



НАРОДНА БАНКА СРБИЈЕ
ГУВЕРНЕР

КГ.бр. 1761/1120

РЕПУБЛИКА СРБИЈА
НАРОДНА СКУПШТИНА
БЕОГРАД

ПРИМЉЕНО: 03.08.2020

Орг. јед.	Број	Прилог	Вредност
03	400-830/20		

Београд, 29. јуна 2020. године

НАРОДНА СКУПШТИНА

У складу с чланом 71. ст. 2. и 4. Закона о Народној банци Србије („Службени гласник РС“, бр. 72/2003, 55/2004, 85/2005 – др. закон, 44/2010, 76/2012, 106/2012, 14/2015, 40/2015 – одлука УС и 44/2018), Народна банка Србије подноси Народној скупштини, у довољном броју примерака за све посланичке групе, Годишњи извештај о монетарној политици за 2019. годину, Годишњи извештај о пословању и резултатима рада за 2019. годину, као и Годишњи извештај о стабилности финансијског система за 2019. годину – које је Извршни одбор Народне банке Србије једногласно усвојио на седници одржаној 11. јуна 2020. године.

С поштовањем,



Др Јоргованка Табаковић

ГОДИШЊИ ИЗВЕШТАЈ
О МОНЕТАРНОЈ ПОЛИТИЦИ



Народна банка Србије

2019

Уводна напомена

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

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

Годишњи извештај о монетарној политици у 2019. размотрен је и усвојен на седници Извршног одбора 11. јуна 2020. године.

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

Извршни одбор Народне банке Србије:

Др Јоргованка Табаковић, гувернер

Др Жељко Јовић, вицегувернер

Др Ана Ивковић, вицегувернер

Мр Драгана Станић, вицегувернер

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

² „Службени гласник РС”, бр. 12/2013, 18/2015, 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
ОПЕС – 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

Резиме	1
I. Стратешки оквир монетарне политике	5
II. Монетарна политика и остварење циљане инфлације	7
1. Монетарна политика у 2019. години	7
2. Инструменти монетарне политике	9
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 2019. години	12
III. Макроекономски услови спровођења монетарне политике	15
1. Међународно окружење	15
Економска активност и инфлација	15
Монетарна политика	17
Финансијска и робна тржишта	19
2. Међународне трансакције	20
Платнобилансна кретања и девизне резерве	20
Међународна инвестициона позиција земље	23
3. Кретања на финансијском тржишту	24
Каматне стопе	24
Премија ризика земље	26
Кретања на девизном тржишту и курс динара	27
Кретања на берзи	28
4. Новац и кредити	29
Монетарни агрегати М1, М2 и М3	29
Кредити банака	30
5. Показатељи степена динаризиције	33
6. Тржиште непокретности	35
7. Инфлациона очекивања	36
8. Фискална кретања	37
9. Агрегатна тражња	38
Домаћа тражња	38
Нето екстерна тражња	39
10. Економска активност	40
11. Зараде и запосленост	42
Списак графикана и табела	45

Резиме

Као и у претходном периоду, Народна банка Србије је и у 2019. години водила **одговорну монетарну политику, конзистентну са очувањем ниске и стабилне инфлације у границама циља од $3 \pm 1,5\%$ у средњем року**. Инфлаторни притисци из домаћег окружења остали су ниски и на страни понуде и на страни тражње, док је неизвесност из међународног окружења, пре свега по основу трговинских и геополитичких тензија, као и волатилних цена примарних производа, била главни фактор задржавања референтне каматне стопе на непромењеном нивоу од 3,0% током прве половине године. Најава и ублажавање монетарних политика водећих централних банака, Система федералних резерви и Европске централне банке, у условима слабијих изгледа за глобални привредни раст, уз и даље ниске инфлаторне притиске на домаћем тржишту, омогућили су додатно ублажавање монетарне политике Народне банке Србије у другој половини године. Референтна каматна стопа смањена је у јулу, августу и новембру за укупно 75 базних поена, на 2,25%, што је био њен до тада најнижи ниво у режиму инфлационог циљања. Тиме је пружена додатна подршка кредитном и привредном расту и истовремено омогућено држави да се задужује по повољнијим условима.

И у условима бржег раста домаће тражње од очекиваног и позитивних трендова на тржишту рада, **инфлација је у 2019. остала ниска и стабилна** и шесту годину заредом у просеку је износила око 2%. Њено кретање током 2019. у највећој мери било је одређено динамиком цена хране и енергената. У периоду јануар–април, међугодишња инфлација је, као и у другим земљама региона, вођена растом цена поврћа услед слабог рода из претходне пољопривредне сезоне, бележила раст и у априлу је

достигла централну вредност циља. С доласком нове пољопривредне сезоне, од маја до октобра инфлација је знатно успоравала, чему су допринеле и ниже цене нафтних деривата у условима пада светске цене нафте. Након привременог спуштања испод доње границе циља у августу, септембру и октобру, инфлација се у новембру вратила у границе циља и крајем године износила је 1,9%. Томе је допринео раст цена хране, као и нафтних деривата, услед ниске базе из претходне године. На ниске инфлаторне притиске указивала је и ниска и стабилна базна инфлација, која се током године кретала у распону 1,1–1,5% међугодишње, као и краткорочна и средњорочна инфлациона очекивања финансијског сектора и привреде усидрена близу, али испод централне вредности циља за инфлацију Народне банке Србије.

Ублажавање монетарне политике Народне банке Србије у потпуности се пренело на нижу цену задуживања државе и приватног сектора. **Каматне стопе на нове динарске кредите приватном сектору** од краја 2018. смањене су за преко 1,2 процентна поена и крајем године износиле су 4,0% за привреду и 9,1% за становништво, чиме су се **спустиле на нови најнижи ниво у режиму циљања инфлације**. Такође, каматне стопе на кредите у еврима и даље су остале ниске, подржане веома експанзивном политиком Европске централне банке, као и већом конкуренцијом међу банкама и нижом премијом ризика Србије.

Премија ризика Србије била је међу најнижим у региону и током 2019. снижена је за 140 базних поена, на 19 базних поена, колико је износила на крају године. Паду премије ризика земље доприносили су глобални, али у још већој мери домаћи фактори, повољна макроекономска перспектива земље,

смањена интерна и екстерна неравнотежа и ојачана финансијска стабилност. Потврду веће спремности за улагања у Србију и успешности економске политике наше земље представља и повећање кредитног рејтинга на корак од инвестиционог од стране агенција *Fitch* и *Standard & Poor's*, које наглашавају да су у основи раста рејтинга и повољних изгледа доказана оперативна независност Народне банке Србије и раст кредитбилитета монетарне политике.

Нижа цена задуживања на домаћем тржишту доприносила је **наставку раста кредитне активности** по готово двоцифреној стопи, која је била међу највишим у региону. На повољну структуру кредитне активности и њену значајну подршку привредном расту, али без нарушавања ценовне и финансијске стабилности, указује податак да се целокупан раст кредита привреди односио на инвестиционе кредите, који су на нивоу године повећани за преко 25%. Уз наставак активности на решавању питања проблематичних кредита, раст кредитне активности допринео је и **даљем паду учешћа проблематичних кредита у укупним кредитима на нови најнижи ниво** откад се овај показатељ прати – на 4,1% у децембру, што је смањење за преко 18 процентних поена од доношења Стратегије за решавање питања проблематичних кредита.

Другу годину заредом привредни раст је био изнад 4%, јер су домаћи фактори успешно компензовали успоравање раста екстерне тражње. Према подацима Републичког завода за статистику, у 2019. години реални раст бруто домаћег производа износио је 4,2%. Највећи допринос потекао је од инвестиција, захваљујући убрзаној реализацији инфраструктурних пројеката, унапређењу пословног амбијента, о чему сведочи и напредак Србије на *Doing Business* листи конкурентности Светске банке, као и од повољних извора финансирања. Настављен је и одржив раст потрошње, пре свега као резултат повољних трендова на тржишту рада и нижих трошкова кредитног задужења. С друге стране, услед успоравања раста екстерне тражње и наставак инвестиционог циклуса у земљи, допринос нето извоза био је негативан, али у мањој мери него у претходној години. Посматрано с производне стране, највећи допринос расту потекао је од натпросечних резултата у грађевинарству, као и од раста активности у већини услужних сектора, подржане растом личне потрошње. Поред тога, благ позитиван допринос дала је и индустријска производња, упркос ефектима успоравања раста

екстерне тражње, таксама од 100% на производе који се испоручују на Косово и Метохију, као и ремонтима у нафтној и хемијској индустрији током прве половине године.

Активирање инвестиција из претходног периода, упркос успоравању екстерне тражње, одразило се на **одржавање високе стопе раста извоза робе и услуга** у 2019, која је чак била и виша него у претходној години (10,5% наспрам 9,6% у 2018). **Инвестиције су добрим делом одредиле и динамику и структуру увоза робе и услуга**, који је на нивоу године повећан за 10,7%, вођен већим потребама привреде за репроматеријалом и опремом, а у мањој мери и растом потрошачке тражње. Иако је по том основу у 2019. забележен већи дефицит текућег рачуна платног биланса, увезена опрема ће повећати извозне капацитете српске привреде, тако да у средњем року треба очекивати смањење учешћа текућег дефицита у бруто домаћем производу, при чему ће темпо тог смањења зависити од динамике инвестиционог циклуса у наредном периоду.

Дефицит текућег рачуна, пету годину заредом, у пуној мери је покривен нето приливом страних директних инвестиција. Према прелиминарним подацима, нето прилив страних директних инвестиција од око 3,6 милијарди евра (8% бруто домаћег производа) био је највећи у региону Западног Балкана, пројектно распрострањен и већ дуже време усмерен претежно у разменљиве секторе, што доприноси екстерној одрживости земље и привредном расту на одрживим основама. Повећано интересовање страних инвеститора за улагања у државне хартије од вредности на домаћем тржишту утицало је на то да по основу портфолио инвестиција буде остварен нето прилив од близу 200 милиона евра. Уз то, током 2019, на међународном финансијском тржишту емитована је нова десетогодишња еврообвезница по до сада најповољнијим условима – **остварена каматна стопа била је међу најнижим стопама на десетогодишње еврообвезнице у еврима које су земље региона емитовале**, чак и оне које имају већи кредитни рејтинг од Србије. На тај начин тржишта су показала да је ризичност улагања у нашу земљу знатно смањена и да је стопа приноса упоредива са приносима земаља које већ имају инвестициони рејтинг. Средства од те продаје (1,55 милијарди евра) искоришћена су за превремену отплату дела обвезница емитованих у доларима које доспевају 2020. и 2021. године.

Повећано улагање страних инвеститора у Србију допринело је наставку 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 и током претходне две године. Како би ублажила прекомерне краткорочне осцилације курса динара према еврџу, Народна банка Србије је током 2019. интервенисала на међубанкарском девизном тржишту нето куповином 2.695,0 милиона евра. То је у највећој мери допринело расту бруто девизних резерви Народне банке Србије на 13,4 милијарде евра, колико су износиле крајем 2019. и што је њихов највиши ниво од 2000. године, откад се на овај начин прате подаци.¹ **Ниво девизних резерви Србије је адекватан и обезбеђује заштиту од екстерних потреса,** с обзиром на то да покрива близу шест месеци увоза робе и услуга и преко 260% дуга који доспева у наредној години дана.

Фискални резултат је и у 2019. био бољи од плана – дефицит на консолидованом нивоу износио је 11,1 милијарду динара (0,2% бруто домаћег производа), док је Фискалном стратегијом био планиран дефицит од 0,5% бруто домаћег производа. Ако се изузму расходи за камате, остварен је суфицит од 97,2 милијарде динара. Наставак позитивних фискалних кретања током 2019. у највећој мери одредили су раст економске активности и повећана профитабилност привреде по том основу, позитивна кретања на тржишту рада, као и нижи трошкови задуживања државе постигнути ефектима ублажавања монетарне политике Народне банке Србије, повољнијом премијом ризика земље и кредитним рејтингом. Притом, знатно боља остварења у првом делу године од плана отворила су простор за додатно повећање капиталних издатака државе и повећање плата у јавном сектору од новембра, који су допринели расту инвестиција и потрошње, али не у мери у којој би то угрозило основне средњорочне циљеве фискалне политике и изазвало веће инфлаторне притиске. Смањење фискалне неравнотеже, уз смањен валутни

ризик и ризик рефинансирања, допринело је свођењу јавних финансија у одрживе оквире – на крају године јавни дуг централног нивоа власти износио је 52,0% бруто домаћег производа, уз раст учешћа дуга у динарима на 27% и смањење учешћа дуга у доларима на 20%.

Као резултат повољних макроекономских кретања, **тржиште рада** од средине 2014. у континуитету бележи позитивне трендове, што се огледа пре свега у расту броја формално запослених у приватном сектору за преко 230 хиљада, смањењу регистроване незапослености за чак трећину и смањењу стопе незапослености на једноцифрен ниво. Поред тога, укупна номинална нето зарада у децембру 2019. достигла је 59.772 динара, тј. 510 евра, што је њен највиши ниво откад постоје упоредиви подаци.

Повољна макроекономска кретања на домаћем тржишту настављена су и почетком 2020, али је од марта, као и у другим европским земљама, економска активност у Србији била под знатним утицајем пандемије вируса корона. То је захтевало знатне монетарне и фискалне подстицаје Народне банке Србије и Владе Републике Србије ради подршке привреди у превазилажењу негативних ефеката пандемије. Иако је у кратком року због застоја, а у појединим случајевима и потпуног прекида производње, економска активност смањена, средњорочна перспектива наше привреде остала је позитивна, што указују процене Међународног монетарног фонда, кредитних рејтинг агенција и других релевантних међународних институција. Поред тога, важно је нагласити да су управо предузете мере у претходном периоду, одржана ценовна и ојачана финансијска стабилност, као и смањена фискална и екстерна неравнотежа и девизне резерве земље на највишем нивоу откад се прате, омогућиле да се предузму опсежне мере за опоравак привреде од кризе изазване вирусом корона. Народна банка Србије ће и у наредном периоду пратити дешавања у домаћем и међународном окружењу и предузимати координиране акције с Владом РС како би се у што већој мери ублажили негативни ефекти кризе.

¹ Посматрано крајем године.

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 Србије² 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 доноси се унапред. У случају Србије, та одлука се доноси за три године унапред, све док се не заврши процес номиналне, реалне и структурне конвергенције према 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 2019. утврђена **циљана стопа инфлације до децембра 2022. године на нивоу од 3,0%, с дозвољеним одступањем $\pm 1,5$ п.п.**³

Подсетимо да је циљана стопа инфлације смањена од 2017. године за 1 п.п., на $3,0 \pm 1,5\%$,⁴ 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.

² 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.

³ Меморандум Народне банке Србије о циљаним стопама инфлације до 2022. године усвојен је на седници Извршног одбора Народне банке Србије 12. децембра 2019.

⁴ Меморандум Народне банке Србије о циљаним стопама инфлације до 2018.

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

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

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

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

Народна банка Србије спроводи **режим руковођено пливајућег девизног курса.** Интервенције на девизном тржишту спроводи како би ублажила прекомерне краткорочне осцилације девизног курса, 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. Такође, на конференцијама за штампу, које се организују поводом објављивања Извештаја о инфлацији, детаљно се образлажу макроекономске пројекције и монетарна политика и одговара на сва питања јавности.

II. Монетарна политика и остварење циљане инфлације

1. Монетарна политика у 2019. години

Током 2019. године Народна банка Србије је наставила циклус ублажавања монетарне политике, смањујући референтну каматну стопу за укупно 75 б.п., на 2,25%, што је тада био њен најнижи ниво у режиму циљања инфлације. Тиме је Народна банка Србије додатно подржала кредитни и привредни раст.

Монетарна политика се водила у складу с **Програмом монетарне политике Народне банке Србије у 2019. години**.⁵ 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. Програм је предвиђао да ће Народна банка Србије и током 2019. године задржати потребну опрезност приликом доношења одлука монетарне политике, с обзиром на неизвесност која долази из међународног окружења.

Управо је **неизвесност из међународног окружења била главни фактор задржавања референтне**

каматне стопе на непромењеном нивоу од 3,0% током П1, док су инфлаторни притисци у Србији из домаћег окружења остали ниски и на страни понуде и на страни тражње. Најава и ублажавање монетарних политика водећих централних банака, ФЕД-а и ЕЦБ, у условима слабијих изгледа за глобални привредни раст омогућили су додатно ублажавање монетарне политике Народне банке Србије у П2.

Инфлација је била чврсто под контролом седму годину заредом и, у складу с најавама Извршног одбора, након достизања централне вредности циља у априлу, имала је опадајућу путању и кретала се око доње границе циљаног распона. Такво кретање инфлације било је пре свега опредељено смањењем доприноса цена поврћа инфлацији с доласком нове пољопривредне сезоне. Пројекције инфлације указивале су на то да ће се кретање инфлације у доњем делу циљаног распона наставити до краја периода пројекције. На ниске инфлаторне притиске указивала је и базна инфлација, која се током 2019. кретала у распону 1,1–1,5% мг, као и инфлациона очекивања финансијског сектора и привреде, која су била усидрена нешто испод циља од 3,0% и за годину и за две године унапред.

Извршни одбор је истицао да ће приближавању инфлације централној вредности циља у средњем року **допринети даљи раст домаће тражње**, имајући у виду позитивне трендове на тржишту рада, као и раст плата у јавном сектору и пензија. Извршни одбор је узео у обзир то да на расположив доходак повољно делује и нижи ниво каматних стопа, а тиме и нижи

⁵ „Службени гласник РС”, бр. 96/2018.

трошкови отплате кредита, који су постигнути дотадашњим ублажавањем монетарне политике Народне банке Србије. Поред тога, имао је у виду и чињеницу да простор за наставак кредитног и привредног раста отварају 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. Позитиван ефекат се очекивао и од ниских каматних стопа на евроиндексирани кредити, које би требало да остану ниске дуже него што се првобитно очекивало, као и од смањене премије ризика земље и повећане конкуренције међу банкама.

Општој макроекономској стабилности и развојним перспективама земље допринела су и **позитивна фискална кретања**. Знатан раст капиталних издатака државе и планирано повећање плата у јавном сектору и пензија обезбедили су изворе финансирања инвестиција и потрошње, али не у мери у којој би то изазвало веће инфлаторне притиске и прекинуло опадајућу путању учешћа јавног дуга у БДП-у. Као и у 2017. и 2018. години, фискална дисциплина резултирала је готово уравнотеженим буџетом на консолидованом нивоу у 2019. години и смањењем учешћа јавног дуга у БДП-у. Повољним фискалним кретањима допринио је раст економске активности и профитабилности привреде, као и позитивна кретања на тржишту рада.

Повољна фискална кретања наставила су позитивно да се одражавају на **премију ризика земље и кредитни рејтинг**. Премија ризика Србије смањена је на најнижи ниво откад се прати, указујући на јачање поверења инвеститора у одрживост раста привреде Србије. Потврда оствареном напретку и повољним изгледима за раст у наредном периоду стигла је и од рејтинг агенција, чиме је Србија, чувајући стабилност и трансформишући своју економију, први пут дошла на корак од добијања инвестиционог рејтинга, карактеристичног за земље које одликује висока сигурност улагања. То не само да потврђује економски напредак и резултате које остварује Србија већ и доприноси даљем побољшању услова финансирања и расту инвестиција у Србији.

