



Народна банка Србије

2019

јануар–јун

# ПОЛУГОДИШЊИ ИЗВЕШТАЈ

## О МОНЕТАРНОЈ ПОЛИТИЦИ



2019

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](http://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.<sup>1</sup>

Статутом Народне банке Србије<sup>2</sup> 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 2019.* размотрен је и усвојен на седници Извршног одбора 12. септембра 2019. године.

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

Извршни одбор Народне банке Србије:

Др Јоргованка Табаковић, гувернер

Др Жељко Јовић, вицегувернер

Др Ана Ивковић, вицегувернер

Мр Драгана Станић, вицегувернер

---

<sup>1</sup> 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.

<sup>2</sup> „Службени гласник РС”, бр. 12/2013, 18/2015, 72/2015 и 50/2018.

**СКРАЋЕНИЦЕ КОРИШЋЕНЕ  
У ОВОМ ИЗВЕШТАЈУ**

**БДП** – бруто домаћи производ

**б.п.** – базни поен

**дсз.** – десезонирано

**ЕМВИ** – индекс обвезница тржишта у успону

**ЕЦБ** – Европска централна банка

**ИПЦ** – индекс потрошачких цена

**мг.** – међугодишње

**МДТ** – међубанкарско девизно тржиште

**млн** – милион

**млрд** – милијарда

**ММФ** – Међународни монетарни фонд

**NPL** – проблематични кредити

**ОРЕС** – Организација земаља извозница нафте

**П** – полугодиште

**п.п.** – процентни поен

**РЗС** – Републички завод за статистику

**РС** – Република Србија

**СДИ** – стране директне инвестиције

**SDR** – специјална права вучења

**Т** – тромесечје

**ФАО** – Организација Уједињених нација за храну и пољопривреду

**ФЕД** – Систем федералних резерви САД

**ХоВ** – хартије од вредности

Не наводе се друге општепознате скраћенице.

# Садржај

|                                                                 |           |
|-----------------------------------------------------------------|-----------|
| <b>Резиме</b>                                                   | <b>1</b>  |
| <b>I. Стратешки оквир монетарне политике</b>                    | <b>5</b>  |
| <b>II. Монетарна политика и остварење циљане инфлације</b>      | <b>7</b>  |
| 1. Монетарна политика од почетка 2019. године                   | 7         |
| 2. Инструменти монетарне политике                               | 10        |
| Операције на отвореном тржишту                                  | 10        |
| Депозитне и кредитне олакшице                                   | 10        |
| Обавезна резерва                                                | 10        |
| Каматне стопе                                                   | 11        |
| Операције на девизном тржишту                                   | 11        |
| Девизне своп аукције Народне банке Србије                       | 12        |
| 3. Остварење циљане инфлације у периоду јануар–јун 2019. године | 12        |
| <b>III. Макроекономски услови спровођења монетарне политике</b> | <b>15</b> |
| 1. Међународно окружење                                         | 15        |
| Економска активност и инфлација                                 | 15        |
| Монетарна политика                                              | 17        |
| Финансијска и робна тржишта                                     | 17        |
| 2. Међународне трансакције                                      | 19        |
| Платнобилансна кретања и девизне резерве                        | 19        |
| Међународна инвестициона позиција земље                         | 22        |
| 3. Кретања на финансијском тржишту                              | 23        |
| Каматне стопе                                                   | 23        |
| Премија ризика земље                                            | 25        |
| Кретања на девизном тржишту и курс динара                       | 26        |
| Кретања на берзи                                                | 27        |
| 4. Новац и кредити                                              | 28        |
| Монетарни агрегати M1, M2 и M3                                  | 28        |
| Кредити банака                                                  | 29        |
| 5. Показатељи степена динаризације                              | 32        |
| 6. Тржиште непокретности                                        | 34        |
| 7. Инфлациона очекивања                                         | 34        |
| 8. Фискална политика                                            | 36        |
| 9. Агрегатна тражња                                             | 37        |
| Домаћа тражња                                                   | 37        |
| Нето екстерна тражња                                            | 38        |
| 10. Економска активност                                         | 39        |
| 11. Зараде и запосленост                                        | 41        |
| Списак графикана и табела                                       | 45        |





## Резиме

Као и у претходном периоду, Народна банка Србије и од почетка 2019. године води одговорну монетарну политику – у складу с пројекцијама инфлације и очекиваним кретањем других макроекономских показатеља из домаћег и међународног окружења. **Током прве половине ове године, референтну каматну стопу задржала је на непромењеном нивоу (3,0%), да би је у јулу и августу смањила за по 25 б.п., на нови најнижи ниво у режиму циљања инфлације, на 2,5%.**

Доносећи одлуку о задржавању референтне каматне стопе на непромењеном нивоу током прве половине ове године, Извршни одбор Народне банке Србије имао је у виду да домаћи макроекономски услови повољно делују на економску активност и инфлацију, док дешавања у међународном окружењу захтевају опрезност у вођењу монетарне политике. Извршни одбор је од почетка године истицао да би **раст протекционизма у међународној трговини** могао негативно да утиче на финансијска и робна тржишта, преко **неизвесности у погледу динамике глобалног раста и инфлације, кретања односа долара и евра и токова капитала према земљама у успону**. Иако су Систем федералних резерви и Европска централна банка сигнализирала да би темпо нормализације њихових монетарних политика могао бити спорији од претходно очекиваног, неизвесно је било у којој мери ће се он разликовати од очекивања тржишта, што би могло утицати на нестабилност токова капитала према земљама у успону. Такође, одлуке о монетарној политици захтевале су **опрезност и због цена примарних производа на светском тржишту, пре свега нафте**. Светска цена нафте је током прве половине 2019. варијала од 53 до 74 долара по барелу под утицајем бројних фактора – и на страни понуде и на страни тражње.

Трговинске тензије су биле посебно заоштрене у мају и почетком јуна, што је повећало забринутост да би се то могло негативно одразити на пословно поверење, инвестиције и привредни раст. Међународни монетарни фонд и друге релевантне међународне институције смањивале су своје пројекције глобалног раста, а Народна банка Србије је посебно пажљиво пратила процене привредног раста најважнијих трговинских партнера Србије, пре свега зоне евра, за коју се очекивала спорија динамика раста, као и земаља региона, за које су процене биле нешто повољније захваљујући домаћој тражњи.

Све извесније повећање експанзивности монетарних политика водећих централних банака, у условима задржавања ниских инфлаторних притисака на домаћем тржишту по основу већине фактора из домаћег и међународног окружења, омогућило је **додатно ублажавање монетарне политике Народне банке Србије. Референтна каматна стопа смањена је у јулу и августу за по 25 базних поена, на ниво од 2,5%, чиме је пружена додатна подршка кредитном и привредном расту.**

Повољни домаћи макроекономски услови спровођења монетарне политике од почетка године, као и у претходном периоду, односили су се пре свега на чињеницу да је **инфлација чврсто под контролом шесту годину заредом**. У складу с најавама Извршног одбора, након достизања централне вредности циља у априлу, међугодишња инфлација се кретала у доњем делу циљаног распона. На то су у највећој мери утицале цене поврћа, које су у прва четири месеца, као и у другим земљама у окружењу, у условима слабог рода бележиле снажан раст, да би с доласком новог рода тај раст знатно успорио. **Кретање инфлације у границама циља очекивало**

се и у наредном периоду – највероватније у доњем делу циљаног распона. На ниске инфлаторне притиске указивала је и даље ниска и стабилна базна инфлација, као и краткорочна и средњорочна инфлациона очекивања финансијског сектора и привреде усидрена око циља за инфлацију Народне банке Србије.

Приближавање инфлације централној вредности циља у средњем року требало би пре свега да буде вођено **постепеним растом домаће тражње**. Расту домаће тражње, преко раста кредитне активности банака и расположивог дохотка становништва, доприносе **ниже каматне стопе на нове динарске кредитне**. Оне су од краја 2018. смањене за по 0,6 процентних поена и у јуну су износиле 5,1% за привреду и 9,75% за становништво. Тиме су се **каматне стопе на нове динарске кредитне становништву спустиле на нови најнижи ниво у режиму циљања инфлације**. Такође, каматне стопе на кредитне у еврима и даље су ниске, подржане још увек веома експанзивном политиком Европске централне банке, као и већом конкуренцијом међу банкама и нижом премијом ризика Србије.

**Премија ризика Србије налази се међу најнижим у региону** – она је током прве половине ове године смањена за 70 базних поена, на 89 базних поена, да би **током јула пала испод 60 базних поена, што је њен најнижи ниво откад се прати**. Поред глобалних фактора, паду премије ризика доприносили су и домаћи фактори, што указује на процену инвеститора да су макроекономске перспективе економије Србије повољне. **Позитиван сигнал инвеститорима за улагања у Србију шаљу и рејтинг агенције**, које су током прве половине године потврдиле стабилне, односно позитивне изгледе за повећање кредитног рејтинга Србије и, поред осталог, нагласиле **повећан кредибилитет монетарне политике Народне банке Србије и очувану ценовну и финансијску стабилност као факторе који су у основи таквих изгледа**.

Ниска цена задуживања на домаћем тржишту, уз раст економске активности и опоравак тржишта рада, доприносила је **наставку раста кредитне активности**, који је у јуну износио 9,4% међугодишње. Уз наставак активности на решавању питања проблематичних кредита, раст кредитне активности допринео је **даљем паду учешћа проблематичних кредита у укупним кредитима на нови најнижи ниво откад се овај показатељ прати: 5,2% у јуну**, што је смањење за 17,2 процентна поена

од доношења Стратегије за решавање питања проблематичних кредита. У јулу је учешће проблематичних кредита у укупним кредитима додатно снижено, на 4,98%.

**Домаћи покретачи привредног раста компензовали су негативан утицај екстерних фактора**. Захваљујући одрживом расту домаће тражње – потрошње домаћинства и инвестиција – бруто домаћи производ је у првом полугодшту ове године порастао за 2,8% међугодишње. **Потрошња домаћинства** је подстакнута пре свега растом зарада и запослености и нижим трошковима по основу кредита, а **инвестиције** унапређењем пословног амбијента, наставком реализације инфраструктурних пројеката и повољним изворима финансирања приватног сектора. С друге стране, допринос нето извоза током првог полугодишта био је негативан. Посматрано с производне стране, раст бруто домаћег производа у првој половини 2019. био је претежно вођен **растом активности у грађевинарству и услужним секторима**, захваљујући интензивној реализацији инфраструктурних пројеката и опоравку домаће тражње. Поред наставка раста у услужним секторима и грађевинарству, до краја године очекујемо и опоравак индустријске производње, тако да процењујемо да ће раст бруто домаћег производа у 2019. износити 3,5%. Као и у првој половини године, посматрано с расходне стране, раст ће бити вођен домаћом тражњом, али и нешто бржим растом извоза по основу раста извозне понуде као резултат инвестиција из претходног периода. У средњем року, по основу наставка позитивног деловања поменутих фактора и даљег спровођења реформи, очекује се убрзање раста бруто домаћег производа на око 4%.

**Упркос успоравању екстерне тражње, раст извоза остао је релативно висок** захваљујући новим производним капацитетима, као и пласману залиха пољопривредних производа из претходне сезоне. **Увоз робе је растао нешто брже од извоза и био је опредељен вишим увозом репроматеријала и опреме**. У условима раста потрошачке тражње растао је и увоз потрошне робе. На нивоу године, учешће дефицита текућег рачуна платног биланса у бруто домаћем производу требало би да буде слично прошлогодишњем, док се у средњем року очекује његово даље смањење, с обзиром на наставак високог прилива страних директних инвестиција које су усмерене у разменљиве секторе. **Текући дефицит би и у наредним годинама требало да буде више него покривен страним директним инвестицијама**, што

ће наставити да доприноси одрживости екстерне позиције земље.

**Стране директне инвестиције, које су међу највишим у региону,** настављају да буду пројектно распрострањене и претежно усмерене у разменљиве секторе, што ће омогућити даље повећање извозне базе у наредном периоду. Стабилна и ниска инфлација и релативно стабилан девизни курс, уз побољшане услове пословања, допринели су приливу страних директних инвестиција у Србију од 1,9 милијарди евра током првог полугодишта, или 9,0% процењеног бруто домаћег производа. Поред тога, повећано је улагање страних инвеститора у динарске државне хартије, а на међународном финансијском тржишту Србија је добила повољнији третман и финансијске услове. О томе најбоље говори чињеница да је држава крајем јуна успела да део скупог доларског дуга замени за знатно јефтиније финансирање у еврима, продајући еврообвезнице у номиналном износу од 1 милијарде евра, по стопи од 1,619% (купонска стопа 1,5%). **Постигнута стопа је најнижа каматна стопа коју је Србија икада остварила на међународном тржишту и уједно међу најнижим стопама на десетогодишње еврообвезнице у еврима које су земље региона емитовале,** чак и оне које имају већи кредитни рејтинг од Србије.

**Повећано улагање страних инвеститора у Србију допринело је јачању апрецијацијских притисака на девизном тржишту.** Након умерених депрецијацијских притисака у јануару, условљених пре свега сезонски појачаном тражњом увозника енергената за девизама, кретања на девизном тржишту од фебруара карактеришу поновни апрецијацијски притисци, који су преовладавали током претходне две и по године. Како би ублажила прекомерне краткорочне осцилације курса динара према евр, Народна банка Србије је током првог полугодишта интервенисала на међубанкарском девизном тржишту нето куповином 955,0 милиона евра. То је у највећој мери допринело расту девизних резерви Народне банке Србије, које су у току прве половине године повећане у бруто и нето износу на највиши ниво од 2000. године, откад се на овај начин прате подаци. Бруто девизне резерве су на крају јуна 2019. износиле 12.146 милиона евра, што је за 884 милиона евра више него на крају 2018. године. **Ниво девизних резерви Србије и даље је адекватан и обезбеђује заштиту од екстерних потреса,** с обзиром на то да обезбеђује покривеност

новчане масе M1 са 185% и више од пет месеци увоза робе и услуга. Девизне резерве у нето износу од 10.142 милиона евра биле су веће за 1.288 милиона евра него на крају 2018. године.

Општој макроекономској стабилности и развојним перспективама земље допринела су и позитивна фискална кретања, која осликавају суфицит буџета на консолидованом нивоу у првој половини године од 0,7% бруто домаћег производа и пад учешћа јавног дуга у бруто домаћем производу на 51,4% у јуну. **Ако се изузму расходи за камате, примарни суфицит је износио 3,4% бруто домаћег производа.** Таквом фискалном резултату допринео је раст консолидованих прихода, који су били реално виши за 5,1% међугодишње, захваљујући расту прихода од пореза на додату вредност, вишим издвојеним доприносима за социјално осигурање, као и расту прихода од пореза на доходак, услед наставка позитивних кретања на тржишту рада. Истовремено, консолидовани расходи су реално били виши за 7,1% међугодишње, пре свега услед бржег раста капиталних расхода, који су реално повећани за 27,2%. На повећање расхода утицао је и раст пензија и зарада у јавном сектору, а у нешто мањој мери и раст расхода за набавку робе и услуга и расхода за камате. У прилог позитивним кретањима говори и **повећано учешће јавног дуга у динарима (са 26,0% крајем 2018. на 27,0% у јуну 2019),** што доприноси смањењу валутног ризика. За ову годину планиран је дефицит од 0,5% бруто домаћег производа, што је и средњорочно циљани ниво дефицита, који ће обезбедити наставак силазне путање учешћа јавног дуга у бруто домаћем производу и у наредним годинама. То би требало да настави позитивно да се одражава на премију ризика земље и кредитни рејтинг.

Повољна макроекономска кретања позитивно су се одразила и на тржиште рада, које у континуитету бележи позитивне трендове од средине 2014. Тако је **укупна номинална нето зарада у првој половини године забележила готово двоцифрен раст (9,8% међугодишње)** и притом је брже расла у приватном (10,5%) него у јавном сектору (9,4%). Позитивно је и то што је **повећање нето номиналних зарада остварено у свим привредним делатностима.** Истовремено, **број незапослених је смањен на најнижи ниво откад постоје упоредиви подаци.** На сличне тенденције указују и резултати Анкете о радној снази из другог тромесечја ове године, према којима је стопа запослености већа него у истом

периоду претходне године, док је стопа незапослености смањена на 10,3%, а стопа дугорочне незапослености на 6,1%, што су њихови најнижи нивои откад постоје упоредиви подаци. Посебно је важно смањење стопе незапослености младе популације. Наставак повољних кретања на тржишту рада очекује се и у наредном периоду, заједно с растом економске активности и позитивним резултатима пословања предузећа у већини привредних делатности.

Остварена монетарна и економска кретања у Србији од почетка године основа су за наставак одрживог и динамичног привредног раста у наредном периоду. Као и до сада, Народна банка Србије ће наставити да одржава постигнуту ниску и стабилну инфлацију у средњем року и стабилност финансијског система, успешно испуњавајући своје задатке и доприносећи 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 Србије<sup>1</sup> 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. Ради дефинисања оквира за одлучивање о монетарној политици на средњи рок и усидравања и

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

Подсетимо да је циљана стопа инфлације смањена од 2017. године за 1 п.п., на  $3,0 \pm 1,5\%$ ,<sup>3</sup> што је потврдило одлучност носилаца економске политике да инфлација у средњем року остане ниска, стабилна и предвидива. У сарадњи с Владом РС, Народна банка Србије донела је такву одлуку захваљујући постигнутој и одржаној ниској и стабилној инфлацији, тада три године заредом, знатно поправљеним макроекономским показатељима и изгледима наше привреде за наредни период, којима су допринели успешна координација монетарне и фискалне политике и одлични резултати фискалне консолидације. Инфлациона очекивања финансијског сектора и привреде и за годину и за две године унапред била су већ дужи период ниска и релативно стабилна, што је истовремено била потврда већег кредибилитета монетарне политике Народне банке Србије.

Ширина дозвољеног одступања од циља задржана је на нивоу од  $\pm 1,5$  п.п., што умањује потребу за честим реакцијама монетарне политике и доприноси већој предвидивости монетарних услова. Као мала и

<sup>1</sup> 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.

<sup>2</sup> Меморандум Народне банке Србије о циљаним стопама инфлације до 2021. године усвојен је на седници Извршног одбора Народне банке Србије 6. децембра 2018.

<sup>3</sup> Меморандум Народне банке Србије о циљаним стопама инфлације до 2018.

отворена привреда, Србија је изложена дешавањима на међународном робном и финансијском тржишту, која **привремено** могу да узрокују волатилност укупне инфлације. Распон дозвољеног одступања од циља оставља Народној банци Србије већи простор да води рачуна и о свом другом циљу – финансијској стабилности, као и да подржава економску политику Владе РС, која подстиче одрживи привредни раст.

Циљана инфлација је средњорочни циљ, што значи да остварена инфлација може краткорочно одступати од циљане услед егзогених поремећаја. Народна банка Србије дозволиће привремено одступање инфлације од утврђеног циља у случају када би враћање инфлације на циљ у кратком временском периоду захтевало такве промене у монетарној политици које би изазвале макроекономске поремећаје. То се односи и на случајеве наглих промена цена примарних производа или на одступања у планираном расту цена производа које су под директним или индиректним утицајем одлука Владе РС.

Циљану стопу инфлације Народна банка Србије настоји да постигне **променама референтне каматне стопе, која се примењује у спровођењу**

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

Народна банка Србије спроводи **режим руковођено пливајућег девизног курса.** Интервенције на девизном тржишту спроводи како би ублажила прекомерне краткорочне осцилације девизног курса, очувала стабилност цена и финансијског система и одржала 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.



## II. Монетарна политика и остварење циљане инфлације

### 1. Монетарна политика од почетка 2019. године

Монетарна политика се у П1 2019. водила у складу с **Програмом монетарне политике Народне банке Србије у 2019. години.**<sup>4</sup> Програм је предвиђао да ће Народна банка Србије настојати да оствари утврђени циљ за инфлацију доследним и предвидивим променама референтне каматне стопе, при чему ће у обзир узимати пројекцију инфлације, економска кретања у домаћем и међународном окружењу, као и утицај на финансијску стабилност. У Програму је истакнуто да су снажно фискално прилагођавање, спровођење структурних реформи и пуна координација мера монетарне и фискалне политике утицали на јачање макроекономске стабилности и повећање отпорности домаће привреде на потенцијално негативне утицаје из међународног окружења, чинећи изгледе за привредни раст повољнијим. Према Програму, Народна банка Србије ће и током 2019. године задржати потребну 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 – **задржана је током П1 2019. на непромењеном нивоу од 3,0%**, који је тада био најнижи ниво у режиму циљања инфлације. Извршни одбор је имао у виду да домаћи макроекономски услови повољно делују на економску активност и инфлацију, док дешавања у међународном окружењу захтевају опрезност у вођењу монетарне политике.

**Инфлаторни притисци у Србији остали су ниски и на страни трошкова и на страни тражње.** У складу с најавама Извршног одбора, након достизања 3,1% у априлу, што је њен овогодишњи максимум, м.г. инфлација се до краја јуна кретала у доњем делу циљаног распона, а пројекције инфлације указивале су на то да ће се њено кретање у том делу циљаног распона наставити до краја периода пројекције. На ниске инфлаторне притиске указивала је и базна инфлација, која се током П1 кретала у распону 1,2–1,5% м.г., као и инфлациона очекивања финансијског сектора и привреде, која су била усидрена око циља од 3,0% и за годину и за две године унапред.

