



Народна банка Србије

2018

јануар–јун

ПОЛУГОДИШЊИ ИЗВЕШТАЈ

О МОНЕТАРНОЈ ПОЛИТИЦИ

2018

јануар–јун

ПОЛУГОДИШЊИ ИЗВЕШТАЈ
О МОНЕТАРНОЈ ПОЛИТИЦИ

НАРОДНА БАНКА СРБИЈЕ

Београд, Краља Петра 12

Тел. 011/3027-100

Београд, Немањина 17

Тел. 011/333-8000

www.nbs.rs

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.

Полугодишњи извештај о монетарној политици – јануар–јун 2018. размотрен је и усвојен на седници Извршног одбора 6. септембра 2018. године.

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

Извршни одбор Народне банке Србије:

Др Јоргованка Табаковић, гувернер

Мр Веселин Пјешчић, вицегувернер

Др Диана Драгутиновић, вицегувернер

Др Жељко Јовић, вицегувернер

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

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

**СКРАЋЕНИЦЕ КОРИШЋЕНЕ
У ОВОМ ИЗВЕШТАЈУ**

БДП – бруто домаћи производ

б.п. – базни поен

ДФО – друге финансијске организације

дсз. – десезонирано

ЕМВИ – индекс обвезница тржишта у успону

ЕЦБ – Европска централна банка

ИПЦ – индекс потрошачких цена

МДТ – међубанкарско девизно тржиште

млн – милион

млрд – милијарда

мг. – међугодишње

ММФ – Међународни монетарни фонд

NPL – проблематични кредити

ОРЕС – 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

ФОМС – Федерални комитет за операције на отвореном тржишту

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 периоду јануар–јун 2018. године	7
2. Инструменти монетарне политике	9
Операције на отвореном тржишту	9
Депозитне и кредитне олакшице	9
Обавезна резерва	9
Каматне стопе	10
Операције на девизном тржишту	10
Девизни своп	11
3. Остварење циљане инфлације у периоду јануар–јун 2018. године	11
III. Макроекономски услови спровођења монетарне политике	13
1. Међународно окружење	13
2. Међународне трансакције	17
Платнобилансна кретања и девизне резерве	17
Међународна инвестициона позиција земље	19
3. Кретања на финансијском тржишту	20
Каматне стопе	20
Премија ризика земље	23
Кретања на девизном тржишту и курс динара	24
Кретања на берзи	25
4. Новац и кредити	26
Монетарни агрегати М1, М2 и М3	26
Кредити банака	27
5. Показатељи степена динаризације	29
6. Инфлациона очекивања	31
7. Фискална политика	32
8. Агрегатна тражња	33
Домаћа тражња	34
Нето екстерна тражња	35
9. Економска активност	36
10. Зараде и запосленост	38
Додатак 1. Програм монетарне политике Народне банке Србије у 2018. години	41
Списак графикана и табела	43

Резиме

Инфлација је на почетку 2018. очекивано успорила раст, чему је допринео излазак једнократних поскупљења с почетка прошле године из обрачуна међугодишње инфлације, као и задржавање ниских инфлаторних притисака по основу већине фактора. У априлу се међугодишња инфлација нашла на овогодишњем минимуму од 1,1%. У мају је започела кретање ка циљу и у јуну је износила 2,3%. **На ниске инфлаторне притиске указивала је и базна инфлација (по искључењу енергије, хране, алкохола и цигарета), која је од марта износила 0,8% међугодишње, што је њен најнижи ниво откад се мери променом индекса потрошачких цена.** Инфлациона очекивања финансијског сектора и привреде и за годину и за две године унапред остала су усидрена око централне вредности циља од 3%.

Према пројекцији Народне банке Србије, инфлација ће се у наредне две године кретати у границама циља – до краја 2019. највероватније ће бити испод централне вредности циља, с тим да ће јој се привремено приближити у првим месецима наредне године због ефекта ниске базе с почетка 2018. Главни фактори који ће утицати на такво кретање инфлације у средњем року јесу раст агрегатне тражње и постепено слабљење дезинфлаторних притисака због апрецијације динара у претходном периоду. У супротном смеру деловаће висока база код цена воћа и поврћа и нафтних деривата, а у кратком року и ниски трошкови у производњи хране.

Ниски инфлаторни притисци и повољна домаћа макроекономска кретања омогућили су додатно ублажавање монетарне политике, тако да је **у марту и априлу референтна каматна стопа додатно снижена за по 25 базних поена, на 3,0%, што је њен најнижи ниво у режиму циљања инфлације.** Имајући у виду ефекте дотадашњег ублажавања монетарне политике и очекивано кретање инфлације и њених фактора у наредном периоду, као и неизвесност на међународном робном и финансијском тржишту,

Извршни одбор Народне банке Србије у мају и јуну није мењао висину референтне каматне стопе.

Кретања у међународном окружењу обележили су и даље повољни изгледи за глобални привредни раст, мада су повећани ризици да би он могао бити спорији него што се очекује, пре свега због заоштравања трговинских тензија. Од почетка године привредни раст је успорен у зони евра, нашем најзначајнијем трговинском партнеру, али се, према оцени Европске централне банке, очекује да у средњем року остане стабилан и широко распрострањен. Вођен инвестицијама и приватном потрошњом, **привредни раст у региону Западног Балкана је убрзан, чему је, према оцени Европске комисије, у највећој мери допринела Србија.** Повољни изгледи раста очекују се и за већину других привреда овог региона, које су такође наши важни спољнотрговински партнери. Иако је инфлација у међународном окружењу расла од почетка године, пре свега због раста цена нафте, она је и даље умерена у већини земаља. Различит карактер монетарних политика водећих централних банака додатно је изражен у првој половини 2018, али су глобални финансијски услови, иако нешто пооштрени, и даље повољни. Томе су допринеле најаве Европске централне банке да ће референтна каматна стопа у зони евра остати на непромењеном нивоу најмање до краја лета 2019. године, као и да ће, након што оконча програм квантитативног попуштања крајем 2018, наставити да реинвестира главнице доспелих хартија од вредности.

Ублажавање монетарне политике одразило се и на даљи пад каматних стопа на динарске кредите, при чему је **просечна каматна стопа на нове динарске кредите привреди забележила нови минимум у мају (4,6%), а на нове динарске кредите становништву у јуну (10,1%).** Нижа цена задуживања на домаћем тржишту, уз ефекте раста економске активности, праћеног опоравком тржишта рада, појачане конкуренције међу банкама, пада

премије ризика земље, као и ниских каматних стопа на тржишту новца у зони евра, доприносила је наставку раста кредитне активности, који је у јуну убрзан на 7,6% међугодишње, упркос интензивираним активностима на решавању питања проблематичних кредита. Притом, захваљујући успешном спровођењу Стратегије за решавање проблематичних кредита, као и поменутом бржем расту кредитне активности, **учешће проблематичних кредита у укупним кредитима смањено је у јуну на 7,8%, што је најнижи ниво од 2008.** када је овај показатељ квалитета активе банака уведен.

Повољан макроекономски амбијент, наставак интензивног улагања у инфраструктуру и нижи трошкови задуживања подстакли су **раст инвестиција. Оне су у највећој мери и допринеле знатном убрзању раста бруто домаћег производа, на 4,9% у првом полугодишту ове године, што је највећи раст у последњих десет година.** Поред тога, већи расположиви доходак домаћинстава по основу раста зарада и запослености у приватном сектору и повољнијих финансијских услова утицао је на то да се потрошња домаћинстава повећа, што је такође позитивно допринело расту економске активности. Посматрано с производне стране, раст бруто домаћег производа у првој половини 2018. био је претежно вођен растом активности у грађевинарству и услужним секторима захваљујући интензивној реализацији инфраструктурних пројеката и опоравку домаће тражње. Позитивно је допринела и индустрија, као и пољопривреда, која ће, по свему судећи, остварити изнадпросечан раст у овој години.

Очекујемо да и у наставку године сви производни и услужни сектори позитивно допринесу расту бруто домаћег производа, који би, према нашој новој процени, на нивоу године требало да износи око 4%. Посматрано с расходне стране, очекујемо да највећи допринос расту бруто домаћег производа наставе да пружају инвестиције и потрошња домаћинстава. Такође, **очекујемо да даље спровођење реформи обезбеди основу да динамика раста бруто домаћег производа од око 4% остане одржива и у средњем року.**

У првом полугодишту **настављен је динамичан и широко распрострањен раст извоза прерађивачке индустрије,** који је износио 10,8% међугодишње и који је забележен у свим њеним областима. С друге стране, наставак текућег инвестиционог циклуса и повећане потребе индустрије за опремом и репроматеријалом, а у мањој мери и раст светске цене

нафте и потрошње домаћинстава утицали су на међугодишњи раст робног увоза израженог у еврима од 11,6%. Ипак, виши робни дефицит у потпуности је компензован вишим суфицитом у размени услуга и секундарног дохотка, као и мањим дефицитом примарног дохотка, тако да је **укупан текући дефицит у првој половини 2018. износио 5,4% бруто домаћег производа, што је за 0,7 процентних поена ниже него у истом периоду претходне године.**

Смањене макроекономске неравнотеже, унапређен пословни амбијент, као и повољнији изгледи за раст у наредном периоду, одразили су се на повољнију перцепцију ризика земље. **Прилив капитала у првој половини 2018. био је троструко већи него у истом периоду претходне године.** У структури прилива, доминантно место су задржале стране директне инвестиције, које су износиле 1,3 милијарде евра нето, што је за 12,1% више него у првој половини 2017. и више него довољно за покриће дефицита текућег рачуна (130,9%). У првој половини 2018. остварен је и нето прилив портфолио инвестиција од 147,1 милион евра, што је резултат пре свега улагања нерезидената у динарске десетогодишње државне хартије од вредности на примарном тржишту, чија је тражња на појединим аукцијама знатно надмашивала понуду. **Очекујемо да ће дефицит текућег рачуна и у наредном периоду у пуној мери бити покривен нето приливом страних директних инвестиција, што ће бити један од фактора екстерне одрживости у средњем року.**

Наставак динамичног раста извоза и висок прилив капитала доприносили су и апрецијацијским притисцима, који су преовладавали у првој половини године, тако да је динар у том периоду ојачао према еврџу за 0,3%. Како би ублажила прекомерне краткорочне осцилације курса динара, Народна банка Србије је у том периоду интервенисала на међубанкарском девизном тржишту нето куповином 1.190,0 милиона евра. То је у највећој мери допринело и **расту девизних резерви Народне банке Србије, које су у току прве половине године повећане за 1.142,6 милиона евра и на крају јуна су износиле 11.104,3 милиона евра.** Ниво девизних резерви Србије и даље је адекватан и обезбеђује заштиту од екстерних потреса, с обзиром на то да обезбеђује покривеност новчане масе М1 са 195% и више од пет месеци увоза робе и услуга.

У првој половини године настављени су и **повољни фискални трендови, које осликава суфицит буџета на консолидованом нивоу од 1,5% бруто домаћег производа и пад учешћа јавног дуга у бруто**

домаћем производу испод 60%. Томе је допринео раст консолидованих прихода, који су у првој половини године били реално већи за 3,2% него у истом периоду претходне године, захваљујући вишим издвојеним доприносима за социјално осигурање услед опоравка формалног тржишта рада, као и расту прихода од акциза. Истовремено, консолидовани расходи су реално били виши за 4,6% међугодишње, а на њихов раст највише су утицали знатно виши капитални расходи, а затим и виши расходи за запослене, док су расходи за камате и расходи за активирани гаранције смањени. Као резултат већег емитовања динарских хартија од вредности, **повећава се учешће јавног дуга у динарима (са 23,0% крајем 2017. на 24,9% у јуну 2018), што доприноси смањењу валутног ризика.** Повољнија фискална кретања од почетка године од очекиваних упућују на то да ће буџет на консолидованом нивоу и ове године остварити бољи резултат него што је то планирано Фискалном стратегијом.

Повољна кретања економске активности од почетка 2018, вођена снажним растом инвестиција, позитивно

су се одразила и на тржиште рада, тј. на даљи раст зарада, пре свега у приватном сектору, повећање формалне запослености и смањење броја незапослених на најнижи ниво у последњих 20 година. На сличне тенденције указују и резултати Анкете о радној снази за Т2 2018, према којима је стопа партиципације и запослености виша него у истом периоду претходне године, док се стопа незапослености спустила близу историјског минимума из Т2 2017. и износила је 11,9%. У прилог постигнутим резултатима говоре и извештаји *IBM Global Locations Trend*, према којима је **Србија у 2016. и 2017. години била прва у свету према релативном броју нових радних места везаних за пројекте по основу прилива страних директних инвестиција**, с процењених 3.000 радних места на 1 милион становника.

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

I. Стратешки оквир монетарне политике

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

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

Циљ Народне банке Србије за инфлацију дефинисан је као стопа укупне инфлације (с дозвољеним одступањем) мерена годишњом процентуалном променом ИПЦ-а. Циљ је утврђен у виду јединствене вредности с дозвољеним одступањем.

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

Важан разлог за смањење циља за инфлацију од 2017. године била су већ дужи период ниска и релативно стабилна инфлациона очекивања финансијског сектора и привреде и за годину и за две године унапред, што је истовремено била потврда већег кредибилитета монетарне политике Народне банке Србије. Поред тога, раст регулисаних цена у последње три године био је знатно спорији него што је то био случај раније. С обзиром на то да је наведена промена резултат опредељења Владе РС да нерационалности у пословању јавних предузећа решава првенствено смањењем трошкова пословања, а не поскупљењима робе и услуга тих предузећа, закључено је да би раст регулисаних цена требало да остане релативно низак и у наредном периоду.

Снижење циља потврђује одлучност носилаца економске политике да инфлација у средњем року остане ниска, стабилна и предвидива. И на тај начин

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

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

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

се доприноси даљем унапређењу пословне и инвестиционе климе, паду дугорочних динарских каматних стопа, као и већој употреби динара у финансијским трансакцијама, а тиме и смањењу валутног ризика и трошкова привреде, становништва и државе. Поред тога, нови, нижи циљ за инфлацију и даље је изнад нивоа квантитативне дефиниције ценовне стабилности и нивоа циљане инфлације у развијеним земљама (2,0% или 2,5%), чиме је остављен простор за даље одвијање процеса ценовне конвергенције.

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

Поред тога, треба имати у виду да је циљана инфлација средњорочни циљ, тј. да остварена инфлација може краткорочно одступати од циљане услед егзогених поремећаја. Народна банка Србије дозволиће привремено одступање инфлације од утврђеног циља у случају када би враћање инфлације на циљ у кратком временском периоду захтевало такве промене у монетарној политици које би изазвале додатне макроекономске поремећаје. То се односи и на случајеве наглих промена цена примарних производа 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**. У том режиму, Народна банка Србије спроводи интервенције на девизном тржишту у случају прекомерних краткорочних осцилација на девизном тржишту, угрожености финансијске и ценовне стабилности, као и потребе да се заштити адекватан ниво девизних резерви.

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

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

II. Монетарна политика и остварење циљане инфлације

1. Монетарна политика у периоду јануар–јун 2018. године

Монетарна политика се у П1 2018. водила у складу с **Програмом монетарне политике Народне банке Србије у 2018. години.**⁴ У Програму се наводи 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. Програм предвиђа да ће Народна банка Србије 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 – **смањена је током П1 за укупно 50 б.п., на 3,0%,** што је њен најнижи ниво у режиму циљања инфлације. **Смањењем референтне каматне стопе, у условима ниских инфлаторних притисака, Народна банка Србије пружа додатну подршку кредитној активности и привредном расту, који се убрзавају.**

Пажљиво пратећи и анализирајући кретања у домаћем и међународном окружењу, Извршни одбор је оценио да очекивано кретање инфлације и њених фактора у наредном периоду, уз даље јачање домаћих показатеља, пружа могућност за додатно ублажавање монетарне политике. У складу с тим, у **марту и априлу донео је одлуке о додатном снижењу референтне каматне стопе за по 25 б.п., на 3,0%.**

Паралелно са смањењем референтне каматне стопе, Извршни одбор је у априлу донео и одлуку о **сужењу коридора каматних стопа, са $\pm 1,5$ 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 додатно успорила у априлу на 1,1% м.г. На ниске инфлаторне притиске указивало је и кретање базне инфлације на нивоу од 0,8% м.г., 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 отпорност на евентуалне негативне утицаје глобалних фактора. Постигнуте резултате у области фискалне консолидације и одрживости јавних финансија најбоље су илустровали подаци о преласку из фискалног дефицита у суфицит од прошле године, нижој премији ризика и већем кредитном рејтингу земље. Ако се суди по цени коју су били спремни да плате за државне ХоВ, инвеститори сматрају да је Србија знатно сигурнија за улагања него што је то била у претходном периоду. Према оцени Извршног одбора, постигнуто поправљање перцепције ризика Србије од кључне је важности за повољнији третман и финансијске услове које држава може добити на

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

међународном 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 утиче на већи прилив СДИ и раст улагања страних инвеститора у динарске државне ХоВ, што је допринело наставку апрецијацијских притисака на девизном тржишту и у овој години.

Смањење референтне каматне стопе на најнижи ниво у режиму инфлационог циљања, заједно с већом конкуренцијом међу банкама, ниском премијом ризика земље и ниским каматним стопама на тржишту новца у зони евра, доприносило је наставку раста кредитне активности. Поред тога, даље унапређење пословног амбијента, висок и пројектно распрострањен прилив СДИ, реализација инфраструктурних пројеката и досадашње ублажавање монетарне политике, према оцени Извршног одбора, 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 даљег опоравка на тржишту рада. **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 и да ће сличну динамику задржати и у 2019.** Најпре се очекивала стопа раста БДП-а у овој години од око 3,5%, да би у мају, с већим растом инвестиција од очекиваних, Извршни одбор истакао да је вероватније да ће привредни раст у овој години бити већи од процењеног, а затим у августу и повећао процену раста за ову годину на 4%. По оцени Извршног одбора, раст економске активности допринеће слабљењу дезинфлаторних притисака по основу домаће тражње и у наредном периоду.

Поред домаће тражње, Извршни одбор је очекивао да ће екстерна тражња у средњем року наставити да знатно подстиче раст БДП-а. Раст наших најважнијих трговинских партнера, зоне евра и земаља региона, уз ефекте инвестиција из претходног периода, требало би позитивно да делује на даљи раст извоза. Ипак, Извршни одбор је био опрезан у оценама због растућег протекционизма у међународној трговини и заоштравања геополитичких тензија. Поред тога, раст зоне евра је био успорен од почетка године, због чега је ЕЦБ у јуну кориговала наниже пројекцију раста зоне евра за ову годину, за 0,3 п.п., на 2,1%, док је за 2019. и 2020. пројекција раста остала непромењена.

Ипак, ЕЦБ је оценила да је раст зоне евра у средњем року и даље стабилан и широко секторски и географски распрострањен.