Висок прилив СДИ, који у потпуности покрива дефицит текућег рачуна, 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. Према оцени Извршног одбора, смањена интерна и екстерна неравнотежа и повољни макроекономски изгледи Србије од кључне су важности за повољнији третман и финансијске услове које држава добија на финансијском тржишту. О томе најбоље говоре подаци о емитованим еврообвезницама Србије на светском тржишту, пре свега најнижа каматна стопа коју је Србија икада до сада остварила на међународном тржишту, која је уједно била 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. Извршни одбор очекује да ће учешће дефицита текућег рачуна платног биланса у БДП-у бити смањено у средњем року, 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.

Фактори из међународног окружења упућивали су на опрезност у вођењу монетарне политике, нарочито у П1. Опрезност је била потребна првенствено 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 опоравак екстерне тражње, али је истицао могућност да успоравање трговине и привредног раста на светском нивоу буде веће од првобитно процењеног. Посебно је разматрао изгледе за раст зоне евра, нашег најважнијег трговинског партнера, која се, поред осталог, суочавала и са изазовима Брежита. С друге стране, иако успорен, привредни раст је и даље био 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 монетарних политика које ће водити најважније светске централне банке, кретања односа долара и евра и токова капитала према земљама у успону. Тензије су биле посебно заострене у мају и почетком јуна, првенствено због тога што су САД увеле нове царине на увоз из Кине. 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 2018. године, ФЕД је најпре најавио стрпљивост када је реч о променама монетарне политике, у складу с кретањем економских показатеља, да би до краја јуна 2019. био суочен с дилемом да ли да задржи или смањи референтну каматну стопу, а потом направи и заокрет отпочињањем новог циклуса ублажавања монетарне политике. 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. Извршни одбор Народне банке Србије истицао је да је неизвесно у којој мери ће се монетарне политике водећих централних банака, пре свега ЕЦБ-а и ФЕД-а, разликовати од очекивања тржишта, што би могло утицати на токове капитала према земљама у успону.

Одлуке Извршног одбора о монетарној политици захтевале су опрезност и због цена примарних производа на светском тржишту, пре свега нафте. Светска цена нафте је најпре повећана за скоро 40% од почетка године до средине маја, претежно због даљег смањења производње у земљама *OPEC*-а, најважније 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 светске економије било све извесније, цена нафте је смањена. 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.

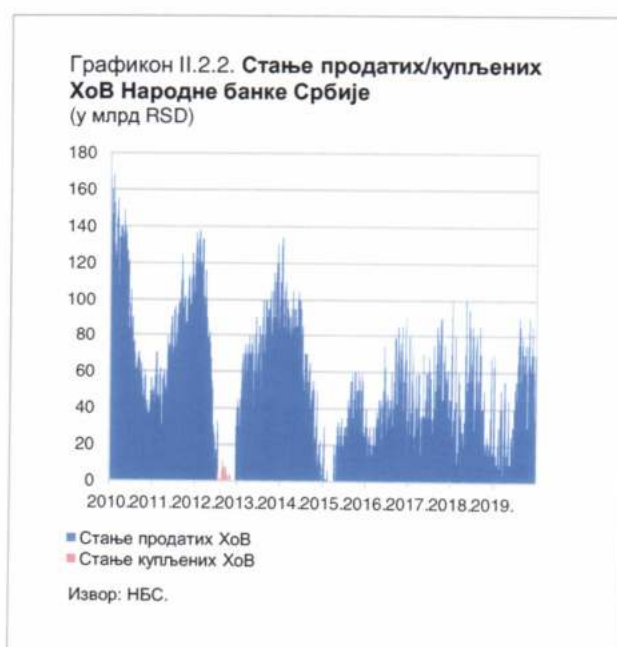
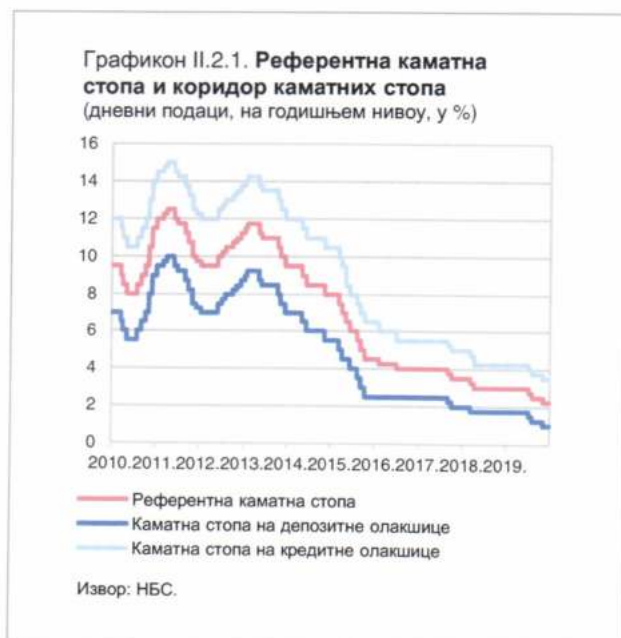
Све извесније повећање експанзивности монетарних политика водећих централних банака, ФЕД-а и ЕЦБ-а, у условима наставка повољних домаћих макроекономских кретања без изазивања инфлаторних притисака, омогућило је додатно ублажавање монетарне политике Народне банке Србије у јулу и августу за по 25 б.п., на ниво од 2,5%. С додатним слабљењем инфлаторних притисака, Извршни одбор је на састанку у новембру одлучио да референтну каматну стопу додатно смањи, за 25 б.п., на 2,25%. Тим смањењима ниво референтне каматне стопе сваки пут био је на новом минимуму у режиму циљања инфлације.

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**.

Главне операције на отвореном тржишту Народне банке Србије и током 2019. године биле су једнонедељне реверзне репо трансакције, тј. репо трансакције продаје ХоВ (повлачење ликвидности).

Репо трансакције Народна банка Србије је спроводила својим ХоВ. За потребе репо продаје у 2019. години емитована је једна серија благајничких записа, у укупној номиналној вредности од 500,0 млрд динара. Емисија једне серије благајничких записа високе номиналне вредности наставак је праксе из претходних година која банкама омогућава да адекватније располажу хартијама у оквиру исте серије и једноставније управљају ликвидношћу.



Током 2019. године организоване су 53 аукције репо продаје ХоВ. Аукције су организоване једном недељно по моделу варијабилне вишеструке каматне стопе. Укупна продаја ХоВ износила је 2.521,0 млрд динара. Остварени обим продаје био је нешто виши него у 2018. години (2.488,4 млрд динара).

Просечно стање ХоВ Народне банке Србије у портфолију банака током 2019. године износило је 46,9 млрд динара, што је за 0,9 млрд динара мање него у 2018. години. Посматрано у односу на крај 2018. године, стање тих ХоВ повећано је за 53,5 млрд динара и крајем децембра износило је 70,0 млрд динара.

Депозитне и кредитне олакшице

Банке су у 2019. години наставиле да преконоћно депонују средства код Народне банке Србије (депозитне олакшице). Просечно дневно стање депонованих средстава банака код Народне банке Србије у 2019. години износило је 39,6 млрд динара, што је за 25,0 млрд динара више него 2018. године. Максимално просечно месечно стање депонованих средстава забележено је у децембру (66,4 млрд динара), а минимално у јануару (21,5 млрд динара).

Одлука о условима и начину одобравања кредита за одржавање дневне ликвидности банака на основу залог ХоВ, којом су уређене кредитне олакшице, измењена је у фебруару 2019. године. Усвојеним изменама Одлуке створени су услови за ефикасно

намирење потраживања Народне банке Србије по основу ових кредита из заложених средстава обезбеђења, у складу са одредбама Закона о финансијском обезбеђењу („Службени гласник РС”, бр. 44/2018).

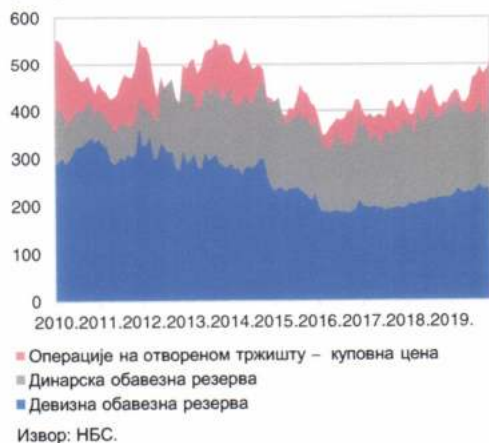
У посматраном периоду банке су користиле кредитне олакшице само као дневни кредит (осам банака). Дневни кредит је коришћен у укупном износу од 40,5 млрд динара, при чему је највећи износ коришћења био у јануару (23,3 млрд динара).

Обавезна резерва

Обрачуната обавезна резерва која се издваја у динарима крајем 2019. године била је за 20,3 млрд динара већа него на крају 2018. године и износила је 191,5 млрд динара. Наведено повећање резултат је повећања чисто динарске обавезне резерве за 9,4 млрд динара и повећања девизне обавезне резерве која се издваја у динарима за 10,9 млрд динара.

У истом периоду, **обрачуната обавезна резерва која се издваја у девизама** порасла је за 175,1 млн евра и износила је 2,0 млрд евра. Такво кретање је резултат повећања девизне основице за 1,5 млрд евра, од чега се 1,1 млрд евра односи на обавезе с рочношћу до две године, а 0,4 млрд евра на обавезе с рочношћу преко две године. Ако се пође од структуре девизне основице, претежни део њеног повећања односи се на девизну штедњу (0,8 млрд евра) и девизне депозите привреде (0,5 млрд евра).

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



Каматне стопе

У августу 2019. године Извршни одбор Народне банке Србије донео је нову Одлуку о каматним стопама које Народна банка Србије примењује у поступку спровођења монетарне политике.

У односу на до тада важећу, новом одлуком је, почев од обрачунског периода 18. август – 17. септембар 2019. године, каматна стопа по којој Народна банка Србије обрачунава и плаћа камату на износ оствареног просечног дневног стања издвојене динарске обавезне резерве смањена са 1,25% на 1,00%. Изменом Одлуке из новембра 2019. године та стопа је, почев од обрачунског периода 18. новембар – 17. децембар 2019. године, поново смањења и утврђена на нивоу од 0,75%.

Операције на девизном тржишту

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

У 2019. години динар је према еврџу номинално ојачао за 0,5%. Јачање динара у 2019. години представља наставак тенденције апрецијације која је присутна од априла 2017. године. Апрецијацијски притисци су резултат бољих показатеља домаће економије и добрих перспектива за њен даљи раст и развој. Добре макроекономске перформансе и позитивне перспективе домаће економије довеле су до повећаног прилива девиза по различитим основама, пре свега СДИ, чији је нето прилив био више него довољан да покрије дефицит текућег рачуна. Такође, прилив девиза остварен је и по основу улагања страних инвеститора у дугорочне динарске ХоВ, пре свега седмогодишње реперне (бенчмарк) државне ХоВ, као и по основу дознака и нето откупа ефективног страног новца. На апрецијацијске притиске утицала је и повећана кредитна активност банака (повећање нето индексиране активне банака).⁶

У активностима на међубанкарском девизном тржишту, Народна банка Србије је у 2019. години нето купила 2.695,0 млн евра (купила 3.100,0 млн евра и продала 405,0 млн евра).

Посматрано по тромесечјима, динар је у Т1 номинално ојачао према еврџу за 0,2%. У јануару су забележени блажи депрецијацијски притисци узроковани дејством привремених сезонских фактора (појачана тражња домаћих предузећа увозника енергената за девизама). Народна банка Србије је у јануару на МДТ-у продала 130,0 млн евра, док је у фебруару и марту купила укупно 165,0 млн евра. Динар је наставио да јача у Т2 (за 0,1%), а Народна банка Србије је искључиво куповала девизе (920,0 млн евра). Током Т3 динар је номинално ојачао према еврџу за 0,3%, а Народна банка Србије је нето купила 1.150,0 млн евра (купила 1.210,0 млн евра и продала 60,0 млн евра). У Т3 Народна банка Србије продала је девизе крајем августа, када су се појавили одређени депрецијацијски притисци, у амбијенту појачане неизвесности у међународном окружењу услед присутних трговинских тензија, успоравања глобалног привредног раста и поновне инверзије криве приноса у САД (у сегменту од две до десет година), као и у условима сезонски уобичајене смањене активности на домаћем девизном тржишту. У Т4 динар је номинално ослабио према еврџу за 0,1%, услед појаве блажих депрецијацијских притисака

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

сезонског карактера. Народна банка Србије је нето купила 590,0 млн евра (купила 805,0 млн евра и продала 215,0 млн евра).

Девизне своп аукције Народне банке Србије

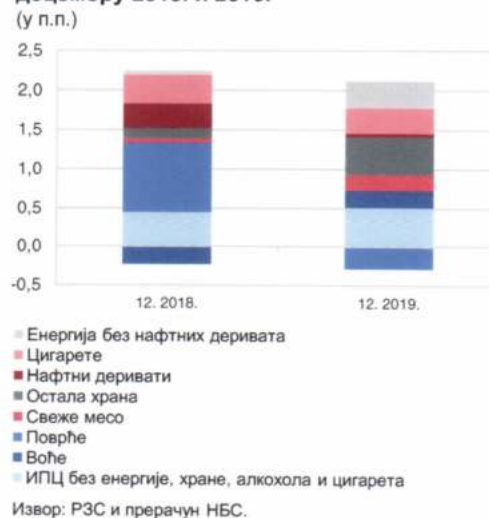
Како би подстакла развој међубанкарске своп трговине и омогућила банкама да ефикасније управљају својом ликвидношћу, Народна банка Србије је у 2019. години наставила да организује **редовне тромесечне и двонедељне аукције своп продаје и своп куповине девиза** – евра за динаре. У 2019. години организоване су 104 редовне тромесечне своп аукције, на којима је Народна банка Србије укупно своп продала и своп купила по 67,0 млн евра, и 100 редовних двонедељних своп аукција, на којима је Народна банка Србије укупно своп продала и своп купила по 446,5 млн евра. Највећи обим реализације у 2019. години забележен је у јануару, када је Народна банка Србије своп продала и своп купила по 82,0 млн евра. На крају 2019. године, стање девизних потраживања и девизних обавеза Народне банке Србије према банкама по основу тромесечних своп аукција износило је по 20,0 млн евра, док је стање девизних потраживања и девизних обавеза по основу двонедељних своп аукција износило по 14,0 млн евра.

Делујући проактивно у амбијенту привремено 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 2019. години

И у условима бржег раста домаће тражње од очекиваног и позитивних трендова на тржишту рада, инфлација је у 2019. остала ниска и стабилна и шесту годину заредом у просеку је износила око 2%.

Графикон II.3.1. Допринос м. инфлацији у децембру 2018. и 2019. (у п.п.)



Кретање м. инфлације током 2019. у највећој мери било је опредељено кретањем цена хране и енергената. У периоду јануар–април, м. инфлација је, као и у другим земљама региона, вођена растом цена поврћа услед слабог рода из претходне пољопривредне сезоне, бележила раст и у априлу је достигла 3,1%. С доласком нове пољопривредне сезоне, од маја до октобра инфлација је знатно успоравала, чему су, поред нижих цена поврћа (допринос м. инфлацији снижен је са 1,6 п.п. у априлу на -0,5 п.п. у октобру), допринеле и ниже цене нафтних деривата у условима пада светске цене нафте. Након привременог спуштања испод доње границе циља у августу, септембру и октобру, инфлација се у новембру вратила у границе циља и крајем године износила је 1,9%, чему је допринео раст цена хране и нафтних деривата.

Посматрано по компонентама инфлације, готово подједнак допринос децембарској м. инфлацији потекао је од хране, услуга и индустријских производа без хране и енергије.

Када је реч о ценама хране, цене **непрерађене хране** порасле су за 1,1%, а цене **прерађене хране** за 2,4%, тако да је њихов заједнички допринос укупној инфлацији у 2019. износио 0,6 п.п. У оквиру непрерађене хране, цене поврћа и воћа имале су супротну динамику, при чему су цене поврћа биле ниже за 6,5%, а цене воћа више за 11,3% него пре годину дана. Порасле су и цене свињског меса (близу 20%) у условима поремећаја на светском тржишту услед појаве афричке куге свиња и знатног раста

Табела II.3.1. Раст и доприноси компонента расту потрошачких цена у 2019.

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

Извор: РЗС и прерачун НБС.

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



Извор: РЗС и прерачун НБС.

тражње за свињским месом у Кини. Више цене свежег свињског меса прелиле су се и на цене месних прерађевина, а ако се то изузме, трошкови у производњи прерађене хране остали су ниски, захваљујући пре свега ниским ценама примарних пољопривредних производа.

Цене индустријских производа без хране и енергије у децембру биле су више за 1,3% м.г., а њихов допринос инфлацији износио је 0,4 п.п. Раст цена ове групе доминантно је одредило поскупљење цигарета од укупно 7,6% (уз допринос инфлацији од 0,4 п.п.), по основу редовног годишњег усклађивања акциза. Позитиван допринос потекао је и од производа кућне хемије и фармацеутских производа, док су највише негативно допринеле цене аутомобила и одеће и обуће.

Цене услуга су на нивоу године порасле за 2,1% (уз допринос инфлацији од 0,5 п.п.), чему је највише допринело поскупљење туристичких пакет-аранжмана, услуга смештаја и исхране и транспортних услуга.

Цене енергије су у 2019. повећане за 2,4% (уз допринос укупној инфлацији од 0,4 п.п. у децембру). У оквиру ове категорије, највише је позитивно

допринела електрична енергија, која је поскупела за 4,1%. Позитивно је допринела и цена чврстих горива. Када је реч о нафтним дериватима, њихов допринос м.г. инфлацији варирао је током године и крајем године био је готово неутралан.

Регулисане цене, тј. цене на које директно или индиректно утиче држава, порасле су у 2019. за 3,4% (уз допринос укупној инфлацији од 0,6 п.п.). Раст ове групе цена био је у највећој мери одређен поскупљењем цигарета, као и децембарским поскупљењем електричне енергије.

Базна инфлација,⁷ као део ИПЦ-а на који монетарна политика највише утиче, током 2019. остала је ниска и стабилна, крећући се у распону 1,0–1,5% м.г., и у децембру је износила 1,1% м.г. (уз допринос укупној инфлацији од 0,5 п.п.). Готово целокупан допринос базној инфлацији потекао је од услуга, док су цене производа у оквиру базне инфлације у просеку биле готово непромењене. Такво кретање базне инфлације указује на то да су ниски инфлаторни притисци трајнијег карактера и да су у највећој мери резултат релативне стабилности курса динара, ниских и усидрених инфлационих очекивања, ниске инфлације у међународном окружењу и раста домаће тражње на одрживим основама.

⁷ ИПЦ по искључењу цена енергије, хране, алкохола и цигарета, који представља најчешће коришћену меру базне инфлације.