Према оцени Извршног одбора, приближавању инфлације централној вредности циља у средњем року допринеће **даљи раст домаће тражње.** Извршни одбор је истицао да позитивни трендови на тржишту рада, као и раст плата у јавном сектору и пензија, преко позитивног утицаја на расположив доходак становништва, подржавају даљи раст домаће тражње. На расположив доходак повољно делује и нижи ниво каматних стопа, а тиме и нижи трошкови отплате кредита, који су постигнути досадашњим ублажавањем монетарне политике Народне банке Србије. Поред тога, постигнута и одржана стабилност финансијског система и релативна стабилност домаће валуте, уз учешће *NPL* у укупним кредитима на најнижем нивоу откад се овај показатељ прати, отварају простор за наставак кредитног и привредног раста. Позитиван ефекат потиче и од ниских каматних стопа на евроиндексиране кредите, које би требало да остану ниске дуже него што се првобитно очекивало,

<sup>4</sup> „Службени гласник РС”, бр. 96/2018.

с обзиром на најаве водећих централних банака да ће успорити процес нормализације својих монетарних политика и да ће пружати додатне монетарне подстицаје. Ниске каматне стопе биће подржане и ниском премијом ризика земље, као и повећаном конкуренцијом међу банкама.

Општој макроекономској стабилности и развојним перспективама земље допринела су и **позитивна фискална кретања**. Буџет на консолидованом нивоу је у суфициту од почетка године, а настављено је смањење учешћа јавног дуга у БДП-у. Према Фискалној стратегији за 2019, карактер фискалне политике у наредном периоду вероватно ће бити благо експанзиван, без већих притисака на раст инфлације. Раст капиталних издатака државе доприносиће расту инвестиција, а раст пензија и плата у јавном сектору одрживом расту потрошње. За ову годину планиран је дефицит од 0,5% БДП-а, што је и средњорочно циљани ниво дефицита, који ће обезбедити наставак силазне путање учешћа јавног дуга у БДП-у и у наредним годинама. То би требало да настави позитивно да се одражава на премију ризика земље и кредитни рејтинг.

Смањено је и учешће спољног дуга у БДП-у, што заједно с високим приливом СДИ доприноси одрживости екстерне позиције земље. **Стабилна и ниска инфлација и релативно стабилан девизни курс допринели су расту прилива СДИ, који је међу највишим у региону.** Поред тога, повећано је улагање страних инвеститора у динарске државне ХоВ, што је допринело наставку апрецијацијских притисака на девизном тржишту и у П1 2019. године. Према оцени Извршног одбора, смањена интерна и екстерна наравнотежа и повољни макроекономски изгледи **Србије од кључне су важности за повољнији третман и финансијске услове које држава може добити на финансијском тржишту.** О томе најбоље говори чињеница да је Србија крајем јуна успела да део скупог доларског дуга замени за знатно јефтиније финансирање у еврима, продајући еврообвезнице у номиналном износу од 1 млрд евра, по стопи од 1,619% (купонска стопа 1,5%). Постигнута стопа је најнижа каматна стопа коју је Србија икада остварила на међународном тржишту и уједно међу најнижим стопама на десетогодишње еврообвезнице у еврима које су земље региона емитовале, чак и оне које имају већи кредитни рејтинг од Србије.

**СДИ су наставиле да у пуној мери покривају дефицит текућег рачуна, који је и даље био под утицајем раста инвестиција у земљи и слабије**

**екстерне тражње.** Ипак, упркос успоравању екстерне тражње, раст извоза остао је релативно висок захваљујући новим производним капацитетима, као и пласману залиха пољопривредних производа из претходне сезоне. Увоз робе је растао нешто брже од извоза и, као и у претходном периоду, био је одређен вишим увозом репроматеријала и опреме. У условима раста потрошачке тражње бележио се и раст увоза потрошне робе. На нивоу године, Извршни одбор је процењивао да ће учешће дефицита текућег рачуна платног биланса у БДП-у бити слично прошлогодишњем, док је у средњем року очекивао његово даље смањење, имајући у виду пре свега наставак високог прилива СДИ које су усмерене у разменљиве секторе. Извршни одбор је истицао да ће текући дефицит и у наредним годинама бити више него покривен приливом од СДИ, што ће наставити да доприноси релативној стабилности на девизном тржишту.

За разлику од повољних домаћих макроекономских услова, фактори из међународног окружења упућивали су на опрезност у вођењу монетарне политике. **Опрезност је била потребна пре свега због трговинских тензија између водећих светских економија,** које су не само погоршале изгледе за глобални раст, преко мање спремности инвеститора на улагања, већ и повећале неизвесност на међународном робном и финансијском тржишту. Извршни одбор је очекивао даљи опоравак екстерне тражње, али је истицао могућност да успоравање трговине и привредног раста на глобалном нивоу буде веће од првобитно процењеног. Раст светске привреде је успорен од Т3 прошле године, и то више него што се очекивало, због растуће неизвесности која је последица пре свега трговинских тензија између САД и Кине, као и рецесије у појединим земљама у успону (Аргентини и Турској). Извршни одбор је посебно разматрао изгледе за раст зоне евра, нашег најважнијег трговинског партнера, која се, поред осталог, суочава и са изазовима Брегзита. Очекивало се да би раст зоне евра могао бити знатно спорији у кратком року због успоравања глобалног привредног раста и фактора који су специфични за поједине секторе и земље зоне евра, док се у средњем року очекивало његово постепено убрзање услед повољних услова финансирања и даљег побољшања на тржишту рада, смањења незапослености и раста зарада. С друге стране, иако успорен, привредни раст је и даље динамичан у већини земаља средње и југоисточне Европе, које су такође наши важни трговински партнери. За то је заслужна домаћа



тражња, која је наставила да води привредни раст, док је негативан допринос потицао од нето извоза због успоравања екстерне тражње.

Одлучујући о монетарној политици, Извршни одбор је од почетка године истицао да би раст протекционизма у међународној трговини могао негативно да утиче и на финансијска и робна тржишта, преко **неизвесности у погледу динамике нормализације монетарних политика водећих централних банака, кретања односа долара и евра и токова капитала према земљама у успону**. Тензије су биле посебно заострене у мају и почетком јуна, првенствено због увођења нових царина од стране САД на увоз из Кине и најава о увођењу нових царина на увоз из Мексика. Нове протекционистичке мере и трговинске тензије наставиле су да нарушавају пословно поверење, што је повећало забринутост да би се то могло негативно одразити на инвестиције и привредни раст.

У контексту све веће неизвесности у погледу изгледа за глобални привредни раст, водеће централне банке постепено су мењале реторику о будућој монетарној политици. Након повећања референтне каматне стопе у децембру прошле године, ФЕД је најпре најавио стрпљивост када је реч о променама монетарне политике, у складу с кретањем економских показатеља, да би до краја јуна био суочен с дилемом да ли да задржи или смањи референтну каматну стопу. ЕЦБ је најавила да ће продужити период током којег не очекује промене својих кључних каматних стопа, а у марту је саопштила и да ће отпочети нови, трећи програм дугорочног финансирања (*TLTRO III*), који ће спроводити од септембра 2019. до марта 2021. године, како би кредитни услови банака и даље остали повољни. Иако ће темпо нормализације монетарних политика водећих централних банака бити спорији од претходно очекиваног, Извршни одбор Народне банке Србије истицао је да је неизвесно у којој мери ће се он разликовати од очекивања тржишта, што би могло утицати на токове капитала према земљама у успону.

Такође, одлуке Извршног одбора о монетарној политици захтевале су **опрезност и због цена примарних производа на светском тржишту, пре свега нафте**. Светска цена нафте је током П1 варијала од 53 до 74 долара по барелу. Најпре је повећана за скоро 40% од почетка године до средине маја, пре свега због даљег смањења производње у земљама ОПЕКС-а, најава Саудијске Арабије да ће ограничити производњу како би смањила залихе, као и нестабилне ситуације у Венецуели. Након тога, како

су трговинске и геополитичке тензије расле, а успоравање глобалне економије било све извесније, цена нафте је снижена за 13% до краја јуна. Иако се према фјучерсима нису очекивале знатније промене цене нафте на светском тржишту, њено кретање је и у наредном периоду било неизвесно због бројних фактора – и на страни понуде и на страни тражње. Неизвесно је било и кретање цена осталих примарних производа на светском тржишту, пре свега цена примарних пољопривредних производа, чије се кретање прелива на цене домаћих пољопривредних производа, што је такође налагало опрезност у вођењу монетарне политике.

Оцењујући да кључни ризици у вођењу монетарне политике долазе из међународног окружења, Извршни одбор је истакао да ће и даље пажљиво пратити и анализирати кретања на међународном финансијском тржишту и на тржишту примарних производа, посебно сирове нафте и примарних пољопривредних производа. Извршни одбор је истицао да је отпорност наше привреде на евентуалне негативне утицаје из међународног окружења повећана захваљујући повољнијим макроекономским показатељима и изгледима за наредни период.

Све извесније повећање експанзивности монетарних политика водећих централних банака ФЕД-а и ЕЦБ-а, у условима задржавања ниских инфлаторних притисака на домаћем тржишту по основу већине фактора из домаћег и међународног окружења, омогућило је додатно ублажавање монетарне политике Народне банке Србије у јулу и августу за по 25 б.п., на ниво од 2,5%, што је нови најнижи ниво у режиму циљања инфлације. Тиме је Народна банка Србије у прилици да додатно подржи кредитни и привредни раст.

Одлуке о монетарној политици у наредном периоду Извршни одбор наставиће да доноси уважавајући ефекте досадашњег ублажавања монетарне политике, као и утицаје осталих домаћих фактора и фактора из међународног окружења на кретање инфлације. С обзиром на то да кључни ризици пројекције и даље долазе из међународног окружења, Народна банка Србије наставиће пажљиво да прати и анализира кретања на међународном робном и финансијском тржишту и да оцењује њихов утицај на економска кретања у Србији. Као и до сада, монетарна политика биће предвидива и доследна у остваривању ниске и стабилне инфлације и очувању финансијске и укупне макроекономске стабилности.

## 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 спроводила је својим ХоВ. За потребе репо продаје коришћена је једна серија благајничких записа емитована крајем 2018. године 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 ХоВ у оквиру исте серије и једноставније управљају ликвидношћу.

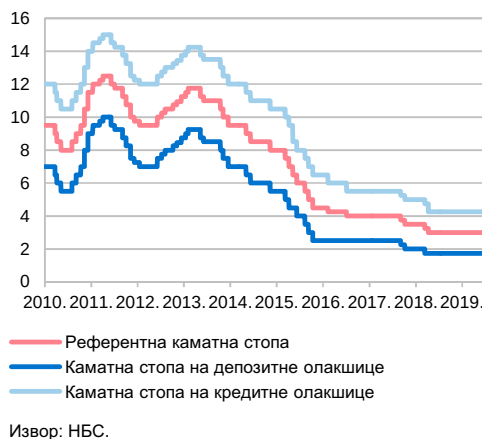
Током П1 организовано је 26 аукција репо продаје ХоВ. Аукције су организоване једном недељно, **по моделу варијабилне вишеструке каматне стопе**. Укупна продаја ХоВ износила је 731,0 млрд динара. Остварени обим продаје био је мањи него у П2 2018. године (1.137,7 млрд динара).

Просечно стање ХоВ Народне банке Србије у портфолију банака током П1 износило је 27,6 млрд динара, што је за 16,7 млрд динара мање него у П2 2018. Посматрано у односу на крај 2018. године, стање тих ХоВ је повећано за 23,5 млрд динара и крајем јуна је износило 40,0 млрд динара.

### Депозитне и кредитне олакшице

Банке су у П1 наставиле да преко ноћи депонују средства код Народне банке Србије. У посматраном периоду, просечно дневно стање депонованих средстава износило је 27,9 млрд динара, што је за

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



14,8 млрд динара више него у П2 2018. Максимално просечно месечно стање депонованих средстава забележено је у јуну (38,5 млрд динара), а минимално у јануару (21,5 млрд динара).

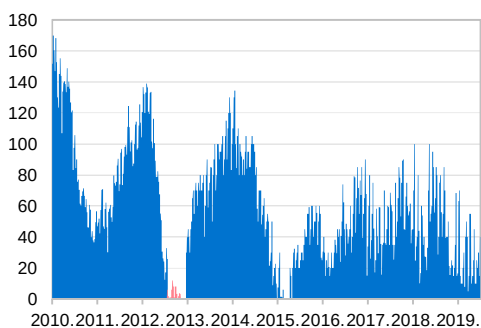
У фебруару ове године Народна банка Србије донела је измене Одлуке о условима и начину одобравања кредита за одржавање дневне ликвидности банака на основу залог хартија од вредности којом су уређене кредитне олакшице. Измене су донете ради обезбеђења потребних предуслова за намирење потраживања Народне банке Србије на ефикасан начин, у складу са Законом о финансијском обезбеђењу, који се примењује од 1. јануара 2019. године. У П1 банке су кредитне олакшице користиле као дневни (*intraday*) кредит (осам банака). Дневни кредит је коришћен у укупном износу од 40,4 млрд динара, с тим да је највећи износ коришћења био у јануару (23,3 млрд динара). Преконоћни кредити нису коришћени.

### Обавезна резерва

Одлука о обавезној резерви банака код Народне банке Србије у П1 се није мењала.

Обрачуната обавезна резерва која се издваја у динарима у посматраном периоду повећана је за 8,2 млрд динара и у јуну је износила 179,4 млрд динара. Томе је допринело повећање чисто динарске обавезне резерве, за 3,9 млрд динара, као и повећање девизне обавезне резерве која се издваја у динарима, за 4,2 млрд динара.

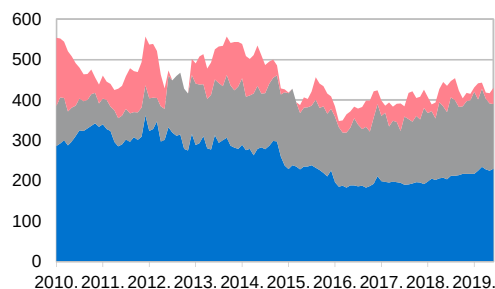
Графикон II.2.2. **Стање продатих/купљених ХоВ Народне банке Србије**  
(у млрд RSD)



■ Стање продатих ХоВ  
■ Стање купљених ХоВ

Извор: НБС.

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



■ Операције на отвореном тржишту – куповна цена  
■ Динарска обавезна резерва  
■ Девизна обавезна резерва

Извор: НБС.

Обрачуната обавезна резерва која се издваја у девизама у истом периоду повећана је за 72,0 млн евра и у јуну је износила 1.935,8 млн евра. На такво кретање утицало је повећање девизне основице за 680,0 млн евра, што је резултат раста девизне штедне грађана и девизних депозита привреде.

## Каматне стопе

У П1 референтна каматна стопа Народне банке Србије није мењана и износила је 3,0%. Такође, остале каматне стопе које Народна банка Србије примењује у поступку спровођења монетарне политике остале су непромењене у односу на крај 2018. године.

## Операције на девизном тржишту

У складу с Програмом монетарне политике у 2019. години, Народна банка Србије је наставила да спроводи режим руковођено пливајућег девизног курса, уз могућност интервенција на девизном тржишту ради ублажавања прекомерних краткорочних осцилација курса динара према евр, као и ради очувања стабилности цена и финансијског система и одржавања адекватног нивоа девизних резерви.

У П1 динар је према евр номинално ојачао за 0,2%. Апрецијацијски притисци, присутни од априла 2017.

године, настављени су и у П1, као резултат побољшања макроекономских показатеља земље. Добри макроекономски показатељи и позитивне перспективе за даљи привредни раст и развој наше земље повећали су прилив девиза по различитим основама, пре свега СДИ, чији је нето прилив био више него довољан да покрије дефицит текућег рачуна платног биланса. Поред тога, висок прилив девиза остварен је и по основу повећаног интересовања страних инвеститора за улагање у дугорочне динарске ХоВ, пре свега седмогодишње бенчмарк државне ХоВ, нарочито током Т2. Повољна платнобилансна кретања, односно висок прилив СДИ и убрзани раст извоза, довели су до боље уравнотежености понуде и тражње за девизама домаћих предузећа и њихове повећане понуде девиза, што је био значајан фактор релативне стабилности девизног тржишта током П1.

На понуду девиза током П1 утицао је и нето откуп ефективног страног новца, нарочито током празника, али и повећање нето индексиране активе услед раста кредитне активности банака.<sup>5</sup>

Народна банка Србије је у П1 интервенисала на МДТ-у нето куповином 955,0 млн евра (продала 130,0 млн евра у јануару и купила 1.085,0 млн евра у наредним месецима). Девизне интервенције су реализоване искључиво по тржишним условима,

<sup>5</sup> У настојању да уравнотеже своју девизну позицију и тако смање изложеност девизном ризику, банке продају девизе, што за резултат има апрецијацијске притиске.

прихватањем курсева које су нудиле банке (улога *price taker-a*).

На крају Т1, у односу на крај 2018. године, динар је номинално ојачао према еврџ за 0,2%. Да би ублажила прекомерне краткорочне осцилације курса динара према еврџ, Народна банка Србије је интервенисала на МДТ-у нето куповином у износу од 35,0 млн евра, при чему је купила 165,0 млн евра и продала 130,0 млн евра. Продаја девиза од стране Народне банке Србије реализована је у јануару, када су кретања на девизном тржишту била релативно стабилна, уз појаву повремених депрецијацијских притисака, пре свега услед сезонски повећане тражње домаћих предузећа – увозника енергената за девизама. У јануару је динар номинално ослабио према еврџ за 0,2%.

Већ од фебруара, уравнотежена понуда и тражња за девизама и улагање страних инвеститора у динарске обвезнице РС довели су до поновних притисака ка јачању динара на домаћем девизном тржишту, које је настављено до краја П1.

На крају Т2, у односу на крај Т1, динар је номинално ојачао према еврџ за 0,1%. Ради ублажавања прекомерних краткорочних осцилација курса динара према еврџ, Народна банка Србије интервенисала је на МДТ-у куповином девиза у износу од 920,0 млн евра, од чега се 735,0 млн евра односи на рекордну куповину из јуна.

### Девизни своп аукције Народне банке Србије

Народна банка Србије је у П1 наставила да организује редовне тромесечне и двонедељне своп аукције продаје и куповине девиза за динаре како би подстакла развој међубанкарске своп трговине и омогућила банкама да ефикасније управљају својом ликвидношћу. У П1 организовано је 48 двонедељних своп аукција, на којима је Народна банка Србије укупно своп купила и своп продала по 312,5 млн евра, и 50 тромесечних своп аукција, на којима је Народна банка Србије укупно своп купила и своп продала по 32,0 млн евра. Највећи обим реализације у П1 забележен је у јануару, када је Народна банка Србије своп продала и своп купила по 82,0 млн евра. На крају П1 стање девизних потраживања и девизних обавеза Народне банке Србије по основу тромесечних и двонедељних своп аукција износило је по 18,0 млн евра и 25,0 млн евра, респективно.

Делујући проактивно у амбијенту смањених вишкова ликвидности у банкарском сектору (посебно у Т1) и с циљем да обезбеди наставак несметаног функционисања новчаног тржишта и одржање релативне стабилности краткорочних тржишних каматних стопа, Народна банка Србије је организовала седам додатних аукција своп куповине девиза, односно искористила је један од инструмената који јој стоје на располагању за регулисање динарске и девизне ликвидности банкарског сектора – девизне своп аукције. Организујући додатне аукције своп куповине девиза, Народна банка Србије је банкама у замену за девизе (евре) обезбедила динарску ликвидност на рок од две недеље у укупном износу од 67,0 млрд динара.

## 3. Остварење циљане инфлације у периоду јануар–јун 2019. године

Мг. инфлација је и у П1 2019. наставила да се креће унутар циљаног распона од  $3 \pm 1,5\%$ . Након што се у априлу приближила централној вредности циља (3,1%), мг. инфлација је од маја успорила раст и у јуну се спустила на ниво од 1,5%, што је било у складу са очекивањима и најавама Народне банке Србије. Такво кретање мг. инфлације током П1 било је у највећој мери одређено ценама поврћа, које су у прва четири месеца, као и у другим земљама у окружењу, у условима слабог рода бележиле снажан раст, да би с доласком новог рода тај раст знатно успорио. У прилог томе говори и чињеница да је допринос цена поврћа смањен са 1,6 п.п., колико је износио у марту и априлу, на 0,35 п.п. у јуну. Изван тога, инфлаторни притисци и са стране тражње и са стране трошкова остали су ниски. Томе сведочи и континуирано ниска и стабилна базна инфлација, која се током П1 2019. кретала око доње границе циља за

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

|                                             | П1 2018. | П1 2019. | Разлика |
|---------------------------------------------|----------|----------|---------|
| <b>Потрошачке цене (ИПЦ)</b>                | 2,3      | 1,5      | -0,8    |
| Непрерађена храна                           | 0,5      | 0,3      | -0,2    |
| Воће и поврће                               | 0,7      | 0,2      | -0,5    |
| Свеже месо                                  | -0,1     | 0,0      | 0,1     |
| Прерађена храна                             | 0,2      | 0,2      | 0,0     |
| Индустријски производи без хране и енергије | 0,4      | 0,4      | 0,0     |
| Енергија                                    | 0,7      | 0,1      | -0,6    |
| Нафтни деривати                             | 0,4      | 0,0      | -0,4    |
| Услуге                                      | 0,4      | 0,6      | 0,2     |

Извор: РЗС и прерачун НБС.

