања, раст формалне запослености био је одређен растом запослености код правних лица и повећањем броја предузетника и запослених код њих, док је број индивидуалних пољопривредника наставио да се смањује.

Приватни сектор је био покретач раста формалне запослености током 2018. године, првенствено по основу већег запошљавања у делатностима прерађивачке индустрије, грађевинарства, трговине и услужним делатностима. С друге стране, мањи број запослених забележен је у областима пољопривреде и рударства, као и у делатностима енергетике,

Графикон III.10.1. Просечна номинална нето зарада (у RSD)



Извор: РЗС.

Графикон III.10.2. Просечна номинална нето зарада по делатностима (у хиљ. RSD)



Извор: РЗС.

водоснабдевања и државне управе. На то је доминантно утицао наставак процеса рационализације броја запослених у јавном сектору, у оквиру кога је број запослених највише смањен у јавним предузећима.

И у 2018. години настављен је тренд смањења незапослености, чему доприноси унапређење пословног и инвестиционог амбијента, као и спровођење активних мера и програма запошљавања на тржишту рада.³³ Према евиденцији Националне службе за запошљавање, незапосленост је у 2018. пала на најнижи ниво у последњих четврт века, тако да је на крају године број незапослених износио 552.513, што је за 66.314 лица мање него у истом периоду 2017. Незапосленост је смањена у свим групама занимања, а највеће смањење односило се на занимања повезана с прерађивачком индустријом, трговином, угоститељством и туризмом, која у исто време бележе и раст запослености. Такође, незапосленост је смањена и у занимањима повезаним с пољопривредом, саобраћајем и грађевинарством.

На повољна кретања на тржишту рада указују и резултати Анкете о радној снази, која укључује и оцену о кретањима на неформалном делу тржишта рада. Стопа партиципације становништва радног узраста (15–64 године) на нивоу просека 2018.

Табела III.10.1. Кретања формалне запослености и незапослености у 2018.
(мг. стопе раста, просек периода)

	T1	T2	T3	T4
Укупан број формално запослених	3,3	3,2	3,3	3,4
Запослени код правних лица	3,3	3,1	3,2	3,4
Приватни предузетници и запослени код њих	6,2	6,2	6,7	6,4
Индивидуални пољопривредници	-7,3	-7,7	-8,2	-8,3
Незапослени	-10,1	-10,1	-10,5	-10,8
Први пут траже запослење	-10,7	-10,8	-10,9	-11,5
Били у радном односу	-9,8	-9,7	-10,3	-10,5

Извор: РЗС и Национална служба за запошљавање.

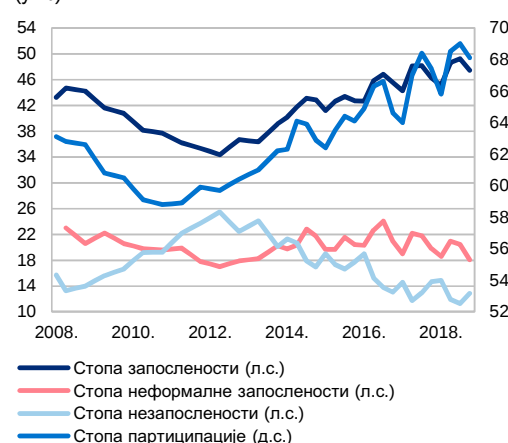
износила је 67,9% и била је за 1,2 п.п. виша него у 2017. Повећана је и стопа укупне запослености, и то за 0,9 п.п., на 47,6%, а остварено повећање у целини је резултат раста формалне запослености. На даљи опоравак тржишта рада упућују и просечна стопа незапослености, која је у 2018. пала на 12,7% (са 13,5% у 2017), и стопа дугорочне незапослености од 7,6%, што су најнижи нивои откад постоје упоредиви подаци. Поред тога, незапосленост је у просеку наставила да се смањује и међу младом популацијом (15–24 године), и то за 2,2 п.п., на 29,7% у 2018. години.

Графикон III.10.3. Структура мг. раста формалне запослености
(у п.п., просек периода)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

Графикон III.10.4. Показатељи тржишта рада према Анкети о радној снази
(у %)



Извор: РЗС.