III. Макроекономски услови спровођења монетарне политике

1. Међународно окружење

Економска активност и инфлација

Светска економија је у 2019. години успорила раст на најнижи ниво од светске економске кризе, при чему је успоравање забележено и у развијеним земљама и у земљама у успону. Према извештају ММФ-а из јануара 2020, глобални раст у 2019. успорио је на 2,9% (са 3,6% у 2018), пре свега услед смањене глобалне производње и слабије трговинске и инвестиционе активности. У околностима трговинских и геополитичких тензија, нестабилности на финансијским тржиштима и природних непогода, крајем године појавили су се рани сигнали постепеног економског опоравка, подржани првенствено монетарним и фискалним подстицајима. Недуго затим, у Кини је регистрован вирус корона, чији ће ефекти на глобалну економску активност по свој прилици бити значајни, тако да ће се многе светске економије наћи у рецесији. Премда су пројекције раста за 2020. и 2021. годину првобитно биле оптимистичне, оне су у новонасталим околностима знатно кориговане наниже.

Привредни раст зоне евра успорио је на 1,2% у 2019. (са 1,9% у 2018). Притом, домаћа тражња је остала главни покретач раста БДП-а, уз позитиван допринос потрошње домаћинства и државе (1,1 п.п.) и инвестиција у основна средства (0,7 п.п.). С друге стране, негативан допринос потекао је од нето извоза (-0,6 п.п.), под утицајем даљег слабљења екстерне тражње. У условима присутних глобалних неизвесности, оцењено је да ће темпо раста зоне евра ослабити у кратком року, на шта су указивали и водећи показатељи економске активности. С тим у

вези, ЕЦБ је у децембру изашла с прогнозом споријег раста зоне евра у 2020, који ће се потом убрзати у средњем року, подстакнут повољним условима финансирања, опоравком екстерне тражње и фискалним стимулансима, уз спровођење Брегзита по договору. Стопа незапослености у децембру износила је 7,3%, што је њен најнижи ниво од још од маја 2008. године.

Упркос добрим подацима с тржишта рада, базна инфлација у зони евра остала је на нивоу из 2018. од 1,0%. Укупна инфлација у зони евра успорила је за 0,6 п.п., на 1,2% у 2019, и тиме се додатно удаљила од инфлационог циља од близу, али испод 2%. 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. Успоравање екстерне тражње посебно се одразило на сектор индустрије, па су изостали трошковни притисци по основу цена индустријских производа (по искључењу цена енергије) који би погурали инфлацију навише. За разлику од индустрије, профит у сектору услуга мање зависи од фазе пословног циклуса, па је и у 2019. највећи позитиван допринос инфлацији потекао од цена услуга (у просеку 0,7 п.п., као и у 2018). Пад укупне инфлације дугује се пре свега паду цена енергената. Инфлациона очекивања су такође снижена, услед ниже инфлације од очекиване и лошијих изгледа привредног раста зоне евра.

Наши најважнији трговински партнери у зони евра, Немачка и Италија, имали су знатно нижи привредни раст у прошлој години. Тако је немачка

привреда избегла улазак у рецесију, остваривши раст БДП-а од 0,6% у 2019. (наспрам 1,5% у 2018), доминантно као последица смањења активности у извозно-оријентисаним делатностима. У истом периоду, италијанска привреда је порасла за 0,3% (наспрам 0,8% у 2018), доминантно услед пада активности у производном сектору.

Мерено хармонизованим индексом потрошачких цена, инфлација у Немачкој успорена је за 0,5 п.п., на 1,4% у 2019, а у Италији за 0,6 п.п., на 0,6%.

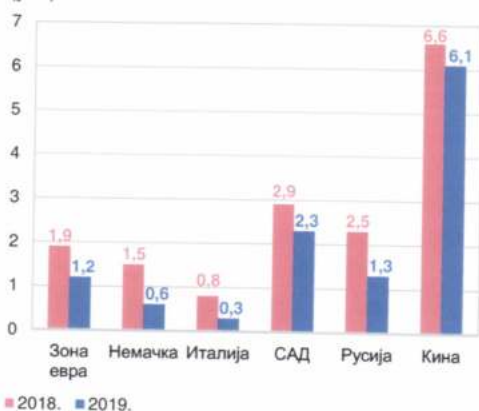
Привредни раст САД успорио је на 2,3% у 2019. (са 2,9% у 2018), највише под утицајем слабије инвестиционе динамике, уз негативан допринос расту БДП-а од -0,3 п.п. на годишњем нивоу. Насупрот томе, привредном расту је највише позитивно допринела лична потрошња (1,8 п.п.). У истом смеру је деловао и раст државне потрошње, као и опоравак извоза у Т4, у условима постигнуте прве фазе трговинског споразума с Кином. Подршку расту пружало је тржиште рада, с обзиром на то да су стопа партиципације и стопа запослености биле на релативно високом нивоу (63,2% и 61,0% у децембру) и да је стопа незапослености спуштена на најнижи ниво у протеклих пола века (3,5% у децембру).

Мерено индексом издатака за личну потрошњу, укупна **инфлација у САД** такође је успорила, са 2,1% у 2018. на 1,4% у 2019. По искључењу цена хране и

енергије, инфлација је снижена са 1,9% на 1,6% у истом периоду, што је, као и у случају укупне инфлације, испод циља од 2%. Домаћи инфлаторни притисци остали су ниски, будући да зараде нису расле темпом који би погурао инфлацију навише, упркос ниској стопи незапослености. Поједини чланови *FOMC*-а сматрају да објашњење за умерен раст зарада лежи у технолошким променама које су алтернатива радној снази, у томе што запослени фаворизују сигуран посао наспрам више зараде, у другим накнадама и повластицама које нису обухваћене платама итд. Поред домаћих фактора, релативно ниској инфлацији у САД допринело је и истрајавање глобалних дезинфлаторних притисака.

Према априлском извештају ММФ-а, привредни раст у **европским земљама у успону и развоју**⁸ успорио је са 3,2% у 2018. на 2,1% у 2019. години. Међутим, настављен је солидан раст БДП-а у земљама **региона средње и источне Европе**, уз започети економски опоравак у Турској. После Мађарске, чији је БДП увећан за 4,9%, Србија је остварила највиши привредни раст у 2019. години (4,2%), чиме се нашла испред Пољске и Румуније (4,1%), Хрватске (2,9%), Чешке (2,6%), Словеније и Словачке (по 2,4%). То је у јануарском извештају потврдила и Европска комисија, наводећи да је Србија постигла најбоље резултате у региону Западног Балкана, као и да је највише допринела убрзању раста целог региона по основу снажног раста инвестиција.

Графикон III.1.1. Реални раст БДП-а у 2018. и 2019. (у %)



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



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

Инфлација у региону средње и југоисточне Европе имала је узлазни тренд у П1 2019, вођена растом цена хране и енергије, да би пад цене нафте и нижи доприноси управо ових категорија определили њено успоравање у већини земаља у Т3. У скоро свим земљама региона инфлација је убрзана у Т4, па се крајем године у појединим земљама, попут Румуније и Чешке, нашла изнад горње границе инфлационог циља, а у Мађарској, где је достигла седмогодишњи максимум, тачно на његовој горњој граници. Као главни фактори раста м.г. инфлације истичу се цене енергената и њихова ниска прошлогодишња база. Што се тиче цена хране, цене меса (пре свега свињетине) и даље су расле, што је, поред нафтних деривата, одредило да м.г. инфлација у Бугарској у децембру достигне највиши ниво од јануара 2013. Вишегодишњи максимум м.г. инфлација достигла је и у Пољској, чему је кључно допринело повећање минималне зараде. Раст зарада и раст домаће тражње наставили су да изазивају умерене инфлаторне притиске у овим земљама, док је нижа увозна инфлација деловала у супротном смеру.

Након што је порасла за 2,5% у 2018, **привреда Русије** је успорила раст на 1,3% у 2019. То је првенствено последица деловања два кључна фактора – с једне стране, смањеног извоза под утицајем ограничавања производње нафте у чланицама *OPEC*-а и, с друге стране, слабије потрошње домаћинства, најпре услед повећања ПДВ-а почетком 2019. године. Оствареном расту БДП-а допринеле су инвестиције у основна средства по основу започете реализације капиталних пројеката, као и акумулација залиха у условима релативно добре пољопривредне сезоне.

Због раста цена хране, претходног слабљења рубље и повећања стопе ПДВ-а од 1. јануара 2019, **м.г. инфлација у Русији** је почетком године расла и у марту је достигла највиши ниво у више од две године (5,3%). У наставку године инфлација је падала, чему су допринели пад цене хране, јачање руске рубље, као и слаба домаћа и екстерна тражња. Крајем године м.г. инфлација износила је 3,0%, што је најнижи ниво од јула 2018. године.

Према прелиминарној процени, **привреда Кине** такође је успорила раст – са 6,7% у 2018. на 6,1% у 2019. години, при чему је оствареном расту највише допринео услужни сектор, а потом сектори индустрије и пољопривреде. Слабљење привредног раста у 2019. није само последица пада екстерне

тражње због неразрешених односа са САД већ и успоравања домаће тражње, под утицајем укидања пореских олакшица за куповину аутомобила и увођења нових прописа о емисији штетних гасова. Након 18 месеци трговинских тензија, Кина и САД су у децембру постигле споразум о избегавању увођења нових протекционистичких мера (назван „Фаза 1”). Поред тога, више пута је оцењено да је неопходно наставити са започетим јачањем регулаторног оквира зарад обуздавања раста јавног дуга.

Монетарна политика

Водеће централне банке су почетком године заузеле нешто опрезнији став када је реч о нормализацији монетарне политике, а потом су, у условима ниске инфлације и повећаних ризика од додатног успоравања глобалног привредног раста, најавиле и нове подстицајне мере, које су у П2 почеле и да спроводе.

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 јуну је објављено да ће на рекордно ниским нивоима остати најмање до краја П1 2020. Како је претходно најављено, ЕЦБ је у септембру почела да спроводи нову рунду тромесечних циљаних дугорочних операција рефинансирања банака (*TLTRO III*), сваку с роком доспећа од две године, које ће се спроводити до марта 2021. Циљ тих операција јесте да се очувају повољни услови задуживања и олакша пренос ефеката мера монетарне политике на реални сектор. На састанку одржаном у септембру ЕЦБ је смањила каматну стопу на депозитне олакшице са -0,4% на -0,5% и задржала референтну на 0% и стопу на кредитне олакшице на 0,25%. Притом, поново је изменила смернице о каматним стопама, наводећи да очекује да, уместо најмање током П1 2020, оне остану на тренутном или нижем нивоу све док ЕЦБ у својим пројекцијама не буде очекивала инфлацију на нивоу циља. Такође, донета је одлука о обнављању нето куповине активе у вредности од 20 млрд евра месечно почевши од новембра, а која ће бити завршена мало пре почетка повећања каматних стопа. ЕЦБ ће наставити да реинвестира главницу доспелих ХоВ у оквиру програма куповине активе и након подизања референтне стопе, а у сваком случају, колико год буде неопходно да се очувају повољни

услови ликвидности и задовољавајући степен монетарног прилагођавања. Поред тога, додатно су ублажени услови за одобравање *TLTRO III*, а донета је и одлука о тзв. диференцирању, по коме су дефинисана два нивоа вишкова резерви банака, чија је примена почела од 30. октобра 2019. Истакнуто је да ће веома експанзивна монетарна политика бити потребна у дужем временском периоду како би се обезбедило остварење инфлационог циља. Након тога, до краја године није било промене монетарне политике ЕЦБ-а.

Након што је током 2018. четири пута подигао циљани распон референтне стопе, **ФЕД** је почетком 2019. изменио реторику у погледу будуће монетарне политике, при чему је истакнуто да ће бити стрпљив и флексибилан при њеном спровођењу. Опрезнија монетарна политика огледала се и у флексибилнијем приступу у погледу смањивања биланса стања ФЕД-а. Према новом плану нормализације биланса стања објављеном у марту, предвиђено је смањивање реинвестирања доспеле главнице с дотадашњих 50 млрд долара месечно на 35 млрд долара месечно почевши од маја до краја септембра, након чега би било окончано, а реинвестирање настављено пре свега у корист државних хартија. Током П1 циљани распон референтне стопе задржан је на 2,25–2,50%, али су повећана неизвесност у погледу изгледа привредног раста и пригушени инфлаторни притисци утицали на раст очекивања да ће референтна стопа бити смањена. ФЕД је у јулу, први пут од 2008, спустио циљани распон референтне стопе (за 25 б.п.), услед забринутости у вези с трговинским тензијама, процесом изласка Велике Британије из ЕУ, смањењем раста развијених земаља и преливањем ефеката на привреду САД и инфлацију. Такође, донета је одлука да се смањивање биланса стања заврши два месеца раније него што је првобитно планирано. Циљани распон референтне стопе снижен је у још два наврата, у септембру и октобру, за по 25 б.п., на 1,50–1,75%, и на том нивоу је остао до краја 2019. године.

Јачање дезинфлаторних притисака из екстерног окружења, уз нове мере ЕЦБ-а и ФЕД-а, допринело је задржавању повољних монетарних услова код већине централних банака у региону.

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 2019. Међутим, у септембру је повећан износ вишка

ликвидности који се обезбеђује финансијском систему, чиме је делимично поништено његово смањење у току марта и јуна 2019. Иако су повећана домаћа тражња и добре перформансе на тржишту рада вршиле притисак на раст инфлације, слабење економских перформанси зоне евра имало је за последицу јачање екстерних дезинфлаторних притисака и раст изгледа да ће инфлација бити нижа од пројектоване. Крајем године порасла је укупна, али не и базна инфлација, што је умањило очекивања тржишта да ће се повећати референтна каматна стопа. Централна банка **Румуније** задржала је референтну стопу на нивоу од 2,50% током 2019. Упркос очекиваном премашивању циља, централна банка је оценила да је то одговарајући ниво који ће омогућити повратак инфлације у циљане оквире, у условима повољних екстерних монетарних услова. Носиоци монетарне политике такође су истицали бојазан да би повећање каматне стопе могло да привуче шпекулативни капитал. Централна банка **Пољске** је током 2019. задржала референтну стопу на нивоу од 1,5%, колико износи од марта 2015. Званичници су истицали да не виде потребу за њеном скоријом променом, упркос јачању инфлаторних притисака, односно раста стопе инфлације у децембру на највиши ниво у последњих седам година. 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. У П2 није било промене референтне стопе, упркос расту инфлаторних притисака. Иако током П1 није мењала референтну стопу у условима и даље високе инфлације, централна банка **Турске** је два пута привремено суспендовала једнедељне репо операције по стопи од 24%, преусмеравајући банке да користе скупље кредитне олакшице, по стопи од 25,5%. Потом је током Т3 смањила референтну стопу за укупно 750 б.п. у условима слабења трошkových притисака и успоравања глобалног привредног раста и за додатних 450 б.п. током Т4, на 12,0%, истичући да је то у складу с пројектованом опадајућом путањом инфлације.

Централна банка **Русије** је у јуну, први пут од марта 2018, спустила референтну стопу са 7,75% на 7,50%. Ублажавање монетарне политике настављено је и на наредним састанцима услед нижег привредног раста од очекиваног и повећаних ризика од успоравања глобалне економске активности. Крајем године референтна стопа износила је 6,25%, што је био најнижи ниво од јануара 2014. године.

Финансијска и робна тржишта

Тренд раста вредности акција, присутан од почетка године, прекинут је у мају услед нових протекционистичких мера водећих светских економија. 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 алтернативног облика улагања. Заоштравање трговинских тензија између САД и Кине током августа одразило се и на раст **волатилности на финансијским тржиштима**, али су даље ублажавање монетарних политика водећих централних банака, напредак у преговорима око Брегзита и оптимистичне вести у вези с трговинским преговорима САД и Кине крајем године допринели њеном постепеном смањивању након тога. Цене акција су наставиле да расту, при чему је крајем године *S&P 500* достигао рекордно високу вредност. Имплицитна мера волатилности финансијских тржишта (*VIX*) смањена је у 2019. за 11,6 п.п., на 13,8%, а волатилност валута земаља у успону, мерено *EM-VXY*, за 3,2 п.п., на 6,6%.

Заоштравање трговинских тензија током П1 одразило се и на пад **приноса на десетогодишње државне обвезнице развијених земаља**. Приноси на америчке десетогодишње државне обвезнице достигле су вишегодишњи минимум током П1, а на немачке, које се такође сматрају сигурном активом, постали су негативни, као и приноси на упоредиве француске и аустријске обвезнице. У потрази за профитом, инвеститори су улагали у обвезнице периферних земаља зоне евра, па су и њихови приноси пали. Најава нових царина САД на увоз из Кине у августу и лошији изгледи глобалног привредног раста по том основу проузроковали су даљи пад приноса на државне обвезнице развијених земаља. У августу је први пут цела крива приноса на немачке обвезнице била у негативној зони. Раст оптимизма инвеститора крајем године одразио се и на раст приноса на десетогодишње државне обвезнице развијених земаља, који су се крајем 2019. кретали од -0,2% за немачке до 1,9% за америчке обвезнице. Приноси на француске и аустријске десетогодишње обвезнице поново су ушли у позитивну зону, док је, иако на нешто вишем нивоу, цела крива приноса на немачке државне обвезнице остала у негативној зони.

У П1 **евро** је слабио **према долару** као последица релативно слабијих изгледа привредног раста зоне

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



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

евра и раста улагања у долар као сигурну валуту. Након састанка ФЕД-а у јуну, када је сигнализирано ублажавање монетарне политике, евро је ојачао према долару, али је то било привременог карактера. Услед нешто бољих изгледа у погледу инфлације у САД и суздржавања ФЕД-а од најаве продуженог периода знатнијег ублажавања монетарне политике, евро је наставио да слаби према долару у Т3. Смиривање трговинских тензија, напредак у преговорима Велике Британије и ЕУ, нешто бољи економски показатељи у зони евра, као и назнаке успоравања производног сектора у САД, допринели су томе да евро поврати део своје вредности према долару крајем године, али је он ипак био за 2,3% слабији него крајем 2018. Захваљујући напретку у преговорима око Брегзита крајем године, британска фунта је ојачала према долару за 3,4% у 2019. Према долару су јачали и швајцарски франак (1,0%), јапански јен (1,6%) и руска рубља (12,3%).

Цена нафте на светском тржишту била је волатилна током 2019. Почетком 2019. она је расла, пре свега услед смањења производње у земљама чланицама *OPEC*-а, као и пада производње у Венецуели и Ирану услед санкција САД. Након што је у мају достигла 74 долара по барелу, што је највиши ниво од октобра 2018, цена нафте је падала под утицајем лошијих изгледа глобалног привредног раста и рекордно високе производње у САД, на 57 долара по барелу у августу. Услед напада на нафтна постројења у Саудијској Арабији, цена нафте је средином септембра скочила на близу 70 долара по барелу, али како се показало да је ефекат на смањење производње



по том основу био краткотрајан, забринутост за глобални привредни раст и последично лошији изгледи тражње за нафтом поново су преовладали. Током Т4 цена нафте на светском тржишту поново је расла као последица геополитичких тензија на Блиском истоку, које су изазвале забринутост због могућих поремећаја снабдевања нафтом, пада залиха нафте у САД и најаве смањења производње чланица *OPEC*-а и других земаља извозница нафте. Поред тога, расту цене нафте доприносио је и оптимизам у погледу трговинских преговора и слабљење долара током Т4. Крајем године цена нафте је износила 66,4 долара по барелу, што је за 25% више него крајем 2018. године.