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



Табела II.3.2. Раст и доприноси компоненти расту потрошачких цена у П1 2019.

|                                              | Стопе раста<br>(у %) | Доприноси<br>(у п.п.) |
|----------------------------------------------|----------------------|-----------------------|
| <b>Потрошачке цене (ИПЦ)</b>                 | <b>1,75</b>          | <b>1,75</b>           |
| Непрерађена храна                            | 7,6                  | 0,8                   |
| Прерађена храна                              | 0,9                  | 0,2                   |
| Индустриски производи без хране и енергије   | 0,9                  | 0,3                   |
| Енергија                                     | 1,0                  | 0,2                   |
| Услуге                                       | 1,4                  | 0,3                   |
| <b>Показатељи базне инфлације</b>            |                      |                       |
| ИПЦ без енергије                             | 1,9                  | 1,6                   |
| ИПЦ без енергије и непрерађене хране         | 1,1                  | 0,8                   |
| ИПЦ без енергије, хране, алкохола и цигарета | 0,9                  | 0,4                   |
| <b>Регулисане цене</b>                       | <b>1,1</b>           | <b>0,2</b>            |

Извор: РЗС и прерачун НБС.

инфлацију и јуну је износила 1,4% мг. У прилог ниским инфлаторним притисцима говоре и инфлациона очекивања финансијског сектора и привреде у кратком и средњем року, која су спуштена испод централне вредности циља.

**На нивоу П1 потрошачке цене су порасле за 1,75%**, што је резултат пре свега већег раста цена у Т1 (1,5%), који је, слично као у земљама у окружењу, био одређен поскупљењем хране, пре свега непрерађене, због поменутог раста цена поврћа. У П1 је порасла цена свежег меса због раста ових цена у ЕУ, као последица раста тражње из Кине. Остале компоненте ИПЦ-а током П1 имале су такође позитиван, али незнатан допринос инфлацији. То указује да је забележени раст ИПЦ-а и даље вођен поскупљењем малог броја производа и услуга.

У поређењу с Т1, када су благо смањене, **цене у оквиру базне инфлације** (мерене ИПЦ-ом по искључењу хране, енергије, алкохола и цигарета) у Т2 су забележиле раст, који је на нивоу П1 износио 0,9% (уз допринос инфлацији од 0,4 п.п.). Повећање тих

цена од почетка године било је у највећој мери одређено сезонским поскупљењем туристичких пакет-аранжмана. У исто време су порасле **регулисане цене** за 1,1% (уз допринос инфлацији од 0,2 п.п.), што се готово у целини дугује фебруарском поскупљењу цигарета услед корекције акциза.

Узимајући у обзир претпоставке пројекције, **Народна банка Србије је изнела очекивања да ће мг. инфлација и у наредне две године наставити да се креће у границама циља**, и то највероватније у доњем делу циљаног распона. Таква пројектована динамика инфлације заснована је на и даље ниским трошковним притисцима и одрживом расту агрегатне тражње, који бележи позитиван тренд од краја 2014. Неизвесност у погледу остварења пројекције инфлације односи се пре свега на кретања на међународном робном и финансијском тржишту, а у одређеној мери и на раст регулисаних цена. Имајући у виду анализу различитих фактора и њиховог утицаја, оцењено је да су ризици у погледу остварења пројекције инфлације, заједно посматрано, симетрични до краја периода пројекције.





## III. Макроекономски услови спровођења монетарне политике

### 1. Међународно окружење

#### Економска активност и инфлација

Слабији импулс глобалног раста из П2 2018. пренет је и у П1 2019. Продужене су трговинске несугласице између САД и Кине, као и ризици Брежита без постигнутог договора, у условима присутних геополитичких тензија. Иако је у Т1 забележен опоравак економске активности у развијеним земљама, он је изостао у земљама у успону. Таква кретања и неизвесност у вођењу економских политика одразили су се на **успоравање глобалне трговине и инвестиција у П1 2019.** Из тог разлога, водеће међународне институције сагласне су да су ризици пројекције раста светске привреде и даље асиметрични наниже. С тим у вези, ММФ је у јулском извештају благо кориговао наниже процене глобалног раста (за 0,1 п.п.), на 3,2% у 2019. и 3,5% у 2020. години.

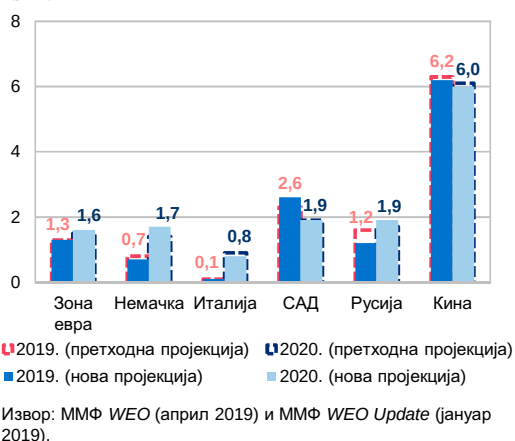
**Насупрот очекивањима, БДП зоне евра је убрзао раст у Т1 2019.** (на 0,4% дсз.), вођен инвестицијама у основна средства и приватном потрошњом. То је подржано позитивним кретањима на тржишту рада, пре свега смањењем стопе незапослености на најнижи ниво у протеклих једанаест година (7,5% у јуну), као и најинтензивнијим повећањем зарада у претходних десет година. Након што је на крају прошле године економска активност у Немачкој успорила, а у Италији смањена, у првим месецима 2019. приватна потрошња је подржала раст немачког БДП-а, а производна активност погурала је опоравак италијанске економије. Према прелиминарној процени Eurostat-а, економска активност зоне евра у Т2 поново је успорила (на 0,2% дсз.), на шта су

указивали и водећи показатељи економске активности. ЕЦБ је у јуну изашла с прогнозом споријег темпа раста зоне евра до краја године услед деловања низа екстерних фактора, док у средњем року очекује да домаћи макроекономски фундаменти, укључујући и експанзивну монетарну политику ЕЦБ-а, и даље подстичу привредни раст.

Инфлација у међународном окружењу успорила је у П1 2019. Просечна мг. **инфлација у зони евра** успорила је почетком године, на 1,4% у Т1 2019, пре свега услед нижег доприноса цена енергената, док је базна инфлација, као и у 2018, износила 1%. Према оцени ЕЦБ-а, раст трошковних притисака у условима високе искоришћености капацитета и смањења незапослености није се пренео на базну инфлацију, због тога што су предузећа апсорбовала раст трошкова смањењем профитних маргина да би остала конкурентна. Додатни фактор ниске базне инфлације било је успоравање увозне инфлације у претходне две године услед номиналне ефективне апрецијације евра. Иако је просечна мг. инфлација у зони евра у Т2 остала непромењена, она је била волатилнија него у Т1. Након 1,7% у априлу, она је пала на 1,2% у мају, пре свега због ниже цене енергије и услуга, да би у јуну порасла на 1,3% услед опоравка цена услуга. Просечна мг. базна инфлација благо је порасла, на 1,1% у Т2. У средњем року, ЕЦБ очекује постепен раст базне инфлације, подстакнут експанзивним мерама монетарне политике и даљим, иако споријим, привредним растом и растућим зарадама.

**Економија САД је такође убрзала раст у Т1,** на 0,8% дсз., тј. 3,1% на годишњем нивоу, чему су позитивно допринеле све компоненте БДП-а с расходне стране. Потом је амерички БДП успорио

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



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



раст у Т2, на 2,1% на годишњем нивоу, уз очекивану слабију инвестициону динамику до краја 2019, при чему средњорочне пројекције ФЕД-а нису мењане. Поред тога, САД већ дуже време одликују изузетно повољни трендови на тржишту рада – стопа незапослености у Т2 пала је на 3,6%, што је најнижи ниво у протеклих пола века, а уз то су стопа активности и стопа запослености и даље остале релативно високе. Према оцени ФЕД-а, позитивни трендови с тржишта рада у наредном периоду преливаће се и на остатак економије.

Мерено индексом издатака за личну потрошњу, укупна **инфлација у САД** такође је успорила почетком године, на 1,4% мг. у просеку у Т1, вођена пре свега падом цене енергената, и на том нивоу задржала се и у Т2. По искључењу цена хране и енергије, инфлација је снижена на 1,6% мг. у Т1, а потом на 1,5% мг. у просеку у Т2, што је испод циља од 2%. Домаћи инфлаторни притисци остали су ниски, с обзиром на то да зараде нису расле темпом који би погурао инфлацију навише, док су глобални дезинфлаторни притисци и даље истрајавали.

**Регион средње и југоисточне Европе забележио је позитиван темпо раста од почетка године**, вођен пре свега солидном домаћом тражњом и повећањем зарада и запослености. Највећи раст економске активности оствариле су водеће економије у овим регионима (Пољска, Мађарска, Румунија), ослањајући се на стабилну приватну потрошњу, подстакнуту развојем домаћег тржишта рада, средствима из фондова ЕУ и повољним финансијским

условима. Због тога су процене раста ових региона и за наредни период оптимистичне.

Од почетка 2019. године **инфлација у региону средње и југоисточне Европе** имала је узлазни тренд, вођена растом цена хране и енергије, али је у јуну, под утицајем пада светске цене нафте, успорена у већини земаља. Раст зарада и домаће тражње наставили су да изазивају умерене инфлаторне притиске у овим земљама, док је нижа увозна инфлација деловала у супротном смеру. Након што је у Т1 достигла највиши ниво од почетка 2017. (5,2%), просечна мг. инфлација у **Русији** у Т2 смањена је на 5,0%, чему је допринело јачање рубље од почетка године, као и слабљење потрошачке тражње. Инфлација у **Турској** је и у Т2 наставила да успорава, са 19,9% мг. у Т1 на 18,0% мг. у просеку у Т2, при чему је у јуну пала на најнижи ниво у претходној години дана (15,7% мг.), као резултат пооштравања монетарне политике у претходном периоду и слабе тражње, али и ефекта високе базе.

**Привреда Русије** је, после највишег оствареног раста у последњих десет година од 2,3% у 2018, према прелиминарној процени Rosstat-а, успорила раст у Т1 2019. на 0,5% мг., под утицајем пада потрошње и инвестиционе активности, повећања ПДВ-а од почетка 2019. и ранијег пооштравања монетарне политике. Ипак, оцењено је да је реч о привременим факторима, као и да ће се у Т2 економска активност у Русији опоравити по основу реализације националних пројеката и јавних инвестиција. Такође, у Т1 је забележен највиши финансијски резултат руске



привреде за последњих дванаест година, праћен падом незапослености и растом зарада.

У Т1 **БДП Кине** порастао је за 6,4% на годишњем нивоу, захваљујући капиталним инвестицијама и расту активности у услужном сектору, који је неутралисао мању индустријску активност. Међутим, прелиминарна процена је упућивала на успоравање раста у Т2 на 6,2% на годишњем нивоу, под утицајем слабијег темпа глобалног раста и наставка трговинских напетости на релацији са САД. Власти ће због тога наставити са снижавањем пореза, пројектима у области инфраструктуре и побољшањем пословног амбијента, а банке с пружањем подршке малим предузећима и микропредузећима.

## Монетарна политика

Током П1 водеће централне банке заузеле су нешто опрезнији став када је реч о нормализацији монетарне политике и најавиле нове подстицајне мере, у условима ниске инфлације и повећаних ризика од додатног успоравања глобалног привредног раста. Како би обезбедила одрживо кретање инфлације ка циљу од испод, али близу 2% у средњем року, **ЕЦБ** је изменила смернице о каматним стопама. После првобитног очекивања да ће, уместо до краја лета, оне остати непромењене до краја 2019, у саопштењу са састанка у јуну објавила је да ће на рекордно ниским нивоима остати најмање до краја П1 2020. Такође, ЕЦБ ће наставити да реинвестира главницу доспелих ХоВ у оквиру програма куповине активе, који је окончан у децембру, и након подизања референтне стопе, а у сваком случају, колико год је неопходно да се очувају повољни услови ликвидности и задовољавајући степен монетарног прилагођавања. Поред тога, ЕЦБ је у марту најавила да ће од септембра ове године до марта 2021. спроводити нову рунду тромесечних циљаних дугорочних операција рефинансирања банака (*TLTRO III*), свака с роком доспећа од две године. Циљ тих операција јесте да се очувају повољни услови задуживања и олакша пренос ефеката мера монетарне политике.

Током П1 измењена је и реторика **ФЕД**-а у погледу будуће монетарне политике, при чему је истакнуто да ће ФЕД бити стрпљив и флексибилан при њеном спровођењу. Циљани распон референтне стопе је, након повећања у децембру, у П1 задржан на 2,25–2,50%, али су повећана неизвесност у погледу изгледа привредног раста, а ниски инфлаторни притисци утицали на пад очекивања о будућем кретању референтне стопе, што је довело до заокрета

у реторици **ФЕД**-а. Опрезнија монетарна политика огледала се и у флексибилнијем приступу у погледу смањивања биланса стања **ФЕД**-а. У свом редовном полугодишњем обраћању Конгресу САД, председник **ФЕД**-а изнео је забринутост у вези с трговинским тензијама, процесом изласка Велике Британије из ЕУ, смањењем раста развијених земаља и преливањем ефеката на привреду САД. Такође, истакао је да постоји ризик да ће, након што се током П1 кретала испод циља, инфлација остати на нижем нивоу и дуже него што се очекивало.

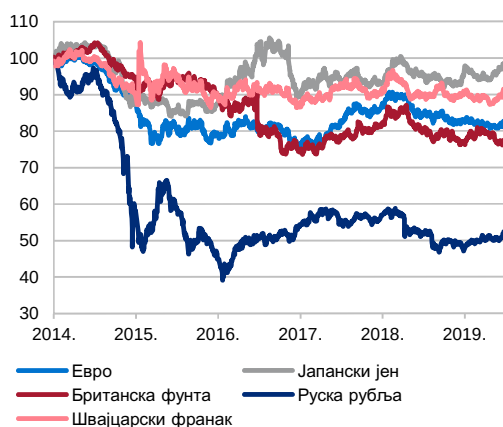
С променом карактера монетарних политика водећих централних банака ослабио је притисак на **централне банке региона** у правцу поштравања њихове монетарне политике.

Након што је у марту повећала стопу на преконоћне депозитне олакшице са –0,15% на –0,05% и задржала референтну стопу на 0,9%, централна банка **Мађарске** није мењала стопе до краја П1. Иако повећана домаћа тражња и добре перформансе на тржишту рада врше притисак на раст инфлације, очекује се да ће слабљење економских перформанси зоне евра ограничити раст цена. Централна банка **Румуније** задржала је референтну стопу на нивоу од 2,50% у П1, а централна банка **Пољске** на нивоу од 1,5%, колико износи од марта 2015. С друге стране, централна банка **Чешке** повећала је референтну стопу за 25 б.п., на 2,00% у мају, што је било у складу са очекивањима аналитичара. Иако током П1 није мењала референтну стопу у условима и даље високе инфлације, централна банка **Турске** је два пута привремено суспендовала једнонедељне репо операције по стопи од 24%, преусмеравајући банке да користе скупље кредитне олакшице, по стопи од 25,5%. Крајем маја повећана је и стопа обавезне резерве која се издваја у девизама за 200 б.п. Централна банка **Русије** је у јуну, први пут од марта 2018, спустила референтну стопу, са 7,75% на 7,50%.

## Финансијска и робна тржишта

Тренд раста вредности акција, присутан од почетка године, прекинут је у мају услед нових протекционистичких мера водећих светских економија, што је утицало на раст забринутости тржишних учесника у погледу изгледа глобалног привредног раста и инфлације. Ипак, након јаснијих сигнала **ФЕД**-а да постоји могућност смањења референтне стопе до краја године, у јуну су се опоравила светска тржишта акција, што је додатно било подржано ниским приносима на обвезнице као

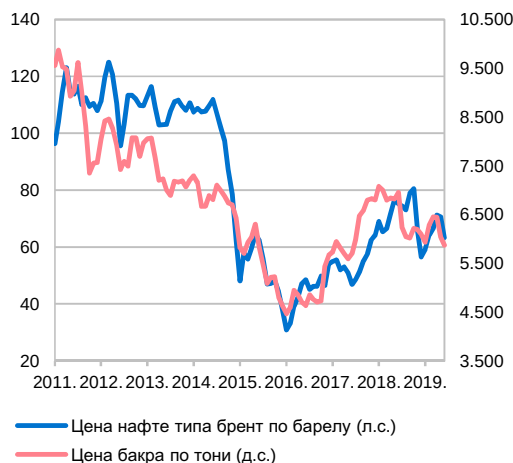
Графикон III.1.3. Кретање курсева одређених националних валута према долару\* (дневни подаци, 31. 12. 2013 = 100)



Извор: база података ММФ-а.

\* Раст представља априори процену.

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



Извор: Блумберг.

алтернативног облика улагања. Током П1 имплицитна мера **волатилности финансијских тржишта (VIX)** пала је за 10,3 п.п., на 15,1%, док је волатилност валута земаља у успону, мерено *ЕМ-VXY*, смањена за 1,5 п.п., на 8,2%.

Заоштравање трговинских тензија између САД и њихових главних трговинских партнера, Кине и Мексика, одразило се и на **приносе на десетогодишње државне обвезнице** у САД, који су се у П1 смањили за 0,7 п.п., на 2,0%, што је најнижи ниво од новембра 2016. Разлика између приноса на десетогодишње и тромесечне америчке државне обвезнице од краја маја налази се у негативној зони, што је додатно подстакло страховања од рецесије. Приноси на десетогодишње немачке државне обвезнице, које се сматрају сигурном активом, ушли су у негативну зону и крајем јуна достигли су своју најнижу вредност (−0,33%). И приноси на упоредиве француске и аустријске обвезнице постали су негативни. У потрази за профитом, инвеститори су улагали у обвезнице периферних земаља зоне евра, па су и њихови приноси пали током П1.

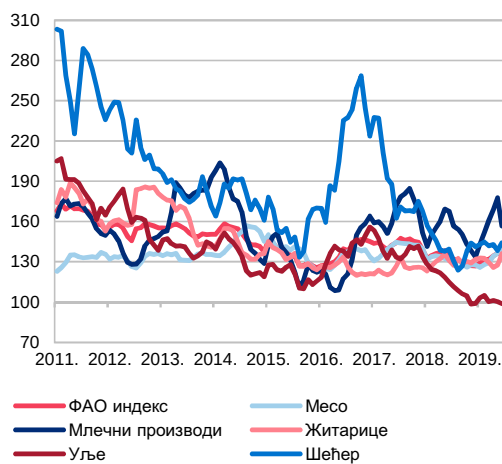
Током Т1 **евро** је слабио **према долару** као последица релативно слабијих изгледа привредног раста зоне евра и раста улагања у долар као сигурну валуту. Међутим, у Т2 је повратио део своје вредности, након састанка ФЕД-а у јуну, када је сигнализирано ублажавање монетарне политике, па је крајем П1, у односу на крај 2018, евро био слабији према долару за 0,6%. Након јачања током Т1, британска фунта је у Т2 ослабила према долару услед раста ризика да ће

Велика Британија изаћи из ЕУ без договора, па на нивоу П1 њена вредност није битније промењена (слабљење од 0,1%, посматрано крајем периода). Јапански јен и швајцарски франак, који се сматрају сигурним валутама, ојачали су према долару за 2,9% и 0,6%, респективно, а руска рубља за 10,2%.

Крајем П1 **цена нафте на светском тржишту** износила је 64,4 долара по барелу, што је за 21,2% више него крајем 2018. Иако је производња у САД наставила да расте, расту цене нафте у знатној мери допринели су други фактори на страни понуде – смањење производње у земљама чланицама *ОПЕК*-а, као и пад производње у Венецуели и Ирану услед санкција и одлуке САД да се укине изузеће од санкција за земље које и даље купују нафту од Ирана. Након што је у мају достигла 74 долара по барелу, што је највиши ниво од октобра прошле године, цена нафте је смањена за око 13% до краја јуна, због забринутости у погледу глобалних економских изгледа изазване растом тензија у међународној трговини. У другој половини јуна цена нафте је поново почела да расте, пре свега услед заоштравања геополитичких тензија између САД и Ирана, што прети да угрози значајне глобалне ланце снабдевања нафтом. Раст цене нафте био је подстакнут договором о наставку преговора између САД и Кине, као и слабљењем долара због назнака ублажавања монетарне политике ФЕД-а.

Мерено ФАО индексом, **светске цене хране** су крајем П1 биле више за 7,1% него крајем 2018. Највише су порасле цене млечних производа (17,2%) у

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



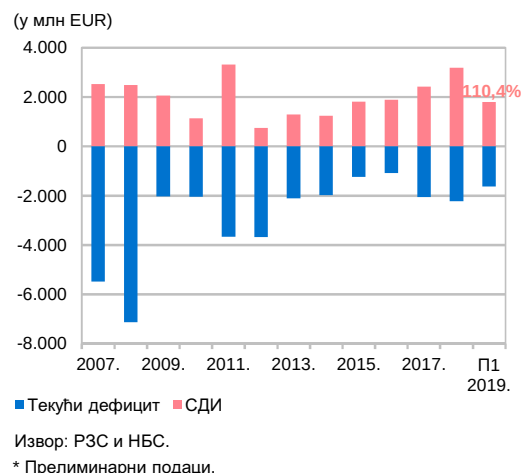
ишчекивању сезонског смањења производње, а потом цена меса (8,4%), пре свега као последица раста увозне тражње у источној Азији, како би се надоместило смањење домаће производње свињског меса због појаве афричке куге. Цене житарица су порасле за 3,2%, вођене растом цене кукуруза услед очекиваних мањих извозних залиха у САД, највећем светском произвођачу и извознику кукуруза. Порасле су и цене шећера, за 2,1%, а као разлог раста наводи се пре свега смањена понуда из Бразила и ЕУ. С друге стране, пала је цена уља, за 0,3%, вођена нижим ценама палминог и сојиног уља.