Имајући у виду неизвесност у међународном окружењу, као и ефекте дотадашњег ублажавања монетарне политике и очекивано кретање инфлације и њених фактора у наредном периоду, Извршни одбор **у мају и јуну није мењао висину референтне каматне стопе.** Када је у питању међународно робно тржиште, кретање цена примарних производа у наредном периоду било је неизвесно. Цена нафте је била на растућој путањи током П1 и за 36% виша него у истом периоду претходне године. Кретање светске цене нафте одредили су и фактори на страни тражње, и фактори на страни понуде, а пре свега пораст тражње у водећим привредама, варијације у понуди због геополитичких тензија, као и договори о производњи између земаља *OPEC*-а и Русије. Неизвесно је било и кретање цена примарних пољопривредних производа на светском тржишту, које су од јуна почеле да падају због све јачих глобалних трговинских тензија.

Неизвесност на финансијском тржишту произлазила је и из различитих монетарних политика водећих централних банака, ФЕД-а и ЕЦБ-а, што би могло да утиче на односе њихових валута и токове капитала према земљама у успону, а тиме и Србији. ФЕД је током П1 наставио с нормализацијом монетарне политике и у марту и јуну повећао референтну каматну стопу. С друге стране, ЕЦБ је водила експанзивну монетарну политику, задржала каматне стопе на историјски најнижем нивоу (висину референтне каматне стопе на нули, а стопу на депозитне олакшице испод нуле) и наставила да спроводи нето куповине ХоВ, мада у смањеном износу од почетка године (30,0 млрд евра), уз најаву да ће их у том износу спроводити до краја септембра 2018, а потом у смањеном износу (15,0 млрд евра) до краја године. 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.

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

2. Инструменти монетарне политике

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

Операције на отвореном тржишту

Главне операције на отвореном тржишту Народне банке Србије и током П1 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 записа високе номиналне вредности наставак је праксе из претходних година која банкама омогућава да адекватније располажу хартијама у оквиру исте серије и једноставније управљају ликвидношћу.

Током П1 организовано је 26 аукција репо продаје ХоВ. Аукције су организоване једном недељно, **по моделу варијабилне вишеструке каматне стопе**. Укупна продаја ХоВ износила је 1.350,75 млрд динара. Остварени обим продаје био је мањи него у П2 2017. године (1.501,75 млрд динара).

Просечно стање ХоВ Народне банке Србије у портфолију банака током П1 износило је 51,5 млрд динара, што је за 6,7 млрд динара мање него у П2 2017. Посматрано у односу на крај 2017. године, стање тих ХоВ је повећано за 19,9 млрд динара и крајем јуна је износило 65 млрд динара.

Депозитне и кредитне олакшице

Банке су у П1 2018. преко ноћи депоновале средства код Народне банке Србије. У посматраном периоду, просечно дневно стање тако депонованих средстава износило је 16,2 млрд динара, што је за 1,0 млрд

динара више него у П2 2017. Посматрано по месецима, највише просечно месечно стање депонованих средстава забележено је у марту (18,5 млрд динара), а најниже у априлу (13,0 млрд динара).

У П1 банке су кредитне олакшице користиле само као дневни (*intraday*) кредит (шест банака). Дневни кредит је коришћен у укупном износу од 11,7 млрд динара, с тим да је највећи износ коришћен у јануару (8,5 млрд динара).

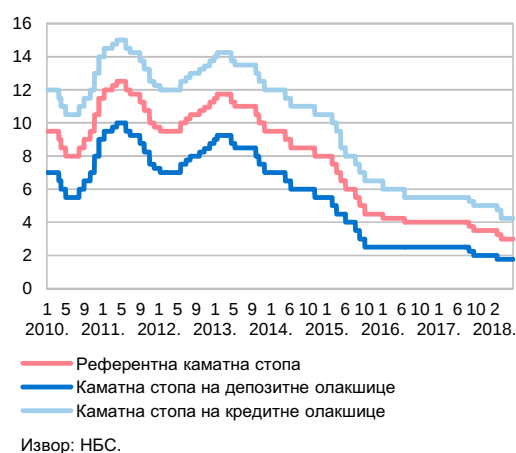
Обавезна резерва

Током П1 није било регулаторних промена које се односе на обавезну резерву (није мењана Одлука о обавезној резерви банака код Народне банке Србије).

У посматраном периоду, обрачуната обавезна резерва која се издваја у динарима повећана је за 6,0 млрд динара и у јуну је износила 161,8 млрд динара. Наведено повећање резултат је раста и чисто динарске обавезне резерве (за 2,4 млрд динара) и девизне обавезне резерве која се издваја у динарима (за 3,6 млрд динара).

У истом периоду, обрачуната обавезна резерва која се издваја у девизама повећана је за 73,1 млн евра и износила је 1.762,0 млн евра. Такво кретање је резултат повећања девизне основице за 672,3 млн евра, услед раста задуживања банака у иностранству и девизне штедне грађана.

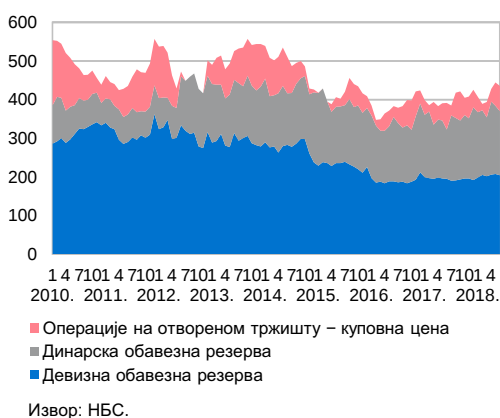
Графикон II.2.1. **Референтна каматна стопа и коридор каматних стопа**
(дневни подаци, на годишњем нивоу, у %)



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



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



Каматне стопе

Референтна каматна стопа Народне банке Србије смањена је у П1 два пута, у марту и априлу, за по 25 б.п. (на 3,0%).

У априлу је сужен и коридор каматних стопа, са $\pm 1,50$ п.п. на $\pm 1,25$ п.п., у односу на референтну каматну стопу.

Каматна стопа по којој Народна банка Србије обрачунава и плаћа камату на износ оствареног просечног дневног стања издвојене динарске обавезне резерве смањена је у марту и априлу за по 25 б.п. (на 1,25%).

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. Интервенције на девизном тржишту имале су за циљ да смање прекомерне краткорочне осцилације девизног курса, очувају ценовну и финансијску стабилност и одрже адекватан ниво девизних резерви.

У П1 2018. године динар је номинално ојачао према еврју за 0,3% највише као резултат:

- 1) боље уравнотежености понуде и тражње за девизама домаћих предузећа (повољна платнобилансна кретања);
- 2) повећаног интересовања страних инвеститора за улагање у дугорочне динарске државне ХоВ;
- 3) повећања кредитне активности банака (раст нето индексиране имовине)⁵ и
- 4) сезонски појачаног прилива девиза од туризма у Т2⁶.

Народна банка Србије је у П1 интервенисала на МДТ-у нето куповином 1.190,0 млн евра (куповина 1.370,0 млн евра и продаја 180,0 млн евра). Девизне интервенције су реализоване искључиво по тржишним условима, прихватањем курсева које су нудиле банке (улога *price taker*-а).

Динар је у Т1 номинално ојачао према еврју за 0,1%. Док су јануар карактерисали депрецијацијски притисци, условљени пре свега дејством привремених – сезонских фактора (пре свега појачане тражње за девизама домаћих предузећа увозника енергената), од фебруара преовладавају апрецијацијски притисци. Динар је у јануару номинално ослабио према еврју за 0,2%, а Народна банка Србије је интервенисала продајом девиза у

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

⁶ Уобичајено у периоду ускршњих и првомајских празника и током пролећне туристичке сезоне.

износу од 180,0 млн евра. Од фебруара је уследио период у којем је динар био изложен апрецијацијским притисцима, који су у фебруару и марту били изазвани у највећој мери активношћу нерезидената на домаћем финансијском тржишту, пошто су продавали девизе ради финансирања куповине државних ХоВ, пре свега десетогодишњих бенчмарк ХоВ. У фебруару и марту Народна банка Србије је интервенисала куповином девиза у укупном износу од 580,0 млн евра.

Динар је у Т2 номинално ојачао према еврџ за 0,3%, а Народна банка Србије је на МДТ-у искључиво куповала девизе (790 млн евра). Апрецијацијски притисци у овом периоду били су изазвани, пре свега, повећаним нето откупом ефективнџ странџ новца и повећањем нето индексиране имовине банака, као и динамичним извозом и приливџ СДИ.

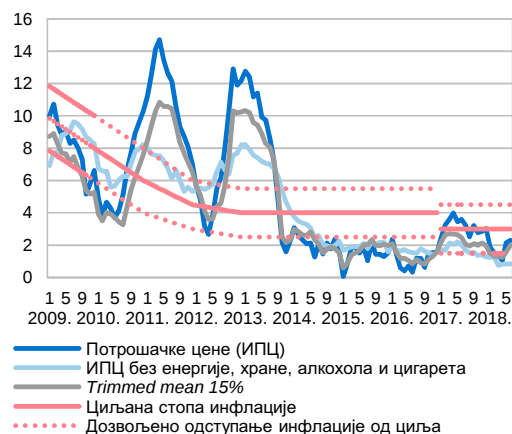
Девизни свџп

Како би подстакла развој међубанкарске свџп трговине и омогућила банкама да ефикасније управљају својџм ликвидношћу, Народна банка Србије је у П1 наставила да организује редовне тромесечне и двџнедељне аукције свџп продаје и куповине девиза за динаре. У П1 организовано је 48 двџнедељних свџп аукција, на којима је Народна банка Србије укупно свџп купила и свџп продала по 25,0 млн евра, и 48 тромесечних свџп аукција, на којима је укупно свџп купила и свџп продала по 108,0 млн евра. Највећи обим реализације у П1 забележен је у јануару, када је свџп продато и свџп купљено по 43,0 млн евра. На крају П1, стање девизних потраживања и девизних обавеза Народне банке Србије по основу тромесечних свџп аукција износило је по 28,0 млн евра, док по основу двџнедељних свџп аукција није било девизних потраживања и обавеза према банкама.

3. Остварење циљане инфлације у периоду јануар–јун 2018. године

Мг. инфлација је на почетку 2018. очекивано успорила раст, чему су допринели пре свега излазак једнократних поскупљења с почетка прошле године из обрачуна мг. инфлације и задржавање ниских инфлаторних притисака по основу већине фактора. У априлу се нашла на овогодишњем минимуму од 1,1%. Од маја је започела кретање ка циљу и у јуну је износила 2,3%. На ниске инфлаторне притиске указује и базна инфлација (по искључењу енергије, хране,

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



Извор: РЗС и прерачун НБС.

алкохола и цигарета), која се од марта налази на нивоу од 0,8% мг., што је њен најнижи ниво џткад се инфлација мери променџ ИПЦ-а.

Посматранџ на мг. нивоу, расту потрошачких цена од 2,3% у јуну позитивно су допринеле све категорије производа и услуга, при чему су највећи допринос мг. инфлацији дале цене непрерађене хране (0,5 п.п.) и цене енергије (0,7 п.п.).

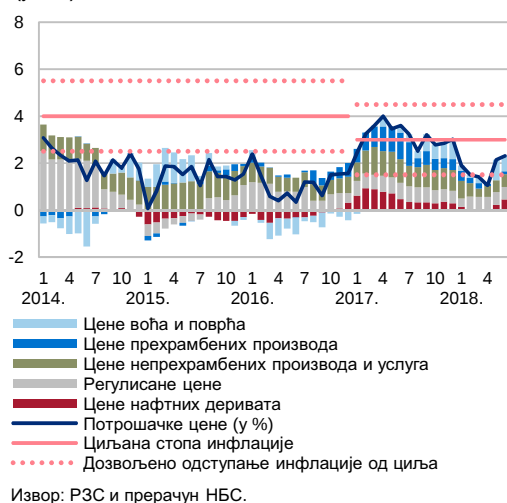
Раст потрошачких цена у П1 износио је 2,2%. Посматранџ на тромесечном нивоу, инфлација у Т1 износила је 0,8% и била је вођена поскупљењем малџг броја производа, пре свега сезонским поскупљењем свежег воћа и поврћа, као и повећањем акциза на цигарете у фебруару. У супротном смеру деловали су сезонски пад цена одеће и обуће и туристичких пакет-аранжмана.

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

	Јун 2017.	Јун 2018.	Разлика
Потрошачке цене (ИПЦ)	3,6	2,3	-1,3
Непрерађена храна	1,0	0,5	-0,5
Воће и поврће	0,3	0,7	0,4
Свеже месо	0,6	-0,1	-0,7
Прерађена храна	0,4	0,2	-0,2
Индустријски производи без хране и енергије	0,7	0,4	-0,3
Енергија	0,8	0,7	-0,1
Нафтџни деривати	0,5	0,4	-0,1
Услуге	0,7	0,4	-0,3

Извор: РЗС и прерачун НБС.

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



Табела II.3.2. Раст и доприноси компоненти расту потрошачких цена у П1 2018.

	Стопе раста (у %)	Доприноси (у п.п.)
Потрошачке цене (ИПЦ)	2,2	2,2
Непрерађена храна	11,3	1,2
Прерађена храна	0,8	0,2
Индустријски производи без хране и енергије	0,4	0,1
Енергија	2,9	0,4
Услуге	1,1	0,3
Показатељи базне инфлације		
ИПЦ без енергије	2,1	1,8
ИПЦ без енергије и непрерађене хране	0,8	0,6
ИПЦ без енергије, хране, алкохола и цигарета	0,4	0,2
Регулисане цене	1,2	0,2

Извор: РЗС и прерачун НБС.

Потрошачке цене су у Т2 порасле за 1,4%. Раст је био опредељен, за овај период године, неубичајеним растом цена поврћа, вишим ценама нафтних деривата, као и сезонским поскупљењем туристичких пакет-аранжмана. За разлику од Т1, регулисане цене су у Т2 готово стагнирале, задржавајући непромењен м. раст.

Базна инфлација је у П1 порасла за 0,4%, пре свега због сезонског поскупљења туристичких пакет-аранжмана, као и поскупљења обуће и одеће у Т2. Раст **регулисаних цена** од 1,2% у П1 скоро у целини је последица поскупљења цигарета у Т1 услед корекције акциза.

Према пројекцији Народне банке Србије, м. инфлација ће се и у наредне две године кретати у границама циља – до краја 2019. испод централне вредности циља, с тим да ће јој се привремено приближити у првим месецима наредне године због ефекта ниске базе с почетка 2018. Главни фактори који ће одредити такво кретање инфлације у средњем року јесу раст агрегатне тражње и постепено слабљење дезинфлаторних притисака по основу апријације динара у претходном периоду, док ће у супротном смеру деловати висока база код групе воћа и поврћа и нафтних деривата. У кратком року дезинфлаторно ће деловати и ниски трошкови у производњи хране.

III. Макроекономски услови спровођења монетарне политике

1. Међународно окружење

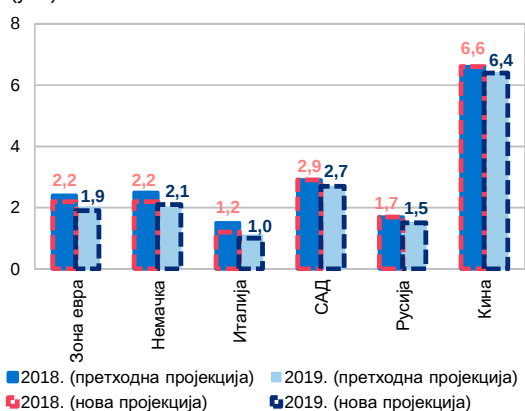
Од почетка године, привредни раст на светском нивоу био је и даље стабилан, али мање уједначен међу земљама, при чему је повећан ризик у погледу изгледа за наредни период, пре свега због тензија у међународној трговини. Иако је привредни раст зоне евра, нашег највећег спољнотрговинског партнера, од почетка године успорен, ЕЦБ очекује да ће он у средњем року остати стабилан и широко распрострањен. Инфлација у међународном окружењу расла је у највећој мери због раста цена нафте, али је у већини земаља и даље умерена.

Након снажног раста у 2017, **економска активност у зони евра** расла је нешто споријим темпом у П1 2018, али је раст остао широко распрострањен по земљама.

Подржан приватном потрошњом и инвестицијама, БДП је растао по стопи од 0,4% дсз. у Т1, а према прелиминарној процени Eurostat-a, сличан темпо раста задржао је и у Т2. Успоравање привредног раста делом одражава корекцију ка дугорочно одрживом нивоу, с обзиром на то да је привреда зоне евра већ неко време расла по стопама које су више од дугорочно одрживих, а делом је и последица привремених фактора, попут лоших временских услова, штрајкова итд.

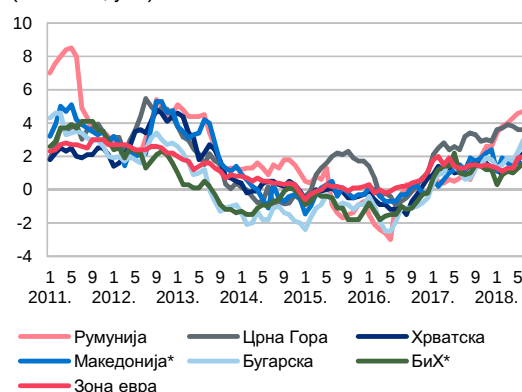
Очекује се да ће повољни услови финансирања и кретања на тржишту рада, као и стабилан раст прихода и профита предузећа, наставити да подржавају привредни раст зоне евра. Ипак, због нижих остварења на почетку године, ММФ је ревидирао наниже прогнозе раста зоне евра, на 2,2%

Графикон III.1.1. Ревизија прогноза реалног раста БДП-а за 2018. и 2019. ММФ-а (у %)



Извор: ММФ WEO (април 2018) и ММФ WEO Update (јул 2018).

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



Извор: Eurostat и статистички заводи појединих земаља.
* ИПЦ.

за 2018. годину. За 2019. очекује се успоравање на 1,9% услед деловања фактора на страни понуде, попут високе искоришћености капацитета и недостатка радне снаге у појединим чланицама. Према оцени ЕЦБ-а, ризици пројекције односе се на повећану нестабилност на међународним финансијским тржиштима и потенцијално даље заоштравање тензија у међународној трговини. На састанку у јулу, председник Европске комисије и председник САД постигли су договор о сарадњи на отклањању трговинских баријера, чиме су донекле ублажени ризици по том основу.

Почетком 2018, просечна мг. **инфлација у зони евра** била је нижа него крајем претходне године због ефекта претходне апрецијације евра према другим светским валутама и износила је 1,2% мг. у Т1. Раст инфлације у зони евра у Т2, на 1,7% мг. у просеку, првенствено је био последица раста цена енергије и непрерађене хране. Инфлација је у јуну достигла највиши ниво од фебруара 2017. године (2,0% мг.). Иако је базна инфлација у П1 била и даље релативно ниска (1,0% мг. у просеку), ЕЦБ у средњем року очекује њен постепен раст, подржан мерама монетарне политике и наставком привредног раста.