Мерено индексом FAO, **светске цене хране** су крајем 2019. биле више за 12,4% него крајем 2018. Највише су порасле цене уља (30,9%), које су у децембру достигле највиши ниво у претходне две године услед раста тражње за палминим уљем. Цене меса порасле су за 17,5%, пре свега као последица раста увозне тражње у источној Азији како би се надоместило смањење домаће производње свињског меса изазвано појавом афричке куге. Расле су и цене млечних производа (17,0%), чему је допринела слабија понуда из ЕУ и Океаније, као и цена шећера (6,0%) услед смањене понуде из Бразила. Међу прехранбеним производима који улазе у индекс FAO, у 2019. једино су смањене цене житарица (–2,0%), пре свега услед боље од очекиване жетве кукуруза у САД, највећем произвођачу и извознику кукуруза.

2. Међународне трансакције

Платнобилансна кретања и девизне резерве

И у 2019. години платнобилансна кретања била су под утицајем инвестиционог циклуса у земљи, успоравања екстерне тражње и такса на производе који се испоручују на Косово и Метохију. Дефицит **текућег рачуна платног биланса** у 2019. износио је 3,2 млрд евра (6,9% БДП-а), што је за 1,1 млрд евра више него у 2018. Посматрано по његовим основним компонентама, повећање текућег дефицита било је одређено већим робним дефицитом, вишим дефицитом на рачуну примарног дохотка и мањим суфицитом на рачуну секундарног дохотка, док је суфицит у размени услуга са иностранством наставио да расте и делује у правцу смањења текућег дефицита. Истовремено, настављена су повољна кретања на финансијском рачуну, тако да је текући дефицит, пету годину заредом, у потпуности био покривен нето приливом СДИ, што је доприносило јачању апрецијацијских притисака. Таква кретања резултирала су растом девизних резерви, чиме је додатно повећана отпорност наше привреде на потресе из међународног окружења.

Дефицит у **робној размени** повећан је за 530,5 млн евра, на 5,6 млрд евра, уз раст извоза робе у еврима од 8,8% мг. и раст увоза од 9,2% мг. Упркос успоравању тражње из зоне евра, **робни извоз** је повећан на 16,4

млрд динара, вођен растом извоза прерађивачке индустрије (7,2% мг.), који је и даље био широко распрострањен. Расту је највише допринео извоз електричне опреме и машина, који је повећан за 23,6% и 21,8%, респективно, као и производа од гуме и пластике, који је повећан за 10,7%. Смањен је и извоз моторних возила, али је то у потпуности надокнађено растом извоза других произвођача у области аутомобилске индустрије. Ремонти у рафинерији у Панчеву и Петрохемији у П1 привремено су се одразили на мањи извоз нафтних деривата и хемијских производа, док је на нешто мањи извоз основних метала утицало прилагођавање примени квота ЕУ на увоз челика, што је у великој мери компензовано већим извозом бакра, а делом и извозом челика на друга тржишта. Захваљујући добрим резултатима током две узастопне пољопривредне сезоне, снажно је порастао и извоз прехранбених (8,3% мг.) и пољопривредних производа (21,7% мг.), уз додатан позитиван ефекат одлагања дела извоза из сезоне 2017/2018. због ниског водостаја Дунава крајем 2018. Повећање **робног увоза** (на 22,0 млрд евра) било је подстакнуто пре свега растом производње и инвестиција, што потврђује чињеница да се 74% тог раста (1,4 млрд евра)⁹ односи на репроматеријал и опрему, чији је увоз повећан за 6,5% мг. и 20,4% мг., респективно (увоз опреме је премашио 3,3 млрд евра у 2019). Од тога, у оквиру репроматеријала издваја се снажан раст увоза челичних цеви (за 230 млн евра) за потребе изградње гасовода Турски ток, чији је утицај на раст увоза једнократан.

Уз висок раст и извоза и увоза услуга, суфицит у **размени услуга** у размени услуга са иностранством додатно је повећан (за 5,4%, на 1,0 млрд евра). Притом, расту извоза највише су допринеле ИКТ и пословне услуге, док су на страни увоза то биле пословне и туристичке услуге.

На повећање дефицита **рачуна примарног дохотка** (за 294,6 млн евра) утицали су пре свега виши расходи за исплату дивиденди по основу СДИ (за 306,2 млн евра), што је и у складу с континуираним растом стања СДИ, док је износ реинвестиране добити био нешто виши него у 2018, што указује на одлуку страних инвеститора да даље повећавају улагања у Србију. Истовремено, расходи по основу портфолио инвестиција били су нижи због доспећа и замене

раније емитованих ХоВ по вишим каматним стопама, као и повољнијих услова новог задуживања.

Суфицит **рачуна секундарног дохотка** смањен је за 312,3 млн евра, на шта је утицао мањи прилив осталих трансфера (за 277,5 млн евра), пре свега по основу смањеног прилива по основу привременог платног промета с Косовом и Метохијом услед увођења такса на робу из Србије, а у знатно мањој мери и нешто нижи (за 1,3%) нето прилив дознака из иностранства.

Прилив на **финансијском рачуну платног биланса** у 2019. (4,9 млрд евра)¹⁰ био је за 72,1% виши него у 2018. Највећи део прилива капитала из иностранства чиниле су СДИ, чији је износ, пету годину заредом, био више него довољан да у потпуности покрије дефицит текућег рачуна. Истовремено, прилив капитала остварен је и по основу портфолио инвестиција, као и раста задужења предузећа, банака и државе према иностраним кредиторима.

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

	2018.	2019.
I. ТЕКУЋИ РАЧУН	-2.076,1	-3.159,9
1. Салдо робе размене	-5.085,4	-5.615,9
1.1. Извоз	15.105,8	16.427,8
1.2. Увоз	-20.191,2	-22.043,7
2. Салдо услуге	994,9	1.048,6
2.1. Извоз	6.060,5	6.970,5
2.2. Увоз	-5.065,6	-5.921,9
3. Салдо робе и услуга	-4.090,6	-4.567,3
3.1. Извоз робе и услуга	21.166,3	23.398,3
3.2. Увоз робе и услуга	-25.256,9	-27.965,6
4. Примарни доходак	-2.182,3	-2.476,9
5. Секундарни доходак	4.196,8	3.884,4
II. КАПИТАЛНИ РАЧУН	-6,6	-112,1
III. ФИНАНСИЈСКИ РАЧУН (без девизних резерви)	2.866,6	4.933,1
1. Директне инвестиције – нето	3.156,5	3.583,1
2. Портфолио инвестиције – нето	-913,0	188,4
3. Финансијски деривати – нето	-21,0	-0,5
4. Остале инвестиције – нето	644,1	1.162,1
4.1. Трговински кредити	-200,7	-222,0
4.2. Финансијски кредити	1.302,9	1.106,1
4.3. Готов новац и депозити – нето	-464,2	277,7
4.4. Остало – нето	6,1	0,3
IV. Средства резерви	-1.123,2	-1.872,8
V. ГРЕШКЕ И ПРОПУСТИ	339,3	211,6
VI. УКУПНИ БИЛАНС	1.123,2	1.872,8

Извор: НБС.

Напомена: Прелиминарни подаци.

¹⁾ По ВРМБ методологији, осим знаковне конвенције.

⁹ Посматрано по ВЕС класификацији.

¹⁰ Без промене девизних резерви.

Нето прилив **СДИ** у 2019. износио је 3,6 млрд евра, што је њихов највиши износ откад постоји упоредива статистика. Бруто прилив СДИ износио је 3,8 млрд евра, при чему је, према прелиминарним подацима, близу половине уложено у разменљиве секторе, од чега 1 млрд евра само у прерађивачку индустрију. Као и раније, улагања су била распоређена на велики број осталих сектора, уз највеће износе уложене у грађевинарство и пословање некретнинама (27,9%) и саобраћај (15,5%), а улагачи су претежно били из европских земаља (84,0%).

У 2019. остварен је нето прилив **портфолио инвестиција** од 188,4 млн евра, највише као резултат повећаних улагања нерезидената у дугорочне динарске државне ХоВ, и поред тога што је држава услед мање потребе за задуживањем организовала мањи број аукција и остварила ниже стопе приноса. Поред тога, током 2019. емитована је нова десетогодишња еврообвезница, по до сада најповољнијим условима, а средства од те продаје (1,55 млрд евра) искоришћена су за превремену отплату дела обвезница емитованих у доларима 2011. и 2013. по знатно вишим каматним стопама. Таквим кретањима, осим спремности инвеститора да у условима ублажавања монетарних политика водећих централних банака прихвате ниже стопе приноса, допринела је и чињеница да је Србија, захваљујући макроекономској стабилности, повољно место за

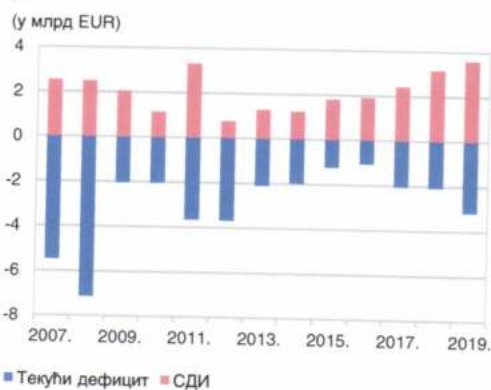
инвестирање, што су током П2 потврдиле агенције *Standard & Poor's* и *Fitch*, повећавши кредитни рејтинг Србије.

По основу **осталих инвестиција** у 2019. остварен је прилив од 1,2 млрд евра, што је за 80,4% више него у 2018. Од тога, задужење резидената по основу **финансијских кредита** повећано је за 1,1 млрд евра нето, чему је допринео раст задужења предузећа (500,9 млн евра), банака (321,8 млн евра) и Владе РС (291,8 млн евра), док се Народна банка Србије раздужила за 8,3 млн евра. У истом периоду, по основу **готовог новца и депозита** регистрован је нето прилив од 277,7 млн евра. Извозници су одобрили више трговинских кредита него увозници, тако да је по основу **трговинских кредита** забележен нето одлив од 222,0 млн евра.

Поменути токови на текућем и финансијском рачуну утицали су на то да **девизне резерве Србије** (према платнобилансној методологији)¹¹ током 2019. буду повећане за 1,9 млрд евра.

Бруто и нето девизне резерве Народне банке Србије на крају децембра 2019. године биле су на највишем нивоу крајем године од 2000. године, од када се на овај начин прате подаци. Бруто девизне резерве Народне банке Србије на крају 2019. износиле су 13.378,5 млн евра и биле су за 2.116,7 млн евра веће

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



Извор: РЗС и НБС.
* Прелиминарни подаци.

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



Извор: НБС.
* Прелиминарни подаци.

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

него на крају 2018. године. Такав ниво је обезбеђивао покривеност новчане масе М1 од 174% и око шест месеци увоза робе и услуга, што је готово двоструко више од стандарда којим се утврђује адекватан ниво девизних резерви.

Истовремено, нето девизне резерве износиле су 11.441 млн евра и биле су веће за 2.587 млн евра 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 институција и првокласних иностраних банака). С тим у вези, у структури девизних резерви, 31. децембра 2019. године највеће учешће имале су иностране ХоВ (55,5%), затим девизна средства на рачунима у иностранству (21,5%), ефективни страни новац (12,5%), злато (10,0%) и SDR код ММФ-а (0,5%).

Народна банка Србије је у 2019. години остварила највећи девизни прилив по основу интервенција Народне банке Србије на МДТ-у у нето износу од 2.680,0 млн евра.¹² По основу емисије дугорочних ХоВ РС у еврима на међународном финансијском тржишту, у јуну (1,0 млрд евра) и новембру (550,0 млн

евра) остварен је прилив у износу од 1.541,7 млн евра, који је искоришћен за превремен откуп државних обвезница у доларима које су емитоване на међународном финансијском тржишту 2011. и 2013. године по вишим каматним стопама, а доспевају 2020. и 2021. године. Од продаје ХоВ РС деноминираних у еврима на домаћем финансијском тржишту остварен је прилив у износу од 653,7 млн евра. Поред тога, прилив је остварен по основу коришћења кредита за РС (671,5 млн евра), донација (255,4 млн евра) и обављања привременог платног промета с Косовом и Метохијом¹³ (150,3 млн евра). Народна банка Србије је у 2019. години остварила приход по основу пласмана у иностране ХоВ и камата на девизна средства (укупно у нето износу од 89,0 млн евра).

По основу поменутог превременог откупа доларских еврообвезница РС, реализован је одлив из девизних резерви у укупном износу од 1.577,6 млн евра. Редовно су измириване обавезе према иностраним кредиторима (главнице и камате) у износу од 1.221,9 млн евра. По основу доспелих ХоВ РС деноминираних у еврима на домаћем тржишту исплаћено је из девизних резерви 837,2 млн евра. Банке су у посматраном периоду повукле девизну обавезну резерву у нето износу од 191,0 млн евра. У вези с применом Закона о регулисању јавног дуга РС, по основу неисплаћене девизне штедње грађана исплаћено је укупно 7,2 млн евра.

Међународна инвестициона позиција земље

Међународна инвестициона позиција Србије као нето дужника износила је на крају 2019. године 40,6 млрд евра, што је за 3,0 млрд евра више него на крају 2018. Као и у претходном периоду, томе је допринео пре свега **раст најпожељнијих улагања из иностранства – СДИ, чије је нето стање на крају године повећано на 87,4% нето међународне инвестиционе позиције.** Ниска инфлација и релативна стабилност девизног курса, уз побољшане макроекономске изгледе земље, допринеле су 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, на 88,4% на крају 2019, што је за 0,8 п.п. више него на крају 2018. године.**

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



Извор: РЗС.

* Краткорочни дуг по преосталој рочности.

¹² 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.

¹³ Према Закону о привременом обављању одређених послова платног промета на територији СРЈ („Службени лист СРЈ”, бр. 9/01).

Страна финансијска актива Србије повећана је током 2019. године за 2,7 млрд евра, на 26,7 млрд евра. То повећање је резултат платнобилансних трансакција (2,4 млрд евра), као и међувалутних и осталих промена (306,9 млн евра). Највише су повећане девизне резерве (2,1 млрд евра), које су премашиле половину учешћа у укупној активи, затим остале инвестиције резидената у иностранству, које су повећане за 215,9 млн евра, доминантно због повећања трговинских кредита и аванса нерезидентима. Повећане су и СДИ резидената у иностранству (за 308,2 млн евра), тако да су потраживања по том основу износила 3,6 млрд евра, а у мањој мери и портфолио инвестиције резидената у иностранству (41,4 млн евра), на 290,0 млн евра.

Страна финансијска пасива Србије повећана је током 2019. године на 67,3 млрд евра. То повећање је у највећој мери резултат реализованих трансакција од 5,4 млрд евра, а у мањој мери су му допринеле и валутне и остале промене (275,9 млн евра). Раст обавеза резидената према иностранству у 2019, као и у претходним годинама, у знатној мери је био резултат раста СДИ, које су повећане на 39,2 млрд евра. У односу на крај 2018, повећање СДИ односило се у највећој мери на повећање власничког капитала (3,1 млрд евра), док су улагања иностраних инвеститора кроз дужничке инструменте била мања (848,7 млн евра). Расту укупне пасиве допринело је и повећање

осталих инвестиција (финансијских кредита, трговинских кредита и аванса) за 1,4 млрд евра, тако да су оне на крају 2019. износиле 23,0 млрд евра. **Портфолио инвестиције** веће су за 377,2 млн евра и крајем године износиле су 5,1 млрд евра.

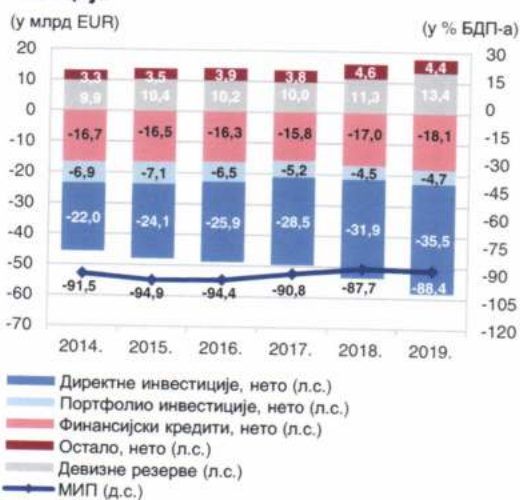
3. Кретања на финансијском тржишту

Каматне стопе

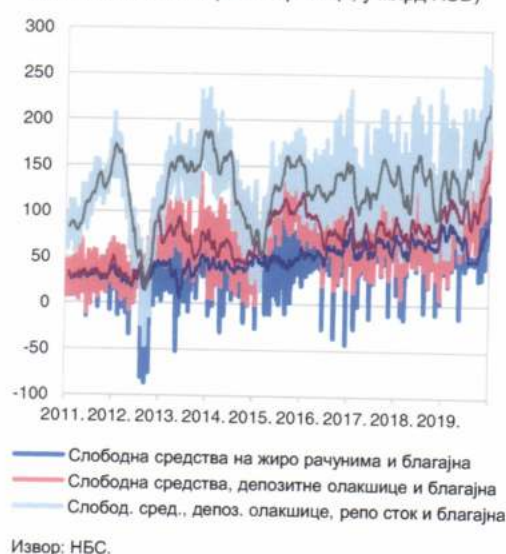
Народна банка Србије је у току године три пута¹⁴ смањила **референтну каматну стопу**, сваки пут за по 0,25 п.п., на ниво од 2,25%. **Просечна репо стопа**¹⁵ испратила је смањење референтне каматне стопе и крајем године износила је 1,0%, што је за 1,4 п.п. мање него на крају 2018. године.

На **преконоћном међубанкарском тржишту новца** у 2019. остварен је просечан дневни промет од 3,5 млрд динара, што је за 20% више него у 2018. години. Каматна стопа *BEONIA* пратила је кретање просечне репо стопе и током године такође је смањена за 1,4 п.п., на 1,1%. Каматне стопе *BELIBOR* свих рочности благо су смањиване током П1, да би у П2, пратећи снижење референтне каматне стопе, забележиле веће смањење (у просеку за око 1,2 п.п.). У децембру су се стопе *BELIBOR* кретале у распону од 1,1% за најкраће рочности до 1,8% за рочност од шест месеци.

Графикон III.2.4. Међународна инвестициона позиција*



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



¹⁴ На седницама у јулу, августу и новембру.

¹⁵ Стопа остварена на репо аукцијама пондерисана износом продатих ХоВ.