## 2. Међународне трансакције

### Платнобилансна кретања и девизне резерве

Према прелиминарним подацима, у П1 2019. регистрован је **текући дефицит платног биланса** у износу од 1,6 млрд евра, што је за 548,0 млн евра више него у истом периоду претходне године. Томе је допринео пре свега виши дефицит у робној размени, који је, и поред раста спољнотрговинске размене, повећан пошто је увоз, подстакнут текућим инвестиционим циклусом и опоравком потрошње, растао брже од извоза, чији је раст био делимично ограничен нижом екстерном тражњом, али и једнократним факторима, попут ремонта у нафтној индустрији. Истовремено, прилив на финансијском рачуну, који су највећим делом чиниле СДИ, био је више него довољан да покрије дефицит текућег

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



рачуна, што је доприносило јачању апрецијацијских притисака током П1. Таква кретања резултирала су растом девизних резерви, чиме је додатно повећана отпорност наше економије на потенцијалне негативне утицаје из међународног окружења.

Извоз робе повећан је у односу на П1 2018. за 8,5%, док је увоз растао нешто брже (10,2%), што је за последицу имало повећање **дефицита робне размене** за 366,3 млн евра, на 2,7 млрд евра. Вођен извозом прерађивачке индустрије, **извоз робе** је у П1 износио 8,1 млрд евра. Извоз прерађивачке индустрије повећан је за 5,3% мг., а према подацима спољнотрговинске размене, највише су му допринели извоз електричне опреме (23,8% мг.), машина и опреме (22,6% мг.) и производа од гуме и пластике (11,6% мг.). У знатној мери позитивно је допринео и извоз пољопривредних производа, који је у П1 повећан за 33,3% мг. На то је утицао, пре свега, већи извоз житарица, који је у П1 достигао 393,1 млн евра, што је за 129,0 млн евра више него у П1 2018. Истовремено, **увоз робе** је повећан на 10,8 млрд евра, што се дугује повећаним потребама индустрије за опремом и средствима за репродукцију, у складу с текућим инвестиционим циклусом, као и већем увозу потрошне робе, што указује на опоравак потрошње домаћинства. Посматрано по групама СМТК, расту увоза у односу на исти период прошле године највише је допринео раст увоза хемијских производа (12,6%), пре свега фармацеутских, затим руда метала (70,7%), енергената (9,6%), осталих транспортних средстава (147,3%) и гвожђа и челика (21,7%).

Суфицит у **размени услуга** са иностранством износио је 461,9 млн евра и био је незнатно нижи (за 2,4%) него у П1 2018. Расту извоза највише су допринеле информационо-комуникацијске и пословне услуге, док су на страни увоза то биле пословне и туристичке услуге.

Истовремено, дефицит на **рачуна примарног дохотка** благо је повећан (за 2,5% мг.) и у П1 је износио 1,2 млрд евра. На то су првенствено утицали виши расходи по основу портфолио инвестиција (за 10,7%) и осталих инвестиција, тј. камата (за 15,0%), пре свега због исплате купона за државне ХоВ емитоване током П1 2018. које су купили нерезиденти, док су расходи по основу СДИ били нижи за 1,8%.

Суфицит на **рачуна секундарног дохотка** смањен је за 7,4% и у П1 је износио 1,8 млрд евра. На то је утицао пре свега нижи нето прилив осталих трансфера (највише због увођења такса на испоруку робе на Косово и Метохију). Нето прилив дознака у П1 износио је 1,5 млрд евра и био је незнатно нижи него у истом периоду 2018.

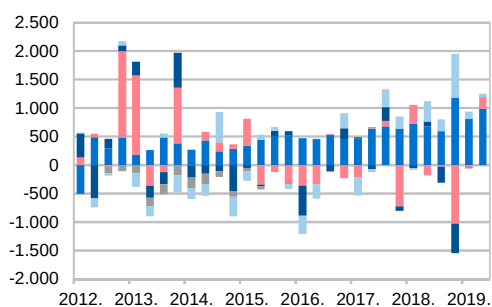
Прилив на **финансијском рачуну платног биланса** у П1 2019. (2,1 млрд евра)<sup>6</sup> био је за 11,8% виши него у истом периоду 2018. Највећи део прилива капитала из иностранства чиниле су СДИ, чији је износ, као и у претходне четири године, био више него довољан да у потпуности покрије дефицит текућег рачуна. Прилив

капитала остварен је и по основу портфолио инвестиција, као и раста задужења државе и предузећа према иностраним кредиторима.

Нето прилив **СДИ** је у П1 2019. достигао готово 1,8 млрд евра, што је за 27,7% више него у П1 2018. СДИ у Србију, које су достигле 1,9 млрд евра (око 9% процењеног БДП-а), и у П1 биле су пројектно распрострањене и претежно усмерене у разменљиве секторе, што ће омогућити даље повећање извозне базе у наредном периоду. Највећи износи уложени су у прерађивачку индустрију (25%), грађевинарство (22%), финансијске делатности (16%) и саобраћај (9%). Скоро три четвртине прилива СДИ чинила су улагања из европских земаља, док се на улагања из азијских земаља односило 9% прилива.

И по основу **портфолио инвестиција** остварен је нето прилив (152,4 млн евра), што је за 3,6% више него у П1 2018. Тај прилив резултат је пре свега повећаног интересовања страних инвеститора за

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.

\* Прелиминарни подаци.

Табела III.2.1. Платни биланс Републике Србије

(у млн EUR)

|                                                          | П1 2018.  | П1 2019.  |
|----------------------------------------------------------|-----------|-----------|
| <b>I. ТЕКУЋИ РАЧУН</b>                                   | -1.078,3  | -1.626,3  |
| <b>1. Салдо робе размене</b>                             | -2.295,3  | -2.661,6  |
| 1.1. Извоз                                               | 7.502,5   | 8.137,7   |
| 1.2. Увоз                                                | -9.797,8  | -10.799,3 |
| <b>2. Салдо услуге</b>                                   | 473,3     | 461,9     |
| 2.1. Извоз                                               | 2.683,1   | 3.131,6   |
| 2.2. Увоз                                                | -2.209,8  | -2.669,7  |
| <b>3. Салдо робе и услуга</b>                            | -1.822,1  | -2.199,7  |
| 3.1. Извоз робе и услуга                                 | 10.185,6  | 11.269,3  |
| 3.2. Увоз робе и услуга                                  | -12.007,7 | -13.469,1 |
| <b>4. Примарни доходак</b>                               | -1.155,8  | -1.184,8  |
| <b>5. Секундарни доходак</b>                             | 1.899,6   | 1.758,2   |
| <b>II. КАПИТАЛНИ РАЧУН</b>                               | 3,0       | -41,4     |
| <b>III. ФИНАНСИЈСКИ РАЧУН<br/>(без девизних резерви)</b> | 1.908,6   | 2.132,9   |
| 1. Директне инвестиције – нето                           | 1.405,6   | 1.795,6   |
| 2. Портфолио инвестиције – нето                          | 147,1     | 152,4     |
| 3. Финансијски деривати – нето                           | -6,5      | 14,8      |
| 4. Остале инвестиције – нето                             | 362,5     | 170,2     |
| 4.1. Трговински кредити                                  | -263,3    | -328,0    |
| 4.2. Финансијски кредити                                 | 329,1     | 193,2     |
| 4.3. Готов новац и депозити – нето                       | 296,0     | 305,2     |
| 4.4. Остало – нето                                       | 0,7       | -0,1      |
| <b>IV. Средства резерви</b>                              | -1.072,6  | -784,3    |
| <b>V. ГРЕШКЕ И ПРОПУСТИ</b>                              | 239,3     | 319,0     |
| <b>VI. УКУПНИ БИЛАНС</b>                                 | 1.072,6   | 784,3     |

Извор: НБС.

Напомена: прелиминарни подаци.

<sup>1)</sup> По ВРМ6 методологији, осим знаковне конвенције.

<sup>6</sup> Без промене девизних резерви.

улагања у државне динарске дугорочне ХоВ на домаћем тржишту, у условима повољне макроекономске перспективе Србије и најава спорије нормализације монетарних политика водећих централних банака од претходно очекиване. Растуће поверење страних инвеститора потврђено је и на међународном тржишту у јуну, када је, након шест година паузе, емитована десетогодишња еврообвезница по најповољнијим финансијским условима за Србију до сада. Средства прикупљена том емисијом (1,0 млрд евра) у потпуности су искоришћена за замену доларског дуга емитованог по вишим каматним стопама, тј. за превремен откуп дела обвезница у доларима које доспевају 2020. и 2021. године.<sup>7</sup>

По основу **осталих инвестиција** у П1 је остварен прилив од 170,2 млн евра, што је за 192,3 млн евра мање него у П1 2018. Од тога, задужење резидената по основу **финансијских кредита** повећано је у П1 за 193,2 млн евра нето, чему је допринео раст задужења државе (за 257,9 млн евра) и предузећа (за 204,4 млн евра). С друге стране, банке су се раздужиле за 265,0 млн евра нето, а Народна банка Србије за 4,1 млн евра. У истом периоду банке су смањиле своје депозите у иностранству за 183,2 млн евра, док су нерезиденти повећали своје депозите код домаћих банака за 122,0 млн евра, тако да је по основу **готовог новца и депозита** регистрован нето прилив од 305,2 млн евра. Извозници су одобрили више трговинских кредита него што су их узели увозници, тако да је по основу **трговинских кредита** забележен нето одлив од 328,0 млн евра.

Поменути токови на текућем и финансијском рачуну утицали су на то да **девизне резерве Србије** (према платнобилансној методологији<sup>8</sup>) током П1 буду повећане за 784,3 млн евра.

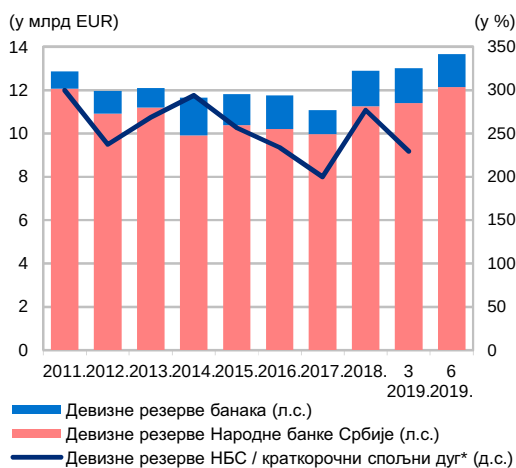
**Бруто и нето девизне резерве Народне банке Србије на крају јуна 2019. године биле су на највишем нивоу од 2000. године**, откад се на овај начин прате подаци. Бруто девизне резерве Народне банке Србије 30. јуна 2019. године износиле су 12.146,0 млн евра и биле су веће за 884,2 млн евра него на крају 2018. године. Нето ефекат девизних трансакција био је позитиван (девизни прилив био је већи од девизног одлива) у износу од 740,4 млн евра, као и нето тржишни ефекти (међувалутне промене, промене цене злата и тржишне вредности ХоВ), који

су износили 143,8 млн евра. Девизне резерве су на крају јуна обезбеђивале покриће новчане масе М1 са 185% и више од пет месеци увоза робе и услуга, што је готово двоструко више од стандарда којим се утврђује адекватан ниво девизних резерви. Девизне резерве, у нето износу од 10.142 млн евра, биле су за 1.288 млн евра веће него на крају 2018. године.

У складу са основним принципима сигурности и ликвидности, средства су пласирана у високоликвидне ХоВ чији су издаваоци најразвијеније земље у свету и међународне финансијске институције, као и код првокласних институција (централних банака, међународних финансијских институција и првокласних иностраних банака). С тим у вези, у структури девизних резерви, 30. јуна 2019. године, највеће учешће имале су иностране ХоВ (54,3%), девизна средства на рачунима у иностранству (26,0%), ефективни страни новац (12,2%), злато (6,9%) и SDR код ММФ-а (0,6%).

Народна банка Србије је у П1 остварила девизни прилив (974,9 млн евра) по основу емисије дугорочних ХоВ РС у еврима у износу од 1,0 млрд евра на међународном финансијском тржишту ради превременог откупа дела доларских еврообвезница у укупном износу од 1,1 млрд долара које су емитоване 2011. и 2013. године. Од продаје државних ХоВ деноминираних у еврима на домаћем финансијском

Графикон III.2.3. Девизне резерве и покривеност краткорочног спољног дуга



Извор: РЗС.

\* Краткорочни дуг по преосталој рочности.

<sup>7</sup> Видети Извештај о инфлацији – август 2019, Осврт бр. 1, стр. 20.

<sup>8</sup> Без валутних промена, промена тржишних вредности ХоВ и цене злата.



тржишту остварен је девизни прилив у износу од 560,3 млн евра. По основу активности Народне банке Србије на МДТ-у<sup>9</sup> девизне резерве су повећане за 935,0 млн евра нето, и то: 910,0 млн евра по основу интервенција (куповином од банака 1.040,0 млн евра и продајом банака 130,0 млн евра) и 25,0 млн евра по основу додатних двонедељних своп аукција. Поред тога, Народна банка Србије је остварила девизни прилив од коришћења кредита за РС у износу од 482,6 млн евра, донација 79,7 млн евра, као и по основу обављања привременог платног промета с Косовом и Метохијом<sup>10</sup> у износу од 66,4 млн евра. По основу пласмана у иностране ХоВ и камата на девизна средства, Народна банка Србије је остварила приход у нето износу од 43,2 млн евра.

На име поменутог делимичног откупа доларских еврообвезница РС регистрован је одлив из девизних резерви у износу од 1.030,6 млн евра. По основу доспелих државних ХоВ деноминисаних у еврима на домаћем финансијском тржишту исплаћена су 748,3 млн евра. Редовно су измириване обавезе (главнице и камате) према иностраним кредиторима, које су у П1 износиле 598,2 млн евра. У вези с применом Закона о регулисању јавног дуга Републике Србије по основу неисплаћене девизне штедње грађана, исплаћено је 2,9 млн евра.

### Међународна инвестициона позиција земље

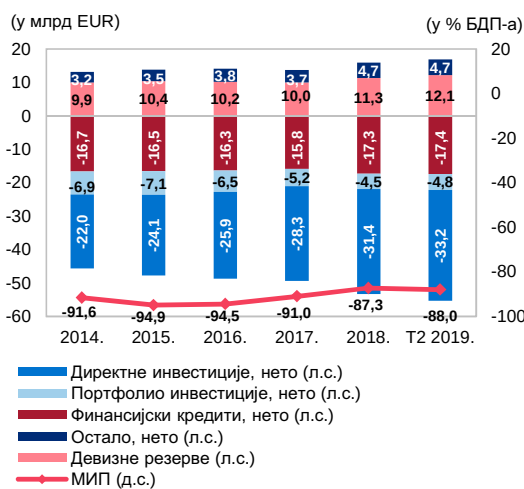
Међународна инвестициона позиција Србије као нето дужника износила је на крају Т2 2019. године 38,6 млрд евра, што је за 1,3 млрд евра више него на крају 2018. Томе је допринео пре свега раст најпожељнијих улагања из иностранства – СДИ, чије је нето стање на крају Т2 достигло 86,0% нето међународне инвестиционе позиције. Ниска инфлација и релативна стабилност девизног курса допринели су повољнијем амбијенту за улагања и, по том основу, високом приливу СДИ, који је значајан са становишта одрживости екстерне позиције земље. Висок прилив СДИ утицао је на раст учешћа нето међународне инвестиционе позиције Србије у процењеном БДП-у,<sup>11</sup> на 88,0% у Т2, што је за 0,7 п.п. више него на крају прошле године.

Страна финансијска актива Србије повећана је током П1 за 1,8 млрд евра, на 26,3 млрд евра. То повећање је резултат платнобилансних трансакција

(1,6 млн евра), као и међувалутних и осталих промена (161,4 млн евра). У структури финансијске активе, највише су повећане **остале инвестиције** резидената у иностранство (703,6 млн евра), пре свега због повећања трговинских кредита и аванса нерезидентима (826,4 млн евра), док су готов новац и депозити резидената у иностранству смањени (176,1 млн евра). **Девизне резерве** и даље имају највеће учешће у укупној активи (46,3%). Повећане су и **СДИ** резидената у иностранство током П1, за 190,8 млн евра, тако да су потраживања по том основу износила 3,5 млрд евра. Стање **портфолио инвестиција** резидената у иностранство повећано је за 18,7 млн евра, па је вредност страних ХоВ у поседу инвеститора из Србије на крају Т2 износила 267,3 млн евра.

Страна финансијска пасива Србије повећана је током П1 на 64,9 млрд евра. То повећање је у највећој мери резултат реализованих трансакција од 3,0 млрд евра, а у мањој мери су му допринеле и валутне и остале промене, са 128,5 млн евра. Ако се посматра структура финансијске пасиве, уочава се наставак позитивног тренда из претходних година – раст обавеза резидената према иностранству, и у П1 у знатној мери је био резултат раста **СДИ**, које су повећане за 2,0 млрд евра, на 36,7 млрд евра. Захваљујући настављеном расту СДИ, обавезе

Графикон III.2.4. Међународна инвестициона позиција\*



Извор: НБС.

\* Прелиминарни подаци.

<sup>9</sup> 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.

<sup>10</sup> Према Закону о привременом обављању одређених послова платног промета на територији СРЈ („Службени лист СРЈ”, бр. 9/01).

<sup>11</sup> БДП који процењујемо да је остварен у четири последња тромесечја.

резидената по овом основу и даље премашују половину укупних обавеза према иностранству, са учешћем од 56,6% у укупној пасиви. У односу на крај 2018, повећање СДИ односило се у највећој мери на повећање власничког капитала (1,1 млрд евра), док су улагања иностраних инвеститора кроз дужничке инструменте била мања (900,1 млн евра). Расту укупне пасиве допринело је и повећање **осталих инвестиција**, за 807,9 млн евра, тако да су оне на крају Т2 износиле 23,1 млрд евра, или 35,6% укупне пасиве. У структури осталих инвестиција, као и у случају активе, највише су повећани трговински кредити и аванси. Обавезе резидената по основу **портфолио инвестиција** повећане су по основу платнобилансних трансакција и валутних и осталих промена на међународном финансијском тржишту за 288,0 млн евра и на крају Т2 износиле су 5,1 млрд евра, или 7,8% укупне пасиве.

### 3. Кретања на финансијском тржишту

#### Каматне стопе

Иако је референтна стопа Народне банке Србије током П1 била непромењена, просечна репо стопа<sup>12</sup> је услед раста вишкова динарске ликвидности смањена за 0,6 п.п. и крајем јуна је била готово изједначена с каматном стопом на депозитне олакшице (1,76%).

У условима привременог смањења вишкова ликвидности почетком године, Народна банка Србије је од јануара организовала додатне девизне своп аукције ради обезбеђења несметаног функционисања међубанкарског тржишта новца и одржања релативне стабилности краткорочних тржишних каматних стопа. На тај начин банкама је обезбеђена неопходна динарска ликвидност и спречена концентрација вишка ликвидности код мањег броја банака, као и неоправдан раст каматних стопа на тржишту новца.

Каматна стопа *BEONIA* је током П1 смањена за 0,6 п.п., на 1,85%, и поред раста просечног дневног промета од скоро 20% у односу на П2 2018. И каматне стопе *BELIBOR* краћих рочности пратиле су кретање каматне стопе *BEONIA*, пошто су смањене за око 0,3 п.п. С друге стране, каматне стопе за рочност од три и шест месеци смањене су у нешто мањој мери

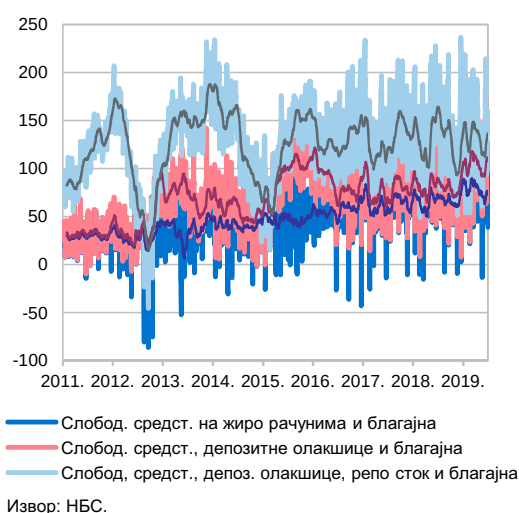
(за по 0,1 п.п.), тако да су каматне стопе *BELIBOR* крајем јуна бележиле вредности од 2,3% до 3,1%.

На **примарном тржишту динарских државних ХоВ**, од почетка године емитоване су нове бенчмарк динарске обвезнице за рочност од три и седам година. Од маја је регистрована већа тражња, посебно нерезидената, што је условило пад каматних стопа на поменуте државне ХоВ, које су се током јуна спустиле на ниво од 3,4% и 4,4%, респективно. У односу на прве аукције ових ХоВ у 2019, које су одржане у јануару, каматне стопе у јуну биле су ниже за 0,3 п.п. за рочност од три године, односно за 0,2 п.п. за рочност од седам година. Поред тога, у фебруару је организована и једна аукција на којој су петогодишње динарске обвезнице продате по стопи од 4,0%.