На састанку у јуну ЕЦБ је оценила да је постигнут знатан напредак у приближавању инфлације циљаном нивоу и изнела очекивање да ће и у наредном периоду инфлација наставити да се креће близу циља захваљујући снажном привредном расту и усидреним дугорочним инфлационим очекивањима. У јуну су пројекције инфлације за 2018. и 2019. годину ревидиране навише, за по 0,3 п.п. у односу на пројекције из марта, док пројекција за 2020. није мењана, па се сада током целог периода пројекције очекује инфлација на нивоу од 1,7%.

Раст БДП-а у САД у Т2 убрзан је на 1,0% дсз., након нешто слабијег раста почетком године (0,5% дсз. у Т1). Раст је био подржан кретањима на тржишту рада, високим поверењем потрошача и фискалним подстицајима, а у Т2 и нето извозом. У Т2 је остварен највиши привредни раст у последње готово четири године (4,1% на годишњем нивоу), а производни јаз је прешао у позитивну зону, први пут од 2007. Стопа незапослености у јуну износила је 4,0%, а број нових радних места ван пољопривреде остао је на релативно високом нивоу, од преко 200.000 месечно у просеку током П1. ММФ је задржао пројекције за САД на нивоу из априла, тј. на 2,9% за 2018. и 2,7% за 2019.

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



Извор: База података ММФ-а.

* Раст представља апрецијацију.

годину, имајући у виду ефекте фискалних подстицаја и снажну приватну потрошњу.

Инфлација у САД је у П1 и даље била виша него у већини развијених земаља. У марту 2018. достигла је највиши ниво у претходној години дана (2,4% мг.), добрим делом услед ниске базе код цена услуга мобилне телефоније. Након тога је наставила да се креће узлазном путањом, вођена пре свега вишим ценама енергије, да би у јуну износила 2,9% мг., што је њен највиши ниво од фебруара 2012. године. Такође, мерена индексом издатака за личну потрошњу, инфлација је и у Т2 наставила раст из Т1 захваљујући расту доходака (према прелиминарној процени, у јуну је износила 2,2% мг.). Сви чланови *FOMC*-а су у јуну за крај 2018. пројектовали инфлацију, мерену индексом издатака за личну потрошњу, на нивоу нешто изнад циљаног (2%) и очекују да ће се на том нивоу задржати до краја 2020. године.

Привредни раст региона централне и југоисточне Европе настављен је и у 2018, али је услед слабије екстерне тражње успорен у појединим земљама. Очекује се да инвестиције и приватна потрошња и у наредном периоду буду главни покретачи раста, с обзиром на раст зарада и интензивније коришћење средстава из развојних фондова ЕУ. Према најновијем извештају Европске комисије, раст региона Западног Балкана убрзао је у Т1, са 2,7% на 3,5% мг., и био је првенствено вођен растом Србије. Убрзање БДП-а забележено је и у већини других земаља региона.

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

	Април 2018.		Јул 2018.	
	2018.	2019.	2018.	2019.
Пољска	4,1	3,4	4,4	3,5
Чешка	3,5	3,0	3,4	3,0
Мађарска	3,8	3,0	4,1	3,1
Албанија	3,9	3,9	3,8	3,8
Бугарска	3,7	3,4	3,7	3,4
БиХ	3,0	3,2	3,1	3,2
Македонија	3,0	3,2	2,9	3,3
Румунија	4,7	3,6	4,0	3,5
Словенија	4,3	3,4	4,5	3,6
Хрватска	2,8	2,7	2,6	2,7

Извор: Consensus Forecast.

Инвестиције и приватна потрошња су због смањења стопе незапослености и раста кредитне активности наставиле да буду главни покретачи раста.

Међу земљама **централне и југоисточне Европе**, нижу инфлацију у јуну 2018, у односу на крај 2017, имале су Пољска (2,0% м.г.), Македонија (1,4% м.г.) и Србија (2,3% м.г.). У Мађарској је м.г. инфлација благо прешла централну вредност циља и износила је 3,1% у јуну, док је у Бугарској порасла на 3,2%, у Хрватској на 2,4%, у БиХ на 1,9%, а у Црној Гори на 3,4% м.г. Инфлација у Русији је крајем П1 износила 2,3% м.г., што је и даље испод нивоа из децембра 2017. Стопа инфлације у Румунији се од почетка године налази изнад инфлационог циља и достигла је највиши ниво у последњих пет година (5,4% м.г. у јуну). Депрецијација лире, која се кроз раст увозних цена прелила на домаће цене, допринела је наставку раста инфлације у Турској, која је у јуну достигла 15,4%, при чему централна банка циља $5,0 \pm 2\%$.

Различит карактер монетарних политика ЕЦБ-а и ФЕД-а додатно је изражен током П1 услед и даље експанзивне монетарне политике ЕЦБ-а и повећања референтне каматне стопе ФЕД-а, при чему су глобални финансијски услови, мада нешто поопштрени, и даље повољни. **ЕЦБ** је на састанку у јуну најавила да ће програм месечних нето куповина активе од 30 млрд евра спроводити до краја септембра, а да ће га потом, под условом да инфлација настави да се креће у складу са очекивањима, смањити на 15 млрд евра и окончати на крају године. Такође, истиче се да ће ЕЦБ наставити да реинвестира главницу доспелих ХоВ које су купљене у оквиру програма квантитативних олакшица и у дужем периоду након тога, а у сваком случају, колико год је

потребно да се одрже повољни услови ликвидности и адекватан степен монетарног прилагођавања. ЕЦБ је и током П1 задржала каматне стопе на рекордно ниским нивоима – референтну на 0%, а стопе на депозитне и кредитне олакшице на -0,4% и 0,25%, респективно. Притом, на састанку у јуну први пут је користила временску одредницу при саопштавању кретања референтне стопе у будућности, наводећи да очекује да каматне стопе остану на том нивоу најмање до краја лета 2019, а у сваком случају, колико год је потребно да се обезбеди одрживо кретање инфлације ка циљу ЕЦБ-а.

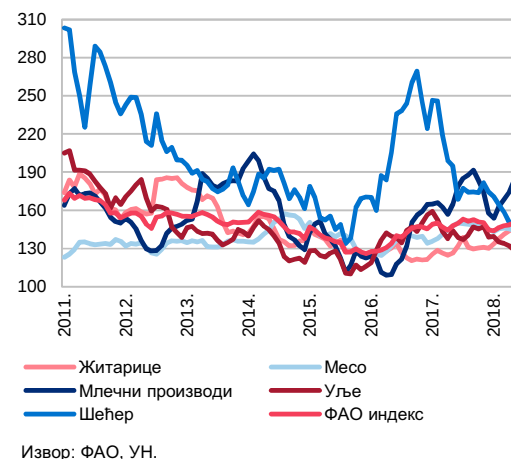
У складу са очекивањима, чланови *FOMC*-а су у јуну донели једногласну одлуку да, након повећања из марта, повећају циљани распон референтне стопе **ФЕД**-а за још 25 б.п., на 1,75–2,0%. Оцењено је да је постепено повећавање референтне стопе у складу са одрживим растом економске активности, повољним кретањима на тржишту рада и инфлацијом, која је близу циљаног нивоа од 2% у средњем року. Највећа неизвесност у погледу будућних кретања потиче од јачања тензија у међународној трговини, које би могле да се одразе на пад пословног поверења и утичу на инвестиционе одлуке. ФЕД је навео да ће наставити са смањењем свог биланса стања – у јуну је реинвестирање доспеле главнице смањено за 30 млрд долара, а од јула се смањује за 40 млрд долара месечно.

Монетарне политике земаља централне и југоисточне Европе разликовале су се током П1 услед различите јачине инфлаторних притисака и фазе циклуса у којој се налазе њихове привреде. Тако су централна банка Чешке и централна банка Румуније повећале референтне стопе, на 1% и 2,5%, респективно. Због пада лире на рекордно низак ниво и раста инфлаторних притисака по тој и другим основама, централна банка Турске је током П1 повећала референтну каматну стопу за укупно 500 б.п., на 17,75%. С друге стране, уз коришћење сета неконвенционалних мера уведених у јануару, централна банка Мађарске је наставила да спроводи монетарно ублажавање, при чему је референтна каматна стопа остала на рекордно ниском нивоу (0,9%). Ни централна банка Пољске није мењала референтну стопу, која се од марта 2015. године налази на 1,5%. Након што је смањила референтну каматну стопу за по 0,25 п.п. у фебруару и марту, на 7,25%, централна банка Русије је није мењала током Т2, с обзиром на знатно слабљење рубље и утицај

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



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



предложених фискалних мера (повећање пореза на додату вредност) на стопу инфлације и инфлациона очекивања.

Раст волатилности на **међународном финансијском тржишту** у фебруару, коме су допринели неизвесност у погледу динамике нормализације политике ФЕД-а и спекулације о пооштравању регулације појединих технолошких водећих фирми у САД, био је привременог карактера. Тако је крајем П1 имплицитна мера волатилности финансијских тржишта (*VIХ*) била незнатно изнад веома ниских нивоа с краја прошле године (16% наспрам 11%). Током П1, неизвесност су доносиле и геополитичке тензије и тензије у међународној трговини.

Поред раста **приноса на државне ХоВ** у САД услед наставка нормализације монетарне политике ФЕД-а, у П1 су, међу развијеним земљама, порасли и приноси на италијанске државне обвезнице услед тешкоћа око формирања владе у Италији. Повећање различитог карактера монетарних политика ЕЦБ-а и ФЕД-а условило је да разлика приноса на америчке и немачке државне обвезнице достигне вишедеценијски максимум (2,6 п.п.).

Након слабљења током 2017. и почетком 2018, долар је у Т2 ојачао према **водећим светским валутама**, што се може објаснити различитим фазама економског циклуса и растом каматног диференцијала између САД и осталих развијених земаља. Тако је, у условима нешто умеренијих економских показатеља зоне евра од претходно очекиваних, евро у П1 ослабио према долару за 2,8%, па се крајем периода курс кретао на нивоу од око 1,17 евра за 1 долар.

Вођен растом тражње и смањењем залиха, раст **цене нафте на светском тржишту**, започет током прошле године, настављен је и у П1, тако да је цена нафте у просеку повећана за 35,9% м.г. Притом, цена нафте је током П1 бележила знатне флукуације и у мају је достигла највиши ниво од 2014. године – близу 80 долара по барелу. На раст цене нафте утицало је и спровођење споразума о ограничавању производње земаља *OPEC*-а и других водећих извозника, као и смањена производња у Венецуели. Поред тога, цена је порасла и услед јачања геополитичких тензија након што су САД одлучиле да се повуку из нуклеарног споразума са Ираном и најавиле поновно увођење санкција, што имплицира да ће Иран смањити понуду нафте. С друге стране, крајем јуна је постигнут договор између земаља *OPEC*-а и Русије о повећању понуде за 1 млн барела дневно, што се одразило на смањење цене нафте. Према оцени Европске комисије, очекује се да ће се цена нафте до краја 2018. кретати око тренутних нивоа, а затим да ће пасти у 2019, пре свега у П2, услед раста понуде у САД. На сличне закључке упућује и кретање фјучерса, према којима се крајем 2018. очекује цена нафте од око 74 долара по барелу, а крајем 2019. од око 71 долар по барелу.

Иако су у П1 порасле и **светске цене хране**, за 3,7%, мерено индексом ФАО, оне су у јуну биле на приближно истом нивоу као и пре годину дана. Међу прехрамбеним производима који улазе у индекс ФАО, цене житарица су у П1 порасле за 9,4%, млечних производа за 15,6% и меса за 2,5%, док су цене уља опале за 10,1%, а шећера за 13,1%.

2. Међународне трансакције

Платнобилансна кретања и девизне резерве

Према прелиминарним подацима, **текући дефицит платног биланса** у П1 је износио 1.013,8 млн евра, што је за 13,9 млн евра ниже него у истом периоду претходне године. Посматрано по структури, виши дефицит у трговини робе, узрокован текућим инвестиционим циклусом, у потпуности је 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 да покрије дефицит текућег рачуна, што је доприносило апresiasiјским притисцима у П1.

Очекујемо да ће дефицит текућег рачуна у 2018. години износити око 5,7% БДП-а и да ће и даље бити у потпуности покривен нето приливом СДИ, који се пројектује на 2,6 млрд евра, или 6,6% БДП-а.

Извоз робе током П1 повећан је у односу на исти период претходне године за 7,7%, док је увоз растао нешто брже (11,6%), што је за последицу имало повећање **дефицита робне размене** за 480,4 млн евра, на 2.290,6 млн евра. Вођен растом извоза прерађивачке индустрије (10,8% мг.), **извоз робе** је у П1 износио 7.504,2 млн евра. Притом, порастао је извоз свих области прерађивачке индустрије, а према подацима спољнотрговинске размене, највише му је допринео раст извоза основних метала (24,5%), производа од гуме и пластике (18,0%), моторних

возила (7,9%) и осталих машина и опреме (16,5%). Иако је опорављен у Т2, због лоше прошлогодишње сезоне, извоз пољопривредних производа је на нивоу П1 нижи за 25,4% мг. Истовремено, **увоз робе** је повећан на 9.794,8 млн евра, што се дугује пре свега повећаним потребама индустрије за опремом и средствима за репродукцију, које прате текући инвестициони циклус. Томе што је раст увоза већи него у истом периоду прошле године највише је допринео раст увоза електричне опреме (43,6%), осталих машина и опреме (23,1%) и основних метала (21,0%). С друге стране, увоз моторних возила и приколица наставио је пад (6,9%), а мањи увоз

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

	П1 2017.	П1 2018.
I. ТЕКУЋИ РАЧУН	-1.027,7	-1.013,8
1. Салдо робне размене	-1.810,2	-2.290,6
1.1. Извоз	6.970,3	7.504,2
1.2. Увоз	-8.780,6	-9.794,8
2. Салдо услуге	387,3	472,6
2.1. Извоз	2.346,7	2.683,1
2.2. Увоз	-1.959,4	-2.210,5
3. Салдо робе и услуга	-1.422,9	-1.818,0
3.1. Извоз робе и услуга	9.317,0	10.187,3
3.2. Увоз робе и услуга	-10.740,0	-12.005,3
4. Примарни доходак	-1.264,1	-1.086,6
4.1. Приходи	257,2	280,0
4.2. Расходи	-1.521,3	-1.366,6
од тога: камате	-489,7	-374,5
5. Секундарни доходак	1.659,3	1.890,8
5.1. Приходи	1.934,0	2.178,3
5.2. Расходи	-274,7	-287,4
II. КАПИТАЛНИ РАЧУН	-2,5	3,6
III. ФИНАНСИЈСКИ РАЧУН (без девизних резерви)	581,7	1.826,8
1. Директне инвестиције – нето	1.184,1	1.327,2
1.1. Актива (потраживања)	-31,5	-78,3
1.2. Пасива (обавезе)	1.215,7	1.405,6
2. Портфолио инвестиције – нето	-190,8	147,1
2.1. Актива (потраживања)	13,6	-11,5
2.2. Пасива (обавезе)	-204,5	158,6
3. Финансијски деривати – нето	6,8	-6,5
3.1. Актива (потраживања)	6,8	-6,5
3.1. Пасива (обавезе)	0,0	0,0
4. Остале инвестиције – нето	-418,4	359,0
4.1. Трговински кредити	-181,3	-265,1
4.1.1. Актива (потраживања)	-588,0	-728,0
4.1.2. Пасива (обавезе)	406,7	462,8
4.2. Финансијски кредити	-339,4	327,4
4.2.1. Актива (потраживања)	-13,1	-67,3
4.2.1.1. Дугорочни	-13,1	-70,0
4.2.1.2. Краткорочни	0,0	2,7
4.2.2. Пасива (обавезе)	-326,3	394,7
4.2.2.1. Дугорочни	-280,0	384,5
4.2.2.2. Краткорочни	-46,3	10,2
4.3. Готов новац и депозити – нето	101,6	296,0
4.3.1. Актива (потраживања)	181,4	157,2
4.3.2. Пасива (обавезе)	-79,8	138,9
IV. Средства резерви	232,7	-1.039,6
V. ГРЕШКЕ И ПРОПУСТИ	215,8	222,9
VI. УКУПНИ БИЛАНС	-232,7	1.039,6

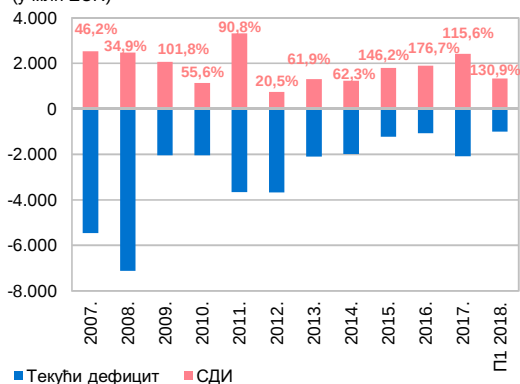
Извор: НБС.

¹⁾ По методологији ВРМ6, осим знаковне конвенције (минусни предзнак у активи представља повећање).

Графикон III.2.1. Покривеност текућег дефицита СДИ

(у %)

(у млн EUR)



Извор: РЗС и НБС.

електричне енергије (70,1%) може се довести у везу са опоравком домаће производње.

Суфицит у **размени услуга** са иностранством повећан је за 22,0% м.г., на 472,6 млн евра, чиме је наставио позитивно да доприноси смањењу текућег дефицита. Притом, повећању суфицита највише су допринеле информационо-комуникацијске и остале пословне услуге.

Истовремено, дефицит на **рачуну примарног дохотка** смањен је за 14,0% м.г. и у П1 је износио 1.086,6 млн евра. То је резултат првенствено мањих расхода по основу портфолио инвестиција (за 29,2%), осталих инвестиција (за 24,9%) и СДИ (за 3,2%), као и већих прихода по основу девизних резерви (за 15,2%) и надокнада за запослене (за 9,6%).

Суфицит на **рачуну секундарног дохотка** повећан је за 14,0% и у П1 је износио 1.890,8 млн евра. Повећање суфицита резултат је пре свега виших нето прилива по основу дознака, који су за 14,1% виши него у истом периоду претходне године и износили су 1.546,2 млн евра.

Прилив на **финансијском рачуну платног биланса** у П1 (1.826,8 млн евра⁷) био је троструко виши него у истом периоду 2017. То је резултат високог прилива СДИ, а прилив капитала остварен је и по основу портфолио инвестиција (док је у истом периоду претходне године по том основу регистрован одлив), као и раста задужења државе и предузећа према иностраним кредиторима.

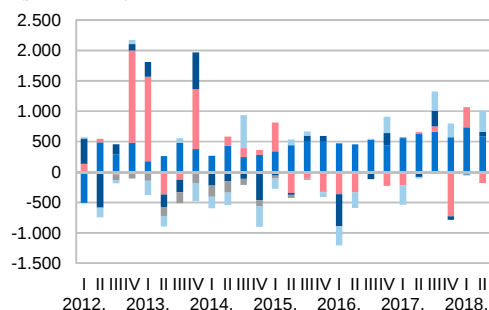
Висок прилив **СДИ** настављен је и у 2018, тако да је по овом основу у П1 остварен нето прилив од 1.327,2 млн евра (7,1% процењеног БДП-а). То је за 12,1% више него у истом периоду претходне године, при чему је прилив СДИ био више него довољан да покрије дефицит текућег рачуна (130,9%). Од тога, 1.010,8 млн евра односило се на улагања у власнички капитал (укључујући и реинвестирану добит), а 316,5 млн евра на међукомпанијске кредите. Притом, задржан је висок степен распрострањености улагања по делатностима. Највише улагања је било усмерено у прерађивачку индустрију (32,0%) и финансијски сектор (27,6%), а знатни износи уложени су и у трговину (16,9%) и грађевинарство (10,4%). Уобичајено, највећи део прилива СДИ чинила су

улагања из земаља ЕУ (око 73,6%), док се на улагања из азијских земаља односило око 10,7% СДИ.