Ублажавање монетарне политике Народне банке Србије, побољшана фискална позиција и очувана макроекономска стабилности допринели су даљем паду каматних стопа на **примарном тржишту динарских државних ХоВ у 2019** – на њихове нове минимуме. Држава је у 2019. емитовала нове реперне (бенчмарк) динарске обвезнице рочности три и седам година, чије су каматне стопе током године смањене са 3,7% и 4,6% у јануару на 3,4% и 2,7%, респективно.¹⁶ Поред тога, држава је током године продала и петогодишње динарске ХоВ, чија је каматна стопа смањена са 4,0% на аукцији у фебруару на 2,3% у децембру. Држава је током године организовала и пет аукција превременог откупа динарских трогодишњих ХоВ које доспевају на наплату у априлу 2020. Укупно је откупљено 30,1 млрд динара ових обвезница, при чему је извршна стопа током године смањена са 3,0% на аукцији у априлу на 1,75% на аукцији у децембру. Поред тога, превремено је откупљено и 5,0 млрд динара седмогодишњих динарских обвезница које доспевају у априлу 2022. године (извршна стопа 3,51%).

У 2019. години држава је организовала и **аукције државних ХоВ деноминираних у еврима**, на којима су каматне стопе такође биле у паду, при чему су стопе на већину рочности спуштене на најниже забележене нивое, уз велико интересовање инвеститора. Најизраженији пад забележен је за

рочност од десет година – каматна стопа је смањена са 3,5% у марту 2018. на 1,9% у октобру 2019. Каматне стопе на обвезнице рочности од две године кретале су се на нивоу од 0,8%, док су каматне стопе на рочности од три и пет година смањене на 0,6% и 1,5%, респективно. Велика тражња је обележила и аукцију петнаестогодишњих ХоВ која је одржана у фебруару, при чему је остварена извршна стопа приноса од 3,6% нижа за 0,6 п.п. од извршне стопе на аукцији одржаној у септембру 2017. године.

Држава је у 2019. години успешно емитовала и десетогодишње **еврообвезнице на међународном финансијском тржишту**, уз велико интересовање инвеститора и најниже каматне стопе до сада. На аукцији у јуну продато је 1,0 млрд евра еврообвезница, по стопи од 1,62%, док је на аукцији у новембру продато додатних 550 млн евра, по стопи од 1,25%.

У складу с кретањем на примарном тржишту, смањене су и **стопе приноса на секундарном тржишту**, које су се кретале у распону од 1,7% за рочност од три месеца до 3,0% за рочност од осам година (98 месеци). Укупан промет на секундарном тржишту током 2019. износио је 431,2 млрд динара, што је за 14% више него у 2018. години.

Смањење референтне каматне стопе одразило се и на ниже трошкове финансирања приватног

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



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



¹⁶ Последња аукција трогодишњих обвезница била у јуну, а седмогодишњих у новембру.

Графикон III.3.4. 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.3.5. 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.

сектора. Просечна пондерисана каматна стопа на нове динарске кредите банака становништву смањена је током 2019. за 1,2 п.п., на њен нови минимум од 9,1% у децембру. Посматрано по наменама, готовински кредити су у децембру одобравани по стопи од 9,4%, што је за 1,4 п.п. ниже него годину дана раније. Истовремено, смањене су и каматне стопе на потрошачке кредите (са 7,0% на 3,4%), као и на остале некатегорисане кредите (за 1,6 п.п., на 7,6%). Просечна пондерисана каматна стопа на динарске кредите привреди у 2019. смањена је за 1,6 п.п., на 4,0% у децембру, што је до тада најнижи забележени ниво. Пад је забележен на кредите свих намена, а највећи код најзаступљенијих категорија – кредита за обртна средства (за 1,5 п.п., на 4,4% у децембру) и инвестиционих кредита (за 1,8 п.п., на 4,4% у децембру).

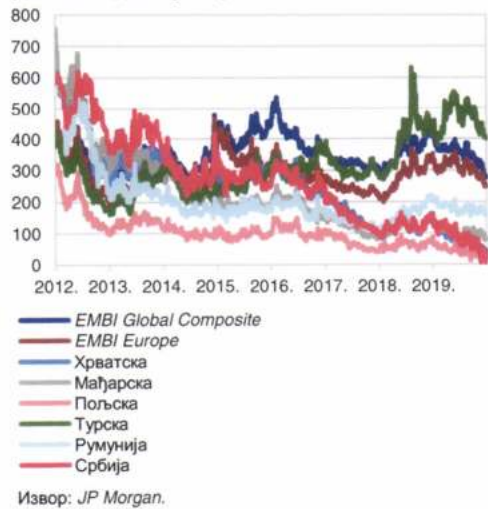
Каматне стопе на евроиндексиране кредите становништву благо су осцилирале током године и у децембру су биле на готово истом нивоу као и крајем 2018. (3,8%). Евроиндексирани стамбени кредити одобравани су крајем 2019. године по стопи од 2,8%, а потрошачки по стопи од 4,8%, што је готово исто као и у 2018. Смањене су каматне стопе на готовинске кредите (за 0,8 п.п., на 2,6%), док су благо порасле каматне стопе на некатегорисане кредите (за 0,2 п.п., на 5,9%). Нови евроиндексирани кредити привреди благо су порасли у поређењу са 2018. У децембру су одобравани по стопи од 3,0% (2,8% у децембру 2018), и то кредити за обртна средства по каматној стопи од 2,7% (2,4% крајем 2018) и инвестициони кредити по стопи од 3,4% (3,2% крајем 2018).

Каматне стопе на **динарску штедњу** становништва у децембру 2019. благо су смањене (за 0,1 п.п.) у односу на крај 2018. и износиле су 3,0%, док су каматне стопе **на штедњу у еврима** у истом периоду повећане за 0,1 п.п., на 1,1%. Истовремено, каматне стопе на орочене депозите привреде у динарима смањене су за 0,9 п.п., на 1,9% у децембру, док су на депозите у еврима повећане за 0,2 п.п., на 0,9%.

Премија ризика земље

Кретање премија ризика земаља у успону током 2019. било је пре свега опредељено развојем ситуације у вези с трговинским преговорима, очекивањима у погледу глобалног привредног раста и монетарних политика водећих централних банака, али и домаћим факторима. Током године смењивали су се периоди заостравања и ублажавања трговинских тензија између САД и Кине, што се одражавало и на кретање премија ризика земаља у успону. Водеће централне банке су још почетком године најавиле да ће процес нормализације њихових монетарних политика бити спорији од претходно сигнализираних, услед чега су расла очекивања да ће оне започети нови циклус ублажавања својих монетарних политика, што се у П2 и догодило. То је за резултат имало већу спремност инвеститора за преузимање ризика и допринело смањењу премија ризика земаља у успону, које је крајем године било додатно подржано постизањем прве фазе трговинског споразума између САД и Кине. Композитна мера премије ризика земаља у успону (*EMBI Global Composite*) смањена је у 2019. за 158

Графикон III.3.6. Показатељ премије ризика – EMBI по земљама (дневни подаци, у б.п.)



б.п., на 277 б.п., а премија ризика европских земаља у успону (EMBI Europe) за 90 б.п., на 249 б.п.

Премије ризика већине земаља региона кретале су се знатно испод EMBI Global Composite и EMBI Europe. Међу њима, у 2019. највише је смањена премија ризика Србије, за 140 б.п., на 19 б.п., и била је међу најнижим премијама ризика у региону и нешто изнад минимума који је забележен 23. децембра (5 б.п.). На тај начин је потврђено да су, поред глобалних фактора, паду премије ризика Србије доприносили и домаћи фактори.¹⁷ На тај начин потврђује се и растуће поверење инвеститора у погледу макроекономских перспектива Србије.

Табела III.3.1. Кредитни рејтинг (промена рејтинга и изгледа)

	2016.	2017.	2018.	2019.
S&P	BB- /стабилни ¹⁾ /позитивни ⁵⁾	BB /стабилни ⁵⁾	BB /позитивни ⁵⁾	BB+ /позитивни ⁵⁾
Fitch	BB- /стабилни ³⁾	BB /стабилни ⁵⁾		BB+ /стабилни ⁴⁾
Moody's	B1 /позитивни ²⁾	Ba3 /стабилни ²⁾		Ba3 /позитивни ⁴⁾

Извор: НБС.

¹⁾ Јануар, ²⁾ Март, ³⁾ Јун, ⁴⁾ Септембар, ⁵⁾ Децембар.

Након што је агенција *Moody's* побољшала изгледе за повећање кредитног рејтинга Србије са „стабилних” на „позитивне” и потврдила кредитни рејтинг Србије на нивоу *Ba3*, а агенција *Fitch* у септембру повећала кредитни рејтинг, још једна потврда успешне економске политике Србије стигла је у децембру 2019. од агенције *Standard & Poor's*, што је такође био позитиван сигнал инвеститорима. Агенција *Standard & Poor's*, као и агенција *Fitch*, повећала је кредитни рејтинг Србије с *BB* на *BB+*, па је, уз позитивне изгледе за даље повећање рејтинга, и према мерилима ове агенције, Србија само на корак од добијања инвестиционог рејтинга. Повећање кредитног рејтинга резултат је потврђене отпорности наше привреде на екстерне ризике и повољне средњорочне перспективе, чврсте фискалне дисциплине, као и доказане оперативне независности и адекватне монетарне и пруденцијалне политике Народне банке Србије. С обзиром на то да је агенција *Standard & Poor's* оценила изгледе за даље повећање рејтинга као позитивне, дат је снажан сигнал да су и у наредном периоду могућа даља повећања кредитног рејтинга наше земље.

Кретања на девизном тржишту и курс динара

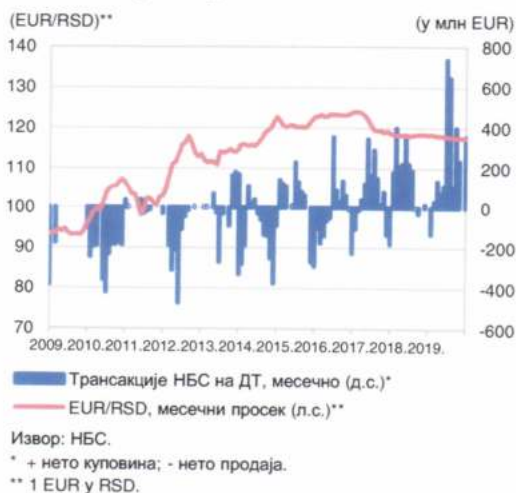
Посматрано крајем периода, динар је према евр у 2019. ојачао за 0,5%, чиме се наставио вишегодишњи тренд његовог релативно стабилног кретања. Истовремено, због слабљења евра према долару, посматрано крајем периода, динар је према долару у 2019. ослабио за 1,5%.

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 три 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,¹⁸ доприносио је апрецијацијским притисцима од марта па надаље. У истом смеру деловао је и већи откуп ефективног страног новца, као и плаћања платним

¹⁷ Анализа коју смо радили у фебруару 2020. потврђује да су смањењу премије ризика Србије од краја 2012. допринели нижа инфлација, решавање питања *NPL*, убрзање привредног раста, смањење фискалне и екстерне неравнотеже (мерено учешћем јавног дуга и салда текућег рачуна платног биланса у БДП-у) (Народна банка Србије, Извештај о инфлацији – фебруар 2020).

¹⁸ 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.3.7. Кретање курса динара и интервенције Народне банке Србије на девизном тржишту



картицама нерезидената у Србији, који су сезонски уобичајено били највиши током летњих месеци. Током јуна и јула јачању динара доприносила су и повећана улагања нерезидената у дугорочне динарске државне ХоВ. Таква кретања обезбедила су да понуда девиза у готово свим месецима у потпуности покрије

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



тражњу за девизама, при чему је та разлика била посебно изражена током Т2 и Т3. Како би ублажила прекомерне краткорочне осцилације курса динара према еврџ, Народна банка Србије је током 2019. на МДТ-у купила 3,1 млрд евра и продала 405,0 млн евра. По том основу, на нивоу године девизне резерве земље повећане су за 2.695,0 млн евра.

Графикон III.3.8. Кретање курса динара и евра према долару



Промет на МДТ-у који је остварен између банака¹⁹ у 2019. у просеку је дневно износио 25,0 млн евра, што је за 2,6 млн евра мање него у 2018. Притом, највећа вредност промета остварена је у октобру (просечно 35,0 млн евра дневно).

Остале валуте земаља у региону са сличним режимом девизног курса кретале су се различито током 2019. Посматрано крајем периода, ојачали су чешка круна (за 1,2%) и пољски злот (за 1,0%), док је румунски леј ослабио за 2,4%, мађарска форинта за 2,7%, а турска лира за 9,4%.

Кретања на берзи

Иако су на почетку године цене акција биле у паду, до краја 2019. оне су се повећале. Индекс *BELEX15* крајем 2019. износио је 801,7 индексних поена, што је за 5,3% више него на крају 2018, а општи индекс

¹⁹ Без Народне банке Србије.

акција *BELEXline* био је виши за 8,6% и у децембру је износио 1.726,8 индексних поена. Индекси Београдске берзе пратили су кретања већине индекса берзи у региону, који су у децембру 2019. били на вишем нивоу него на крају 2018. Највише су порасли индекси скопске (34,0%) и сарајевске берзе (29,0%), док је једино вредност индекса берзе у Софији пала (4,4%).

Укупан промет акцијама од 40,7 млрд динара више него петоструко је већи него у 2018. Међутим, око 71% тог промета односи се на блок трансакције једног издаваоца у новембру. По изузимању тих трансакција, промет акцијама је повећан скоро двоструко у 2019. години. У укупном промету акцијама страни инвеститори учествовали су са око 43,1% и били су нето продавци акција. На трговање акцијама из индексне корпе *BELEX15* односило се 18% трговања.

Целокупан промет обвезницама у 2019. односио се на трговање дугорочним обвезницама РС и у односу на 2018. смањен је за 4,2 млрд динара, на 51,2 млрд динара.

Током 2019. вредност тржишне капитализације Београдске берзе повећана је за 46,9 млрд динара, на 569,6 млрд динара, што износи 10,5% годишњег

БДП-а. Том повећању допринела је повећана вредност акција на *open market* сегменту за 19,4 млрд динара, као и повећана капитализација МТП²⁰ сегмента за 23,3 млрд динара.

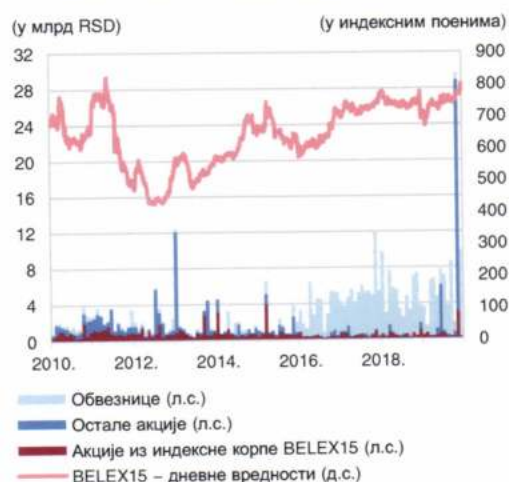
4. Новац и кредити

Монетарни агрегати М1, М2 и М3

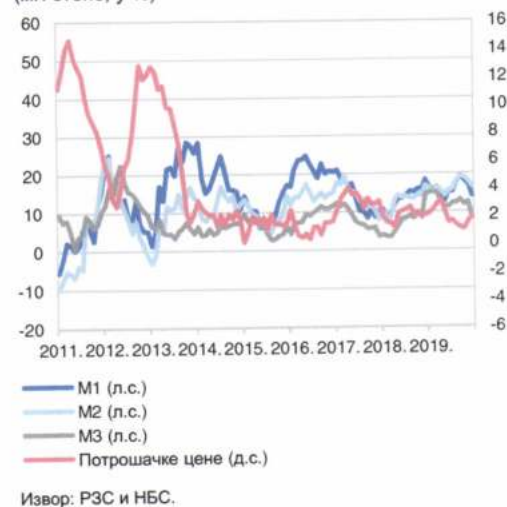
Монетарни агрегати су током целе године бележили релативно високе мг. стопе раста,²¹ чему је позитивно допринио раст економске и кредитне активности. Раст депозита државе у банкарском систему, захваљујући одговорној фискалној политици и оствареном фискалном суфициту, деловао је у супротном смеру.

Најшири монетарни агрегат М3 у 2019. години повећан је за 8,4%, при чему се више од три четвртине раста дугује динарској компоненти.²² Остварена макроекономска стабилност у виду ниске и стабилне инфлације, усидрених инфлационих очекивања и релативне стабилности девизног курса резултирала је растом степена динаризације депозита привреде и становништва током 2019. за 2,9 п.п., на 35,1%.

Графикон III.3.10. Индекс *BELEX15* и промет на Београдској берзи



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



²⁰ 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.

²¹ У децембру су М1, М2 и М3 забележили мг. раст од 14,0%, 16,6% и 8,4%, респективно.

²² Делом и због високе базе код девизних депозита.

Посматрано по компонентама, највише су порасли депозити по виђењу – за 84,3 млрд динара. Позитивни трендови на тржишту рада (раст плата и запослености) одразили су се на раст трансакционих депозита становништва (за 55,3 млрд динара). Истовремено, убрзање економске активности у П2 допринело је расту депозита привреде (за 38,3 млрд динара), при чему су највише повећани депозити предузећа из области грађевинарства, трговине и пословања некретнинама.

Орочени динарски депозити повећани су за 57,5 млрд динара, највише услед раста динарске штедње становништва (за 18,5 млрд динара, на максималних 79,0 млрд динара²³). Раст поверења у домаћу валуту, захваљујући којој динарска штедња становништва динамично расте другу годину заредом (22,2% у 2018. и 30,7% у 2019), резултат је стабилног

макроекономског окружења, повољнијих каматних стопа и пореског третмана на динарску у односу на девизну штедњу. Такође, раст је забележен и код сектора привреде, чија су стања на ороченим динарским рачунима повећана за 13,3 млрд динара, највише захваљујући расту депозита предузећа из области прерађивачке индустрије и грађевинарства. Повећање је забележено и на рачунима свих осталих сектора.

Девизни депозити повећани су за 484,8 млн евра, вођени растом девизне штедње становништва (за 825,6 млн евра), на максимум од 10,5 млрд евра.²⁴ Девизни депозити привреде смањени су за 321,5 млн евра услед преноса средстава држави у априлу по основу концесије Аеродрома „Никола Тесла“, док је у смеру раста деловао прилив девиза по основу извоза, СДИ и задуживања предузећа у иностранству.

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

	Дец. 2018.	Дец. 2019.	Промене у 2019.
Нето потраживања од иностранства	1.115.637	1.287.399	171.762
Нето потраживања банака од иностранства	-223.347	-295.486	-72.139
Нето домаћа актива банкарског сектора	1.490.216	1.536.147	45.931
Нето домаћи кредити	2.607.225	2.692.633	85.408
Нето потраживања од државе	345.646	225.087	-120.559
Пласмани држави	646.691	677.272	30.581
Депозити државе	-301.045	-452.185	-151.140
Потраживања од невладиних сектора	2.261.579	2.467.546	205.967
Становништво	1.017.998	1.112.000	94.002
Привреда	1.188.180	1.291.149	102.969
Др. финансијске корпорације	27.068	31.471	4.403
Локални нивои власти	26.730	30.961	4.231
Непрофитне и др. организације	1.603	1.964	362
Остала нето актива	-1.117.009	-1.156.486	-39.477
Новчана маса М3	2.605.853	2.823.546	217.693
Новчана маса М2	1.017.826	1.186.596	168.770
Новчана маса М1	792.332	903.603	111.271
Готов новац у оптицају	182.615	209.568	26.953
Депозити по виђењу	609.717	694.035	84.318
Динарски штедни и орочени депозити	225.494	282.994	57.499
Девизни депозити	1.588.027	1.636.949	48.923

Извор: НБС.