Током П1 продате су динарске ХоВ у номиналном износу од 199,7 млрд динара, при чему је стање продатих ХоВ у динарима повећано за 20,6 млрд динара, на 741,9 млрд динара. Нерезиденти су повећали улагање у динарске ХоВ за 27,9 млрд динара, на 234,2 млрд динара крајем јуна, што представља 31,6% укупно продатих динарских ХоВ.

Од почетка године организоване су и **аукције ХоВ деноминованих у еврима**, рочности две, три, пет,

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



<sup>12</sup> Стопа остварена на репо аукцијама пондерисана износом продатих ХоВ.

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



десет и петнаест година. Каматне стопе на аукцијама за рочност до пет година смањене су у односу на почетак године (од 0,1 п.п. до 0,3 п.п.) и крајем јуна кретале су се у распону од 0,8% за рочност од две године до 1,5% за рочност од пет година. На аукцијама ХоВ за рочност од десет и петнаест година, које су одржане у јануару и фебруару, остварене су стопе приноса од 3,25% и 3,6%, респективно.

Током П1 продате су ХоВ у еврима у номиналном износу од 575,8 млн евра, што је било недовољно да се покрију доспећа, тако да је стање продатих ХоВ у

еврима крајем јуна смањено за 84,4 млн евра, на 2.784,6 млн евра.

На **секундарном тржишту** стопе приноса на динарске ХоВ, слично као и извршне стопе на примарном тржишту, биле су у паду, који је у зависности од рочности износио до 0,4 п.п. Током јуна стопе приноса су се кретале у распону од 2,6% за преосталу рочност од три месеца до 4,35% за преосталу рочност од девет година (104 месеца). Укупан промет динарским ХоВ на секундарном тржишту у П1 износио је 192,8 млрд динара, што је за 25% мање него у истом периоду претходне године.

Просечне пондерисане каматне стопе на **нове динарске кредите и привреди и становништву** од краја 2018. смањене су за по 0,6 п.п. и у јуну су износиле 5,1% за привреду, односно 9,75% за становништво.

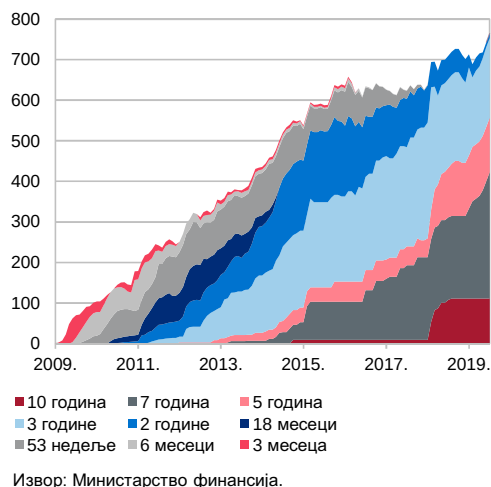
Каматне стопе на нове динарске кредите становништву у јуну су се спустиле на нови најнижи ниво у режиму циљања инфлације, чему је највише допринело кретање каматних стопа на нове готовинске кредите, које су од децембра смањене за 0,7 п.п. и у јуну су износиле 10,05%.

Смањење каматних стопа на **нове динарске кредите привреди** током П1 било је подстакнуто падом каматних стопа на кредите за обртна средства (1,0 п.п.), који су се током јуна одобравали по стопи од 4,9%, а у нешто мањој мери и смањењем каматних стопа на инвестиционе кредите (за 0,5 п.п.) на 4,9%.

Графикон III.3.3. Каматне стопе на  
примарном тржишту државних ХоВ  
(на годишњем нивоу, у %)



Графикон III.3.4. Стање продатих  
динарских државних ХоВ  
(у млрд RSD)





Просечна пондерисана каматна стопа на **нове евроиндексиране кредите** привреди у јуну је износила 2,8% и била је готово непромењена у односу на децембар 2018, при чему су и каматне стопе на нове инвестиционе кредите током П1 минимално осцилирале око нивоа од 3%, колико су износиле у јуну.

Евроиндексирани кредити становништву су у просеку током јуна одобравани по стопи од 3,3%, што је за 0,6 п.п. мање него у децембру 2018. Ипак, смањење тих камата резултат је пре свега примене Закона о конверзији стамбених кредита индексираних у швајцарским францима, којим је у јуну знатно повећано учешће стамбених кредита у укупним новоодобреним евроиндексираним кредитима становништву. Иако је каматна стопа на нове стамбене кредите повећана у односу на децембар за 0,2 п.п., на 3% у јуну, она је и даље нижа од каматне стопе на кредите за остале намене, тако да је њихово веће учешће у новоодобреним кредитима у еврознаку резултирало падом просечне пондерисане каматне стопе на нове евроиндексиране кредите становништву.

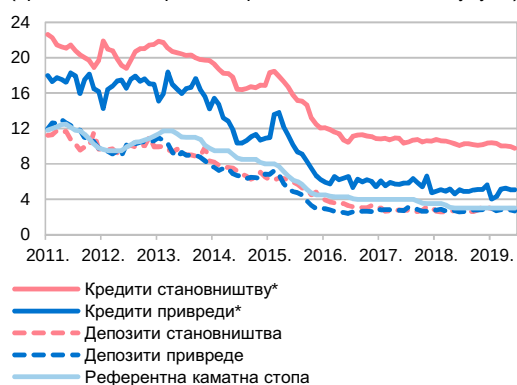
Током П1 смањене су и каматне стопе на штедњу становништва за 0,1 п.п., па су у јуну износиле 3,0% за динарску штедњу, односно 0,9% за штедњу у еврима. И каматне стопе на динарске орочене депозите привреде смањене су током П1 за 0,1 п.п., на 2,7%, док је пад каматних стопа на орочене депозите у еврима био нешто израженији (0,45 п.п.), чиме су оне у јуну у просеку бележиле вредности од 0,3%.

## Премија ризика земље

Почетак 2019. обележио је пад премија ризика земаља у успону, чему су у највећој мери допринела измењена очекивања у погледу темпа нормализације монетарне политике ФЕД-а, која су се одразила на већу спремност инвеститора да улажу у земље у успону. Међутим, заостравање глобалних трговинских тензија и нове протекционистичке мере од стране водећих светских економија, као и погоршање изгледа за глобални привредни раст по том основу, током маја одразили су се на раст премија ризика земаља у успону. Тај раст премија ризика земаља у успону ипак је био привременог карактера, пре свега услед најаве водећих централних банака да ће успорити процес нормализације својих монетарних политика и раста очекивања да ће оне започети нови циклус монетарних подстицаја, што је утицало на већу склоност инвеститора ка преузимању ризика. Пад премије ризика земаља у успону од јуна допринеле су и најаве о постизању договора између САД и Кине крајем јуна да се додатне протекционистичке мере засад не уводе. Композитна мера премије ризика, *EMBI Global Composite*, крајем П1 износила је 366 б.п., што је за 69 б.п. ниже него крајем 2018, упркос расту премије ризика Венецуеле (за 2.022 б.п.) након увођења санкција од стране САД. Премија ризика европских земаља у успону, *EMBI Europe*, био је нижи за 32 б.п. и крајем јуна је износио 307 б.п., упркос расту премије ризика Турске за 49 б.п.

Премије ризика већине земаља региона знатно су ниже од *EMBI Global Composite* и *EMBI Europe*.

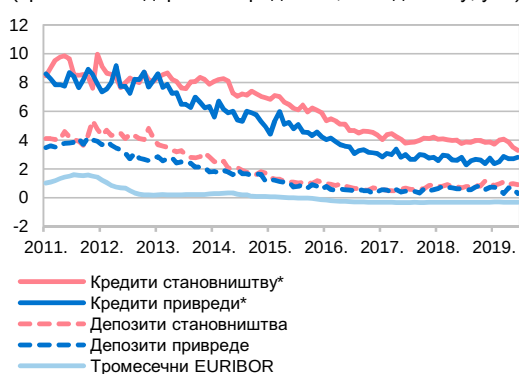
Графикон III.3.5. Кретање каматних стопа на нове динарске кредите и депозите (просечне пондерисане вредности, на год. нивоу, у %)



Извор: НБС.

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

Графикон III.3.6. Кретање каматних стопа на нове евро и евроиндексиране кредите и депозите (просечне пондерисане вредности, на год. нивоу, у %)



Извор: НБС и Европска банкарска федерација.

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

Притом, премија ризика Србије у П1 смањена је за 70 б.п., на 89 б.п., и тако је остала међу најнижим у региону, што указује на то да су, поред глобалних фактора, паду премије ризика Србије доприносили и домаћи фактори, пре свега знатно смањена унутрашња и спољна неравнотежа, која је смањила потребу за екстерним задуживањем. Пад премије ризика Србије бележи се упркос томе што је крајем јануара из обрачуна *EMBI* премије ризика за Србију изашла еврообвезница која доспева 2020. године, а чији је принос био нижи од приноса на еврообвезницу која доспева 2021. Током јула премија ризика Србије додатно је смањена, на нови минимум од 59 б.п., што потврђује поверење инвеститора у повољне макроекономске перспективе домаће економије и указује на њихову већу спремност да улажу у Србију.

Агенција *Fitch* је у мају потврдила кредитни рејтинг Србије на нивоу *BB* и стабилне изгледе за његово даље повећање. Када је реч о факторима који могу утицати на одлуку о повећању кредитног рејтинга, агенција *Fitch* је у први план истакла додатно убрзање привредног раста и његову одрживост у средњем року, очување макроекономске стабилности, убрзање процеса структурних реформи и даље смањење јавног дуга.

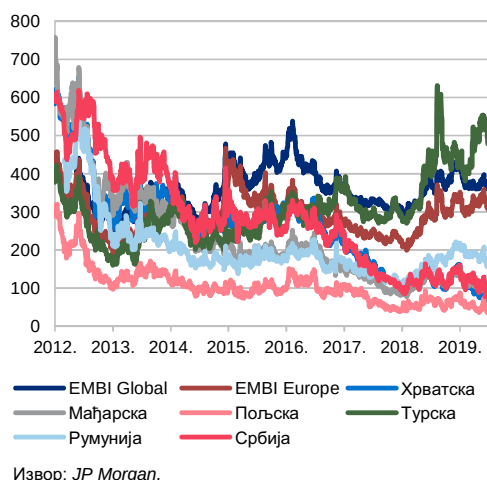
Агенција *Standard and Poor's* је у јуну задржала рејтинг на нивоу *BB* и потврдила позитивне изгледе, што такође шаље позитиван сигнал инвеститорима за

улагања у Србију. Агенција је навела да позитивни изгледи за повећање кредитног рејтинга Србије одражавају очекивање наставка снажног привредног раста и у наредном периоду, одговорно вођење фискалне политике и посвећеност Владе РС наставку реформи, подржаних аранжманом с ММФ-ом. Агенција посебно наглашава и повећан кредибилитет монетарне политике Народне банке Србије и очувану ценовну и финансијску стабилност као факторе који су у основи позитивних изгледа.

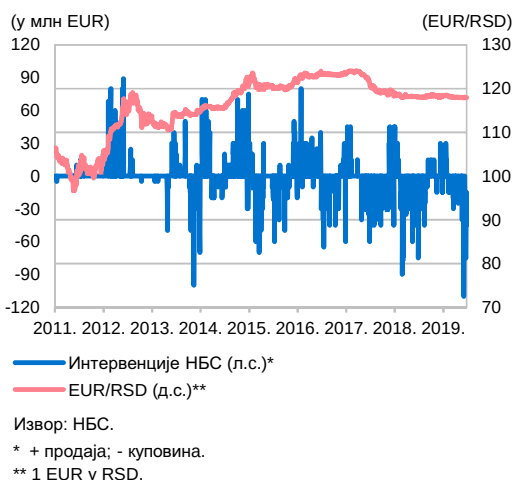
### Кретања на девизном тржишту и курс динара

Након умерених депрецијацијских притисака у јануару, условљених пре свега сезонски појачаном тражњом увозника енергената за девизама, кретања на девизном тржишту од фебруара карактеришу поновни апрецијацијски притисци, који су преовладавали током претходне две и по године. На апрецијацијске притиске одразили су се пре свега раст извоза и СДИ, захваљујући чему је од фебруара знатно смањена нето продаја девиза предузећима. И раст валутно индексираног кредитирања привреде, тј. повећање девизно индексиране имовине банака,<sup>13</sup> доприносио је апрецијацијским притисцима од марта. У истом смеру деловао је и већи откуп ефективног страног новца, као и плаћања платним картицама нерезидената у Србији, који су сезонски уобичајено

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

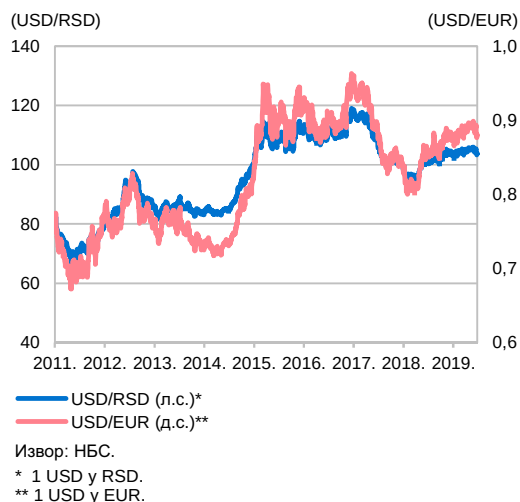


Графикон III.3.8. Кретање курса динара и интервенције Народне банке Србије на девизном тржишту



<sup>13</sup> 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.3.9. Кретање курса динара и евра према долару



повећани током Т2. Од јуна су апresiasiјски притисци појачани, пре свега услед великог интересовања и раста улагања нерезидената у дугорочне динарске државне ХоВ.

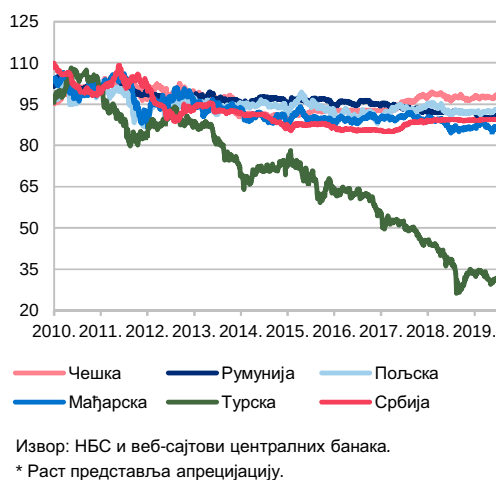
Како би ублажила прекомерне краткорочне осцилације курса динара према евр, Народна банка Србије је у П1 интервенисала на МДТ-у нето куповином 955,0 млн евра. На страни продаје интервенисала је само у јануару, са 130,0 млн евра, док је у свим осталим месецима интервенисала на страни куповине, при чему је куповина 735,0 млн евра у јуну била највиша месечна куповина.

У таквим условима, вредност динара према евр крајем јуна била је за 0,2% виша него крајем 2018. Истовремено, због слабљења евра према долару, посматрано крајем периода, динар је у П1 према долару ослабио за 0,4%.

Промет на МДТ-у који је остварен између банака<sup>14</sup> у П1 у просеку је дневно износио 23,0 млн евра, што је за 7,4 млн евра више него у истом периоду претходне године. Притом, највећа вредност промета остварена је у јуну (просечно дневно 24,8 млн евра).

Остале валуте земаља у региону са сличним режимом девизног курса кретале су се различито током П1. Посматрано крајем периода, ојачали су чешка круна и пољски злот, за по 1,1%, док је мађарска форинта

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



ослабила за 0,6%, румунски леј за 1,5%, а турска лира за 8,1%.

## Кретања на берзи

Током П1 2019. вредности индекса Београдске берзе, *BELEX15* и *BELEXline*, осцилирале су у оба смера. Након пада цена акција почетком године, до краја јуна ове вредности су се повећале. Индекс *BELEX15* је на крају јуна износио 731,6 индексних поена, што је за 3,9% ниже него на крају 2018, док је општи индекс акција *BELEXline* био нижи за 3,4% и у јуну је износио 1.535,3 индексна поена. Вредности индекса Београдске берзе нису пратиле кретања већине индекса берзи у региону, који су у јуну били на вишем нивоу него на крају 2018. Највећи раст је забележио индекс црногорске (19,7%) и румунске берзе (19,4%), док је вредност индекса македонске берзе незнатно пала (за 1,1%).

Укупан промет акцијама од 9,1 млрд динара скоро је троструко већи него у П2 2018. Међутим, око 58% укупног промета акцијама односи се на две блок трансакције у јуну једног издаваоца. Страни инвеститори су у П1 учествовали са око 46,5% у укупном промету акцијама и били су нето продавци акција у износу од 5,3 млрд динара. На тровање акцијама из индексне корпе *BELEX15* односило се 30,5% трговања.

<sup>14</sup> Без Народне банке Србије.



У односу на П2 2018, укупан промет обвезницама током П1 смањен је за 2,7 млрд динара, на 21,8 млрд динара. Целокупан промет односио се на трговање дугорочним обвезницама РС.

Током П1 смањена је вредност тржишне капитализације Београдске берзе за 3,7 млрд динара, на 519,0 млрд динара, што представља 10,0% оцењеног БДП-а. Смањење тржишне капитализације односи се пре свега на регулисан сегмент тржишта, чија је тржишна вредност током П1 смањена за 18,6 млрд динара (од чега се на смањење укупне вредности акција листираних на *prime* и *standard* сегментима односило 22,2 млрд динара), на 280,8 млрд динара. Капитализација МТП<sup>15</sup> сегмента повећана је за 14,9 млрд динара, на 238,2 млрд динара.

## 4. Новац и кредити

### Монетарни агрегати М1, М2 и М3

Кредитна и економска активност наставиле су током П1 позитивно да доприносе расту монетарних агрегата. Захваљујући **оствареном позитивном фискалном резултату** и током П1 текуће године, повећање депозита државе у банкарском систему деловало је у супротном смеру.

Посматрано на нивоу П1, монетарни агрегат М1 смањен је за 2,4%, док је М2 повећан за 1,3%, а М3 за 0,1% услед сезонски уобичајеног смањења ликвиднијих компоненти и убрзаног раста динарских орочених депозита.

Ако се посматра динарска компонента новчане масе, готов новац у оптицају је од почетка године повећан за 3,5 млрд динара, док су депозити по виђењу смањени за 22,3 млрд динара – што је последица сезонски уобичајеног смањења стања на рачунима привреде почетком године.<sup>16</sup> Истовремено, становништво је повећало своје трансакционе депозите за 14,6 млрд динара, док су стања на рачунима осталих сектора на сличном нивоу као крајем 2018. године. **Орочени динарски депозити** су у П1 повећани за 32,0 млрд динара, при чему је раст забележен на рачунима код готово свих сектора, што

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

|                                              | Дец.<br>2018.    | Јун<br>2019.     | Промене<br>у 2019. |
|----------------------------------------------|------------------|------------------|--------------------|
| <b>Нето потраживања од иностранства</b>      | <b>1.115.637</b> | <b>1.216.935</b> | <b>101.299</b>     |
| Нето потраживања банака од иностранства      | -223.347         | -224.151         | -804               |
| <b>Нето домаћа актива банкарског сектора</b> | <b>1.490.216</b> | <b>1.392.174</b> | <b>-98.042</b>     |
| Нето домаћи кредити                          | 2.607.225        | 2.509.996        | -97.229            |
| Нето потраживања од државе                   | 345.646          | 184.466          | -161.180           |
| Пласмани држави                              | 646.691          | 637.370          | -9.320             |
| Депозити државе                              | -301.045         | -452.904         | -151.860           |
| Потраживања од невладиних сектора            | 2.261.579        | 2.325.531        | 63.951             |
| Становништво                                 | 1.017.998        | 1.052.007        | 34.010             |
| Привреда                                     | 1.188.180        | 1.208.481        | 20.301             |
| Др. финансијске корпорације                  | 27.068           | 32.595           | 5.527              |
| Локални нивои власти                         | 26.730           | 30.396           | 3.666              |
| Непрофитне и др. организације                | 1.603            | 2.052            | 449                |
| Остала нето актива                           | -1.117.009       | -1.117.822       | -813               |
| <b>Новчана маса М3</b>                       | <b>2.605.853</b> | <b>2.609.109</b> | <b>3.256</b>       |
| Новчана маса М2                              | 1.017.826        | 1.031.002        | 13.176             |
| Новчана маса М1                              | 792.332          | 773.513          | -18.820            |
| Готов новац у оптицају                       | 182.615          | 186.143          | 3.529              |
| Депозити по виђењу                           | 609.717          | 587.369          | -22.348            |
| Динарски штедни и орочени депозити           | 225.494          | 257.490          | 31.996             |
| Девизни депозити                             | 1.588.027        | 1.578.107        | -9.920             |

Извор: НБС.

<sup>15</sup> 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.

<sup>16</sup> У Т1 су смањени за 47,8 млрд динара, а у Т2 повећани за 16,5 млрд динара.

говори у прилог расту поверења у домаћу валуту. Динамичан раст динарске штедње становништва из 2018. (када је повећана за 22,2%) настављен је и током 2019. године. Током П1 становништво је повећало своје динарске штедне депозите за 8,2 млрд динара, који су у јуну достигли ниво од 68,6 млрд динара.<sup>17</sup> У прилог веће исплативости штедње у домаћој валути и у дугом и у кратком року говори и Анализа исплативости динарске и девизне штедње, коју редовно објављује Народна банка Србије (најновија анализа обухвата период од јуна 2013. до јуна 2019). Више каматне стопе на динарску штедњу него на штедњу у девизама, повољнији порески третман, као и очувана ценовна стабилност и релативна стабилност девизног курса, фактори су који доприносе расту атрактивности штедње у домаћој валути.