За разлику од П1 2017, када је регистрован одлив (190,8 млн евра), у П1 је по основу **портфолио инвестиција** остварен нето прилив у износу од 147,1 млн евра. То је пре свега резултат улагања нерезидената у динарске десетогодишње државне ХоВ на примарном тржишту, чија је тражња на појединим аукцијама знатно надмашивала понуду. Одлив је регистрован по основу отплате 141 млн евра дуга према Лондонском клубу⁸ у априлу, чиме су у потпуности измирене обавезе РС према овој групи поверилаца, као и по основу продаје државних ХоВ на секундарном тржишту од стране појединих нерезидената.

И по основу **осталих инвестиција** у П1 је остварен прилив (359,0 млн евра), док је у истом периоду претходне године регистрован одлив (418,4 млн евра). Највећи део прилива, 327,4 млн евра нето, односило се на раст задужења резидената према иностраним кредиторима. Од тога, 168,5 млн евра резултат је раста задужења Владе, а 177,4 млн евра прекорграничног задуживања предузећа. Истовремено, смањене су обавезе Народне банке Србије за 3,8 млн евра, а нето одлив по основу финансијских кредита забележен је и код банака (14,1 млн евра). У истом

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



■ Финансијски кредити резидената
■ Кредит ММФ-а и алокација SDR
■ Остало
■ Портфолио инвестиције – нето
■ Директне инвестиције – нето

Извор: НБС.

⁷ Без промене девизних резерви.

⁸ Од тога се 130,9 млн евра односило на превремену отплату дуга према Лондонском клубу поверилаца.

периоду, банке су смањиле своје депозите у иностранству за 157,2 млн евра, док су нерезиденти повећали своје депозите код домаћих банака за 138,9 млн евра. Повећано је и одобрење трговинских кредита нерезидентима за 265,1 млн евра.

Поменути токови на текућем и финансијском рачуну утицали су на то да **девизне резерве Србије** (према платнобилансној методологији⁹) током П1 буду повећане за 1.039,6 млн евра.

Девизне резерве су 30. јуна 2018. износиле 11.104,3 млн евра и биле су веће за 1.142,6 млн евра него на крају 2017. године. Притом, нето ефекат девизних трансакција био је позитиван (девизни прилив био је већи од девизног одлива) и износио је 1.056,9 млн евра, као и нето тржишни ефекти (међувалутне промене, промене цене злата и тржишне вредности ХоВ), који су износили 85,7 млн евра. Девизне резерве земље, према свим критеријумима, и даље су на адекватном нивоу, што обезбеђује додатну заштиту од екстерних потреса. На крају П1 оне су обезбеђивале покривеност новчане масе М1 са 195% и више од пет месеци увоза робе и услуга. Нето девизне резерве, у износу од 9.317,0 млн евра, биле су веће за 1.043,0 млн евра него на крају 2017.

У складу са основним принципима сигурности и ликвидности, девизне резерве су пласиране у

високоликвидне ХоВ чији су издаваоци најразвијеније земље и водеће међународне финансијске институције, као и код централних банака, међународних финансијских организација и првокласних пословних банака. С тим у вези, у структури девизних резерви, на крају јуна 2018, највеће учешће имале су иностране ХоВ (55,0%), затим девизна средства на рачунима у иностранству (27,9%), ефективни страни новац (10,3%), злато (6,2%) и SDR код ММФ-а (0,6%).

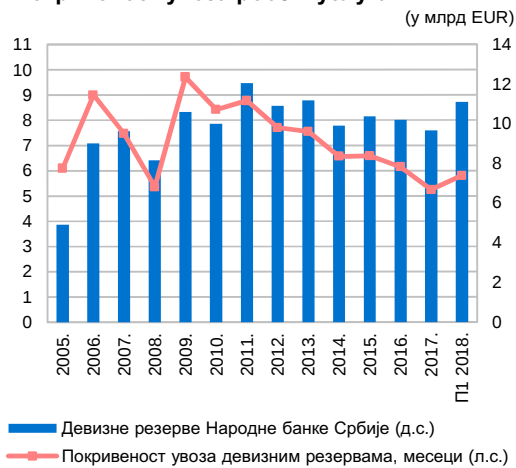
Народна банка Србије је у П1 остварила девизни прилив по основу интервенција на МДТ-у¹⁰ у нето износу од 1.055,0 млн евра. Поред тога, девизни прилив је остварила и по основу продаје ХоВ РС изражених у еврима на домаћем финансијском тржишту у износу од 567,3 млн евра, коришћења кредита за РС у износу од 351,3 млн евра, обављања привременог платног промета с Косовом и Метохијом¹¹ у износу од 225,1 млн евра и донација у износу од 87,3 млн евра. По основу пласмана у иностране ХоВ и камата на девизна средства, у истом периоду остварен је девизни прилив од 23,9 млн евра.

Редовно су измириване обавезе (главнице и камате) према иностраним кредиторима, које су у П1 износиле 688,7 млн евра. Из девизних резерви Народне банке Србије на име доспелих ХоВ РС изражених у еврима емитованих на домаћем финансијском тржишту исплаћено је 515,4 млн евра, а за сервисирање старе девизне штедње 4,2 млн евра.

Међународна инвестициона позиција земље

Међународна инвестициона позиција Србије као нето дужника износила је на крају П1 2018. 36,5 млрд евра, што је за 807,2 млн евра више него на крају 2017. године. Томе је знатно допринео раст најпожељнијих улагања из иностранства – **СДИ, које настављају да премашују половину укупних обавеза резидената према иностранству**. Притом, позитивно је и то што је **тренд смањења учешћа нето међународне инвестиционе позиције Србије у БДП-у, забележен у претходне две године, настављен и у П1 ове године** – њено учешће у процењеном БДП-у¹² смањено је за 2,6 п.п., на 94,4%. То је уједно и њено најниже учешће у БДП-у од 2013. године.

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



Извор: РЗС и НБС.

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

¹⁰ Реализација трансакција по основу интервенција Народне банке Србије на МДТ-у исказује се у складу с рачуноводственим правилима на дан извршења, а не на дан трговања.

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

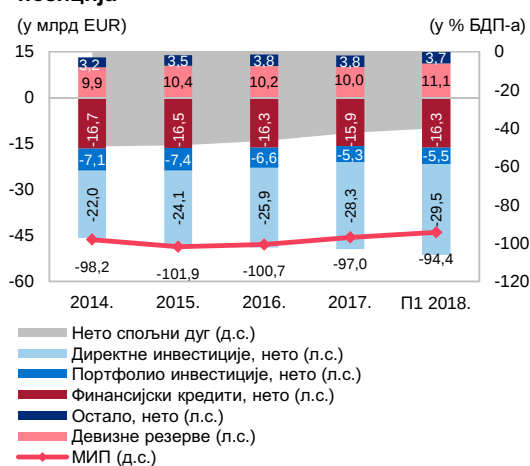
¹² БДП који процењујемо да је остварен у четири последња тромесечја.

Страна финансијска актива Србије повећана је током П1 за 1,9 млрд евра, на 23,0 млрд евра. То повећање је резултат платнобилансних трансакција (1,8 млрд евра), а и међувалутне промене и остале промене деловале су у смеру повећања финансијске aktive (118,6 млн евра). У структури финансијске aktive, највише су повећане **девизне резерве** земље, за 1,1 млрд евра, тако да су на крају П1 износиле 11,1 млрд евра. Оне и даље имају највеће учешће у укупној активи (48,3%). **Остале инвестиције** резидената у иностранство повећане су за 649,9 млн евра, захваљујући пре свега повећању трговинских кредита и аванса нерезидентима (728,0 млн евра), а делом и повећању кредита (67,3 млн евра), док су депозити резидената у иностранству смањени (149,6 млн евра). Повећане су и **СДИ** резидената у иностранство током П1 за 78,3 млн евра, тако да су потраживања по том основу износила 3,1 млрд евра. Стање **портфолио инвестиција** резидената у иностранство повећано је за 15,2 млн евра, па је вредност страних ХоВ у поседу инвеститора из Србије на крају П1 износила 252,5 млн евра.

Страна финансијска пасива Србије повећана је током П1 на 59,5 млрд евра. То повећање је резултат реализованих трансакција од 2,6 млрд евра, а допринеле су му и валутне и остале промене са 138,6 млн евра. Настављен је позитиван тренд из претходних година – раст обавеза резидената према иностранству и у П1 у знатној мери је био резултат

раста **СДИ**, које су повећане за 1,3 млрд евра, на 32,6 млрд евра. Притом, реализоване трансакције по основу СДИ износиле су 1,4 млрд евра, док су валутне и остале промене деловале у смеру њиховог смањења (за 69,2 млн евра). Захваљујући настављеном расту СДИ, обавезе резидената по овом основу и даље премашују половину укупних обавеза према иностранству, са учешћем од 54,9% у укупној пасиви. У односу на крај 2017, повећање СДИ односило се у највећој мери на повећање реинвестиране добити и власничког капитала (за 654,7 и 488,2 млн евра, респективно), док су улагања иностраних инвеститора кроз дужничке инструменте била мања (193,4 млн евра). Поред СДИ, расту укупне пасиве допринело је и повећање **осталих инвестиција**, за 1,1 млрд евра, тако да су оне на крају П1 износиле 21,1 млрд евра, или 35,4% укупне пасиве. У структури осталих инвестиција, највише су повећани финансијски кредити (за 477,9 млн евра, на 16,6 млрд евра) и трговински кредити и аванси (за 462,4 млн евра, на 2,7 млрд евра), а затим и обавезе по основу депозита нерезидената (за 154,0 млн евра, на 1,1 млрд евра). Обавезе резидената, првенствено државе, по основу **портфолио инвестиција** веће су за 254,2 млн евра и на крају П1 износиле су 5,8 млрд евра, или 9,7% укупне пасиве. На повећање тих обавеза утицале су платнобилансне трансакције (за 158,6 млн евра), као и валутне и остале промене на међународном финансијском тржишту (за 95,6 млн евра).

Графикон III.2.4. Међународна инвестициона позиција*



Извор: НБС.

* Прелиминарни подаци.

3. Кретања на финансијском тржишту

Каматне стопе

Смањење референтне стопе Народне банке Србије утицало је на **пад просечне репо стопе**¹³ током П1 за 0,2 п.п., на 2,4%, што је определило и **даљи пад каматних стопа на међубанкарском тржишту новца**.

Каматна стопа **BEONIA** је током јуна у просеку износила 2,2% и у односу на децембар 2017. године била је нижа за 0,2 п.п. Просечан дневни промет на преконоћном међубанкарском тржишту новца у П1 износио је 2,7 млрд динара и у односу на исти период претходне године био је мањи за 14,2%. И каматне стопе **BELIBOR** свих рочности током П1 смањене су за око 0,2 п.п. и у јуну су се у просеку кретале у

¹³ Стопа остварена на репо аукцијама пондерисана износом продатих ХоВ.

распону од 2,3% за најкраћу рочност до 3,05% за рочност од шест месеци.

Услед смањене потребе за финансирањем, држава је у П1 емитовала само динарске бенчмарк обвезнице рочности пет и десет година¹⁴. Већа реализација од планиране¹⁵ на аукцијама одржаним током Т1, услед високе тражње за ХоВ, резултирала је падом каматних стопа. Њиховом паду током Т2 допринело је и мартовско и априлско смањење референтне стопе Народне банке Србије. Посматрано на полугодишњем нивоу, каматна стопа за рочност од пет година смањена је са 4,3%, колико је износила на првој аукцији одржаној у јануару 2018, на 3,95% у јуну. Такође, каматна стопа за рочност од десет година смањена је са 5,3% у фебруару на 4,9% у мају, када је одржана последња аукција ових ХоВ у П1.

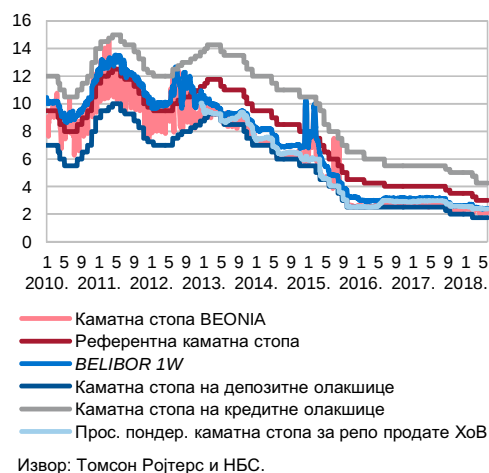
Поред тога, почетком године држава је организовала и две аукције реотварања трогодишњих обвезница емитованих у 2017. години, у номиналном износу од 24,1 млрд динара. На последњој аукцији, која је одржана у фебруару, каматна стопа је износила 3,8% и у односу на новембар 2017. била је нижа за 0,5 п.п.

Током П1 држава је продала ХоВ у номиналном износу од 198,7 млрд динара, чиме је стање продатих динарских ХоВ повећано за 73,7 млрд динара и крајем јуна је износило 699,2 млрд динара, при чему су

повећању стања продатих динарских ХоВ подједнако допринели и домаћи инвеститори и нерезиденти. Наиме, нерезиденти су током П1 повећали улагање у динарске ХоВ за 36,3 млрд динара и крајем јуна у њиховом власништву налазиле су се ХоВ у номиналном износу од 212,7 млрд динара.

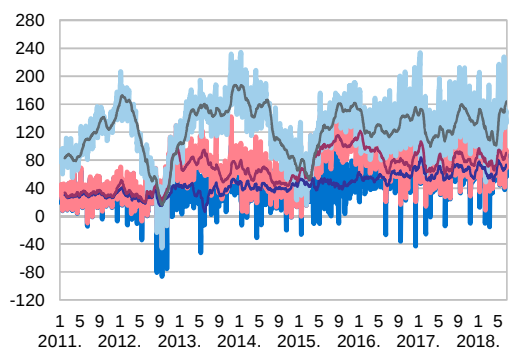
Каматне стопе на ХоВ у еврима такође су опале током П1, и то израженије за ХоВ дуже рочности.

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



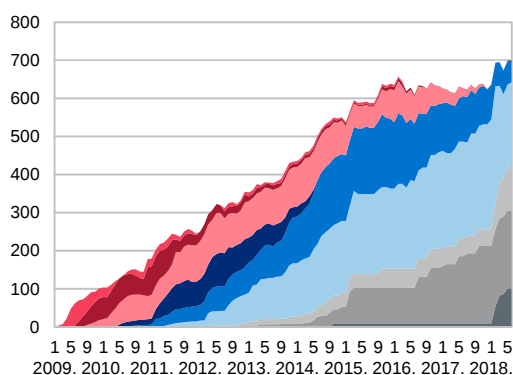
Извор: Томсон Ројтерс и НБС.

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



Извор: НБС.

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



Извор: Министарство финансија.

¹⁴ Купонска стопа од 4,5% за рочност од пет година и 5,875% за рочност од десет година.

¹⁵ Оквирним планом аукција током 2018. предвиђена је продаја бенчмарк обвезница рочности од пет и десет година у номиналном износу од по 110 млрд динара. Закључно с јуном 2018, продате су петогодишње обвезнице у номиналном износу од 83 млрд динара и десетогодишње обвезнице у номиналном износу од 91,8 млрд динара.

Тако су камате на петогодишње обвезнице смањене за 0,6 п.п., на 1,8%, за десетогодишње обвезнице за 0,5 п.п., на 3,5%, док су камате на трогодишње и двогодишње обвезнице смањене за по 0,3 п.п. и крајем П1 износиле су 1,2% и 0,65%, респективно. Каматне стопе за трезорске записе рочности од једне године незнатно су кориговане наниже и током П1 су износиле 0,45%. У јуну је држава први пут понудила седмогодишње ХоВ у еврима, које су продате по купонској стопи од 2,5%. Укупно стање продатих ХоВ у еврима током П1 повећано је за 62,3 млн евра, на 3.187,2 млн евра.

У складу с кретањем на примарном тржишту, током П1 **смањене су и стопе приноса остварене у секундарном трговању**. Током јуна, стопе приноса су се кретале од 2,9% до 3% за рочност до годину дана, односно од 3,3% за рочност од две године (22 месеца) до 4,8% за рочност од десет година (115 месеци). Уз пад каматних стопа, расте промет на секундарном тржишту, који је повећан са 210 млрд динара у П2 2017. на 257,1 млрд динара у П1 2018, чему је највише допринело трговање бенчмарк обвезницама емитованих у 2018. години, на које се односи промет од 102,9 млрд динара.

Просечна пондерисана каматна стопа на динарске кредите становништву током П1 смањена је за 0,5%, на 10,1%, чему је, поред смањења референтне каматне стопе, допринела и изражена конкуренција банака на овом сегменту кредитног тржишта. Наиме, каматна стопа на динарске готовинске кредите, који су уједно и најзаступљенија категорија новоодобрених

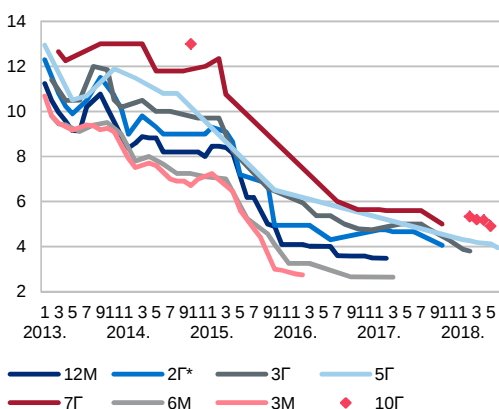
динарских кредита становништву, током П1 смањена је за 0,8 п.п., на 10,4%. Поред тога, банке су смањиле и каматне стопе на остале кредите за 0,2 п.п., на 8,8%, док је каматна стопа на потрошачке кредите повећана за 0,2 п.п., на 8,5% у јуну.

Просечна каматна стопа на нове динарске кредите привреди последњих месеци креће се око 5%, при чему је у мају забележен њен минимум од 4,6%. Посматрано по категоријама, каматна стопа на кредите за обртна средства, у односу на децембар 2017, повећана је за 0,6 п.п., на 4,9% у јуну, каматна стопа на динарске инвестиционе кредите повећана је за 0,4 п.п., на 5,9%, док су каматне стопе на остале кредите незнатно кориговане навише (0,1 п.п.) и у јуну су износиле 5,1%.