Кредити банака

Укупни домаћи кредити наставили су тренд стабилног и одрживог раста у 2019, који је, по искључењу ефекта промене девизног курса,²⁵ износио 9,8% (9,2% номинално посматрано) и био је један од највиших у региону. Готово двоцифрена стопа раста кредитне активности остварена је и поред релативно високе базе из 2018, а за разлику од 2018, расту у 2019. више је доприносило кредитирање привреде

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



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

Извор: НБС и РЗС.

* Искључен ефекат промене девизног курса.

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

²³ Обухвата само средства резидената. Ако се укључе и средства нерезидената, динарска штедња на крају 2019. износила је 79,6 млрд динара.

²⁴ Укључујући средства нерезидената, на 10,8 млрд евра.

²⁵ Обрачунато по курсу динара према евра, швајцарском франку и долару на дан 30. септембра 2014, при чему је узета у обзир валутна структура потраживања по основу кредита.

(допринос 4,9 п.п.) него кредитирање становништва (допринос 4,6 п.п.). Структура кредита остала је повољна и доприносила је одрживом привредном расту, захваљујући пре свега повећаном кредитирању инвестиција предузећа и расту стамбеног кредитирања становништва.

Банке су за финансирање кредитне активности највећим делом користиле домаће изворе. Највећи позитиван допринос кредитном потенцијалу дао је раст депозита немонетарног сектора²⁶ и повећање капитала, уз раст нето обавеза према иностранству (услед раста обавеза према иностранству и смањења потраживања од иностранства).

Кредити привреди, без ефекта промене девизног курса, повећани су у 2019. за 108,9 млрд динара, или за 9,5%. Целокупан раст кредита привреди у 2019. дугује се инвестиционим кредитима, који представљају један од важнијих извора финансирања инвестиција још од 2015, што се поклапа са инвестиционим циклусом. На нивоу године, ти кредити повећани су за 25,6%, а њихово учешће у укупним кредитима привреди достигло је 45,2%. С друге стране, стагнирали су кредити за обртна средства, док је њихово учешће у укупним кредитима привреди смањено на 39,1%. Повећано је кредитирање предузећа из готово свих делатности, а највише код предузећа из области грађевинарства и пословања некретнинама, саобраћаја и трговине.

Обим новоодобрених кредита привреди у 2019. (1.076,0 млрд динара) већи је за 15,1% него у 2018. години. Од тога, износ новоодобрених инвестиционих кредита (360,6 млрд динара) био је за 48,6% виши него 2018, при чему се скоро 70% односило на кредите одобрене микропредузећима, малим и средњим предузећима. Реализација кредита за обртна средства (497,7 млрд динара) била је виша за 2,0%, а највећи износи реализовани су великим и средњим предузећима.

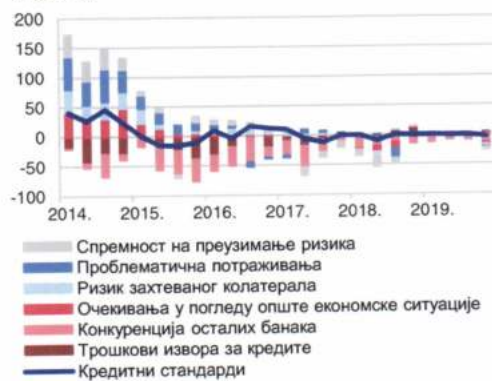
Резултати анкете Народне банке Србије о кредитној активности банака²⁷ показују да су банке током 2019. додатно ублажиле кредитне стандарде привреди, на шта су највише утицали конкуренција у сектору, а затим позитивна очекивања у погледу опште економске активности, већа спремност на преузимање ризика и мањи ризик захтеваног колатерала. Током 2019. банке су продужиле максималну рочност кредита, а у Т2 ублажени су и захтеви у погледу колатерала, док су ценовни услови кредита поопштрени. Повољнији услови кредитирања односили су се пре свега на задуживање малих и средњих предузећа, која су била главни носиоци раста тражње предузећа за кредитима. Раст тражње претежно је био вођен потребама финансирања обртних средстава и капиталних инвестиција, а у мањој мери допринели су му и активности у погледу аквизиција/припајања других предузећа и реструктурирање дуга.

Графикон III.4.3. Доприноси м. расту кредита привреди

(у п.п., искључен ефекат промене девизног курса)



Графикон III.4.4. Промена кредитних стандарда привреди и допринос фактора (у нето %)



Напомена: Раст вредности указује на поопштравање, а пад на ублажавање кредитних стандарда.

²⁶ Ипак, због бржег раста кредита од депозита, показатељ односа кредита и депозита (*LTD* коефицијент) у 2019. повећан је за 0,7 п.п., на 93,1%.

²⁷ Поменути анкету Народна банка Србије спроводи тромесечно, од почетка 2014. године. Учешће у анкети је добровољно, а одзив је готово 100%.

Кредити становништву, без ефекта промене девизног курса, повећани су током 2019. за 100,8 млрд динара, или за 10,0%, вођени растом готовинских и стамбених кредита. Готовински кредити су у 2019. повећани за 75,4 млрд динара и са учешћем од 43,9% у децембру остали су најзаступљенија категорија кредита становништву. Захваљујући мерама Народне банке Србије усмереним на ограничавање необезбеђеног кредитирања становништва по неоправдано дугим роковима, које се примењују од почетка 2019, рочност ненаменских кредита усмерених на потрошњу, пре свега готовинских кредита, током године скраћивала се на испод осам година.²⁸ Истовремено, позитивни трендови на тржишту рада и опоравак тржишта непокретности одразили су се и на раст стамбених кредита, који је, ако се изузму ефекти отписа 38% вредности кредита индексираних у швајцарским францима²⁹ приликом конверзије у евроиндексираних кредите, био већи него 2018. У децембру 2019. стамбени кредити су чинили 36,2% укупних кредита становништву. С друге стране, потраживања по основу потрошачких кредита, прекорачења по текућим рачунима и задуживања по кредитним картицама била су у паду.

Обим новоодобрених кредита становништву у 2019. (535,2 млрд динара) био је за 13,1% виши него у 2018.

при чему су готовински кредити и даље били најзаступљенији (55,6%), али с нешто мањим учешћем него 2018. Истовремено, позитивни трендови на тржишту рада и опоравак тржишта непокретности одразили су се и на реализацију нових стамбених кредита, чији је износ, без кредита рефинансираних код исте банке, у 2019. био за 23% виши него у 2018. години.

Резултати анкета о кредитној активности банака указују на то да су, након што су поштрени у Т1 под утицајем смањења максималне рочности необезбеђених кредита намењених потрошњи, кредитни стандарди становништву током Т2 и Т3 ублажени. На ублажавање стандарда деловали су пре свега конкуренција у сектору и већа спремност на преузимање ризика, а током П2 и нижи трошкови извора за кредите и позитивна очекивања у погледу раста економске активности. Услови задуживања грађана били су повољнији пре свега по основу снижених каматних маржи и пратећих трошкова, а ублажени су и захтеви у погледу колатерала. Према резултатима анкете, тражња грађана је наставила да расте, а најтраженији су били динарски готовински кредити и кредити за рефинансирање, као и девизно индексирани стамбени кредити. Томе доприносе потребе за куповином непокретности и за

Графикон III.4.5. Доприноси м.г. расту кредита становништву

(у п.п., искључен ефекат промене девизног курса)



— Остали*
— Инвестициони**
— За ликвидност и обртна средства**
— Готовински*
— Потрошачки
— Стамбени
— По трансакционим рачунима

Извор: НБС.

* До децембра 2015. допринос готовинских кредита приказан је у оквиру доприноса осталих кредита.

** Кредити одобрени предузетницима.

Графикон III.4.6. Промена кредитних стандарда становништву и утицај фактора (у нето %)



— Спремност на преузимање ризика
— Перцепција ризика
— Конкуренција осталих банака
— Трошкови извора за кредите
— Кредитни стандарди

Извор: НБС.

Напомена: Раст вредности указује на поштравање, а пад на ублажавање кредитних стандарда.

²⁸ Учешће кредита рочности преко осам година смањено је с преко 30%, колико је износило почетком 2019, на 19,6% у децембру.

²⁹ У складу са Законом о конверзији стамбених кредита индексираних у швајцарским францима („Службени гласник РС”, бр. 31/2019).

рефинансирањем постојећих обавеза, уз раст плата, запослености и позитивна дешавања на тржишту некретнина.

Крајем 2019. учешће *NPL* у укупним кредитима спустило се на најнижи ниво откад се овај показатељ квалитета активе прати, што истовремено додатно јача финансијску стабилност и отвара простор за даљи кредитни раст. У децембру је учешће *NPL* у укупним кредитима износило 4,1%, што је за 1,6 п.п. ниже него крајем 2018.³⁰ Паду тог учешћа, с једне стране, допринео је раст економске и кредитне активности, а с друге стране, успешно спровођење Стратегије за решавање проблематичних потраживања, захваљујући чему су износи отписа и продаје тих кредита у 2019. вишеструко нижи него претходних година. Посматрано по секторима, учешће *NPL* код кредита привреди смањено је за 1,8 п.п., на 3,2%,³¹ а код становништва за 0,4 п.п., на 3,9%.³² Покривеност *NPL* и даље је на високом нивоу – исправка вредности укупних кредита у децембру износила је 84,2% *NPL*, док је исправка вредности *NPL* била на нивоу од 61,5% *NPL*. Према последњим расположивим подацима, **показатељ адекватности капитала**³³ крајем 2019. износио је 23,4%, што указује на високу капитализованост и отпорност банкарског сектора (регулаторни минимум 8,0%).

5. Показатељи степена динаризације

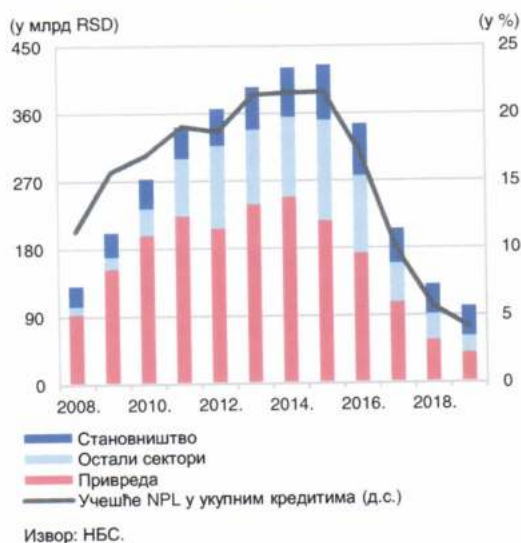
У 2019. Народна банка Србије наставила је да спроводи активности које имају за циљ веће коришћење динара у финансијском систему Србије.

Мере монстарне 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. 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 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.

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

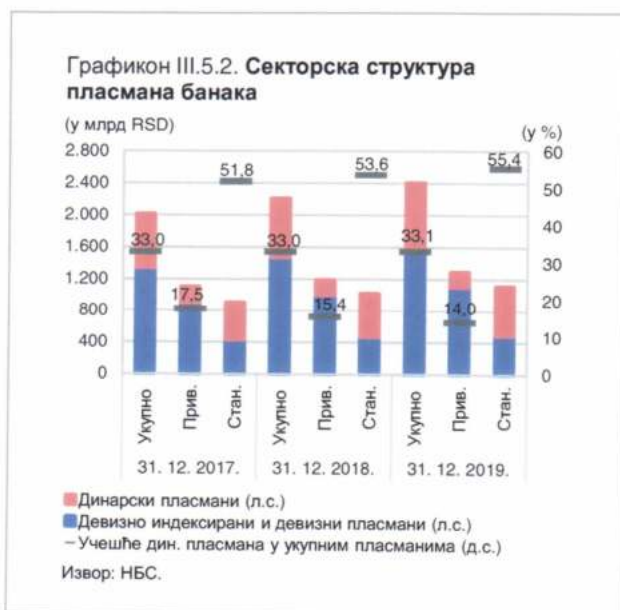


³⁰ За 18,3 п.п. ниже него у јулу 2015, тј. непосредно пре почетка примене Стратегије за решавање питања проблематичних кредита.

³¹ Обухвата привредна друштва и јавна предузећа. Ако посматрамо само привредна друштва, учешће *NPL* у укупним кредитима у децембру износило је 3,3%, што је за 1,9 п.п. ниже него у децембру 2018.

³² Ако се укључе предузетници и приватна домаћинства, учешће је смањено за 0,5 п.п., 4,0%.

³³ Регулаторни оквир стандарда Базел III примењује се од 30. јуна 2017.



У погледу пруденцијалних мера које имају за циљ смањење валутног ризика и повећање динаризације финансијског система, Народна банка Србије је крајем 2019. године усвојила низ пруденцијалних мера у области адекватности капитала и управљања ризицима. Наиме, банке ће, почев од 1. јула 2020, издвајати мањи износ капитала за покриће ризика по основу динарских пласмана одобрених малим и средњим предузећима и предузетницима него по основу девизних и девизно индексираних пласмана. Паралелно, предвиђена је могућност умањења капитала банака уколико учешће нових, ненаменских и неинвестиционих, девизно индексираних кредита и кредита у инострану валуту одобрених појединим категоријама клијената премашу дефинисани ниво, што ће дестимулативно деловати на одобравање кредита у девизном знаку.³⁴

Степен динаризације, мерен учешћем динарских пласмана у укупним пласманима банака привреди и становништву, повећан је у 2019. години за 0,1 п.п. и крајем децембра је износио 33,1%.

Раст динаризације пласмана у 2019. години резултат је већег кредитирања становништва, које се и даље претежно одвија у динарима. Девизно индексирани пласмани становништву такође су повећани услед интензивнијег стамбеног кредитирања, чему су допринели позитивни трендови на тржишту рада, повољна кретања на тржишту некретнина, као и релативно повољни услови задуживања код банака у

условима растуће конкуренције. Израженији раст динарских од девизно индексираних пласмана утицао је на то да динаризација пласмана становништву настави да расте у 2019. и крајем године овај показатељ је износио 55,4%, што је за 1,8 п.п. више него крајем 2018. године. То је уједно и највиши ниво овог показатеља од јуна 2008. године, отада се он прати.

Степен динаризације пласмана привреди крајем 2019. износио је 14,0%, што је за 1,4 п.п. мање него крајем 2018. године. Степен динаризације пласмана привреди смањен је услед раста валутно индексираних и девизних кредита, чему посебно доприноси изражен раст инвестиционих кредита у оквиру текућег инвестиционог циклуса, а који се претежно одобравају с валутном клаузулом. Од маја 2019. инвестициони кредити постали су најзаступљенија категорија кредита, са учешћем од 45,2% у укупним кредитима привреди крајем 2019. године. Истовремено, стање кредита за ликвидност и обртна средства, који и даље бележе већи степен динаризације од кредита других појединачних намена, готово да није промењено у односу на крај 2018. Поред тога, смањењу степена динаризације пласмана привреди у 2019. и даље су доприносиле активности банака на решавању *NPL*, попут отписа потраживања од предузећа у стечају, која су углавном у динарском знаку.

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

³⁴ Детаљније на интернет страници <https://www.nbs.rs/internet/cirilica/scripts/showContent.html?id=15074&konverzija=no>.

Графикон III.5.4. Секторска структура депозита банака



Графикон III.6.1. Просечне цене станова по градовима



да се током 2019. повећава, тако да је крајем године достигло до сада највиши ниво откад се прате подаци: 35,1%, што је за 2,9 п.п. више него на крају 2018.

Посматрано по секторској структури, учешће динарских депозита у укупним депозитима становништва на крају 2019. износило је 22,1%, што је до сада највиши ниво. У 2019. години овај показатељ је повећан (за 2,8 п.п.) захваљујући расту динарских трансакционих депозита становништва, као и наставку динамичног раста динарске штедње. У поређењу с крајем 2018. године, раст динарске штедње износи 18,5 млрд динара (30,3%), што представља најдинамичнији раст још од 2013. године.

Степен динаризације депозита привреде такође је повећан у 2019. години (за 5,2 п.п.), на 58,3%, и резултат је раста динарских депозита, за разлику од девизних депозита, који су смањени.

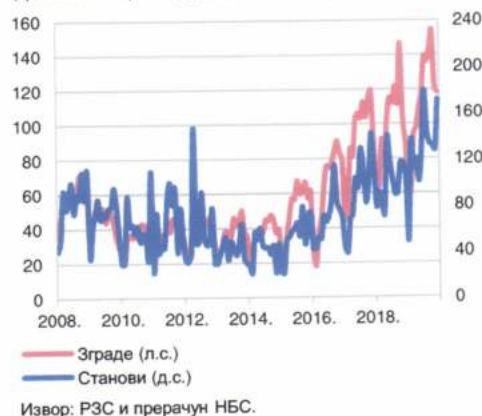
6. Тржиште непокретности

Према подацима Републичког геодетског завода, укупна вредност промета на тржишту непокретности износила је 4,1 млрд евра (раст од 12%), иако је број купопродаја непокретности у 2019. тек благо повећан (за 1,2%, на 104.919), и то услед већег промета новоградње (за 16%).

Праћењем цена станова у највећим градовима у РС, уочава се да је просечна цена станова у 2019. виша је за око 7% од просечне цене у претходној години и износила је 745 евра по квадратном метру. Као и до сада, просечна цена станова била је највиша у Београду (1.274 евра по квадратном метру). Према

Графикон III.6.2. Индекси броја издатих дозвола за новоградњу

(тримесечни просеци дс., 2018 = 100)



подацима РЗС-а, просечна цена продатих станова новоградње у 2019. износила је 163.520 динара по квадратном метру (1.387 евра).

И број издатих грађевинских дозвола указује на наставак опоравка тржишта непокретности у 2019. години. У односу на 2018, број издатих грађевинских дозвола у станоградњи повећан је за 27,9%.

Позитивни трендови на тржишту рада, ублажени кредитни стандарди становништву, као и повољнији услови задуживања грађана, одразили су се и на повећану тражњу за стамбеним кредитима. Према подацима Републичког геодетског завода, број станова плаћених из кредитних средстава у 2019. години већи је него у 2018. (са око 25% на око 30% укупног броја купљених станова).

7. Инфлациона очекивања

Инфлациона очекивања финансијског сектора и привреде током 2019. године кретала су се у оквиру граница инфлационог циља – што је резултат очуване макроекономске, фискалне и финансијске стабилности, као и континуираног раста кредитбилитета Народне банке Србије. Истовремено, усидреност инфлационих очекивања доприноси расту ефикасности монетарне политике и показатељ је поверења тржишних учесника у мере које предузима Народна банка Србије.