**Девизни депозити** су у П1 смањени за 53,1 млн евра под утицајем преноса средстава држави и исплати дивиденди по основу концесије Аеродрома „Никола Тесла” (девизни депозити јавних предузећа смањени су за 555,7 млн евра). С друге стране, захваљујући добрим извозним резултатима, као и приливима СДИ и задуживању у иностранству, девизни депозити привредних друштава повећани су за 117,1 млн евра. Такође, повећана је и девизна штедња становништва, која је током П1 повећана за 418,0 млн евра, на 10,1

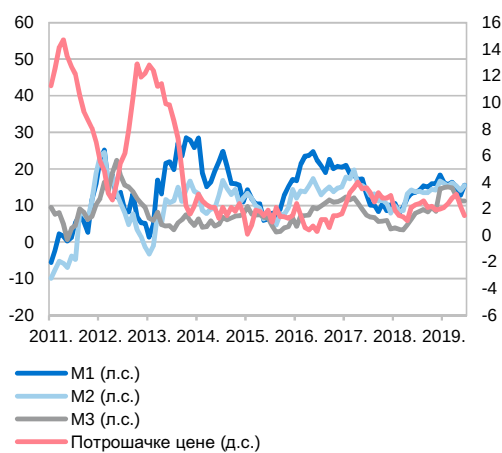
млрд евра крајем јуна (тј. на 10,4 млрд евра уколико се укључе и средства нерезидената).

## Кредити банака

**Укупни домаћи кредити су, искључујући ефекат промене девизног курса,<sup>18</sup> у П1 повећани за 3,2%,** вођени растом кредита привреди (2,3%) и становништву (3,8%). Учешће домаћих кредита у оцењеном БДП-у повећано је за 0,2 п.п. у односу на крај 2018. године и крајем П1 износило је 43,6%. **Посматрано на мг. нивоу,** раст домаћих кредита, без ефекта промене девизног курса, износио је 9,4% у јуну (9,9% децембар 2018) – при чему су кредити привреди убрзали на 8,9% (са 8,1% крајем 2018), а кредити становништву успорили на 9,7% (са 12,5% крајем 2018).

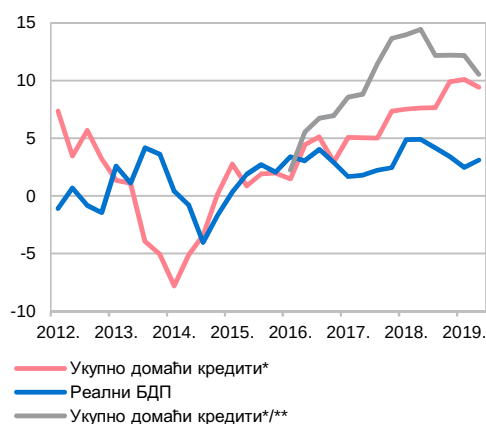
Активности банака у погледу решавања питања *NPL* настављене су у 2019. години – током П1 отписано је 7,0 млрд динара *NPL*, а лицима ван банкарског сектора директно из биланса продато је 3,1 млрд динара. **Искључујући ефекат отписа и продаје *NPL*,<sup>19</sup> мг. раст домаћих кредита у јуну 2019. износио је 10,5%, уз раст кредита становништву од 10,2% мг. и раст кредита привреди од 10,6% мг.**

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



Извор: РЗС и НБС.

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



Извор: НБС и РЗС.

\* Искључен ефекат промене девизног курса.

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

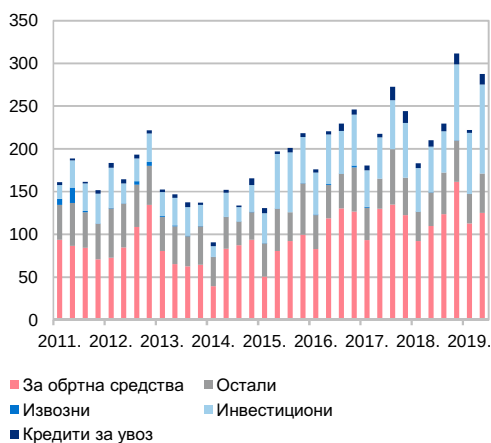
<sup>17</sup> Ако се укључе и средства нерезидената, динарска штедња је на крају јуна износила 69,3 млрд динара.

<sup>18</sup> Обрачунато по курсу динара према евра, швајцарском франку и америчком долару на дан 30. септембра 2014, при чему се узима у обзир валутна структура потраживања по основу кредита.

<sup>19</sup> Искључен је ефекат отписа и продаје *NPL* од почетка 2016. Закључно с јуном 2019, банке су отписале 189,3 млрд динара *NPL* (од чега 140,4 млрд динара од привреде, а 44,0 млрд динара од становништва), а продале 91,9 млрд динара *NPL*, који су се у том тренутку налазили у њиховим билансима.



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

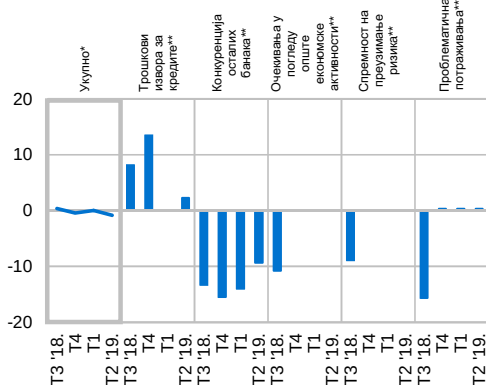


Извор: НБС.

Банке су се при финансирању кредитне активности у 2019. години и даље првенствено ослањале на домаће изворе, пре свега депозите привреде и становништва, а у мањој мери и на кредите узете из иностранства.<sup>20</sup>

Након сезонски уобичајене мање реализације почетком године, кредити привреди су, по

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.

искључењу ефекта промене девизног курса, у П1 повећани за 26,3 млрд динара, вођени растом кредита привредним друштвима. **Посматрано по делатностима**, највећи раст је забележен код предузећа из области грађевинарства, пословања некретностима, саобраћаја и трговине. **Посматрано по наменама**, инвестициони кредити су од маја постали најзаступљенија категорија кредита привреди, при чему је њихово учешће у укупним кредитима привреди крајем П1 износило 41,9%. Кредити за финансирање обртних средстава чинили су 41,2% укупних кредита привреди у јуну, док се на некатегорисане кредите односило 11,3%.

**Обим новоодобрених кредита привреди у П1** (509,8 млрд динара) већи је за 29,7% него у истом периоду прошле године, односно за 20,2% уколико се из обрачуна искључе рефинансирани кредити код исте банке. Предузећа су и даље највише била заинтересована за кредите за финансирање обртних средстава (237,7 млрд динара), који су у П1 чинили 46,6% укупних новоодобрених кредита привреди, при чему је сегменту тржишта која чине микропредузећа, мала и средња предузећа одобрено готово 70% ових кредита. Износ инвестиционих кредита одобрених у П1 од 176,0 млрд динара већи је за 67,3% него у истом периоду прошле године, односно за 62,5% по искључењу кредита рефинансираних у истој банци – што указује на наставак позитивних тенденција у погледу инвестиционе активности предузећа. Њихово учешће у укупним новоодобреним кредитима привреди расте и у П1 је износило 34,5%, док се на некатегорисане кредите односило 15,9% одобрених кредита.

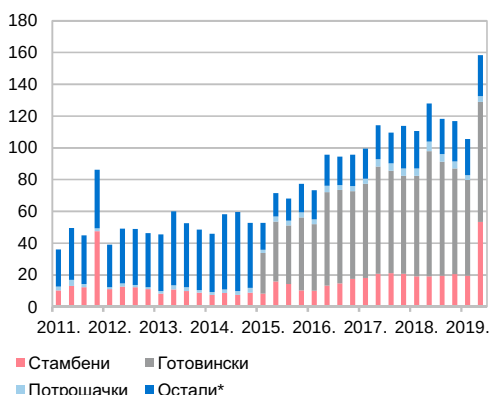
**Резултати анкете Народне банке Србије о кредитној активности банака**<sup>21</sup> показују да су кредитни стандарди привреди, последња четири тромесечја, остали готово непромењени. Банке оцењују да је конкуренција у банкарском сектору и током П1 деловала у смеру ублажавања стандарда, а да су услови по којима су одобравани кредити привреди били повољнији по основу смањених захтева у погледу колатерала и повећања максималне рочности, уз благу корекцију навише каматних маржи на девизно индексираних кредитима. Према оцени банака, раст тражње привреде за кредитима вођен је тражњом малих и средњих предузећа, а затим великих, уз значајан допринос и пољопривредника током Т2.

<sup>19</sup> Искључен је ефекат отписа и продаје *NPL* од почетка 2016. Закључно с јуном 2019, банке су отписале 189,3 млрд динара *NPL* (од чега 140,4 млрд динара од привреде, а 44,0 млрд динара од становништва), а продале 91,9 млрд динара *NPL*, који су се у том тренутку налазили у њиховим билансима.

<sup>20</sup> Показатељ односа кредита и депозита (*LTD* коефицијент) у П1 2019. повећан је за 2,5 п.п., на 94,9%.

<sup>21</sup> Поменути анкету Народна банка Србије спроводи тромесечно, од почетка 2014. године. Учесће у анкети је добровољно, а одзив је готово 100%.

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.

Потребе за финансирањем капиталних инвестиција и обртних средстава препознате су као главни фактори који су утицали на раст тражње привреде за кредитима.

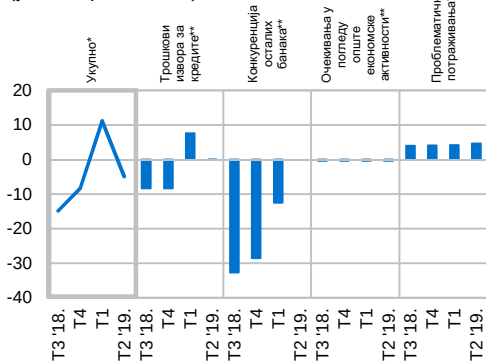
Кредити становништву су, по искључењу ефекта промене девизног курса, у П1 повећани за 38,6 млрд динара – вођени растом готовинских и стамбених

кредита, који су и у јуну били две најзаступљеније категорије, са учешћем од 41,8% и 36,5% у укупним потраживањима банака од становништва. Готовински кредити су у П1 порасли за 28,4 млрд динара, односно за 4,2 млрд динара мање него у истом периоду прошле године, што потврђује да мере Народне банке Србије усмерене на ограничавање ненаменског кредитирања становништва по неоправдано дугим роковима, донете у децембру 2018, дају резултате. Истовремено, раст стамбених кредита износио је 1,0 млрд динара, чему су допринели опоравак тржишта некретнина, позитивни трендови на тржишту рада и ниже каматне стопе на кредите, док је у супротном смеру деловала конверзија кредита индексираних у швајцарским францима у кредите у еврима, у складу са Законом о конверзији стамбених кредита индексираних у швајцарским францима, с обзиром на то да се отписује 38% вредности ових кредита.

Обим новоодобрених кредита становништву у П1 износио је 263,9 млрд динара, што је за 10,7% више него у истом периоду прошле године, тј. за 1,7% по искључењу кредита рефинансираних код исте банке. Најзаступљенији су били готовински кредити, који су чинили 51,3% укупних новоодобрених кредита становништву у П1. Међутим, износ новоодобрених готовинских кредита у П1 2019. мањи је за 4,5% него у П1 2018 – што показује да су мере Народне банке Србије из децембра 2018. године утицале на благо успоравање раста готовинских кредита. Обим новоодобрених стамбених кредита (73,0 млрд динара) скоро је двоструко већи од износа у истом периоду прошле године, односно за 20,2% по искључењу рефинансираних кредита код исте банке. Повећан износ новоодобрених стамбених кредита једним делом је резултат опоравка стамбеног кредитирања и тржишта непокретности, а већим делом конверзије кредита индексираних у швајцарским францима у кредите индексираних у еврима.

Резултати анкете Народне банке Србије о кредитној активности банака показују да су кредитни стандарди становништву, након поштравања у Т1, које се одразило на смањење максималне рочности кредита, током Т2 били благо ублажени. Ценовни услови били су повољнији и за динарске и за девизно индексираних кредите, а смањени су и услови у погледу захтеваног колатерала. Оцена банака је да је становништво повећало тражњу за кредитима, првенствено током

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

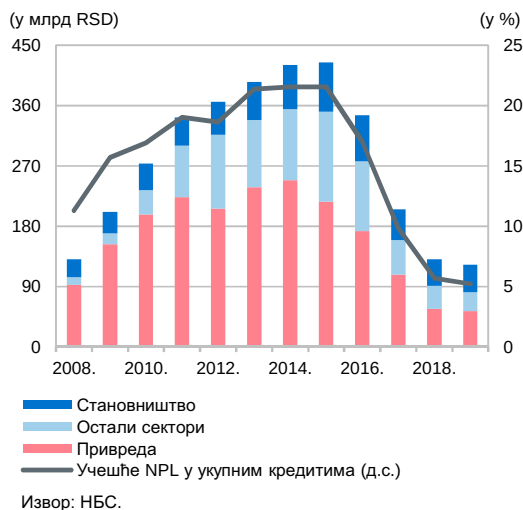


Извор: НБС.

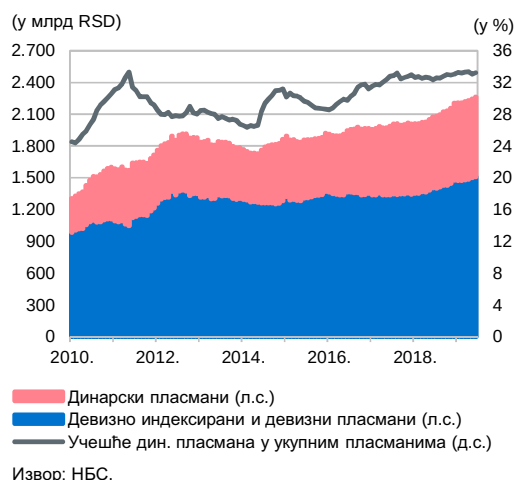
\* Позитивне вредности указују на поштравање, а негативне на ублажавање кредитних стандарда у односу на претходно тромесечје.

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



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

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



T2, при чему су потребе за рефинансирањем и куповином непокретности препознате као доминантни фактори који су томе допринели.

**Одлични резултати Стратегије за решавање питања *NPL***, уз раст економске и кредитне активности, допринели су томе да се за мање од четири године од усвајања Стратегије **износ *NPL*** у банкарском систему смањи за преко 71%, а учешће *NPL* у укупним кредитима за 17,2 п.п. Посматрано на нивоу П1, учешће *NPL* у укупним кредитима смањено је за 0,5 п.п., на нови минимум од 5,2% у јуну, од чега је учешће *NPL* у сектору привреде смањено за 0,4 п.п., на 4,6%,<sup>22</sup> док је код становништва задржано на 4,4%<sup>23</sup>. Покривеност *NPL* и даље је на високом нивоу – исправка вредности укупних кредита у јуну износила је 79,5% *NPL*, док је исправка вредности *NPL* била на нивоу од 60,8% *NPL*. Такође, након увођења стандарда Базел III,<sup>24</sup> показатељ адекватности капитала додатно је повећан и крајем П1 износио је 23,2%, што указује на високу капитализованост домаћег банкарског сектора.

## 5. Показатељи степена динаризације

У П1 Народна банка Србије наставила је да спроводи активности које имају за циљ веће коришћење динара у финансијском систему Србије.

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

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

Народна банка Србије наставила је да развија основне инструменте заштите од девизног ризика. И у првом делу 2019. године редовно су организоване двонедељне и тромесечне своп аукције девиза, чиме се подстиче међубанкарска своп трговина девизама и развој инструмената за управљање ликвидношћу и заштиту од девизног ризика.

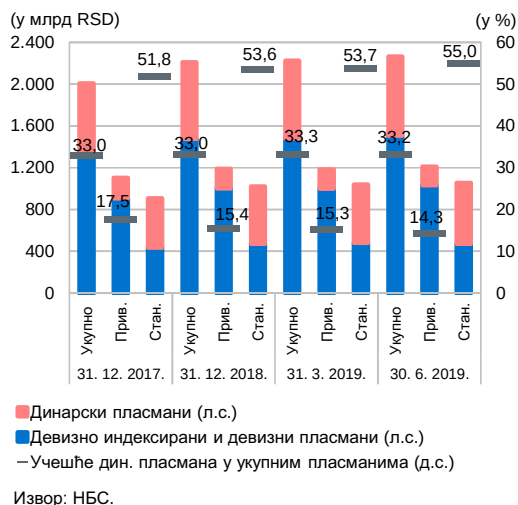
Степен динаризације, **мерен учешћем динарских пласмана у укупним пласманима банака привреди и становништву**, повећан је у П1 за 0,2 п.п. и крајем јуна је износио 33,2%. Раст динаризације пласмана у 2019. години резултат је кредитирања становништва, које се и даље претежно

<sup>22</sup> Обухвата привредна друштва и јавна предузећа. Ако посматрамо само привредна друштва, учешће *NPL* у укупним кредитима у јуну износило је 4,7%, што је за 0,5 п.п. ниже него у децембру 2018.

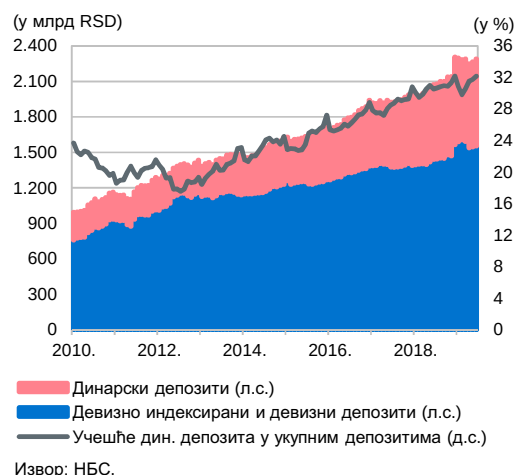
<sup>23</sup> Ако се укључе предузетници и приватна домаћинства, учешће је такође на истом нивоу као крајем прошле године – 4,4%.

<sup>24</sup> Регулаторни оквир стандарда Базел III примењује се од 30. јуна 2017.

Графикон III.5.2. Секторска структура пласмана банака



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

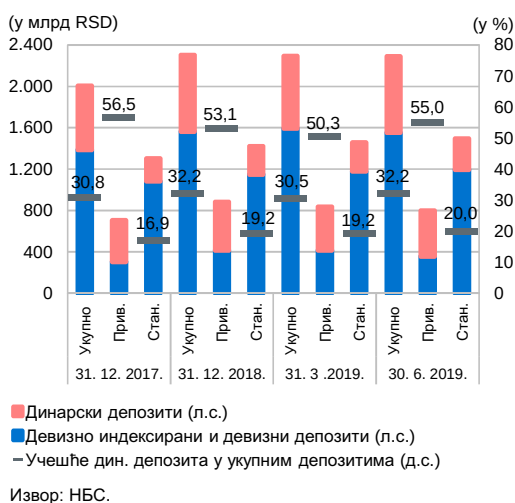


одвија у динарима. Девизни и валутно индексирани пласмани становништву су у овом периоду повећани у неznатној мери, на шта је утицала и примена Закона о конверзији стамбених кредита индексираних у швајцарским францима, у складу с којим су банке отписале део валутно индексираних стамбених кредита. Наведена кретања условила су раст динаризације пласмана становништву, на 55,0% на крају јуна, са 53,6%, колико је износила крајем 2018. године. То је уједно и највиши ниво овог показатеља од јуна 2008. године, откад се он прати.

Степен динаризације пласмана привреди је у истом периоду наставио да се смањује. Крајем јуна овај показатељ је износио 14,3%, што је за 1,1 п.п. мање него крајем 2018. године. Смањење степена динаризације пласмана привреди резултат је раста валутно индексираних и девизних кредита, као и смањења динарских пласмана. У структури кредита привреди, најинтензивнији раст бележе кредити за инвестиције, који у оквиру текућег инвестиционог циклуса представљају значајан извор финансирања инвестиција у опрему. Такође, смањењу степена динаризације пласмана привреди и даље доприносе активности банака усмерене на решавање *NPL* отписом и продајом дела тих потраживања лицима ван банкарског сектора, с обзиром на то да добар део тих кредита има динарски предзнак.

Ако се посматра степен динаризације депозита, **учешће динарских депозита у укупним депозитима привреде и становништва код банака**

Графикон III.5.4. Секторска структура депозита банака



у јуну је остало на до сада највишем нивоу откад се прате подаци: 32,2%, што је непромењено у односу на крај 2018. године.

Посматрано по секторској структури, иако је учешће динарских депозита у укупним депозитима становништва и даље релативно ниско (на крају јуна износило је 20,0%), то је до сада највиши ниво од јуна 2008. године, откад се овај показатељ прати. Од почетка 2019. године овај показатељ је порастао (за 0,8 п.п.), захваљујући расту динарских трансакционих депозита становништва, као и наставку динамичног

раста динарске штедње. Степен динаризиције депозита привреде повећан је у П1 (за 1,9 п.п.) на 55,0% и резултат је знатнијег смањења девизних депозита од динарских депозита.

## 6. Тржиште непокретности

Показатељи понуде и тражње указују на то да је тржиште некретнина у П1 наставило да се опоравља.

Према подацима Националне корпорације за осигурање стамбених кредита, просечна цена некретнина у Србији, мерена индексом *DOMex*,<sup>25</sup> у П1 2019. била је за 1,6% виша него у П2 2018, а 2,9% него у истом периоду прошле године. Цене некретнина су премашиле цене из преткризног периода, па је у односу на П1 2008. године, просечна цена некретнина у П1 2019. виша за 10,8%.