Уколико се посматрају **евроиндексирано кредити, пад камата је био израженији за кредите становништву** него за кредите привреди. Наиме, каматне стопе на евроиндексиране кредите становништву смањене су за 0,5 п.п., на 3,8% у јуну, највише услед нижих камата на стамбене кредите – за 0,2 п.п., на 2,8%. Камате на евроиндексиране кредите привреди смањене су за 0,1 п.п., на 2,8%, при чему су камате на инвестиционе кредите смањене за 0,2 п.п., на 3,1%, док су камате на кредите за обртна средства остале готово исте као у децембру 2017. и у јуну су износиле 2,6%.

Током П1 смањене су **каматне стопе на штедњу становништва**, за штедњу у динарима – за 0,4 п.п., на 2,6% у јуну, а за девизну штедњу – за 0,2 п.п., на 0,7%.

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

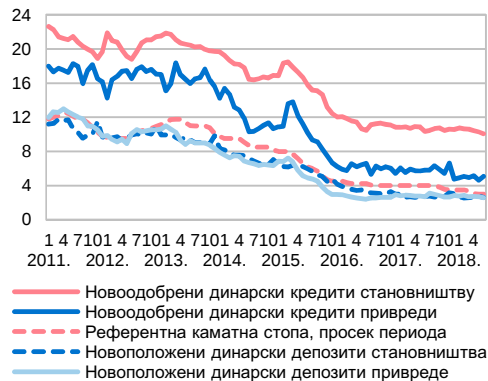


Извор: Министарство финансија.

* 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.

Каматна стопа на орочене динарске депозите привреде нижа је него у децембру 2017. за 0,3 п.п. и у јуну је износила 2,6%, док је у истом периоду просечна каматна стопа на орочене депозите привреде у еврима незнатно повећана, на 0,6%.

Премија ризика земље

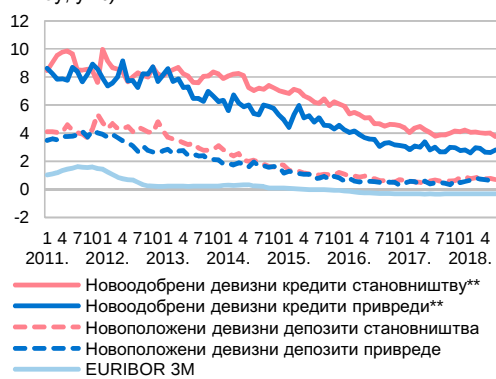
Након што се почетком године спустила на најнижи ниво од априла 2005. године, тј. откада се за Србију прати (18. јануара на 85 б.п.), премија ризика Србије, као и других земаља у успону, под утицајем глобалних фактора умерено је расла. Међутим, мерено *EMBI*, премија ризика Србије је у П1 забележила најмањи раст међу земљама региона (за 38 б.п.), тако да је крајем јуна једино Пољска имала нижу премију ризика од Србије. Просечна вредност *EMBI* у П1 2018, у односу на исти период прошле године, била је нижа за око 65 б.п., што такође потврђује да је на премију ризика Србије утицало јачање домаће економије.

Глобални фактори који су утицали на раст премија ризика земаља у успону током Т2 јесу неизвесност око динамике нормализације монетарних политика водећих централних банака, као и заостравање геополитичких тензија и тензија у међународној трговини. Приноси на државне обвезнице земаља у успону повећани су у већој мери него приноси на америчке десетогодишње обвезнице, тако да је *EMBI Global*, као мера премије ризика, крајем П1 био виши за 77 б.п. него крајем 2017, а толико је износио и раст *EMBI Europe*.

У смеру ниже премије ризика Србије наставили су да делују домаћи фактори, због чега је она расла у мањој мери него у већини земаља у региону. Поправљање перцепције ризика Србије дугује се пре свега смањењу макроекономских неравнотежа, чиме је смањена потреба за задуживањем, затим унапређењу пословног амбијента, као и повољнијим изгледима за раст у наредном периоду. Тиме је истовремено повећана отпорност Србије на евентуалне потресе из међународног окружења.

Агенције *Standard and Poor's* и *Fitch* у јуну 2018. потврдиле су кредитни рејтинг Србије на нивоу **BB** и задржале стабилне изгледе за његово даље побољшање. Према саопштењима агенција, таква одлука опредељена је оценом да ће и у наредним годинама Србија имати стабилан привредни раст, вођен инвестицијама, који је пре свега резултат очуване макроекономске стабилности и растућег поверења инвеститора. Томе доприносе знатно побољшани фискални показатељи, успешна фискална консолидација и остварени примарни суфицит, који су обезбедили наставак смањења учешћа јавног дуга у БДП-у, а важну компоненту чини и очувана ценовна стабилност. Као фактор задржавања стабилних изгледа, наводи се и повећање квалитета aktive и адекватности капитала, уз смањење *NPL* на најнижи ниво, као и знатно поправљање спољне позиције и повећана отпорност на потресе из међународног окружења, што је постигнуто захваљујући снажном расту извоза.

Графикон III.3.6. Кретање каматних стопа на девизне кредите и депозите привреди и становништву*
(просечне пондерисане вредности, на годишњем нивоу, у %)

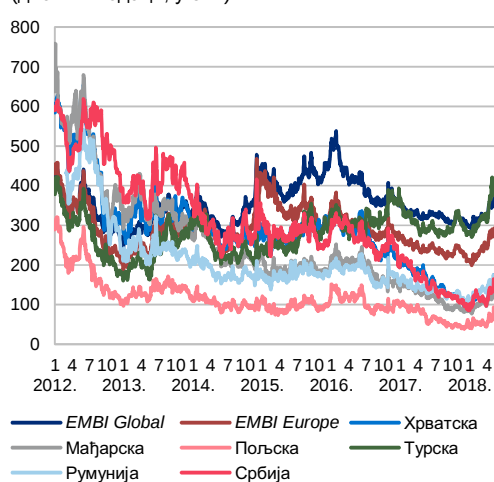


Извор: НБС и Европска банкарска федерација.

* Искључени револвинг кредити, прекорачења по текућем рачуну и дуг по кредитним картицама.

** У еврима и евроиндексирани.

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



Извор: JP Morgan.

Кретања на девизном тржишту и курс динара

Апрецијацијски притисци преовладавали су током већег дела П1, тако да је, посматрано крајем периода, динар ојачао према евр у за 0,3%, а на нивоу просека полугодишта за 1,0%. Разлике у изгледима привредног раста и темпу нормализације монетарних политика САД и зоне евра утицале су на слабљење евра према долару током Т2, због чега је на нивоу П1 евро ослабио према долару за 2,5%, што се одразило и на слабљење динара према долару за 2,2%.

Јануар је био једини месец у П1 који су обележили депрецијацијски притисци, условљени дејством сезонских фактора, пре свега појачане тражње увозника енергената за девизама. У наредним месецима преовладавали су апрецијацијски притисци, којима је, уз висок прилив СДИ и наставак раста извоза, у фебруару и марту допринело велико интересовање односно знатан пораст улагања нерезидената у дугорочне динарске државне ХоВ.

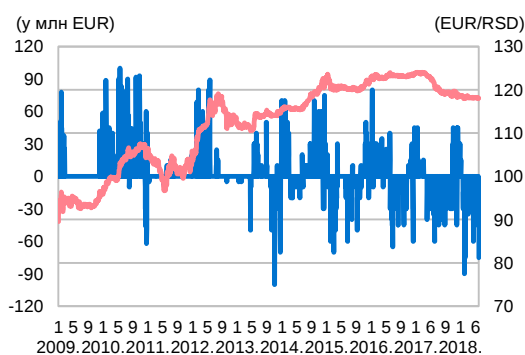
Апрецијацијски притисци, који су преовладавали и током Т2, одражавали су повољнија платнобилансна кретања – наставак динамичног раста извоза и висок прилив СДИ. Посматрано по факторима домаћег девизног тржишта, јачање динара резултат је пре свега високог откупа ефективног страног новца и

раста кредитне активности банака (валутно индексираних активе банака)¹⁶. Откуп ефективног страног новца у Т2 био је виши него у Т1, што је делом и резултат сезонски уобичајено већег прилива дознака. Поред тога, јачању динара доприносила су и повећана плаћања платним картицама нерезидената у Србији. Укупни приливи вишеструко су надмашили тражњу предузећа за девизама, као и тражњу нерезидената, који су, и поред куповине на примарном тржишту државних ХоВ, због доспећа и продаје ХоВ на секундарном тржишту, у Т2 били нето купци девиза од банака.

Релативној стабилности кретања на девизном тржишту већ дуже време доприноси побољшање макроекономских показатеља, о чему говори и успешно окончање трогодишњег аранжмана с ММФ-ом у фебруару 2018. и потврда рејтинга агенција *Fitch* и *Standard and Poor's* у јуну.

Како би ублажила прекомерне краткорочне осцилације курса динара, Народна банка Србије је у П1 интервенисала на МДТ-у нето куповином 1.190,0 млн евра. Притом, на страни продаје девиза интервенисала је само у јануару, а у свим осталим месецима на страни куповине, при чему је куповина 400,0 млн евра током марта била највиша месечна куповина у П1.

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

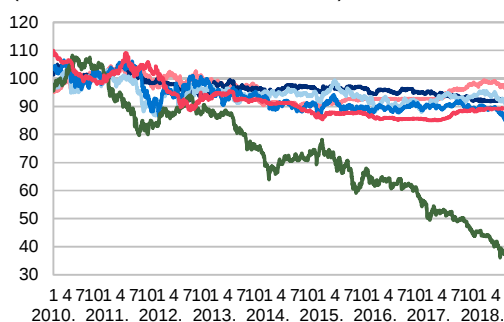


Извор: НБС.

* + продаја; - куповина.

** 1 EUR у RSD.

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

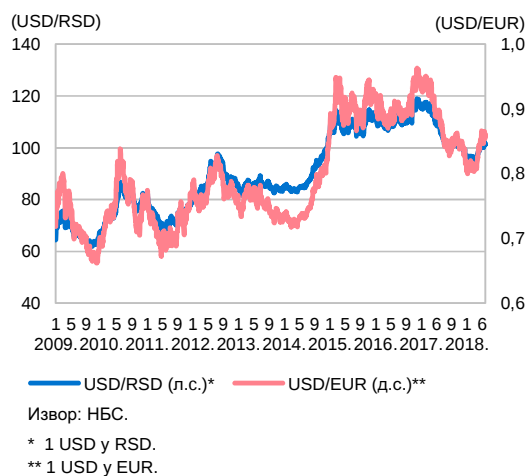


Извор: НБС и веб-сајтови централних банака.

* Раст представља апрецијацију.

¹⁶ У настојању да уравнотеже своју отворену дугу девизну позицију и тако смање изложеност девизном ризику, банке продају девизе, што за резултат има јачање динара.

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



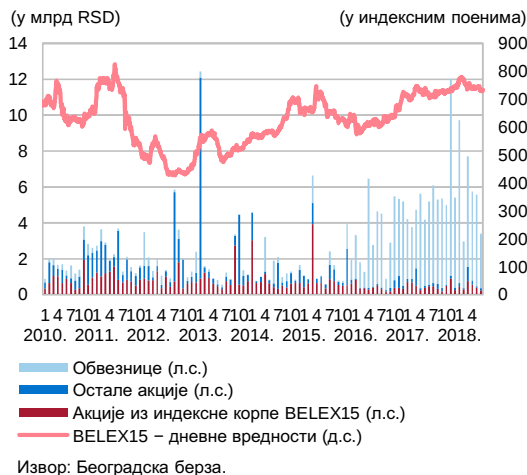
Просечан дневни промет на МДТ-у који је остварен између банака¹⁷ у П1 је износио 30,4 млн евра, што је за 10,3 млн евра више него у истом периоду претходне године.

Динар је био једина валута међу валутама земаља у региону са сличним режимом девизног курса која је ојачала током П1. Вредност румунског леја није промењена, док је чешка круна ослабила за 1,8%, пољски злот за 4,4%, мађарска форинта за 5,6%, а турска лира за 14,7%.

Кретања на берзи

Након раста цена акција на Београдској берзи почетком године, оне су од фебруара благо опале, тако да су вредности оба индекса Београдске берзе смањене током П1 – *BELEX15* за 3,5%, на 733,4, и општи индекс акција *BELEXline* за 6,7%, на 1.550,5 индексних поена, колико је износио крајем јуна. Вредности индекса су умерено опале на већини берзи у региону (Будимпешта –8,3%, Софија –6,4%, Бањалука –5,9%, Подгорица –2,7% и Загреб –1,4%), док су двоцифрен раст вредности остварили само индекси берзи у Скопљу (31,3%) и Љубљани (10%).

У П1 благо расту активности инвеститора на берзи, о чему сведочи укупан промет акцијама од 4,2 млрд динара, што је више за 14,6% него у П2 2017. Као и у претходном периоду, највећи део трговања (65%)

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

односио се на акције из индексне корпе *BELEX15*. На трговање акцијама у којима су учествовали нерезиденти односило се 38% укупног оствареног промета (1,6 млрд динара), при чему су они незнатно више учествовали на страни куповине акција, тако да су на нивоу П1 остварили нето куповину од 0,1 млрд динара.

Откад је омогућено трговање државним обвезницама на берзи (2016), промет овим ХоВ доминира у укупном трговању. Тако је било и током П1, када је промет обвезницама износио 30,9 млрд динара и био је вишеструко већи од промета акцијама, али је у поређењу с П2 2017. био мањи за 13%. Од укупно оствареног промета, 0,3 млрд динара се односи на динарске обвезнице које је емитовала Европска банка за обнову и развој.

Током П1 смањена је вредност тржишне капитализације Београдске берзе за 25,6 млрд динара, на 523,2 млрд динара, што представља 11,4% оцењеног БДП-а. Смањење тржишне капитализације односи се пре свега на регулисан сегмент тржишта, чија је тржишна вредност током П2 смањена за 30,2 млрд динара (од чега се на смањење укупне вредности акција листираних на *open market* сегменту односи 20,7 млрд динара), на 275,6 млрд динара. Капитализација МТП¹⁸ сегмента повећана је за 4,6 млрд динара, на 247,6 млрд динара.

¹⁷ Без Народне банке Србије.

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

4. Новац и кредити

Монетарни агрегати М1, М2 и М3

Убрзање економске и кредитне активности позитивно је допринело расту монетарних агрегата у П1. У супротном смеру је деловало повећање депозита државе код Народне банке Србије на основу **фискалних резултата бољих од очекиваних и успешних аукција петогодишњих и десетогодишњих динарских ХоВ**.

Ако се посматрају **динарске компоненте монетарних агрегата, готов новац у оптицају** је у П1, услед сезонски уобичајеног пада почетком године, смањен за 4,9 млрд динара. Остале динарске компоненте су, упркос уобичајеном паду на почетку године, на нивоу П1 повећане. Депозити по виђењу су порасли за 4,8 млрд динара, а орочени динарски депозити за 21,2 млрд динара. Пад готовог новца, који је готово у потпуности анулиран растом депозита по виђењу, утицао је на то да се М1 нађе на готово истом нивоу као на крају 2017. године, док је услед раста орочених депозита М2 номинално већи за 2,4%.

Посматрано по секторима, највећи раст **трансакционих депозита** забележен је код становништва и ДФО, док су смањени депозити сектора привреде услед пада стања на рачунима

јавних предузећа, пре свега због уплате добити у буџет предузећа из области енергетике. С друге стране, раст **орочених динарских депозита** је у П1 забележен код свих сектора, а најизраженији је био код привреде. Предузећа из области трговине, прерађивачке индустрије и пољопривреде највише су повећала своје динарске депозите, а ефикаснија наплата фискалних прихода допринела је расту средстава на рачунима органа локалне самоуправе. Такође, битно је нагласити да је **динарска штедња** становништва у П1 повећана за 3,2 млрд динара и да је крајем јуна достигла своју **максималну вредност** од 52,7 млрд динара.

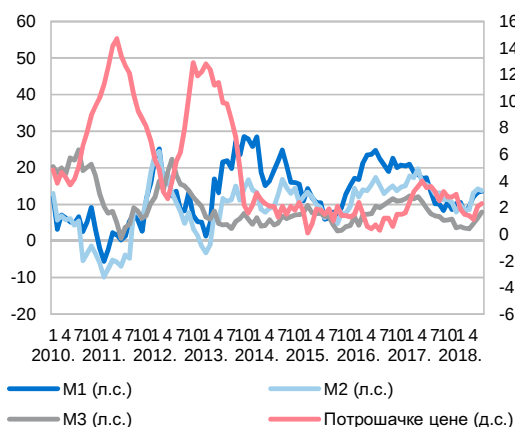
Девизни депозити су у П1 повећани за 458,4 млн евра, чему је допринео и раст девизне штедње становништва, и раст девизних депозита привреде (у Т2) захваљујући **добрим извозним резултатима**, као и **приливима СДИ** и задуживању у иностранству. Мање расту и средства на рачунима ДФО и непрофитних организација, док једино локална

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

	Дец. 2017.	Јун 2018.	Промене у П1 2018.
Нето потраживања од иностранства	986.304	1.084.620	98.315
Нето потраживања банака од иностранства	-200.575	-234.349	-33.774
Нето домаћа актива банкарског сектора	1.289.121	1.261.062	-28.059
Нето домаћи кредити	2.420.598	2.392.857	-27.741
Нето потраживања од државе	353.123	260.691	-92.432
Пласмани држави	634.455	660.640	26.185
Депозити државе	-281.332	-399.949	-118.617
Потраживања од невладиних сектора	2.067.475	2.132.166	64.691
Становништво	904.948	963.274	58.326
Привреда	1.102.713	1.111.615	8.903
Др. финансијске корпорације	30.915	28.015	-2.900
Локални нивои власти	27.627	28.342	715
Непрофитне и др. организације	1.273	920	-353
Остала нето актива	-1.131.477	-1.131.795	-318
Новчана маса М3	2.275.425	2.345.682	70.256
Новчана маса М2	872.007	893.108	21.101
Новчана маса М1	669.673	669.565	-108
Готов новац у оптицају	163.931	159.046	-4.885
Депозити по виђењу	505.742	510.519	4.777
Динарски штедни и орочени депозити	202.334	223.544	21.210
Девизни депозити	1.403.418	1.452.573	49.155

Извор: НБС.

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



самоуправа бележи благо смањење. Управо је раст девизних депозита највише допринео да МЗ, у поређењу са осталим монетарним агрегатима, забележи највећу стопу раста у П1, од 3,1%.

Раст монетарних агрегата, вођен повећањем динарских и девизних депозита привреде и становништва, резултат је досадашњег, али и показатељ будућег привредног раста.

Кредити банака

Укупни домаћи кредити су у П1, без ефекта промене девизног курса¹⁹, порасли за 3,6%, при чему је њихово учешће у оцењеном БДП-у износило 45,0%. Посматрано на мг. нивоу, раст домаћих кредита, искључујући ефекат промене девизног курса, убрзан је у П1 и крајем јуна је износио 7,6%, при чему су кредити привреди убрзали раст на 5,5%, а кредити становништву успорили на 11,1%.