Према резултатима анкета агенција Ипсос и Блумберг, инфлациона очекивања финансијског сектора за годину дана унапред кретала су се током целе 2019. године у границама циља ($3 \pm 1,5\%$). Резултати агенције Ипсос показују да су краткорочна инфлациона очекивања имала благу узлазну путању током П1, достижући $3,0\%$ у мају.³⁵ Остатак године обележио је њихов постепени пад до нивоа од $2,0\%$, на ком су се налазила у септембру и током Т4. На сличну динамику кретања инфлационих очекивања финансијског сектора упућују и резултати агенције Блумберг – са $2,7\%$ у јануару смањена су на $2,0\%$ у децембру. Посматрано у дужем периоду, финансијски сектор од октобра 2013. очекује стабилност цена и кретање инфлације у оквиру граница циља Народне банке Србије. Такође, на

усидреност инфлационих очекивања указује и знатно смањена дисперзија појединачних очекивања представника финансијског сектора.

На нешто ниже инфлаторне притиске указивала су краткорочна инфлациона очекивања привреде, која су пратила динамику кретања очекивања финансијског сектора, као и текуће инфлације. Привредници су током целе године очекивали да се инфлација у 2020. години креће у распону од $1,6\%$ до $2,6\%$, при чему је у децембру забележен ниво од $1,9\%$.

Инфлациона очекивања становништва уобичајено су виша од осталих сектора и већи део године³⁶ била су стабилна на нивоу од $5,0\%$. Истовремено, резултати квалитативне анкете о инфлационим очекивањима становништва³⁷ показују да је индекс перципиране инфлације наставио да бележи више вредности од индекса очекиване инфлације. Такво кретање упућује на закључак да становништво сматра да ће инфлација у наредних 12 месеци бити нижа него у претходној години дана.

Средњорочна инфлациона очекивања финансијског сектора и привреде наставила су да се и током 2019. године крећу у границама циља Народне банке Србије. Инфлациона очекивања финансијског сектора за две године унапред у П1 била су стабилна на нивоу од $3,0\%$, док су током П2

Графикон III.7.1. Текућа инфлација и инфлациона очекивања 12 месеци унапред* (мг. стопе, у %)



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

³⁵ У јануару су износила $2,7\%$.

Графикон III.7.2. Перципирана и очекивана инфлација становништва* (у индексним поенима)



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

³⁶ Изузев јануара, априла и јуна, када су износила $6,0\%$.

³⁷ Детаљније о квалитативним очекивањима становништва видети у Извештају о инфлацији – фебруар 2016, Осврт 2, стр. 15.

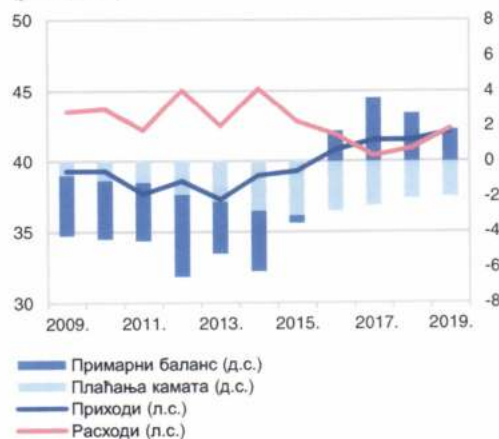
Графикон III.7.3. Очекивана инфлација за две године унапред* (мг. стопе, у %)



Извор: Ипсос/Нинамедиа и НБС.

* Агенција Ипсос до децембра 2014. агенција Нинамедиа од децембра 2014. агенција Ипсос од јануара 2018.

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



Извор: Министарство финансија.

постепено снижена, на 2,3% у децембру. Такође, очекивања привредника кретала су се у доњој половини циљаног распона – са 3,0% у јануару постепено су смањена на 2,0% у децембру. Истовремено, средњорочна инфлациона очекивања становништва била су стабилна на нивоу од 5,0% током целе године.

8. Фискална кретања

Фискални резултат је и у 2019. био бољи од плана – дефицит на консолидованом нивоу износио је 11,1 млрд динара (0,2% БДП-а), док је Фискалном стратегијом био планиран дефицит од 0,5% БДП-а. Ако се изузму расходи за камате, остварен је суфицит од 97,2 млрд динара (1,8% БДП-а).

Наставак позитивних фискалних кретања током 2019. у највећој мери одредили су раст економске активности и повећана профитабилност привреде по том основу, позитивна кретања на тржишту рада, као и нижи трошкови задуживања државе, постигнути ефектима ублажавања монетарне политике Народне банке Србије, повољнијом премијом ризика земље и кредитним рејтингом. Притом, знатно боља остварења у П1 од плана отворила су простор за додатно повећање капиталних издатака државе и повећање плата у јавном сектору од новембра, који су допринели расту инвестиција и потрошње, али не у мери у којој би то угрозило основне средњорочне циљеве фискалне политике и изазвало веће инфлаторне притиске.

Консолидовани приходи у 2019. (42,1% БДП-а) реално су били већи за 6,2% него у 2018. години, вођени растом пореских прихода. Највећи допринос расту пореских прихода потекао је од доприноса за социјално осигурање (2,1 п.п.) и пореза на доходак (1,0 п.п.) услед раста зарада и запослености, као и од прихода од ПДВ-а (1,9 п.п.) услед раста финалне потрошње. Порасли су и приходи од пореза на добит (0,6 п.п.) као резултат профитабилнијег пословања привреде у 2019, као и приходи од акциза (0,5 п.п.) услед истовременог раста потрошње нафтних деривата и стабилизације промета дувана, након пада из 2018. године, као и редовног усклађивања износа акциза према акцизном календару. Само су непорески приходи реално опали за 1,2%, делом услед смањења обавезе уплате средстава по основу смањења зарада јавних предузећа.

Консолидовани расходи у 2019. износили су 42,3% БДП-а и, у односу на 2018. годину, реално су били виши за 8,4%. Највећи допринос (више од трећине) потиче од раста капиталних расхода (31,2% реално), чије је учешће у БДП-у повећано на 4,9% у 2019. Део буџетског простора искоришћен је и за циљани раст плата у јавном сектору и пензија (уз допринос расту укупних расхода од 1,8 п.п. и 1,2 п.п., респективно). Учешће издатака за запослене на крају године чинило је 9,5% БДП-а, а издвајања из буџета за пензије чинила су 10,3% БДП-а. Повећани су и расходи за куповину робе и услуга (1,4 п.п.) и расходи за субвенције (уз допринос од 0,4 п.п.), док су реално смањени расходи за активирани гаранције и расходи

за отплату камата. Расходи по основу камата (-1,6% реално) смањени су у условима мање потребе државе за задуживањем и ниже цене задуживања, којој су допринели ублажавање монетарне политике Народне банке Србије и пад премије ризика земље.

Поверење инвеститора у реформе спроведене претходних година, које се огледа у већем интересовању за улагање у државне ХоВ, потврђено је и на међународном финансијском тржишту успешном емисијом десетогодишњих еврообвезница у јуну, у номиналном износу од 1 млрд евра, по стопи од 1,619% (купонска стопа 1,5%). У новембру је на реотварању емисије десетогодишњих еврообвезница продато додатних 550 млн евра обвезница, по још повољнијим условима него у јуну – постигнута је стопа приноса од 1,25%. Средства прикупљена том емисијом искоришћена су за превремен откуп дела еврообвезница које доспевају у 2020. и 2021, тако да по том основу није порастао јавни дуг.

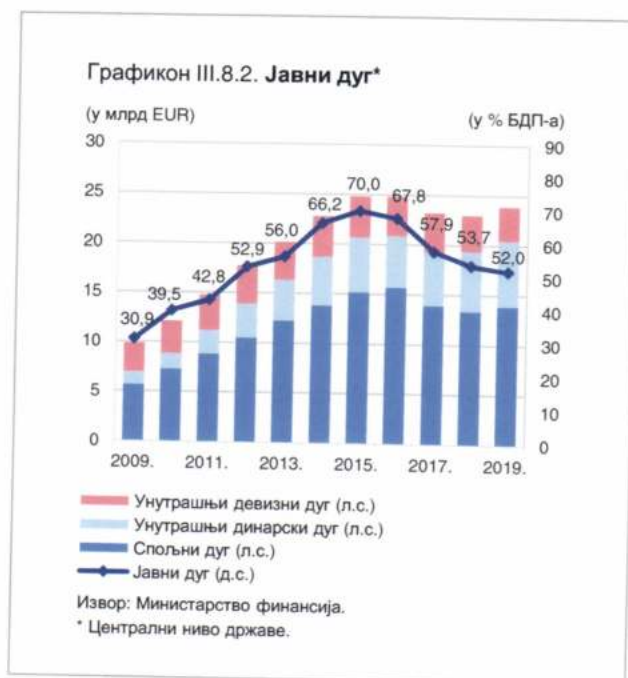
Захваљујући смањењу фискалне неравнотеже, **учешће јавног дуга** централног нивоа власти у БДП-у на крају 2019. смањено је за 1,7 п.п., на 52,0%. На крају године, 72,3% јавног дуга било је у страниој валути, при чему је учешће дуга у доларима смањено на 20,1%. На тај начин додатно је умањен валутни ризик и ризик рефинансирања.

9. Агрегатна тражња

Привредни раст од 4,2% у 2019. у потпуности је био вођен домаћом тражњом, пре свега инвестицијама, с обзиром на то да су домаћи фактори успешно компензовали нижу екстерну тражњу. Услед високог увоза опреме и репроматеријала, нето извоз дао је негативан допринос, упркос наставку динамичног раста извоза.

Домаћа тражња

Захваљујући интензивној реализацији инфраструктурних пројеката, повољном инвестиционом амбијенту и финансијским условима, **инвестиције у фиксне фондове** другу годину заредом бележе двоцифрен раст, који је у 2019. износио 16,4% (уз допринос расту БДП-а од 3,6 п.п.). Тиме су оне у великој мери компензовале ефекте успоравања раста екстерне тражње. Учешће инвестиција у фиксне фондове у БДП-у само у 2019. повећано је за 2,5 п.п., на 24,3%. Притом, једна трећина раста инвестиција у 2019. потицала је од државних инвестиција, које су реално порасле за око 30%, пре свега услед брже реализације пројеката из области саобраћајне инфраструктуре. Раст приватних инвестиција био је снажан, готово у истој мери као у претходној години (13,4%), подржан повољним



макроекономским амбијентом и ниским трошковима задуживања. То потврђују повећана производња машина и опреме (од 3,3%), раст увоза опреме од око 20%, као и показатељи из области грађевинарства. Тако је вредност изведених грађевинских радова на нивоу године била већа за око 35%, подржана и изградњом Турског тока, а број издатих грађевинских дозвола – за 12,1%. Поред тога, на позитивна кретања у грађевинском сектору указује и раст производње грађевинског материјала, запослености, ефективних часова рада и завршених станова.

Према нашој процени, главни извори финансирања инвестиција били су сопствени извори, пре свега повећана профитабилност предузећа и раст нето прилива СДИ (од 13,5%, на 3,6 млрд евра), захваљујући повољном макроекономском окружењу и инвестиционом амбијенту. У све већој мери инвестиције се финансирају и из кредитних извора, о чему сведочи раст инвестиционих кредита код домаћих банака у 2019. од преко 25% (115,9 млрд динара). Четврти значајан извор инвестиција представљају повећани капитални издаци државе, који су у 2019. достигли 4,7% реалног БДП-а (4,9% номиналног БДП-а).

У супротном смеру деловале су **залихе**, с негативним доприносом БДП-у од 0,6 п.п. Смањене су пре свега залихе готових производа индустрије, које су крајем 2019. биле за 3,7% ниже него на крају 2018. године.

И у 2019. настављен је одржив раст **потрошње домаћинства**, који је на нивоу године износио 3,2%, уз допринос расту БДП-а од 2,2 п.п. Раст потрошње становништва резултат је пре свега наставка позитивних трендова на тржишту рада, који се огледају у повећању запослености и просечних зарада. То потврђује реално повећање масе зарада у приватном сектору од 15,6%, као и реалан раст расхода за пензије од 4,5%. Извор раста потрошње били су и готовински кредити, који су на нивоу године порасли за 18,4%, као резултат повољнијих услова задуживања захваљујући ефектима ублажавања монетарне политике Народне банке Србије. С друге стране, нето прилив дознака из иностранства незнатно је био нижи него у претходној години (за 1,3%).

На раст потрошње становништва указује и кретање главних показатеља активности услужних сектора. Тако је реални раст промета у трговини на мало у 2019. износио 9,7%, промет у угоститељству био је

виши за 9,1%, а већи је и број долазака (7,2%) и ноћења домаћих туриста (6,8%).

Расту БДП-а допринела је и **потрошња државе** (0,5 п.п.), која је у 2019. реално порасла за 3,0%. Већа потрошња државе резултат је повећаних издатака за куповину робе и услуга, као и издатака за плате запослених у јавном сектору. То је омогућено елиминисањем фискалне неравнотеже и свођењем учешћа јавног дуга у БДП-у у одрживе оквире.

Нето екстерна тражња

Извоз робе и услуга у 2019. реално је повећан за 8,5%, вођен растом извоза услуга, прерађивачке индустрије и пољопривреде. Ипак, текући инвестициони циклус, а делом и опоравак приватне потрошње утицали су на то да реални раст увоза робе и услуга (9,5%) буде већи од раста извоза, тако да је допринос нето извоза кретању БДП-а у 2019. остао негативан, али слабији него у 2018. (-1,5 п.п. наспрам -2,6 п.п.).

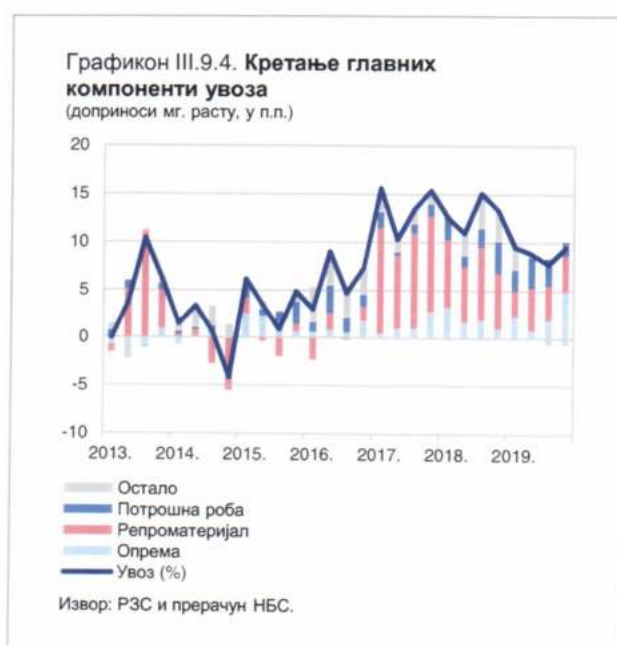
Према платнобилансним подацима, извоз робе изражен у еврима и у 2019. остварио је релативно висок раст (8,8%), упркос успоравању екстерне тражње и деловању специфичних фактора, попут квота на извоз челика у ЕУ. Према подацима о спољној трговини, расту извоза је највише допринела прерађивачка индустрија, чији је извоз у 2019.

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 Т4 2019.



повећан за 7,2% м. Раст извоза прерађивачке индустрије остао је широко распрострањен (у 17 од 23 области), а највише су му допринели извоз електричне опреме, машина и опреме и производа од гуме и пластике. И аутомобилска индустрија позитивно је доприносила извозу, пошто је мањи извоз аутомобила у потпуности надокнађен већим извозом других произвођача из ове области (за 13,1%), чиме је њихово учешће у укупном извозу у 2019. повећано на 11,7%. С друге стране, ремонти у рафинерији нафте у Панчеву и Петрохемији, који су извршени у П1, утицали су на нешто нижи извоз нафтних деривата и хемијских производа. На мањи извоз основних метала него у 2018. утицало је прилагођавање примени квота ЕУ на увоз челика, што је у великој мери компензовано већим извозом бакра, а делом и извозом челика на друга тржишта. Захваљујући доброј пољопривредној сезони, снажно је порастао извоз пољопривредних (21,9%) и прехранбених производа (8,4%).

Робни увоз изражен у еврима повећан је у 2019. за 9,2%, чему су највише допринели репроматеријал и опрема, чији је увоз, у складу с растом инвестиција, повећан за 6,0% и 21,8%, респективно. Увоз потрошне робе повећан је за 12,9%, што указује на то да се потрошња домаћинства опоравља. Слична кретања потврђује и структура увоза по намени ЕУ, где је највећи допринос увозу потекао од интермедијарних и капиталних производа, затим од нетрајних потрошних добара, док је допринос трајних производа за широку потрошњу и енергената био знатно мањи.

Према платнобилансним подацима, суфицит у размени услуга са иностранством додатно је повећан у 2019. (5,4%). Притом, извоз услуга је повећан за 15,0%, највише подстакнут растом извоза пословних и ИКТ услуга, а увоз услуга за 16,9%.

Покривеност робног увоза извозом у 2019. износила је 74,8%, а по укључењу услуга – 83,9%, што је приближно као крајем 2018. године.

10. Економска активност

Другу годину заредом, привредни раст је био изнад 4% и, према подацима РЗС-а, у 2019. години износио је 4,2%. Највећи допринос расту потекао је од натпросечних резултата у грађевинарству, као и од раста активности у већини услужних сектора, подржане позитивним трендовима на тржишту рада. Поред тога, благ позитиван допринос дала је и индустријска производња, упркос ефектима успоравања раста екстерне тражње, таксама од 100% на производе који се испоручују на Косово и Метохију, као и ремонтима у нафтној и хемијској индустрији током П1.

Ако се посматра динамика унутар године, раст у П1 у просеку је износио 2,8%, да би с растом производних капацитета у прерађивачкој индустрији и реализацијом инфраструктурних пројеката, економска активност у П2 знатно убрзала – на 4,8% м. у Т3, а затим на 6,2% м. у Т4. Тиме је економска активност двадесет узастопних тримесечја расла и у П2 приближила се свом потенцијалу.

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



— Порези минус субвенције
— Услуге
— Индустрија
— Грађевинарство
— Пољопривреда, рибарство и шумарство
— БДП (%)

Извор: РЗС и прерачун НБС.

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



— БДП (л.с.)
— НДВ (л.с.)
— Индустријска производња (д.с.)

Извор: РЗС и прерачун НБС.

Индустријска производња је на нивоу године остварила раст бруто додате вредности од 0,4% и допринела је расту БДП-а са 0,1 п.п. Спорији раст него претходних година последица је успоравања економске активности у зони евра, која је наш најзначајнији спољнотрговински партнер. На индустријску производњу у П1 одразили су се и ремонти у нафтној и хемијској индустрији, као и таксе на производе који се испоручују на Косово и Метохију, и то пре свега на прехранбену индустрију.

Физички обим прерађивачке индустрије на нивоу године повећан је за 0,2%, при чему је половина од 24 области прерађивачке индустрије остварила раст. Највећи позитиван допринос потекао је од производње фармацеутских производа и металних производа (са по 0,4 п.п.), а затим гуме и пластике и основних метала (са по 0,2 п.п.). С друге стране, највише је смањена прехранбена производња, као и производња нафтних деривата и хемијских производа.

Физички обим производње у сектору рударства повећан је за 1,2%, и поред мање експлоатације руде метала и сирове нафте, док је обим производње у сектору снабдевања електричном енергијом, гасом и паром био већи за 0,5%.