Према подацима Републичког геодетског завода, просечна цена станова у Београду у Т1 2019. већа је од просечне цене станова у 2018. за 8,7%. На повећану цену станова једним делом утицале су измене и допуне Закона о озакоњењу објеката, које су ступиле на снагу у новембру 2018. и предвиђају

забрану прометовања непокретности које су у процесу озакоњења, до доношења коначне одлуке.

На опоравак тржишта некретнина указује и број завршених станова у 2018, који је за 28% већи него у 2017. и износи 18.051, што је највећи број завршених станова у последњих седам година (приближно броју из преткризног периода од 19.815 у 2008. години). У односу на П2 2018, број укупно издатих грађевинских дозвола у П1 2019. повећан је за 7,6% дсз. (у станоградњи за чак 30,8% дсз.), а за 4,0% мг. (у станоградњи за 11,6%).

Опоравку тржишта непокретности доприноси и веће одобравање стамбених кредита. Према Анкети о кредитној активности, банке очекују да ће се раст тражње становништва за стамбеним кредитима наставити и у наредном периоду, што би требало да настави да се одражава на раст промета некретнина.

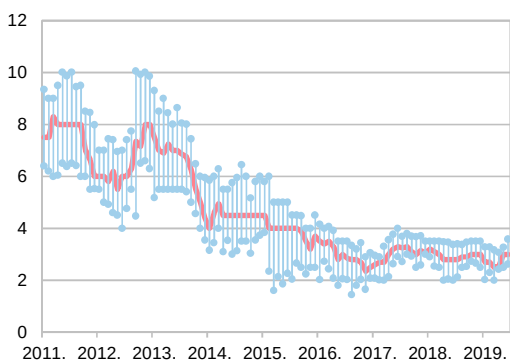


## 7. Инфлациона очекивања

Финансијски сектор и привреда очекују да ће инфлација и у наредној години, али и у средњем року остати ниска и стабилна, у границама циља Народне банке Србије ( $3 \pm 1,5\%$ ). **Усидреност инфлационих**

<sup>25</sup> Овај индекс објављује Национална корпорација за осигурање стамбених кредита, а односи се само на непокретности чија је куповина финансирана осигураним кредитима.

Графикон III.7.1. **Инфлациона очекивања финансијског сектора за годину дана унапред**  
(мг. стопе, у %)

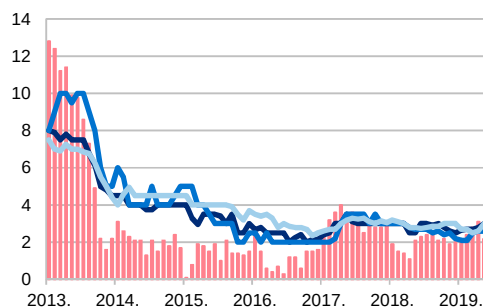


— Финансијски сектор – медијана  
• Највеће/најмање вредности одговора испитаника\*

Извор: Блумберг.

\* У распону од 10. до 90. перцентила.

Графикон III.7.2. **Текућа инфлација и инфлациона очекивања 12 месеци унапред\***  
(мг. стопе, у %)



— Текућа инфлација  
— Финансијски сектор\*  
— Привреда\*  
— Финансијски сектор – Блумберг

Извор: Галуп, Ипсос/Нинамедија, Блумберг и НБС.

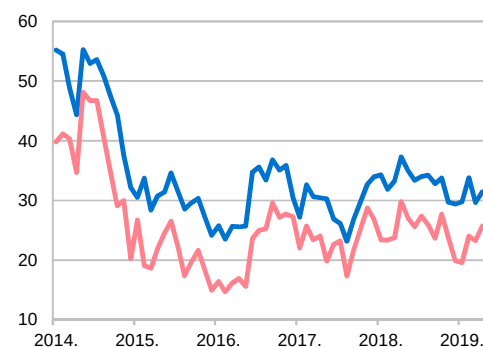
\* Агенције Ипсос и Галуп до децембра 2014, агенција Нинамедија од децембра 2014, агенција Ипсос од јануара 2018.

очекивања, поред тога што потврђује кредибилитет Народне банке Србије, позитивно доприноси ефикасности монетарне политике и већој отпорности домаће економије на ризике из међународног окружења.

Посматрано на нивоу П1, краткорочна инфлациона очекивања финансијског сектора крећу се близу централне вредности циља од 3,0%. Према резултатима анкете агенције Ипсос, инфлациона очекивања финансијског сектора за годину дана унапред током Т1 била су стабилна на нивоу од 2,7%, док су се у Т2 кретала у распону од 2,8% до 3,0%. Резултати анкете агенције Блумберг упућују на сличне закључке – финансијски сектор очекује да ће се инфлација током П1 2020. кретати у оквиру граница циља Народне банке Србије, на нивоу 2,5–3,0%. Посматрано у дужем временском периоду, финансијски сектор већ скоро шест година, тј. од октобра 2013, очекује да ће инфлација за годину дана унапред бити усидрена у границама циља Народне банке Србије. **Поверење финансијског сектора у очување ценовне стабилности огледа се и у смањеној дисперзији појединачних очекивања представника овог сектора.**

Резултати анкете агенције Ипсос показују да су се **инфлациона очекивања сектора привреде** за годину дана унапред током П1 кретала у доњој

Графикон III.7.3. **Перципирана и очекивана инфлација становништва\***  
(у индексним поенима)



— Претходних 12 месеци  
— Наредних 12 месеци

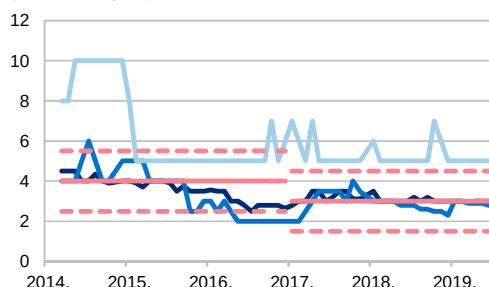
Извор: Ипсос/Нинамедија и НБС.

\* Агенција Ипсос до децембра 2014, агенција Нинамедија од децембра 2014, агенција Ипсос од јануара 2018.

половини циљаног распона – у јануару и фебруару, највероватније под утицајем успоравања мг. инфлације крајем прошле године, износила су 2,1%, док су од марта стабилна на нивоу између 2,5% и 2,6%. **Краткорочна инфлациона очекивања становништва** уобичајено су виша од очекивања осталих сектора и током П1 кретала су се између 5,0% и 6,0%. Међутим, према резултатима квалитативне анкете о инфлационим очекивањима

Графикон III.7.4. Очекивана инфлација за две године унапред\*

(мг. стопе, у %)

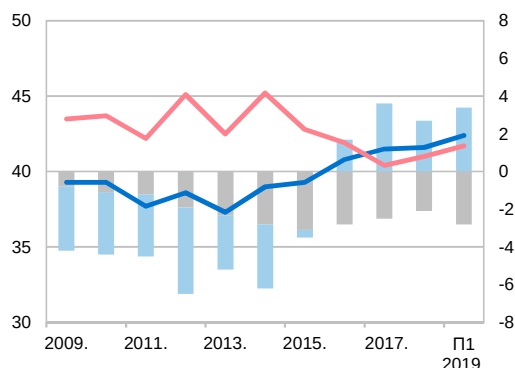


— Финансијски сектор  
— Привреда  
— Становништво  
- - - Дозвољено одступање инфлације од циља  
- - - Циљана стопа инфлације

Извор: Ипсос/Нинамедија и НБС.

\* Агенција Ипсос до децембра 2014, агенција Нинамедија од децембра 2014, агенција Ипсос од јануара 2018.

Графикон III.8.1. Буџетски приходи, расходи и резултат (у % БДП-а)



— Примарни баланс (д.с.)  
— Плаћања камата (д.с.)  
— Приходи (п.с.)  
— Расходи (п.с.)

Извор: Министарство финансија.

становништва,<sup>26</sup> индекс перципиране инфлације наставио је да бележи више вредности од индекса очекиване инфлације, што упућује на закључак да становништво сматра да ће инфлација у наредних 12 месеци бити нижа него у претходној години.

**Средњорочна очекивања финансијског сектора** усађена су у границама циља Народне банке Србије откад се прате (март 2014) и од октобра прошле године налазе се на централној вредности циља од 3,0%. **Инфлациона очекивања сектора привреде за две године унапред** од почетка године постепено се смањују, са 3,0% у јануару на 2,8% у јуну, док су **очекивања становништва** током П1 била стабилна на нивоу од 5,0%.

## 8. Фискална кретања

Као и претходне две године, у 2019. остварен је суфицит консолидованог буџета, који је у П1 износио 17,3 млрд динара, односно 0,7% процењеног БДП-а. Ако се изузму расходи за камате, који су у односу исти период претходне године повећани за 5,8 млрд динара, примарни суфицит је у П1 износио 87,3 млрд динара, односно 3,4% процењеног БДП-а.

**Консолидовани приходи** су током П1 реално повећани за 5,1%, при чему највећи допринос потиче од увозног ПДВ-а (1,7 п.п.), што се може довести у

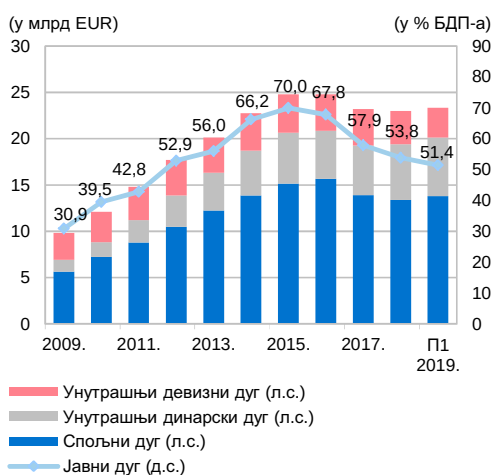
везу с растом потрошње и увоза. Поред тога, повећани су и приходи по основу доприноса за социјално осигурање (1,7 п.п.) и пореза на доходак (1,3 п.п.), услед наставка позитивних кретања на тржишту рада, која се огледају у расту формалне запослености и зарада. Повећани су и приходи по основу пореза на добит (допринос од 0,7 п.п.) услед веће профитабилности домаћих привредних субјеката. С друге стране, иако је Народна банка Србије у марту уплатила у буџет нераспоређену добит у номиналном износу од 9,3 млрд динара, укупни непорески приходи били су мањи за 5,6% услед фазног укидања мере која се односи на обавезу уплате средстава у буџет од стране јавних предузећа.

**Консолидовани расходи** током П1 реално су порасли за 7,1%, пре свега услед бржег раста капиталних расхода, који су реално повећани за 27,2%, уз допринос расту укупних расхода од 2 п.п. Поред тога, на повећање расхода утицао је и раст пензија и зарада у јавном сектору (уз допринос од 1,6 п.п. и 1,4 п.п., респективно), а у нешто мањој мери и раст расхода за набавку робе и услуга (0,9 п.п.) и расхода за камате (0,4 п.п.). С друге стране, смањене су активирани гаранције, што је допринело смањењу укупних расхода са 0,4 п.п.

Иако је Фискалном стратегијом предвиђен дефицит консолидованог буџета од 0,5% БДП-а у 2019,

<sup>26</sup> Детаљније о квалитативним очекивањима становништва видети у Извештају о инфлацији – фебруар 2016, Осврт 2, стр. 15.

Графикон III.8.2. Јавни дуг\*



Извор: Министарство финансија.

\* Централни ниво државе.

кретања из П1 указују на то да је извесно да ће и ове године бити остварен бољи фискални резултат од планираног.

**Јавни дуг** је крајем јуна износио 23,55 млрд евра, што је 51,4% пројектованог БДП-а. И у 2019. настављен је тренд смањења удела јавног дуга у БДП-у, који је крајем 2015. године износио 75% и који је до краја 2018. смањен на 53,8% БДП-а.

Смањење учешћа јавног дуга у БДП-у током П1 у потпуности се дугује расту БДП-а (са 3,5 п.п.). Међувалутне промене нису утицале на кретање јавног дуга. Током П1 јавни дуг је номинално повећан за 0,54 млрд евра, од чега се 66% односи на емисију динарских државних ХоВ. На тај начин је повећано и учешће динарског дела јавног дуга у укупном јавном дугу за 1 п.п., на 27%, колико је износило крајем јуна.

У јуну је емитована десетогодишња еврообвезница у еврима у износу од 1,0 млрд евра и истовремено је извршен превремен делимичан откуп раније емитованих еврообвезница у доларима које доспевају 2020. и 2021. у истом износу, чиме је смањен ризик рефинансирања. Како су превремено откупљене скупље ХоВ (купонска стопа од 4,875% и 7,25%), **смањени су расходи за камате у наредне две године.** Такође, смањено је и учешће доларског дела дуга, са 26,5% у 2018. на 22% крајем јуна, **чиме је ублажен и валутни ризик.**

## 9. Агрегатна тражња

Расту економске активности у П1 од 2,8% м.г. највише је допринео раст потрошње, који се пре свега може довести у везу с наставком позитивних трендова на тржишту рада. Поред тога, позитиван допринос потиче и од раста инвестиција, које се огледају кроз повећан прилив СДИ и интензивну реализацију инфраструктурних пројеката. С друге стране, допринос нето извоза током П1 био је негативан услед бржег раста увоза од извоза.

Према нашој процени, до краја године очекујемо убрзање раста економске активности, које ће, као и у П1, бити вођено домаћом тражњом, али и нешто бржим растом извоза по основу раста извозне понуде као резултат инвестиција из претходног периода, тако да би раст БДП-а у 2019. требало да износи 3,5%. У средњем року, по основу наставка позитивног деловања поменутих фактора, очекујемо да се раст БДП-а убрза на око 4%.

### Домаћа тражња

У 2019. настављен је одржив раст **потрошње домаћинства**, који је, према нашој процени, у П1 износио 3,3% м.г., што је допринело расту БДП-а за 2,2 п.п. Раст потрошње становништва резултат је, пре свега, наставка позитивних трендова на тржишту рада, који се огледају у расту зарада и запослености. То потврђује и повећање масе зарада у приватном сектору од 14,2% м.г., као и раст расхода за пензије од 8,3% у П1. С друге стране, нето прилив дознака из иностранства смањен је током П1 за 2,1% м.г., док је износ новоодобрених кредита намењених потрошњи мањи за 6,8% м.г. услед примене мера Народне банке Србије усмерених ка очувању финансијске стабилности.

На раст потрошње становништва указује и кретање главних показатеља активности услужних сектора током П1. Тако је реални раст промета у трговини на мало износио 8,1% м.г., а већи је и број долазака и ноћења домаћих туриста (5,7% м.г. и 5,1% м.г., респективно).

Током П1 повећана је и **потрошња државе** за 2,5% м.г., уз допринос расту БДП-а од 0,4 п.п. Томе је допринело повећање расхода за запослене које потиче од повећања зарада у јавном сектору, док је настављен



тренд смањења броја запослених (−0,9% мг.). Током П1 повећани су и издаци за куповину робе и услуга.

Позитиван допринос расту БДП-а у П1 (0,5 п.п.) потекао је од **приватних инвестиција**, које су повећане за 3,2% мг. На раст инвестиционе активности приватног сектора указују пре свега раст увоза опреме од 12,4% мг. и повећање производње капиталних производа од 4,0% мг. Већи допринос расту БДП-а потекао је од **државних инвестиција** (1,1 п.п.), које су, према нашим проценама, реално повећане за 33,2% мг., на шта указује и убрзана реализација инфраструктурних пројеката које финансира држава.

На раст укупне инвестиционе активности указује и кретање показатеља из области грађевинарства, пошто је током П1 повећана вредност изведених радова за 16,1% мг., а производња грађевинског материјала за 3,5% мг. Током П1 регистрован је и већи број издатих грађевинских дозвола (4,0% мг.), док је предвиђена вредност радова на основу тих дозвола била више него удвостручена у односу на исти период претходне године (102,7% мг.), што указује на изванредан раст активности у области грађевинарства и у наредном периоду.

Даље унапређење инвестиционог амбијента и повољни услови задуживања позитивно су утицали на финансирање инвестиција. Наиме, профитабилност привредних друштава повећана је четврту годину заредом и у 2018. нето добит износила је готово 500 млрд динара, док је нето прилив СДИ у истом периоду

повећан за 27,7% мг., на 1,8 млрд евра. Поред тога, део инвестиција је финансиран и новим инвестиционим кредитима (134,8 млрд динара након искључења рефинансираних кредита код исте банке), што представља раст од 62,5% мг.

Током П1 повећане су и залихе, које су, према нашој процени, допринеле расту БДП-а са 0,1 п.п.

## Нето екстерна тражња

**Извоз робе и услуга** је у П1 реално повећан за 9,2% мг., вођен растом извоза услуга, прерађивачке индустрије и пољопривреде. Ипак, текући инвестициони циклус, а делом и виши увоз енергената и опоравак приватне потрошње утицали су на то да реални раст **увоза робе и услуга** (10,4% мг.) буде већи од раста извоза, тако да је допринос нето извоза кретању БДП-а и у П1 био негативан (−1,5 п.п.).

Према платнобилансним подацима, извоз робе изражен у еврима и у П1 остварио је релативно висок раст (8,5% мг.), упркос успоравању екстерне тражње и деловању специфичних фактора, попут квота на извоз челика у ЕУ и такса на испоруку робе на Косово и Метохију. Према подацима о спољној трговини, расту извоза је највише допринела прерађивачка индустрија, чији је извоз у П1 повећан за 5,3% мг. Раст извоза прерађивачке индустрије остао је широко распрострањен (раст у 16 од 23 области), а највише су му допринели извоз електричне опреме, машина и опреме и производа од

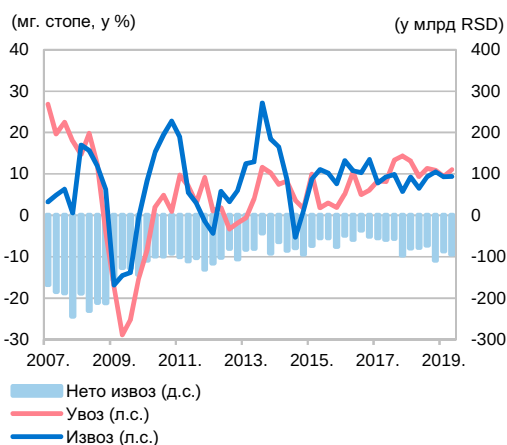
Графикон III.9.1. Доприноси годишњој стопи раста БДП-а – расходна страна (у п.п.)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

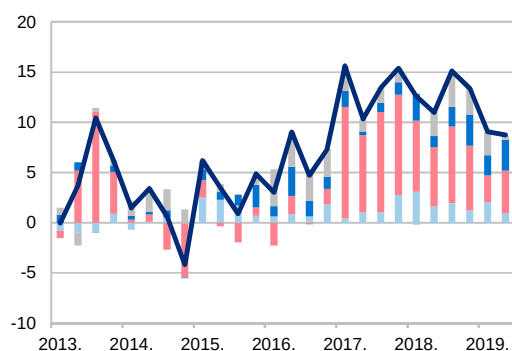
\* Процена НБС.

Графикон III.9.2. Извоз и увоз робе и услуга (у сталним ценама претходне године, реф. 2010)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

Напомена: процена НБС за Т2 2019.

Графикон III.9.3. Кретање главних компоненти увоза  
(доприноси м.г. расту, у п.п.)

— Остало  
— Потрошна роба  
— Репроматеријал  
— Опремена  
— Увоз (у %)

Извор: РЗС и прерачун НБС.

Графикон III.9.4. Кретање показатеља екстерне тражње за извозом Србије  
(тримесечни покретни просек, дсз.)

— Укупан извоз, тримесечни просек (л.с.)

— Базни извоз, тримесечни просек (л.с.)

— Екстерна тражња из зоне евра (д.с.)

— Екстерна тражња из ЦИЕ (д.с.)

Извор: Европска комисија, РЗС и НБС.

\* Базни извоз се добија након што се од укупног извоза искључи извоз пољопривредних производа, основних метала, моторних возила, деривата нафте и електричне енергије.

гуме и пластике. С друге стране, ремонти у рафинерији нафте у Панчеву и Петрохемији одразили су се на пад извоза нафтних деривата и хемијских производа. Негативан допринос потекао је и од извоза моторних возила, при чему је извоз аутомобилских делова и прибора убрзан, достигавши 14,8% укупног извоза робе у П1, и у потпуности је компензовао нижи извоз аутомобила. Захваљујући доброј прошлогодишњој сезони, извоз пољопривредних производа наставио је да расте и у П1 (33,3% м.г.), пре свега по основу већег извоза житарица.

Повољне тенденције настављене су и у извозу услуга, који је у П1 повећан за 16,7% м.г. Као и раније, том расту је највише допринио извоз информационо-комуникацијских услуга (30,8% м.г.) и пословних услуга (23,4% м.г.). Поред тога, висок допринос потекао је и од извоза транспортних, туристичких и грађевинских услуга.

Робни увоз изражен у еврима повећан је у П1 за 10,2% м.г., на шта је највише утицао раст увоза репроматеријала (за 6,2% м.г.) због повећаних потреба у прерађивачкој индустрији и грађевинарству, при чему се део тог раста дугује већем увозу енергената (за 105,6 млн евра). У складу с текућим инвестиционим циклусом, увоз опреме повећан је за 12,4% м.г., а виши увоз потрошне робе (за 14,1% м.г.) указује на даљи опоравак потрошње домаћинства.