Банке су и у 2018. наставиле са активностима у погледу решавања *NPL* и у шест месеци отписале су 22,6 млрд динара и лицима ван банкарског сектора продале 8,1 млрд динара *NPL* (од чега се половина налазила у билансима). По искључењу отписа и продаје *NPL*²⁰, мг. раст домаћих кредита у јуну је

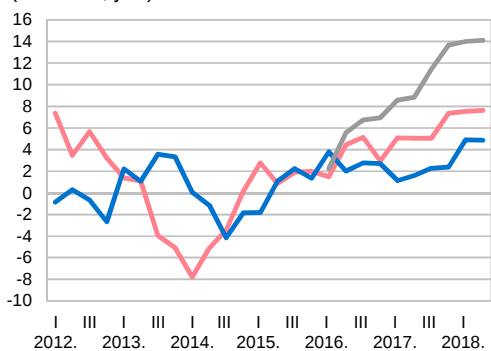
износио 14,1%, при чему су кредити привреди већи за 14,5%, а становништву за 14,3%.

При финансирању кредитне активности, банке су се у већој мери ослањале на домаће изворе финансирања, пре свега на депозите привреде и становништва, а у мањој мери и на кредите узете из иностранства.²¹

Сезонски уобичајено, банке су почетком године одобравале мање кредита сектору привреде, док је у наредним месецима повећана реализација. Раст кредита привреди је у П1, по искључењу ефекта промене девизног курса, износио 1,6%. Притом, банке су од почетка године отписале 14,4 млрд динара проблематичних потраживања привреде, а из својих биланса продале 4,2 млрд оваквих потраживања. Посматрано по наменама, највећи део потраживања банака од привреде и даље су чинили кредити за обртна средства (48,8%), док се на инвестиционе кредите односило око трећине потраживања (31,5%).

Укупан износ новоодобренних кредита привреди у П1 (393,1 млрд динара) готово је непромењен у односу на исти период прошле године, уз раст инвестиционих кредита и кредита за увоз, што потврђује да се инвестиције у већој мери

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



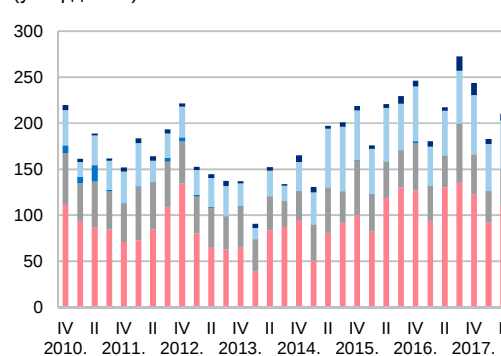
— Укупно домаћи кредити*
— Реални БДП
— Укупно домаћи кредити**

Извор: НБС и РЗС.

* Искључен ефекат промене девизног курса.

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

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



■ За обртна средства ■ Остали
■ Извозни ■ Инвестициони
■ Кредити за увоз

Извор: НБС.

¹⁹ Обрачунато по курсу динара према евр, швајцарском франку и америчком долару на дан 30. септембра 2014. (тзв. програмски курс, који је дефинисан стандардом аранжманом с ММФ-ом из 2015. године), при чему се узима у обзир валутна структура потраживања по основу кредита.

²⁰ Од почетка 2016, закључно с јуном 2018, банке су отписале 169,0 млрд динара и лицима ван банкарског сектора продале 58,2 млрд *NPL* који су се налазили у билансима.

²¹ Показатељ односа кредита и депозита (*LTD* коефицијент) у П1 2018. смањен је за 0,3 п.п., на 96,8%.

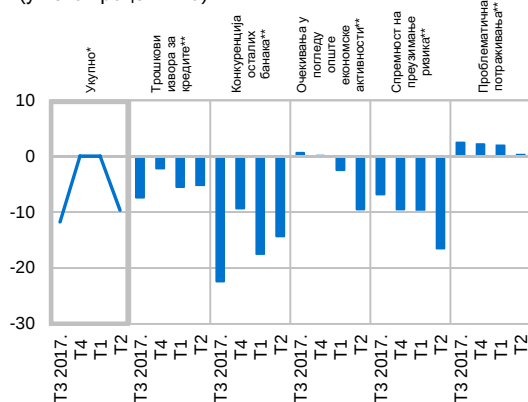
финансирају кредитима банака. Предузећа су и даље највише користила кредите за обртна средства, који су чинили око 51,5% новоодобрених кредита привреди у П1, при чему њихово учешће у односу на претходну годину опада. Истовремено, удео инвестиционих кредита у новоодобреним кредитима расте и у П1 је износио 26,8%.

Резултати анкете Народне банке Србије о кредитној активности банака²² показују да су кредитни стандарди привреди, након два тромесечја без промене, у Т2 ублажени. Ублажавање се у већој мери односило на динарске кредите, а било је најзаступљеније код малих и средњих предузећа. Конкуренција у банкарском сектору, већа спремност на преузимање ризика, као и позитивна очекивања у погледу опште економске активности, препознати су као главни фактори који су у П1 деловали у смеру ублажавања стандарда. Услови по којима су одобравани кредити били су повољнији за привреду у погледу цене, дужих рокова отплате и мањих захтева везаних за колатерал. Банке су приметиле раст тражње привреде за кредитима, који је у П1 био вођен потребом за финансирањем обртних средстава и инвестиција, а од Т2 и активностима у погледу припајања/аквизиције предузећа.

Кредити становништву наставили су да расту и у П1 су, по искључењу ефекта промене девизног курса, повећани за 6,5%. Готовински кредити, заједно с кредитима за рефинансирање, и даље највише доприносе расту, уз знатан допринос и стамбених кредита. По искључењу ефекта промене девизног курса, стамбени кредити су у П1 повећани за 12,4 млрд динара, што је највећи полугодишњи прираст од П2 2011, када је на снази био и програм субвенционисаног стамбеног кредитирања, и готово је једнак укупном расту оствареном у периоду 2013–2016. године. Задуживање по кредитним картицама је смањено, док су прекорачења по текућим рачунима благо повећана у односу на П1 2017.

Обим новоодобрених кредита становништву (238,4 млрд динара) у П1 већи је за 11,6% него у истом периоду прошле године. Становништво се највише одлучивало за динарске готовинске кредите (укључујући и кредите за рефинансирање), који су чинили 59,5% укупних новоодобрених кредита, а скоро три четвртине ових кредита је с роком отплате од преко пет година. Стамбени кредити су у П1 одобрени у износу од 38,4 млрд динара, што је готово непромењено у односу на исти период прошле године,

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

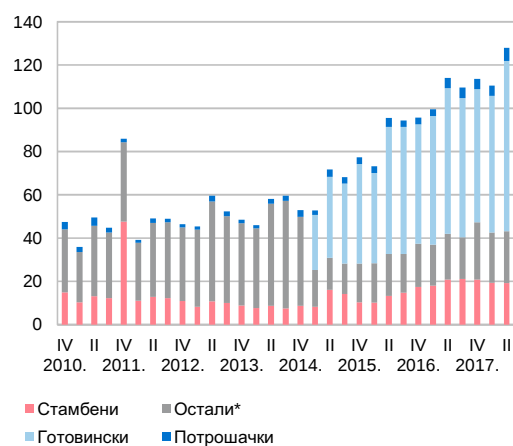


Извор: НБС.

* Позитивне вредности указују на 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.4.5. 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.

²² Поменућу анкету Народна банка Србије спроводи тромесечно, од почетка 2014. године. Учесће у анкети је добровољно, а одзив је готово 100%.

али више за 13,7% ако се искључе рефинансирани кредити код исте банке, с обзиром на то да су поједини корисници у условима нижих каматних стопа рефинансирали стамбене кредите по повољнијим условима.

Резултати анкета о кредитној активности банака показују да је ублажавање кредитних стандарда становништву, које је у Т1 било заступљено за готово све категорије кредита, у Т2 настављено за динарске готовинске кредите и кредите за рефинансирање. Конкуренција међу банкама и нижи трошкови извора за кредите препознати су као главни фактори који су допринели ублажавању стандарда. Услови по којима су одобравани кредити становништву у Т1 били су повољнији због дуже рочности и смањених захтева у погледу колатерала, док су у Т2 смањене и каматне марже и пратећи трошкови кредита. Тражња становништва је наставила да се повећава током П1, а најизраженија је била за динарским готовинским кредитима и девизно индексираним стамбеним кредитима, уз раст тражње и за девизно индексираним потрошачким кредитима (првенствено за кредитима за куповину аутомобила). Потреба за рефинансирањем постојећих обавеза и куповина непокретности, уз

позитивну ситуацију на тржишту некретнина, највише су допринели расту тражње становништва.

Резултати Стратегије за решавање проблематичних кредита, додатно појачани и Одлуком Народне банке Србије о рачуноводственом отпису билансне aktive банке (септембар 2017), настављају да дају одличне резултате – за готово три године износ *NPL* је нижи за преко 60%, а учешће *NPL* у укупним кредитима снижено је за 14,6 п.п. Посматрано од почетка године, учешће *NPL* у укупним кредитима смањено је за 2,0 п.п., на 7,8% у јуну. Од тога, учешће *NPL* у сектору привреде смањено је за 2,3 п.п., на 8,1% у јуну²³, а код становништва за 0,7 п.п., на 4,9%.²⁴ Покривеност *NPL* је и даље на високом нивоу – исправка вредности укупних кредита у јуну износила је 74,8% *NPL*, а регулаторна резервисања за билансну изложеност и даље у потпуности покривају износ бруто *NPL* и у јуну су износила 144,2%. Такође, након увођења стандарда Базел III²⁵, показатељ адекватности капитала додатно је повећан и крајем Т2 износио је 22,9%, што указује на високу капитализованост домаћег банкарског сектора.

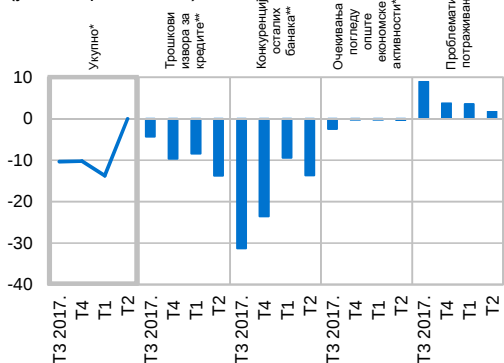
5. Показатељи степена динаризације

Током 2018. Народна банка Србије наставила је да спроводи активности које имају за циљ веће коришћење динара у финансијском систему Србије. Мере монетарне политике које је донела Народна банка Србије допринеле су очувању ценовне стабилности, релативне стабилности курса динара према евр, као и стабилности финансијског система у овом периоду, што представља главни предуслов за успостављање већег поверења у динар.

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

Народна банка Србије је наставила да ради на даљем развоју основних инструмената заштите од девизног ризика. Током 2018. редовно су организоване

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.

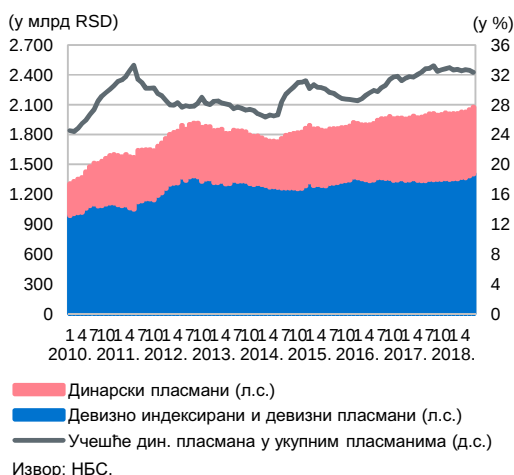
** Позитивне вредности указују на допринос датог фактора поштравању, а негативне ублажавању кредитних стандарда.

²³ Обухвата привредна друштва и јавна предузећа. Ако посматрамо само привредна друштва, учешће *NPL* у укупним кредитима у јуну је износило 8,4% и ниже је за 2,5 п.п. него у децембру 2017.

²⁴ Ако се укључе предузетници и приватна домаћинства, то учешће је смањено за 0,8 п.п., на 5,1%.

²⁵ Регулаторни оквир стандарда Базел III примењује се од 30. јуна 2017. године.

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



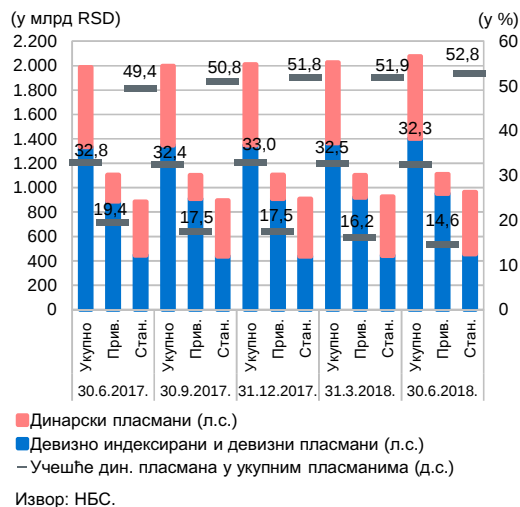
двонедељне и тромесечне своп аукције девиза, чиме се подстиче међубанкарска своп трговина и развој инструмената за управљање ликвидношћу и заштиту од девизног ризика.

У сарадњи с Привредном комором Србије, Народна банка Србије је, организовањем конференције о употреби инструмената за заштиту од девизног (и других тржишних) ризика, поново покренула иницијативу за даљи развој тржишта ових инструмената, а ради подизања свести о важности заштите од финансијских ризика и њеног значаја за унапређење извесности пословања.

У П1 2018. степен динаризације, мерен **учешћем динарских пласмана у укупним пласманима** банака привреди и становништву, смањен је са 33,0% крајем прошле године на 32,3%, колико је износио крајем јуна 2018. године. Смањење степена динаризације у П1 последица је динамичнијег раста валутно индексираних и девизних пласмана од раста динарских пласмана.

Раст валутно индексираних пласмана банака у 2018. био је посебно изражен код привреде и претежно се односи на раст кредита за ликвидност и обртна средства, као и кредита за инвестиције. У овом периоду, предузећа су смањила износ задужења код банака у динарима, делом и због отписа *NPL*, што је имало за последицу смањење степена динаризације

Графикон III.5.2. Секторска структура пласмана банака



пласмана привреди на 14,6%, са 17,5%, колико је износио крајем 2017. године.

У истом периоду степен динаризације пласмана становништву наставио је да се повећава. Крајем П1 овај показатељ је износио 52,8%, што је за 1,0 п.п. више него крајем 2017. Повећање степена динаризације пласмана становништву и даље је резултат раста готовинских кредита, који се, по правилу, одобравају у динарима, и то највећим делом с роковима доспећа дужим од пет година.

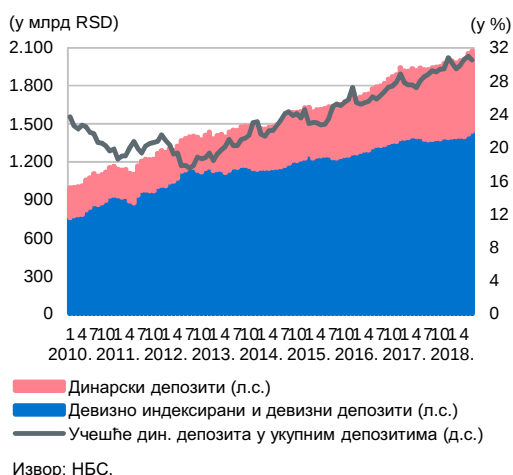
Уколико се искључи ефекат промене девизног курса²⁶, степен динаризације пласмана привреди и становништву смањен је са 32,9% на крају 2017. на 32,2% крајем П1 2018. године.

Ако се посматра **степен динаризације депозита**, учешће динарских депозита у укупним депозитима привреде и становништва код банака крајем П1 износило је 30,5%, што је за 0,3 п.п. мање него на крају прошле године.

Посматрано по секторској структури, то учешће је код становништва у јуну било и даље релативно ниско (17,3%), при чему је настављен тренд његовог повећања (за 0,4 п.п. у П1 2018) – пре свега услед раста трансакционих депозита становништва, што се може довести у везу с повољним кретањима на

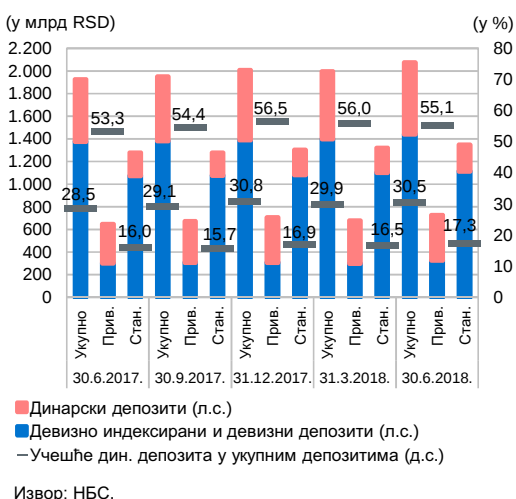
²⁶ Обрачунато по курсу динара према евр, швајцарском франку, америчком долару, британској фунти и јапанском јену, на дан 30. септембра 2014, при чему је у обзир узета валутна структура потраживања по основу кредита.

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



тржишту рада. Динарска штедња је у П1 такође повећана (за 3,2 млрд динара), тако да је крајем јуна 2018. достигла до сада највећи износ (53,3 млрд динара).²⁷ У односу на крај 2012, када је тај тренд започет, након што су Народна банка Србије и Влада РС потписале Меморандум о динаризацији финансијског система Србије у априлу те године, то учешће је повећано за 8,5 п.п.

Графикон III.5.4. Секторска структура депозита банака



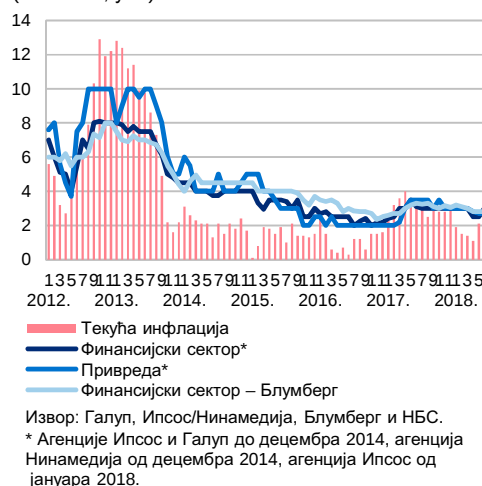
Степен динаризације депозита привреде је у истом периоду смањен (за 1,5 п.п.) на 55,1%, што је последица раста девизних депозита и смањења динарских трансакционих депозита привреде, што се добрим делом односи на депозите предузећа која послују у области енергетике, а која су у буџет уплатила порез на добит.

6. Инфлациона очекивања

Постигнута и пет година одржавана ценовна стабилност утицала је на то да финансијски сектор и привреда и током П1 имају ниска и стабилна инфлациона очекивања и за годину и за две године унапред. Усидреност инфлационих очекивања указује и на поверење ових сектора у мере које предузима Народна банка Србије.