³³ Активне мере и програми запошљавања укључују: услуге посредовања у запошљавању, каријерно вођење и саветовање, субвенције за запошљавање, подршку samozapošljavanja, додатно образовање и обуке, посебне програме за младе у процесу транзиције из система образовања на тржиште рада и др.

Додатак 1.**Програм 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 $3,0\%$ 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.
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.

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

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

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.

Списак графикана и табела

Графикони

II.2.1.	Референтна каматна стопа и коридор каматних стопа	10
II.2.2.	Стање продатих/купљених ХоВ Народне банке Србије	10
II.2.3.	Обим стерилизације ликвидности инструментима монетарне политике	10
II.3.1.	Допринос м.г. стопа раста потрошачких цена	13
III.1.1.	Ревизија прогноза реалног раста БДП-а за 2019. и 2020. ММФ-а	15
III.1.2.	Кретање хармонизованог индекса потрошачких цена по земљама	16
III.1.3.	Кретање индекса потрошачких цена по земљама	16
III.1.4.	Кретање курсева одређених националних валута према долару	18
III.1.5.	Кретање цена нафте и бакра	19
III.1.6.	Индекс светских цена хране	19
III.2.1.	Покривеност текућег дефицита СДИ	21
III.2.2.	Структура финансијског биланса	21
III.2.3.	Девизне резерве и покривеност краткорочног спољног дуга	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	25
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	26
III.3.6.	Кретање каматних стопа на девизне кредите и депозите привреди и становништву	26
III.3.7.	Показатељ премије ризика – <i>EMBI</i> по земљама	27
III.3.8.	Кретање курса динара и интервенције Народне банке Србије на девизном тржишту	27
III.3.9.	Кретање курса динара и евра према долару	27
III.3.10.	Кретање курсева одређених националних валута према евр	28
III.3.11.	Индекс <i>BELEX15</i> и промет на Београдској берзи	28
III.4.1.	Монетарни агрегати и потрошачке цене	30
III.4.2.	Кредитна активност и БДП	30
III.4.3.	Структура новоодобренних кредита привреди	31
III.4.4.	Утицај појединих фактора на промену кредитних стандарда у одобравању кредита и кредитних линија предузећима	31
III.4.5.	Структура новоодобренних кредита становништву	31
III.4.6.	Утицај појединих фактора на промену кредитних стандарда у одобравању кредита и кредитних линија становништву	32
III.4.7.	Учешће <i>NPL</i> у укупним кредитима, бруто принцип	32
III.5.1.	Учешће динарских пласмана у укупним пласманима банака привреди и становништву	33
III.5.2.	Секторска структура пласмана банака	34
III.5.3.	Учешће динарских депозита у укупним депозитима привреде и становништва	34
III.5.4.	Секторска структура депозита банака	35
III.6.1.	Инфлациона очекивања финансијског сектора за годину дана унапред	35
III.6.2.	Текућа инфлација и инфлациона очекивања 12 месеци унапред	36
III.6.3.	Перципирана и очекивана инфлација становништва	36
III.6.4.	Очекивана инфлација за две године унапред	36

III.7.1. Буџетски приходи, расходи и резултат	37
III.7.2. Јавни дуг	37
III.8.1. Доприноси годишњој стопи раста БДП-а – расходна страна	39
III.8.2. Извоз и увоз робе и услуга	39
III.8.3. Робна размена у еврима	39
III.9.1. Доприноси м.г. стопи раста БДП-а – производна страна	40
III.9.2. Кретање показатеља економске активности	40
III.9.3. Доприноси м.г. расту физичког обима индустријске производње	41
III.9.4. Показатељи грађевинске активности	41
III.9.5. Доприноси годишњој стопи раста БДП-а – производна страна	41
III.10.1. Просечна номинална нето зарада	42
III.10.2. Просечна номинална нето зарада по делатностима	42
III.10.3. Структура м.г. раста формалне запослености	43
III.10.4. Показатељи тржишта рада према Анкети о радној снази	43

Табеле

II.3.1. Допринос м.г. стопи раста потрошачких цена	12
II.3.2. Раст и доприноси компоненти расту потрошачких цена у 2018.	13
III.2.1. Платни биланс Републике Србије	20
III.4.1. Монетарни преглед	29
III.10.1. Кретања формалне запослености и незапослености у 2018.	43