Слична кретања потврђује и структура увоза по намени ЕУ, где је највећи допринос увозу потекао од интермедијарних производа и нетрајних потрошних добара, затим од енергената, а у мањој мери и од капиталних добара.

Покривеност робног увоза извозом у јуну 2019. износила је 73,9%, а по укључењу услуга 83,2%, што је приближно као крајем 2018. Извоз робе у јуну био је за 135,0% виши од свог преткризног нивоа<sup>27</sup>, а робни увоз за 39,4%.

## 10. Економска активност

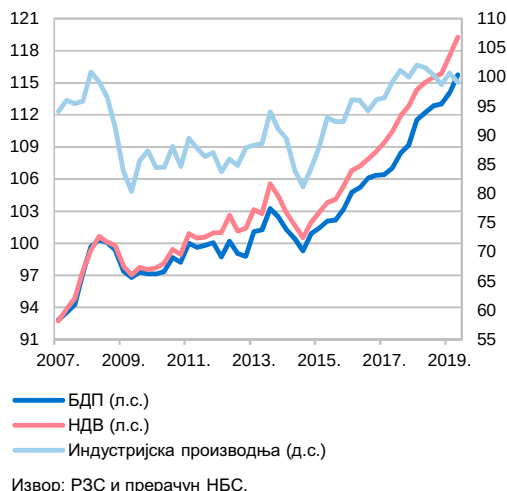
Раст економске активности је настављен и у 2019. и у П1 је, према нашој процени, износио 2,8% м.г. Опоравак домаће тражње у потпуности је определио раст БДП-а, који је у П1 био вођен повећањем активности у грађевинарству и услужним секторима. С друге стране, након натпросечне претходне пољопривредне сезоне, активност у сектору пољопривреде је током П1 стагнирала. Поред тога, индустријска производња је била у паду током П1 због успоравања екстерне тражње, ремонта постројења у нафтној и хемијској индустрији и уведених такса на производе који се испоручују на Косово и Метохију, што се пре свега одразило на нижу производњу у прехранбеној индустрији. Поред наставка раста у услужним секторима и грађевинарству, до краја године очекујемо и опоравак

<sup>27</sup> Ниво из П1 2008.

Графикон III.10.1. Доприноси м. стопи раста БДП-а – производна страна (у п.п.)



Графикон III.10.2. Кретање показатеља економске активности (дсз. подаци, П1 2008 = 100)



индустријске производње, тако да процењујемо да ће раст БДП-а у 2019. износити 3,5%.

**Индустријска производња** смањена је у П1 за 1,7% м.г., уз негативан допринос расту БДП-а од 0,4 п.п. Физички обим индустријске производње у П1 био је нижи за 2,0% м.г., а у прерађивачкој индустрији за 2,8% м.г. Поред смањења екстерне тражње, мањи обим производње у прерађивачкој индустрији последица је и ремонта нафтних и хемијских постројења, у којима је смањен физички обим производње за 25,6% м.г. и 17,8% м.г., респективно, уз укупан допринос паду физичког обима индустријске производње од 1,9 п.п. И таксе на промет робе на Косову и Метохији утицале су на пад обима производње прехранбених производа и пића, што се одразило на смањење обима производње у индустрији за 0,9 п.п. С друге стране, обим производње повећан је код 11 од 24 делатности прерађивачке индустрије, при чему је највећи позитивни допринос потекао од производње фармацеутских производа и основних метала.

У П1 благо је смањен и физички обим производње у сектору рударства (0,9% м.г.), услед мање експлоатације руде метала. Физички обим производње у сектору снабдевања електричном енергијом, гасом и паром био је готово непромењен у односу на П1 2018.

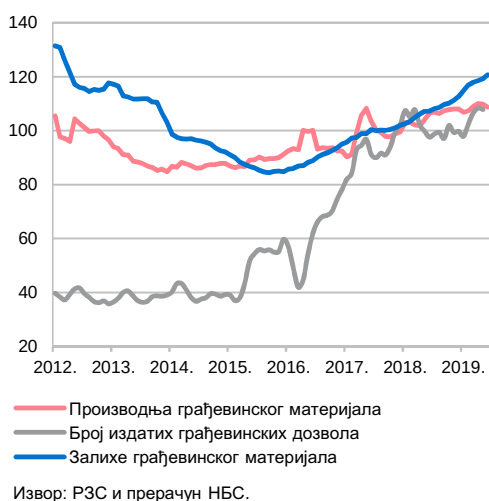
Током П1 настављен је снажан раст активности у **грађевинарству**, који је, према процени РЗС-а,

Графикон III.10.3. Доприноси м. расту физичког обима индустријске производње (у п.п.)



износио 14,1% м.г. (допринос расту БДП-а од 0,5 п.п.) и који се може довести у везу и са убрзаном реализацијом инфраструктурних пројеката и са опоравком тржишта непокретности. На позитивна кретања у грађевинарству указује и раст производње грађевинског материјала у П1 од 3,5% м.г., као и раст вредности изведених грађевинских радова од 16,1% м.г. Током П1 повећан је и број формално запослених у грађевинарству за 10,1% м.г., који је, захваљујући и предузетим мерама на смањењу сиве економије, достигао највиши ниво од 2012. године.

Графикон III.10.4. Показатељи грађевинске активности (тримесечни просеци дсз., 2017 = 100)



Графикон III.10.5. Доприноси годишњој стопи раста БДП-а – производна страна (у п.п.)



Највећи допринос расту БДП-а у П1 потекао је од раста активности у **услугним секторима** (допринос расту БДП-а 2,0 п.п.), који бележе раст бруто додате вредности од 3,8% м.г. То потврђује и кретање готово свих показатеља из услужних делатности, који бележе раст у П1 захваљујући опоравку домаће тражње. Тако је промет у трговини на мало реално повећан за 8,5% м.г., а промет у угоститељству у периоду јануар–мај<sup>28</sup> реално за 9,2% м.г. И број

туриста и остварених ноћења био је за 5,3% и 5,8%, респективно, већи него у истом периоду претходне године.

Иако су током претходне пољопривредне сезоне остварени натпросечни резултати, према процени РЗС-а, и током П1 2019. настављени су позитивни трендови у **пољопривреди**, пошто је активност у овом сектору била готово непромењена у односу на П1 2018.

## 11. Зараде и запосленост

Од средине 2014. године тржиште рада у континуитету бележи позитивне трендове, који су настављени и у П1 2019. То се односи пре свега на секторски распрострањен раст просечних зарада и смањење стопе незапослености на најнижи ниво. Премда нешто споријим темпом него у протекле две године, укупна формална запосленост такође наставља да расте, подстакнута даљим повећањем економске активности.

**Раст БДП-а од почетка године главни је покретач раста укупне номиналне нето зараде**, која је у П1 2019. забележила готово двоцифрен раст у односу на исти период прошле године (9,8% м.г.) и у јуну је достигла 53.633 динара, тј. 455 евра. У П1 су порасле и номиналне нето зараде у приватном сектору (10,5% м.г.), подржане већом рентабилношћу предузећа у 2018, као и зараде у јавном сектору<sup>29</sup> (9,4% м.г.), на основу одлуке Владе РС.

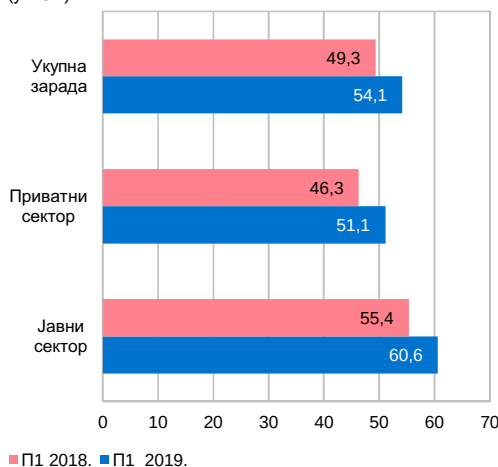
**Повећање нето номиналних зарада у П1 остварено је у свим привредним делатностима**, при чему је највиши апсолутни и процентуални раст на м.г. нивоу забележен у услугама информисања и комуникација и секторима рударства и енергетике. Више зараде су регистроване и у услугама саобраћаја и трговине, затим у пољопривреди, прерађивачкој индустрији и грађевинарству, као и у финансијском сектору. Поред делатности у којима доминира приватни сектор, зараде су порасле и у областима државне управе, здравства и образовања, у којима преовладава јавни сектор.

Повољни трендови на тржишту рада у претходних пет година одржавају се и на раст укупне номиналне нето масе зарада, која је у П1 2019. била за 14,2% виша него у истом периоду 2018. Истовремено,

<sup>28</sup> Прелиминарни податак РЗС-а.

<sup>29</sup> За потребе обрачуна просечних зарада, РЗС у јавни сектор сврстава: јавна државна предузећа, јавна локална предузећа, администрацију на свим нивоима, државне установе које обављају делатност здравствене и социјалне заштите, образовања и културе.

Графикон III.11.1. Просечна номинална нето зарада (у RSD)



Извор: РЗС.

номинална нето маса зарада је порасла и у приватном (17,7% мг.) и у јавном сектору (8,3% мг.).

Према прелиминарној процени, у П1 је повећана и продуктивност укупне економије за 0,7% на мг. нивоу, захваљујући бржем расту БДП-а од повећања броја запослених. Расту продуктивности у наредном периоду требало би да допринесу и подстицаји првенствено усмерени на привлачење капиталних инвестиција и финансирање пројеката с већом додатом вредношћу, а што повратно делује и на отварање нових радних места.

Постигнути резултати на пољу смањења незапослености и повећања запослености утицали су на нешто спорију динамику мг. стопе раста укупне формалне запослености у П1, која је у просеку износила 2,1%. Томе треба додати и релативно високе стопе раста формалне запослености у ранијим годинама. Према подацима РЗС-а, добијеним из базе Централног регистра обавезног социјалног осигурања, **оствареном повећању укупног броја запослених допринело је даље запошљавање код правних лица и предузетника**, на супрот мањем броју индивидуалних пољопривредника.

Период јануар–јун 2019. карактерисао је и наставак запошљавања у делатностима приватног сектора, пре свега у прерађивачкој индустрији, грађевинарству,

Графикон III.11.2. Номиналне нето зараде по делатностима (у хиљ. RSD)



Извор: РЗС.

Табела III.11.1. Кретања формалне запослености и незапослености (мг. стопе раста, просек периода)

|                                           | 2018. |       | 2019. |       |
|-------------------------------------------|-------|-------|-------|-------|
|                                           | T3    | T4    | T1    | T2    |
| Укупан број формално запослених           | 3,3   | 3,4   | 2,7   | 1,6   |
| Запослени код правних лица                | 3,2   | 3,4   | 2,6   | 1,9   |
| Приватни предузетници и запослени код њих | 6,7   | 6,4   | 5,3   | 2,8   |
| Индивидуални пољопривредници              | -8,2  | -8,3  | -8,3  | -8,7  |
| Незапослени                               | -10,5 | -10,8 | -9,1  | -9,3  |
| Први пут траже запослење                  | -10,9 | -11,5 | -1,6  | 21,1  |
| Били у радном односу                      | -10,3 | -10,5 | -12,7 | -24,3 |

Извор: РЗС и Национална служба за запошљавање.

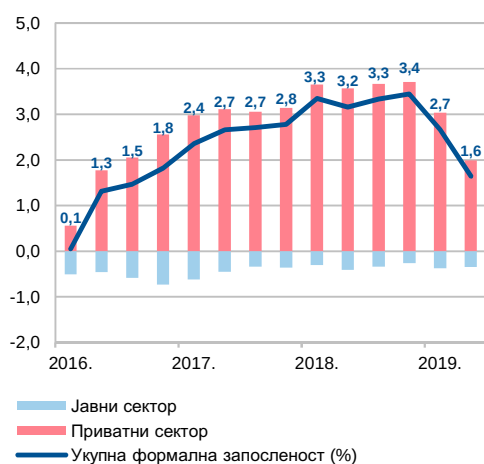
трговини и осталим услужним делатностима. С друге стране, мањи број запослених регистрован је у секторима пољопривреде и енергетике, као и у областима здравства и државне управе, услед наставка рационализације у јавном сектору.<sup>30</sup>

**Раст броја новозапослених праћен је даљим падом регистроване незапослености у П1, у условима спровођења активних мера и програма запошљавања на тржишту рада,<sup>31</sup> као и унапређеног пословног и инвестиционог амбијента у Србији. Према**

<sup>30</sup> У складу са Законом о начину одређивања максималног броја запослених у јавном сектору.

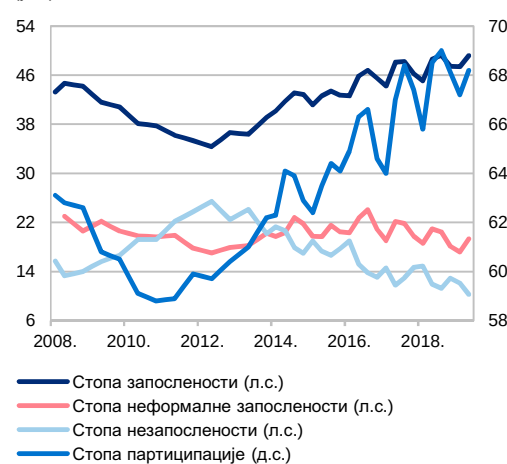
<sup>31</sup> Активне мере и програми запошљавања укључују: услуге посредовања у запошљавању, каријерно вођење и саветовање, подршку samozapošljavanja, додатно образовање и обуке, посебне програме за младе у процесу транзиције из система образовања на тржиште рада и др.

Графикон III.11.3. Структура м.г. раста формалне запослености  
(у п.п., просек периода)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

Графикон III.11.4. Показатељи тржишта рада према Анкети о радној снази  
(у %)



Извор: РЗС.

евиденцији Националне службе за запошљавање, **незапосленост је у П1 забележила нови најнижи ниво откад постоје упоредиви подаци**, тако да је у јуну број незапослених пао на 527.208 лица, што је за 51.864 лица мање него у истом периоду 2018. Поред тога, у П1 је у просеку регистровано близу 233 хиљаде мање незапослених него у истом периоду 2014. Притом, незапосленост је смањена у свим групама занимања, највише унутар прерађивачке индустрије, трговине, угоститељства и туризма, а потом и код занимања у области пољопривреде, грађевинарства и саобраћаја.

Анкета о радној снази, која прати кретања и на неформалном сегменту тржишта рада, упућује на сличне резултате као и подаци из формалних извора. С тим у вези, стопа партиципације становништва радног узраста (15–64 године) задржала је релативно висок ниво из претходне године и у Т2 2019. износила је 68,2%. Стопа укупне запослености

остварила је м.г. раст од 0,6 п.п., на 49,2% у Т2, док је у исто време стопа укупне незапослености спуштена на 10,3%, а стопа дугорочне незапослености<sup>32</sup> на 6,1%, што су њихови најнижи нивои откад постоје упоредиви подаци. Наведено говори у прилог континуираном смањењу броја незапослених, и то првенствено по основу повећања броја формално запослених и пада удела неформално запослених (19,3% у Т2). На историјски минимум у Т2 пале су и стопа незапослености младе популације (24,4%) и тзв. стопа *NEET* (14,1%), тј. проценат младих који нити раде нити су у образовном процесу.

Имајући претходно у виду, очекујемо да ће даљи раст економске активности и позитивни резултати пословања предузећа у већини привредних делатности наставити да доприносе повољним трендовима на тржишту рада и у периоду пред нама, пре свега кроз повећање зарада и запослености и смањење стопе незапослености.

<sup>32</sup> Стопа дугорочне незапослености представља проценат незапослених годину дана и дуже у укупном броју активних становника.





## Списак графикана и табела

### Графикони

|           |                                                                                                              |    |
|-----------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| II.2.1.   | Референтна каматна стопа и коридор каматних стопа                                                            | 10 |
| II.2.2.   | Стање продатих/купљених ХоВ Народне банке Србије                                                             | 11 |
| II.2.3.   | Обим стерилизације ликвидности инструментима монетарне политике                                              | 11 |
| II.3.1.   | Допринос м. стопи раста потрошачких цена                                                                     | 13 |
| III.1.1.  | Ревизија прогноза реалног раста БДП-а за 2019. и 2020. ММФ-а                                                 | 16 |
| III.1.2.  | Кретање хармонизованог индекса потрошачких цена по земљама                                                   | 16 |
| III.1.3.  | Кретање курсева одређених националних валута према долару                                                    | 18 |
| III.1.4.  | Кретање цена нафте и бакра                                                                                   | 18 |
| III.1.5.  | Индекс светских цена хране                                                                                   | 19 |
| III.2.1.  | Покривеност текућег дефицита СДИ                                                                             | 19 |
| III.2.2.  | Структура финансијског биланса                                                                               | 20 |
| III.2.3.  | Девизне резерве и покривеност краткорочног спољног дуга                                                      | 21 |
| III.2.4.  | Међународна инвестициона позиција                                                                            | 22 |
| III.3.1.  | Динарска ликвидност                                                                                          | 23 |
| III.3.2.  | Кретање каматних стопа                                                                                       | 24 |
| III.3.3.  | Каматне стопе на примарном тржишту државних ХоВ                                                              | 24 |
| III.3.4.  | Стање продатих динарских државних ХоВ                                                                        | 24 |
| III.3.5.  | Кретање каматних стопа на нове динарске кредите и депозите                                                   | 25 |
| III.3.6.  | Кретање каматних стопа на нове евро и евроиндексиране кредите и депозите                                     | 25 |
| III.3.7.  | Показатељ премије ризика – <i>EMBI</i> по земљама                                                            | 26 |
| III.3.8.  | Кретање курса динара и интервенције Народне банке Србије на девизном тржишту                                 | 26 |
| III.3.9.  | Кретање курса динара и евра према долару                                                                     | 27 |
| III.3.10. | Кретање курсева одређених националних валута према евр                                                       | 27 |
| III.3.11. | Индекс <i>BELEX15</i> и промет на Београдској берзи                                                          | 28 |
| III.4.1.  | Монетарни агрегати и потрошачке цене                                                                         | 29 |
| III.4.2.  | Кредитна активност и БДП                                                                                     | 29 |
| III.4.3.  | Структура новоодобрених кредита привреди                                                                     | 30 |
| III.4.4.  | Утицај појединих фактора на промену кредитних стандарда у одобравању кредита и кредитних линија предузећима  | 30 |
| III.4.5.  | Структура новоодобрених кредита становништву                                                                 | 31 |
| III.4.6.  | Утицај појединих фактора на промену кредитних стандарда у одобравању кредита и кредитних линија становништву | 31 |
| III.4.7.  | Учешће <i>NPL</i> у укупним кредитима, бруто принцип                                                         | 32 |
| III.5.1.  | Учешће динарских пласмана у укупним пласманима банака привреди и становништву                                | 32 |
| III.5.2.  | Секторска структура пласмана банака                                                                          | 33 |
| III.5.3.  | Учешће динарских депозита у укупним депозитима привреде и становништва                                       | 33 |
| III.5.4.  | Секторска структура депозита банака                                                                          | 33 |
| III.6.1.  | Индекси цена непокретности <i>DOMex</i> и број прометованих непокретности                                    | 34 |
| III.6.2.  | Индекси броја издатих дозвола за новоградњу                                                                  | 34 |
| III.7.1.  | Инфлациона очекивања финансијског сектора за годину дана унапред                                             | 35 |
| III.7.2.  | Текућа инфлација и инфлациона очекивања 12 месеци унапред                                                    | 35 |
| III.7.3.  | Перципирана и очекивана инфлација становништва                                                               | 35 |
| III.7.4.  | Очекивана инфлација за две године унапред                                                                    | 36 |

|                                                                       |    |
|-----------------------------------------------------------------------|----|
| III.8.1. Буџетски приходи, расходи и резултат                         | 36 |
| III.8.2. Јавни дуг                                                    | 37 |
| III.9.1. Доприноси годишњој стопи раста БДП-а – расходна страна       | 38 |
| III.9.2. Извоз и увоз робе и услуга                                   | 38 |
| III.9.3. Кретање главних компоненти увоза                             | 39 |
| III.9.4. Кретање показатеља екстерне тражње за извозом Србије         | 39 |
| III.10.1. Доприноси м.г. стопи раста БДП-а – производна страна        | 40 |
| III.10.2. Кретање показатеља економске активности                     | 40 |
| III.10.3. Доприноси м.г. расту физичког обима индустријске производње | 40 |
| III.10.4. Показатељи грађевинске активности                           | 41 |
| III.10.5. Доприноси годишњој стопи раста БДП-а – производна страна    | 41 |
| III.11.1. Просечна номинална нето зарада                              | 42 |
| III.11.2. Номиналне нето зараде по делатностима                       | 42 |
| III.11.3. Структура м.г. раста формалне запослености                  | 43 |
| III.11.4. Показатељи тржишта рада према Анкети о радној снази         | 43 |

## Табеле

|                                                                       |    |
|-----------------------------------------------------------------------|----|
| II.3.1. Допринос м.г. стопи раста потрошачких цена                    | 12 |
| II.3.2. Раст и доприноси компоненти расту потрошачких цена у П1 2019. | 13 |
| III.2.1. Платни биланс Републике Србије                               | 20 |
| III.4.1. Монетарни преглед                                            | 28 |
| III.11.1. Кретања формалне запослености и незапослености              | 42 |



**CIP** - Каталогизација у публикацији  
Народна библиотека Србије, Београд

336.71

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

Два пута годишње. - 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