Према резултатима анкете агенције **Блумберг**, инфлациона очекивања **финансијског сектора за годину дана унапред** током П1 имала су силазни тренд – са 3,2% у јануару на 2,8% у априлу (откад се крећу на том нивоу), што се вероватно дугује успоравању м.г. инфлације почетком године. Према анкети агенције **Ипсос**²⁸, инфлациона очекивања финансијског сектора током П1 кретала су се у распону 2,5–3%. Посматрано у дужем временском

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



²⁷ Укључена је штедња резидената и нерезидената.

²⁸ Ипсос од јануара 2018. спроводи анкету о очекивањима привредних субјеката.

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



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

периоду, финансијски сектор скоро пет година, тачније од октобра 2013, очекује да ће инфлација за годину дана унапред бити у границама циља Народне банке Србије.

Резултати анкете агенције **Ипсос** показују да је **привреда** током Т1 имала инфлациона очекивања за годину дана унапред усидрена на централној вредности циља, тј. на 3,0%, да би у априлу исказала пад на 2,8%, и потом на 2,7% у мају и јуну. Иако уобичајено виша од осталих сектора, **инфлациона очекивања становништва** су од маја прошле године стабилна на нивоу од 5,0%. Истовремено, резултати квалитативне анкете²⁹ становништва показују да индекс очекиване инфлације становништва и даље бележи ниже вредности од индекса перципиране инфлације, што значи да становништво очекује да ће инфлација у наредних 12 месеци бити нижа него претходне године.

Инфлациона очекивања финансијског сектора и привреде за две године унапред наставила су и током П1 да се крећу у границама циља и, у односу на почетак године, бележе ниже вредности. **Финансијски сектор** је у јануару очекивао да мг. инфлација за две године унапред буде на нивоу од 3,5%, да би већ од фебруара спустио своја очекивања на 3,0%. Средњорочна очекивања **привреде** су се од јануара до априла 2018. налазила на централној

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



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

вредности циља од 3,0%, да би у мају и јуну била нижа и износила 2,8%. Очекивана мг. инфлација **становништва** за две године унапред стабилна је и од маја 2017. године (са изузетком јануара 2018) креће се на нивоу од 5,0%.

Побољшање макроекономске позиције земље и усидреност инфлационих очекивања доприносе и повољнијим очекивањима за раст економске и кредитне активности, а расте и оптимизам у погледу унапређења пословних и инвестиционих услова у наредној години дана. Такође, становништво од почетка године има позитивна очекивања у погледу раста животног стандарда у наредних 12 месеци.

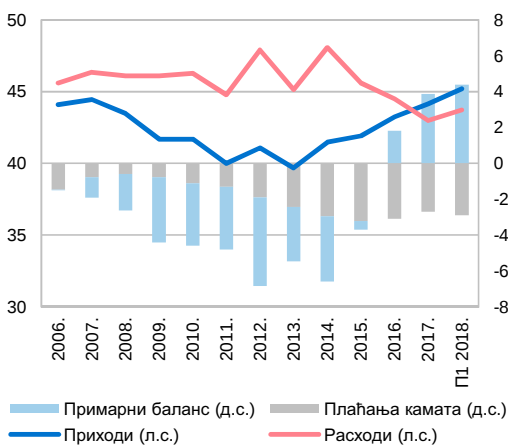
7. Фискална политика

Позитивна фискална кретања су настављена и у 2018, пошто је консолидовани буџет у П1 био у суфициту од 32,9 млрд динара, односно 1,5% процењеног БДП-а, док је, ако се изузму расходи за камате, примарни суфицит у П1 износио 96,8 млрд динара (4,4% БДП-а).

Консолидовани приходи су током П1 били реално већи за 3,2% мг., што је вођено већим приходима по основу доприноса за социјално осигурање (допринос укупним приходима од 2,0 п.п.) услед опоравка

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

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



Извор: Министарство финансија.

формалног тржишта рада, као и растом прихода од акциза (0,7 п.п.) и ПДВ-а (0,3 п.п.).

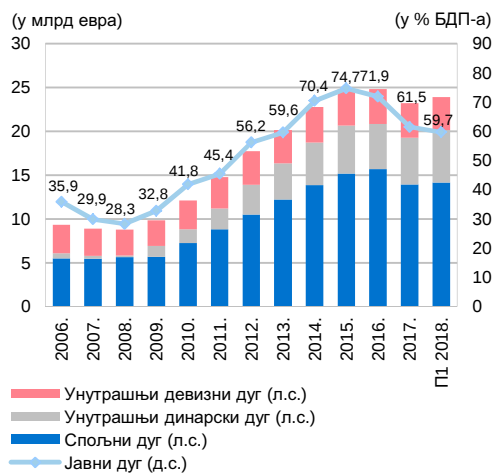
У истом периоду, консолидовани расходи су били реално виши за 4,6% м.г., а на њихов раст највише су утицали знатно виши капитални расходи (допринос расту укупних расхода од 2,2 п.п.), виши расходи за запослене (2,1 п.п.), као и расходи за куповину робе и услуга (1,7 п.п.). С друге стране, смањени су расходи за камате (допринос расходима од -1,1 п.п.) и расходи за активирани гаранције (-0,6 п.п.).

Фискална кретања од почетка године повољнија од очекиваних упућују на то да ће буџет на консолидованом нивоу и ове године готово сигурно остварити бољи резултат него што је то Фискалном стратегијом било планирано (предвиђен дефицит од 0,7% БДП-а у 2018. години).

Током П1 настављен је тренд смањења јавног дуга, који је започет у 2016. години. Наиме, јавни дуг је од краја 2015. до краја 2017. смањен са 75% БДП-а на 61,5% БДП-а, а крајем јуна 2018. износио је 24 млрд евра, што представља 59,7% пројектованог БДП-а. Смањење удела јавног дуга у БДП-у у 2018. у највећој мери је резултат раста БДП-а (ефекат на смањење учешћа јавног дуга у БДП-у од 3,8 п.п.).

Услед опредељења државе да се задужи у динарима емитовањем дугорочних динарских ХоВ (на рок од пет и десет година), како би крајем године измирила обавезе по основу доспећа ХоВ које је издала на међународном тржишту 2013. године, додатно је

Графикон III.7.2. Јавни дуг*



Извор: Министарство финансија.

* Централни ниво државе.

повећано учешће динарског јавног дуга у укупном дугу (са 23,0% крајем 2017. на 24,9% у јуну), чиме је смањена изложеност државе валутном ризику.

Извесно је додатно смањење јавног дуга до краја године и пад његовог учешћа у БДП-у по том основу (за око 2 п.п.), као и раст степена динаризације дуга, пошто у децембру доспевају еврообвезнице емитоване на међународном тржишту у номиналном износу од 1 млрд долара.

8. Агрегатна тражња

Захваљујући повољном макроекономском амбијенту и изгледима раста, наставку интензивног улагања у

Табела III.8.1 Расподела БДП-а у П1 2018.

	Мг. стопе раста (у %)	Доприноси расту БДП-а (п.п.)
БДП, у сталним ценама претходне године	4,9	4,9
Домаћа тражња	7,0	8,0
Укупна финална потрошња	3,2	3,0
Приватна потрошња	3,1	2,3
Државна потрошња	3,9	0,7
Инвестиције	23,4	5,0
Инвестиције у фиксне фондове	13,5	2,6
Приватне инвестиције	9,8	1,7
Државне инвестиције	40,2	0,9
Промене у залихама	-	2,4
Нето извоз (извоз – увоз)	-21,4	-3,2

Извор: РЗС и прерачун НБС.

инфраструктуру, постепеном опоравку тржишта некретнина и повољним монетарним условима, инвестиције у основне фондове су у П1 2018. наставиле снажно да расту и највише су допринеле убрзању раста БДП-а, на 4,9% м.г. Повољни услови задуживања, уз наставак раста зарада и запослености, допринели су и већем расположивом доходу, што је утицало на то да потрошња домаћинства порасте, а то је позитивно допринело расту БДП-а у П1. Позитиван допринос наставио је да пружа и извоз робе и услуга, али је допринос нето извоза био негативан због бржег раста увоза, пре свега опреме и репроматеријала за потребе индустрије у условима наставка инвестиционог циклуса.

Захваљујући наставку позитивног деловања поменутих фактора, очекујемо да инвестиције и потрошња домаћинства и у наставку године остану главни покретачи раста БДП-а, који би, према нашој новој процени, требало да износи око 4%. Такође, очекујемо да наставак спровођења реформи обезбеди основу да динамика раста БДП-а од око 4% остане одржива у средњем року.

Домаћа тражња

Највећи позитиван допринос расту БДП-а у П1 (2,6 п.п.) потекао је од **инвестиција у основне фондове**, које су порасле за 13,5% м.г., захваљујући расту приватних и државних инвестиција. Наставак интензивног улагања у инфраструктуру потврђују и убрзана реализација капиталних пројеката и раст расхода по овом основу у П1 (40,2% м.г., допринос БДП-у 0,9 п.п.). Поред тога, позитиван допринос БДП-у дале су и **приватне инвестиције** (1,7 п.п.), које су у истом периоду повећане за 9,8% м.г. На позитивне тенденције у инвестиционој активности указује пре свега кретање показатеља из области грађевинарства, тј. раст вредности изведених радова

од 26,9% м.г. и производња грађевинског материјала већа за 7,1% м.г. Током П1 настављен је и раст броја издатих грађевинских дозвола (9,9% м.г.) и предвиђене вредности радова на основу тих дозвола (47,1% м.г.), што указује на то да се позитивне тенденције у грађевинарству могу очекивати и у наредном периоду. Поред тога, на наставак одвијања инвестиционог циклуса указује и висок раст увоза опреме – 20,4% м.г. у П1, као и већа домаћа производња машина и опреме (11,2% м.г.) у истом периоду.

Снажан раст инвестиција омогућили су и повољније макроекономско окружење и нижи трошкови пословања привреде, који су допринели расту сопствених извора финансирања. На то указује знатно већа профитабилност привредних друштава, која су остварила нето добитак од 437,2 млрд динара у 2017, као и наставак високог прилива СДИ, који је у П1 2018. био за 8,6% виши на м.г. нивоу. Поред сопствених извора, део инвестиција финансиран је и новим инвестиционим кредитима, који су у П1 били за 15,3% виши него у истом периоду претходне године.

Наставак позитивних кретања на тржишту рада, садржан пре свега у повећању запослености и зарада, уз и даље повољне услове задуживања и постепени опоравак поверења потрошача, утицао је на убрзање раста **потрошње домаћинства** на 3,1% м.г. у П1 и њен позитиван допринос кретању БДП-а од 2,3 п.п. На таква кретања указују и главни показатељи потрошње домаћинства, тј. реални раст промета у трговини на мало од 3,3% м.г. у П1, као и већи број долазака (9,2% м.г.) и ноћења домаћих туриста (11,8% м.г.) у истом периоду. Наставили су да расту и главни извори потрошње домаћинства. Тако је номинална маса нето зарада у приватном сектору повећана за 10,3% м.г. у П1, а наставили су да расту и нето прилив

Табела III.8.2. Показатељи инвестиција у П1 2018.
(м.г. стопе раста, у %)

Сектор грађевинарства (национални рачуни)	25,1
Број издатих грађевинских дозвола	9,9
Производња грађевинског материјала	7,1
Вредност изведених радова (територија Србије)	26,9
Инвестиције у фиксне фондове (национални рачуни)	13,5
Увоз машина и опреме	20,4
Производња домаћих машина и опреме	11,2
Новоодобрени инвестициони кредити	15,3
Стране директне инвестиције	8,6

Извор: РЗС и прерачун НБС.

Табела III.8.3. Кретање главних показатеља и извора потрошње домаћинства у П1 2018.
(реалне м.г. стопе раста у %)

Потрошња домаћинства	3,1
Индикатори	
Промет у трговини на мало	3,3
Промет у угоститељству	9,2
Број домаћих туриста	9,2
Број ноћења домаћих туриста	11,8
Увоз потрошне робе (БЕС класификација), номинално	9,2
Извори	
Маса зарада у приватном сектору, номинално	10,3
Нето прилив дознака, номинално	13,7
Новоодобрени потрошачки кредити, номинално	36,4
Новоодобрени готовински кредити, номинално	11,8

Извор: РЗС и прерачун НБС.

дознака из иностранства (13,7% мг.), као и новоодобрени кредити намењени потрошњи.

У П1 наставила је да расте и **финална потрошња државе** (3,9% мг., допринос БДП-у од 0,7 п.п.). Повећање плата у јавном сектору одразило се на раст укупних расхода за зараде, при чему је то повећање и даље остваривано у условима наставка рационализације броја запослених у јавном сектору у складу с мерама фискалне штедње. Поред тога, даље расту и издаци за куповину робе и услуга.

Позитиван допринос мг. расту БДП-а у П1 потекао је и од **повећања залиха** (2,4 п.п.). На то указује раст залиха готових производа у индустрији, који је током П1 у просеку био виши за 10,0% на мг. нивоу. Залихе расту и у већини области прерађивачке индустрије, при чему је раст био најизраженији у хемијској и прехрамбеној индустрији, као и у изради производа од гуме и пластике и основних метала.

Нето екстерна тражња

Извоз робе и услуга наставио је реално да расте у П1 (8,2% мг.) захваљујући наставку раста извоза прерађивачке индустрије и услуга, док је извоз пољопривредних производа, у складу са очекивањима, био нижи због лоше прошлогодишње пољопривредне сезоне. На наставак раста извоза позитивно су деловали ефекти инвестиција у разменљиве секторе из претходног периода и наставак раста екстерне тражње. Ипак, нешто

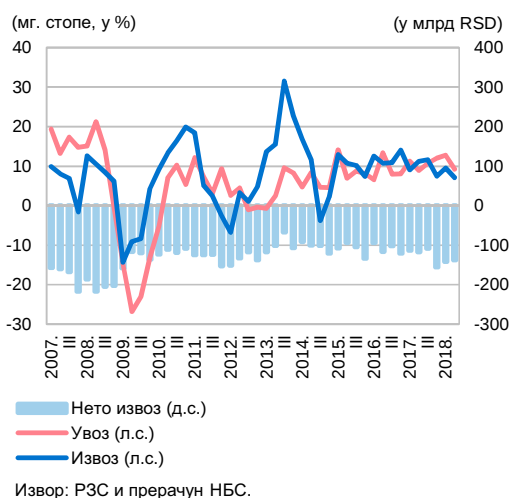
спорији раст у зони евра од почетка године један је од главних разлога успоравања раста извоза, што је, уз бржи реални раст увоза робе и услуга (10,9% мг. у П1), вођен већим потребама индустрије за опремом и репроматеријалом, утицало на то да нето извоз у П1 негативно допринесе кретању БДП-а са 3,2 п.п.

Раст робног извоза изражен у еврима у П1 износио је 7,7% мг. и био је вођен претежно вишим извозом прерађивачке индустрије (10,8% мг.). При томе, **извоз прерађивачке индустрије остао је широко распрострањен и забележен је у свим областима**, а највећи допринос потекао је од извоза основних метала, моторних возила и производа од гуме и пластике. Позитивна кретања настављена су и у извозу услуга, који је порастао за 14,3% мг., вођен пре свега наставком раста извоза информационо-комуникацијских услуга. С друге стране, иако је опао на мг. нивоу у П1, извоз пољопривредних производа у Т2 се опоравио, вођен пре свега вишим извозом житарица.

Робни увоз изражен у еврима повећан је у П1 11,6% мг., пре свега услед раста увоза опреме (20,4% мг.) и репроматеријала (11,1% мг.) за потребе индустрије, што је у складу с наставком текућег инвестиционог циклуса. Поред тога, захваљујући даљем опоравку потрошње домаћинстава, и увоз потрошних добара наставио је да расте (9,2% мг.).

Захваљујући наставку раста од почетка године, робни извоз је у П1 био 123,3% виши од свог преткризног

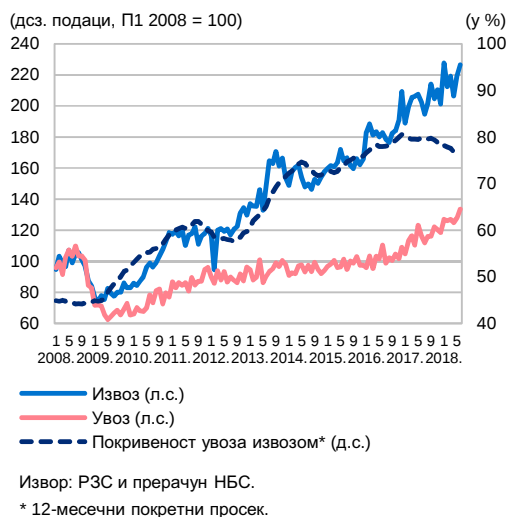
Графикон III.8.1. Извоз и увоз робе и услуга (у сталним ценама претходне године, реф. 2010)



Графикон III.8.2 Кретање показатеља екстерне тражње за извозом Србије (3М покретни просек, дсз.)



Графикон III.8.3. Робна размена у еврима



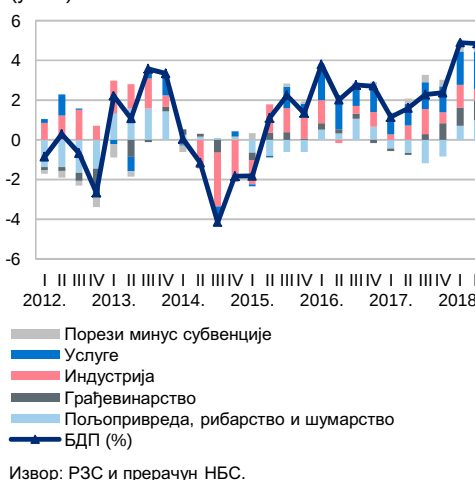
нивоа³⁰, док је увоз робе свој преткризни ниво надмашио за 29,1%. Покривеност робног увоза извозом релативно је висока и у јуну је, мерено дванаестомесечним покретним просеком, износила 76,6%, а по укључењу услуга 86,1%.

9. Економска активност

Од почетка године забележен је **снажан и секторски распрострањен раст БДП-а**, који је, према подацима Републичког завода за статистику, у П1 износио 4,9% мг.³¹ Повећању економске активности у П1 допринео је даљи раст активности у грађевинарству и услужним секторима, пре свега као резултат убрзане реализације инфраструктурних пројеката и опоравка домаће тражње. Позитиван допринос расту БДП-а потекао је и од индустрије. Поред тога, позитиван допринос кретању БДП-а дала је и пољопривреда, с обзиром на то да ће ова сезона највероватније бити изнадпросечна. Према нашој процени, раст БДП-а у 2018. требало би да убрза на око 4,0%, подстакнут знатно повољнијим кретањима од очекиваних у грађевинарству и пољопривреди у досадашњем току године.