Убрзана реализација инфраструктурних пројеката у области саобраћаја и енергетике и раст стамбене изградње утицали су на то да сектор **грађевинарства** у 2019. оствари раст од 30,2%, уз допринос расту БДП-а од 1,3 п.п. Снажан раст потврђују и показатељи грађевинске активности, па је тако у 2019. вредност

Графикон III.10.3. Показатељи грађевинске активности (тримесечни просеци дсз., 2018 = 100)

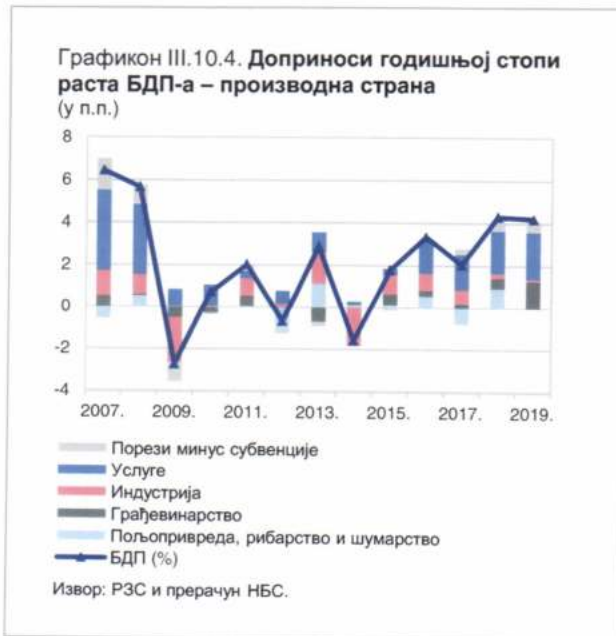


— Производња грађевинског материјала
— Број издатих грађевинских дозвола
— Залихе грађевинског материјала

Извор: РЗС и прерачун НБС.

изведених грађевинских радова била већа за око 35%, а број издатих грађевинских дозвола за 12,1%. Производња грађевинског материјала повећана је за 2,7%, а број формално запослених у грађевинарству за 13,4%, чиме је достигао највиши ниво у последњих пет година.

Повољни трендови на тржишту рада, који се огледају у смањењу незапослености, расту запослености и расту зарада, определили су стабилан раст потрошње, што се одразило и на раст активности у **услужним секторима** збирно посматрано од 4,2%, уз допринос расту БДП-а од 2,2 п.п. Посматрано по делатностима, расту БДП-а највише је допринела трговина (0,6 п.п.), што потврђује и раст реалног промета у трговини на



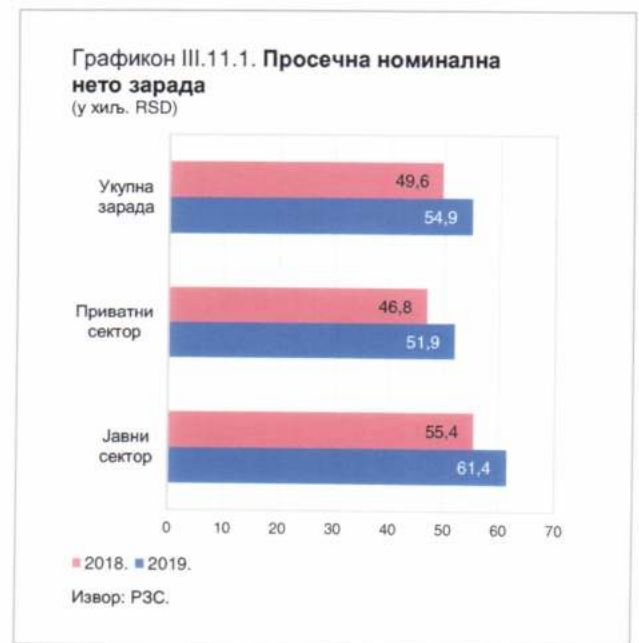
мало од 9,7%. Када је реч о показатељима из области туризма, промет у угоститељству био је виши за 9,1%, а број долазака и ноћења туриста за 7,6% и 7,9%, респективно.

С обзиром на то да је другу годину заредом пољопривредна производња била изнад просека, процењујемо да је допринос пољопривреде расту економске активности у 2019. остао неутралан.

11. Зараде и запосленост

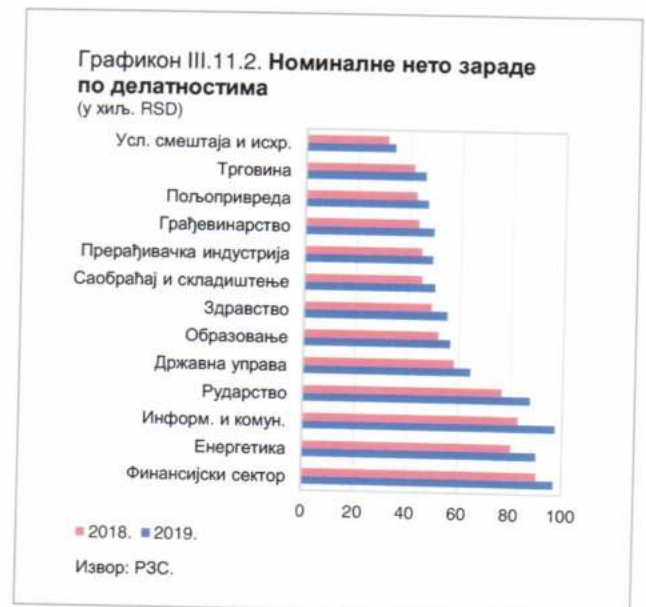
Домаће тржиште рада је и током 2019. године наставило да подржава привредни раст даљим растом зарада и запослености, као и смањењем стопе незапослености на једноцифрен ниво. Од када је 2014. тржиште рада реформисано, број формално запослених у приватном сектору повећан је за преко 230 хиљада, док је у исто време регистрована незапосленост смањена за чак трећину. Поред тога, укупна номинална нето зарада је у децембру 2019. достигла 59.772 динара, тј. 510 евра, што је њен највиши ниво откад постоје упоредиви подаци.

Повећање минималне цене рада с почетка прошле године и убрзан привредни раст у П2 допринели су знатном увећању просечне номиналне нето зараде, која је на нивоу просека 2019. износила 54.919 динара, што је за 10,6% изнад просека за 2018. годину. То је резултат пре свега даљег раста зарада у приватном сектору, као и повећања зарада у јавном сектору. У условима наставка привредног раста и обезбеђеног фискалног простора, Влада РС је крајем 2019. донела одлуку о још једном повећању



минималне цене рада, и то са 155,3 динара на 172,5 динара по часу, која ће ступити на снагу почетком 2020. године.

И током 2019. раст зарада је остао широко распрострањен, што потврђују **више зараде у свим привредним делатностима**, првенствено у секторима индустрије (рударство, енергетика и прерађивачка индустрија) и услужном сектору (информисање и комуникације, грађевинарство, саобраћај и трговина). Поред делатности у којима доминира приватни сектор, зараде су у 2019. порасле и у државној управи, здравству и образовању, у којима доминира јавни сектор. Томе је допринела и одлука Владе РС о повећању плата у јавном сектору за 8–15% (почев од новембра).



Графикон III.11.3. Структура мг. раста
укупне формалне запослености
(у п.п., просек периода)



Као доминантан извор потрошачке тражње, укупна номинална нето маса зарада порасла је у 2019. за 14,6%, захваљујући расту номиналних зарада у свим делатностима и повећању формалне запослености у приватном сектору. Уз то је бржи раст економске активности од раста запослености омогућио и повећање продуктивности укупне економије од 2,2% у 2019. години.

Поред повећања зарада, **порасла је и укупна формална запосленост**, и то за 2,0% на нивоу просека 2019, што је око 42 хиљаде новозапослених. Према подацима РЗС-а, добијеним из базе Централног регистра обавезног социјалног

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

	2019.			
	T1	T2	T3	T4
Укупан број формално запослених	2,7	1,6	1,6	2,0
Запослени код правних лица	2,6	1,9	1,7	2,2
Приватни предузетници и запослени код њих	5,3	2,8	3,0	3,4
Индивидуални пољопривредници	-8,3	-8,7	-8,6	-8,4
Незапослени	-9,1	-9,3	-9,5	-8,9
Први пут траже запослење	-1,6	21,1	26,1	32,9
Били у радном односу	-12,7	-24,3	-27,2	-29,4

Извор: РЗС и Национална служба за запошљавање.

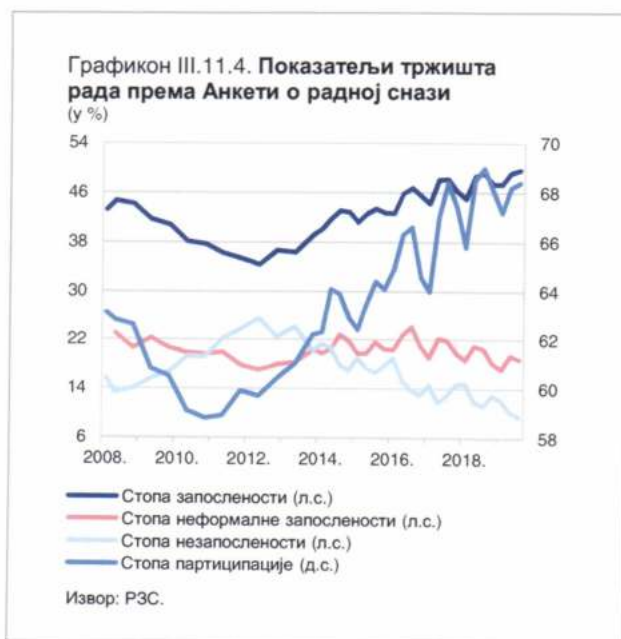
осигурања, повећању броја формално запослених највише је допринео наставак запошљавања код правних лица и приватних предузетника. С друге стране, опао је број индивидуалних пољопривредника и запослених у пољопривреди.

Већ дуже време, **повећање запослености у приватном сектору** (за 3,2% у 2019) представља главни извор раста укупне формалне запослености, првенствено у делатностима прерађивачке индустрије и грађевинарства, као и у остатку услужног сектора (смештај и исхрана, информисање и комуникације, трговина на велико и мало), које су и покретачи привредног раста. Насупрот томе, смањен је број запослених (за 1,0% у 2019) у делатностима које претежно припадају јавном сектору, услед наставка спровођења поступка рационализације.

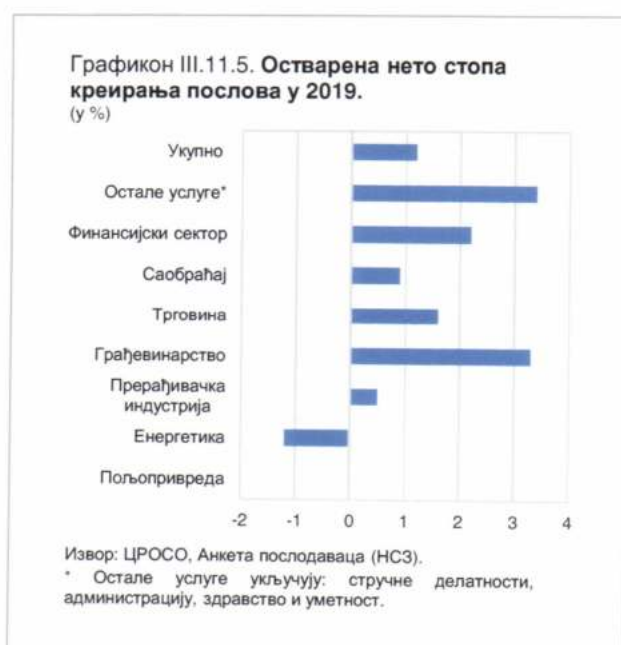
Паралелно с растом запослености, **настављен је и вишегодишњи тренд смањења регистроване незапослености**. Према подацима Националне службе за запошљавање, број незапослених је у децембру 2019. износио 506.865, што је за готово 46 хиљада незапослених мање него у 2018. години. Томе је допринео **мањи број незапослених у свим групама занимања**, почев од оних које припадају сектору индустрије (машинство и обрада метала, електротехника, хемија и неметали и др.), затим у занимањима повезаним с трговином, угоститељством и туризмом и напослетку у области пољопривреде и производње хране, грађевинарства и саобраћаја. У поређењу са 2014, када су започете реформе на тржишту рада, број незапослених је у просеку смањен за трећину, што је близу 240 хиљада лица, чему је допринело унапређење пословног и инвестиционог амбијента у Србији, као и реализација активних мера и програма запошљавања на тржишту рада.³⁸

Резултати **Анкете о радној снази**, која прати и формални и неформални сегмент тржишта рада, такође указују на наставак повољних кретања на тржишту рада. Тако је у односу на 2018. стопа партиципације становништва радног узраста (15–64 године) у 2019. у просеку повећана за 0,3 п.п., на 68,1%, док је у истом периоду просечна стопа запослености порасла за 1,4 п.п., на 49,0%. Претходно је **стопа запослености у Т4 достигла рекордан ниво од 49,7%**. Истовремено, стопа неформалне

³⁸ Између осталих, активне мере и програми запошљавања обухватају: услуге посредовања у запошљавању, каријерно вођење и саветовање, подршку samozapošljavanju, додатно образовање и обуке, посебне програме за младе у процесу транзиције из система образовања на тржиште рада.



запослености у 2019. спуштена је за 1,3 п.п., на 18,2% у просеку, што упућује на мање ангажовање запослених без формалног уговора о раду. На нивоу просека за 2019. стопа незапослености износила је 10,4% (за 2,3 п.п. мање него у 2018), при чему је у **ТЗ, први пут откад постоје упоредиви подаци, спуштена на једноцифрен ниво (9,5%)**. Поред тога, стопа дугорочне незапослености³⁹ смањена је за 1,5 п.п., на 6,1% у просеку, а стопа незапослености младих за 2,3 п.п., на 27,6% у просеку, што потврђује да је незапосленост смањена у свим структурама, и оним најрањивијим.



На наведене резултате надовезују се и подаци из **Анкете послодаваца**, према којима је у 2019. години бруто стопа креирања послова од 17,0% премашила бруто стопу гашења послова⁴⁰ од 15,8%, чему је највише допринело отварање нових радних места у услужним делатностима. Насупрот томе, динамику креирања и гашења послова у 2020. години није могуће предвидети с обзиром на очекиване последице пандемије на домаће тржиште рада.

³⁹ Стопа дугорочне незапослености представља проценат незапослених годину дана и дуже у укупном броју активних становника.

⁴⁰ Бруто стопа креирања/гашења послова представља однос броја новозапослених/отпуштених и укупног броја запослених у предузећима почетком посматране године. Нето стопа креирања послова је разлика између бруто стопе креирања и бруто стопе гашења послова, изражена у процентима.

Списак графикана и табела

Графикони

П.2.1.	Референтна каматна стопа и коридор каматних стопа	10
П.2.2.	Стање продатих/купљених ХоВ Народне банке Србије	10
П.2.3.	Обим стерилизације ликвидности инструментима монетарне политике	11
П.3.1.	Допринос мг. инфлацији у децембру 2018. и 2019.	12
П.3.2.	Допринос мг. стопи раста потрошачких цена	13
Ш.1.1.	Реални раст БДП-а у 2018. и 2019.	16
Ш.1.2.	Кретање хармонизованог индекса потрошачких цена по земљама	16
Ш.1.3.	Кретање курсева одређених националних валута према долару	19
Ш.1.4.	Кретање цена нафте и бакра	20
Ш.1.5.	Индекс светских цена хране	20
Ш.2.1.	Покривеност текућег дефицита СДИ	22
Ш.2.2.	Структура финансијског биланса	22
Ш.2.3.	Девизне резерве и покривеност краткорочног спољног дуга	23
Ш.2.4.	Међународна инвестициона позиција	24
Ш.3.1.	Динарска ликвидност	24
Ш.3.2.	Кретање каматних стопа	25
Ш.3.3.	Каматне стопе на примарном тржишту државних ХоВ	25
Ш.3.4.	Кретање каматних стопа на нове динарске кредите и депозите	26
Ш.3.5.	Кретање каматних стопа на нове евро и евроиндексиране кредите и депозите	26
Ш.3.6.	Показатељ премије ризика – <i>EMBI</i> по земљама	27
Ш.3.7.	Кретање курса динара и интервенције Народне банке Србије на девизном тржишту	28
Ш.3.8.	Кретање курса динара и евра према долару	28
Ш.3.9.	Кретање курсева одређених националних валута према евр	28
Ш.3.10.	Индекс <i>BELEX15</i> и промет на Београдској берзи	29
Ш.4.1.	Монетарни агрегати и потрошачке цене	29
Ш.4.2.	Кредитна активност и БДП	30
Ш.4.3.	Доприноси мг. расту кредита привреди	31
Ш.4.4.	Промена кредитних стандарда привреди и допринос фактора	31
Ш.4.5.	Доприноси мг. расту кредита становништву	32
Ш.4.6.	Промена кредитних стандарда становништву и утицај фактора	32
Ш.4.7.	Учешће <i>NPL</i> у укупним кредитима, бруто принцип	33
Ш.5.1.	Учешће динарских пласмана у укупним пласманима банака привреди и становништву	33
Ш.5.2.	Секторска структура пласмана банака	34
Ш.5.3.	Учешће динарских депозита у укупним депозитима привреде и становништва	34
Ш.5.4.	Секторска структура депозита банака	35
Ш.6.1.	Просечне цене станова по градовима	35
Ш.6.2.	Индекси броја издатих дозвола за новоградњу	35
Ш.7.1.	Текућа инфлација и инфлациона очекивања 12 месеци унапред	36
Ш.7.2.	Перципирана и очекивана инфлација становништва	36
Ш.7.3.	Очекивана инфлација за две године унапред	37
Ш.8.1.	Буџетски приходи, расходи и резултат	37
Ш.8.2.	Јавни дуг	38

III.9.1. Доприноси годишњој стопи раста БДП-а – расходна страна	38
III.9.2. Извоз и увоз робе и услуга	39
III.9.3. Кретање показатеља екстерне тражње за извозом Србије	40
III.9.4. Кретање главних компоненти увоза	40
III.10.1. Доприноси мг. стопи раста БДП-а – производна страна	41
III.10.2. Кретање показатеља економске активности	41
III.10.3. Показатељи грађевинске активности	41
III.10.4. Доприноси годишњој стопи раста БДП-а – производна страна	42
III.11.1. Просечна номинална нето зарада	42
III.11.2. Номиналне нето зараде по делатностима	42
III.11.3. Структура мг. раста укупне формалне запослености	43
III.11.4. Показатељи тржишта рада према Анкети о радној снази	44
III.11.5. Остварена нето стопа креирања послова у 2019.	44

Табеле

II.3.1. Раст и доприноси компонената расту потрошачких цена у 2019.	13
III.2.1. Платни биланс Републике Србије	21
III.3.1. Кредитни рејтинг	27
III.4.1. Монетарни преглед	30
III.11.1. Кретања формалне запослености и незапослености	43

CIP - Каталогизација у публикацији
Народна библиотека Србије, Београд

336.71

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

Два пута годишње
ISSN 2217-6292 = Годишњи извештај о
монетарној политици
COBISS.SR-ID 185198604