Мг. посматрано, снажан раст економске активности од 4,9% у Т1 био је подстакнут пре свега повољним

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



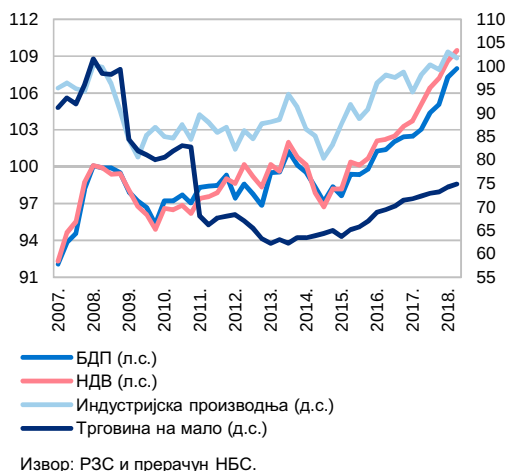
кретањима у индустрији, услужним секторима и грађевинарству. БДП је у Т2 остварио раст од 4,8% мг., првенствено као резултат даљег повећања активности у услужним секторима и грађевинарству, као и добрих резултата у пољопривреди. Индустријска производња у Т2 мање је допринела него у Т1, на шта су у највећој мери утицала нешто неповољнија кретања у прерађивачкој индустрији због успоравања екстерне тражње, а делом и висока база по основу опоравка рударства и енергетике.

Индустријска производња је, након раста у Т1 (2,2% дсз.) и позитивног доприноса расту БДП-а (0,5 п.п.), у Т2 благо опала (0,2% дсз.). На то је доминантно утицало смањење физичког обима производње у прерађивачкој индустрији, што се може повезати са успоравањем раста екстерне тражње по основу споријег раста у зони евра. Међутим, мг. посматрано, физички обим производње у **прерађивачкој индустрији** наставио је да расте, четрнаесто тромесечје заредом, и у П1 је износио 3,5%, уз позитиван допринос укупној индустрији од 2,5 п.п. Раст прерађивачке индустрије остао је широко распрострањен – забележен је у 20 од 24 области. Посматрано по областима прерађивачке индустрије, највећи допринос у П1 потекао је од производње основних метала и пића, затим производње кокса и нафтних деривата, хемијске индустрије, као и производње грађевинског материјала. С друге стране, мањи физички обим производње забележен је у дуванској и фармацеутској индустрији, као и у производњи рачунара и електричне опреме.

³⁰ Ниво из П1 2008.

³¹ Републички завод за статистику би крајем септембра ове године требало да објави ревидиране податке о структури БДП-а за период 2015–2017, што би могло да се одрази и на показатеље који су представљени као учешће у БДП-у.

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



У П1 расте и физички обим производње у сектору снабдевања електричном енергијом, гасом и паром (8,5% м.г., уз позитиван допринос укупној индустрији од 1,8 п.п.), као и активност у сектору рударства (0,4% м.г.) услед веће експлоатације угља и руда метала.

У П1 су настављена и повољна кретања у **грађевинарству**, чему је највише допринела убрзана реализација инфраструктурних пројеката, као и опоравак тржишта непокретности. Посматрано на м.г. нивоу, сектор грађевинарства је у Т1 забележио знатан раст бруто додате вредности (28,2%, уз допринос расту БДП-а од 0,9 п.п.), који је настављен и у Т2 (22,9%, уз допринос расту БДП-а од 1,0 п.п.).

Графикон III.9.4. Показатељи грађевинске активности (дсз. подаци, 2017 = 100)



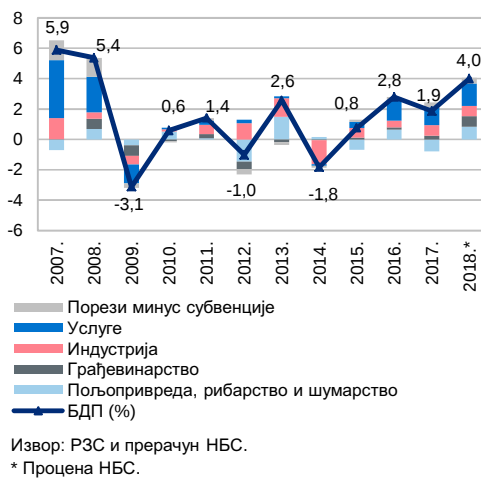
Позитивна кретања у грађевинарству у П1 потврђују и већа производња грађевинског материјала (7,1% м.г.), раст вредности изведених радова (26,9% м.г.), као и даље повећање запослености.

Захваљујући опоравку домаће тражње, у **већини услужних сектора** даље расте активност – у П1 за 3,5% м.г., уз позитиван допринос расту БДП-а од 1,8 п.п. На то указује и раст промета у трговини на мало, који је у П1 био за 3,3% виши на м.г. нивоу, као и повећање броја долазака туриста (11,1%) и њихових ноћења (12,6%). Такође, повећана је и формална запосленост, што одговара расту активности у готово свим услужним секторима.

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



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



Према подацима Републичког завода за статистику, **пољопривредна производња** је у П1 порасла за 12,9% и тиме позитивно допринела кретању БДП-а са 0,9 п.п. То је у највећој мери резултат повољних агрометеоролошких услова за производњу свих главних ратарских култура у текућој пољопривредној сезони, а делом и ниске базе због лоше прошлогодишње сезоне. Према процени Републичког завода за статистику, раст производње забележен је код пшенице и појединих раних воћарских култура (малине и вишње). Поред тога, очекујемо да се позитивне тенденције у пољопривреди задрже и у наставку године, захваљујући повољним временским условима, који су и током лета погодовали производњи кукуруза и индустријског биља. Имајући то у виду, процењујемо да би на нивоу године раст пољопривреде требало да износи око 11%, уз позитиван допринос расту БДП-а од око 0,8 п.п.

10. Зараде и запосленост

Повољна кретања економске активности од почетка 2018. позитивно су се одразила и на тржиште рада, тј. на даљи раст зарада, пре свега у приватном сектору, повећање формалне запослености, као и пад незапослености у готово свим групама занимања.

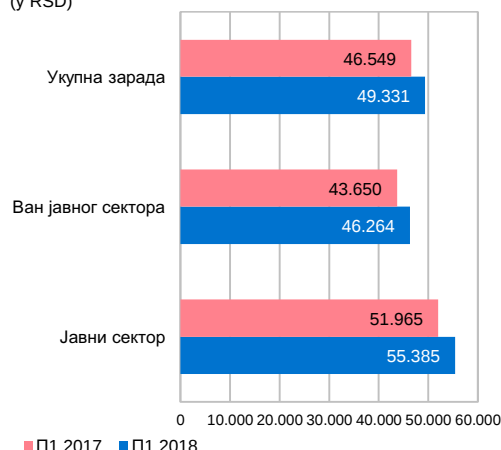
Убрзање економске активности током П1, уз повећање минималне зараде, допринели су даљем расту номиналне нето зараде, која је у просеку била за 6,0% виша него у истом периоду прошле године. Остварени м.г. раст резултат је повећања зарада ван јавног сектора (6,0% м.г.), као и у јавном сектору (6,6%

м.г.). Зараде су током П1 расле у готово свим привредним секторима, пре свега у прерађивачкој индустрији, сектору услуга смештаја и исхране, грађевинарству и трговини, који су у највећој мери допринели расту БДП-а. Номинална нето зарада је повећана и у делатностима здравствене и социјалне заштите, државне управе и образовања, првенствено као резултат раста плата у јавном сектору од почетка године. С друге стране, ниже зараде у П1 забележене су у секторима рударства и енергетике.

Веће просечне зараде и убрзан раст запослености у П1 допринели су повећању номиналне нето масе зарада од 8,2% на м.г. нивоу, на шта је доминантно утицао остварени раст ван јавног сектора (10,3%), а у мањој мери и раст номиналне масе зарада у јавном сектору (5,0%). У условима раста БДП-а бржег од повећања броја запослених, продуктивност укупне привреде такође је расла од почетка године, при чему је м.г. раст продуктивности од 1,6% забележен и у Т1 и у Т2.

Током П1, раст формалне запослености убрзан је на 3,2% м.г., чиме је настављен позитиван тренд из претходне године. Према подацима Републичког завода за статистику, добијеним из базе Централног регистра обавезног социјалног осигурања, остварени раст формалне запослености резултат је даљег повећања броја запослених код правних лица (3,2% м.г.), као и приватних предузетника и запослених код њих (6,2% м.г.). С друге стране, број индивидуалних пољопривредника наставио је да се смањује. Као и у претходном периоду, повећање запослености у П1 било је вођено већим запошљавањем у приватном

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



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



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

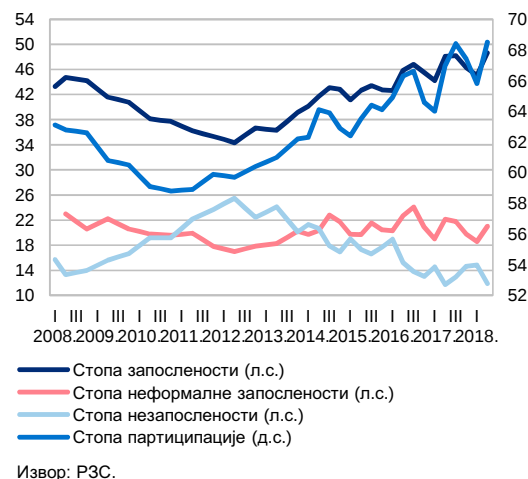


сектору, док је у јавном сектору настављен процес рационализације броја запослених. Посматрано по делатностима, највећи раст формалне запослености на мг. нивоу забележила је прерађивачка индустрија. Број запослених је повећан и у трговини, грађевинарству и саобраћају, као и у готово свим осталим услужним делатностима. С друге стране, мањи број запослених забележен је у делатностима енергетике, водоснабдевања и државне управе, као и у секторима пољопривреде и рударства.

Захваљујући растућим потребама привреде за новим запошљавањем, уз спровођење активних програма и мера на тржишту рада³², у П1 даље се смањивао број незапослених. Према евиденцији Националне службе за запошљавање, број незапослених је током П1 смањен на најнижи ниво у последњих 20 година и у јуну 2018. је износио 579.072, што је за 66.354 незапослена мање него у јуну прошле године. Мг. посматрано, број незапослених смањен је у свим групама занимања, при чему се највеће смањење односило на занимања повезана с прерађивачком индустријом, трговином, угоститељством и туризмом, као и делатностима грађевинарства и саобраћаја, што одговара повећању запослености у наведеним секторима.

У складу с подацима из формалних извора, на даљи опоравак тржишта рада указују и резултати Анкете о радној снази. Стопа партиципације становништва

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



радног узраста (15–64 године) у Т2 је, у односу на исти период претходне године, повећана за 1,5 п.п., на 68,5%. Поред тога, у Т2 настављен је и раст укупне запослености, и то за 0,5 п.п., на 48,6%, што је у потпуности резултат раста формалне запослености. На повољна кретања на тржишту рада указује и стопа незапослености која је у Т2 смањена на 11,9%, што је близу историјског минимума из истог периода претходне године. Такође, и стопа дугорочне незапослености у Т2 задржала се на истом нивоу (7,4%) као пре годину дана. Позитивне тенденције забележене су и међу младом популацијом (15–24 године), будући да је стопа незапослености младих у

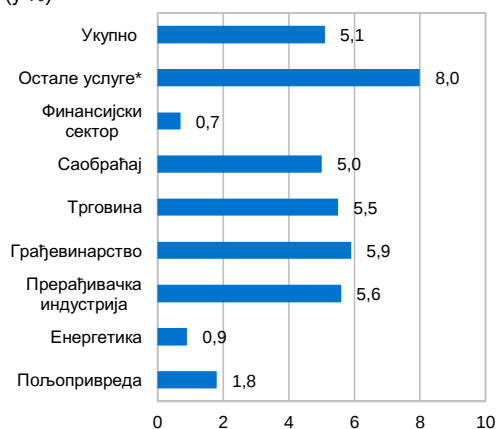
Табела III.10.1. Кретања формалне запослености и незапослености
(мг. стопе раста, просек периода)

	2017.		2018.	
	T3	T4	T1	T2
Укупан број формално запослених	2,7	2,8	3,3	3,2
Запослени код правних лица	2,5	2,7	3,3	3,1
Приватни предузетници и запослени код њих	5,7	5,5	6,2	6,2
Индивидуални пољопривредници	-4,4	-5,9	-7,3	-7,7
Незапослени	-9,0	-10,7	-10,1	-10,1
Први пут траже запослење	-9,8	-11,5	-10,7	-10,8
Били у радном односу	-8,6	-10,4	-9,8	-9,7

Извор: РЗС и Национална служба за запошљавање.

³² Активни програми и мере на тржишту рада укључују: услуге посредовања у запошљавању, каријерно вођење и саветовање, подршку samozapošljavanja, субвенције за запошљавање, додатно образовање и обуке запослених и др.

Графикон III.10.5. **Очекиване нето стопе креирања послова (НСЗ) за 2018.**
(у %)



Извор: ЦРОСО, Анкета послодаваца (НСЗ).

* Остале услуге укључују: стручне дел., админ., здравство и уметност.

T2 смањена за 1,4 п.п., на 27,5%, што је њен најнижи ниво још од T1 2014. године.

У прилог постигнутим резултатима говоре и подаци Анкете послодаваца, према којима је нето стопа

креирања послова³³ у 2017. износила 3,0%. То се може довести у везу с наставком инвестиционог циклуса, на шта указују и извештаји *IBM Global Locations Trend*, према којима је Србија у 2016. и 2017. години била прва у свету према релативном броју нових радних места у оквиру пројеката по основу прилива СДИ, с процењених 3.000 радних места на 1 млн становника.

Позитивна кретања, према Анкети послодаваца, очекују се и у 2018. години, уз убрзање очекиване нето стопе креирања послова на 5,1%. Отварање нових радних места очекује се, пре свега, у секторима грађевинарства, прерађивачке индустрије, трговине и саобраћаја, као и у осталим услужним делатностима, што је у складу с досадашњим растом запослености у тим секторима. Нешто нижи раст у 2018. очекује се и у секторима пољопривреде и енергетике, као и код финансијских делатности.

Захваљујући убрзању привредног раста, позитивна кретања на тржишту рада из П1 2018. требало би да буду настављена и у наредном периоду. То се пре свега односи на даљи раст зарада и раст запослености, као и смањење незапослености на нове најниже вредности.

³³ Нето стопа креирања послова је разлика између бруто стопе креирања и бруто стопе гашења послова. Бруто стопа креирања/гашења послова представља однос броја новозапослених/отпуштених и укупног броја запослених у предузећима посматрано почетком године.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Списак графикана и табела

Графикони

II.2.1.	Референтна каматна стопа и коридор каматних стопа	9
II.2.2.	Стање продатих/купљених ХоВ Народне банке Србије	10
II.2.3.	Обим стерилизације ликвидности инструментима монетарне политике	10
III.3.1.	Кретање цена (мг. стопе, у %)	11
III.3.2.	Допринос мг. стопи раста потрошачких цена	12
III.1.1.	Ревизија прогноза реалног раста БДП-а за 2018. и 2019. ММФ-а	13
III.1.2.	Кретање хармонизованог индекса потрошачких цена по земљама	13
III.1.3.	Кретање курсева одређених националних валута према долару	14
III.1.4.	Кретање цена нафте и бакра	16
III.1.5.	Индекс светских цена хране	16
III.2.1.	Покривеност текућег дефицита СДИ	17
III.2.2.	Структура финансијског биланса	18
III.2.3.	Девизне резерве и покривеност увоза робе и услуга	19
III.2.4.	Међународна инвестициона позиција	20
III.3.1.	Динарска ликвидност	21
III.3.2.	Кретање каматних стопа	21
III.3.3.	Стање продатих динарских државних ХоВ	21
III.3.4.	Каматне стопе на примарном тржишту државних ХоВ	22
III.3.5.	Кретање каматних стопа на динарске кредите и депозите привреди и становништву	22
III.3.6.	Кретање каматних стопа на девизне кредите и депозите привреди и становништву	23
III.3.7.	Показатељ премије ризика – <i>EMBI</i> по земљама	23
III.3.8.	Кретање курса динара и интервенције Народне банке Србије на девизном тржишту	24
III.3.9.	Кретање курсева одређених националних валута према евра	24
III.3.10.	Кретање курса динара и евра према долару	25
III.3.11.	Индекс <i>BELEX15</i> и промет на Београдској берзи	25
III.4.1.	Монетарни агрегати и потрошачке цене	26
III.4.2.	Кредитна активност и БДП	27
III.4.3.	Структура новоодобрених кредита привреди	27
III.4.4.	Утицај појединих фактора на промену кредитних стандарда у одобравању кредита и кредитних линија предузећима	28
III.4.5.	Структура новоодобрених кредита становништву	28
III.4.6.	Утицај појединих фактора на промену кредитних стандарда у одобравању кредита и кредитних линија становништву	29
III.5.1.	Учешће динарских пласмана у укупним пласманима банака привреди и становништву	30
III.5.2.	Секторска структура пласмана банака	30
III.5.3.	Учешће динарских депозита у укупним депозитима привреде и становништва	31
III.5.4.	Секторска структура депозита банака	31
III.6.1.	Текућа инфлација и инфлациона очекивања 12 месеци унапред	31
III.6.2.	Перципирана и очекивана инфлација становништва	32
III.6.3.	Очекивана инфлација за две године унапред	32
III.7.1.	Буџетски приходи, расходи и резултат	33
III.7.2.	Јавни дуг	33
III.8.1.	Извоз и увоз робе и услуга	35
III.8.2.	Кретање показатеља екстерне тражње за извозом Србије	35
III.8.3.	Робна размена у еврима	36

III.9.1. Доприноси м.г. стопи раста БДП-а – производна страна	36
III.9.2. Кретање показатеља економске активности	37
III.9.3. Доприноси м.г. расту физичког обима индустријске производње	37
III.9.4. Показатељи грађевинске активности	37
III.9.5. Доприноси годишњој стопи раста БДП-а – производна страна	37
III.10.1. Просечна номинална нето зарада	38
III.10.2. Просечна номинална нето зарада по делатностима	38
III.10.3. Структура м.г. раста формалне запослености	39
III.10.4. Показатељи тржишта рада према Анкети о радној снази	39
III.10.5. Очекиване нето стопе креирања послова (НСЗ) за 2018.	40

Табеле

II.3.1. Допринос м.г. стопи раста потрошачких цена	11
II.3.2. Раст и доприноси компоненти расту потрошачких цена у П1 2018.	12
III.1.1. Процена привредног раста по земљама	15
III.2.1. Платни биланс Републике Србије	17
III.4.1. Монетарни преглед	26
III.8.1. Расподела БДП-а у П1 2018.	33
III.8.2. Показатељи инвестиција у П1 2018.	34
III.8.3. Кретање главних показатеља и извора потрошње домаћинства у П1 2018.	34
III.10.1. Кретања формалне запослености и незапослености	39

CIP - Каталогизација у публикацији
Народна библиотека Србије, Београд

336.71

ГОДИШЊИ извештај о монетарној политици /
Народна банка Србије. - 2010- . - Београд
(Краља Петра 12) : Народна банка Србије,
2010- (Београд : Завод за израду новчаница и
кованог новца) . - 30 cm

Два пута годишње. - Варијантни наслов:
Полугодишњи извештај о монетарној политици.
- Има издање на другом језику: Annual
Monetary Policy Report (National Bank of
Serbia) = ISSN 2217-6535
ISSN 2217-6292 = Годишњи извештај о
монетарној политици (Народна банка Србије)
COBISS.SR-ID 185198604