

7. Monetarni tokovi i politika

Usporavanje inflacije u Q3 uticalo je da NBS zadrži nepromenjenu referentnu kamatnu stopu. Imajući u vidu da će inflacija na kraju godine biti na donjoj granici ciljanog okvira, očekujemo da će NBS u narednom periodu zadržati ovaj nivo referentne kamatne stope. Aprecijacijski pritisci iz prethodnog kvartala oslabili su već u prvoj polovini Q3, što je uticalo da nivo intervencija na MDT bude znatno manji. NBS je tokom Q3 bila neto kupac deviza na MDT čime je kreirana dinarska likvidnost u sistemu. Međutim, rast depozita države na računu kod NBS usled budžetskog suficita i prikupljanja sredstva za otplatu petogodišnjih obveznica iz 2013. je neutralisao ovaj efekat. Nivo primarnog novca u Q3 uprkos prethodnim promenama i smanjenju neto sopstvenih rezervi NBS nije opao usled značajnog povlačenja poslovnih banaka iz REPO zapisa čime je generisana dinarska likvidnost u sistemu. Kako nominalna tako i realna međugodišnja stopa rasta M2 beleže blago ubrzanje u Q3 koje je dominantno posledica rasta kreditne aktivnosti u segmentu stanovništva dok je realni rast kredita privredi i dalje relativno spor. Ukupni neto plasmani poslovnih banaka u Q3 blago usporavaju usled povlačenja banaka iz REPO zapisa. Neto plasmani banaka privredi i stanovništvu ali i državi beleže nešto slabiji rast u Q3 koje prati i niži nivo zaduživanja privrede po osnovu prekograničnih kredita u odnosu na prethodni kvartal. Blago usporava i rast kreditnog potencijala domaćih banaka, koji je u Q3 vođen rastom na strani domaćih depozita, zaduživanja domaćih banaka u inostranstvu ali i povećanjem na računima kapitala i rezervi. Otpisivanje loših kredita i prodaja licima van bankarskog sektora direktno iz bilansa banke u Q3 je dodatno smanjilo njihovo učešće tako da se nivo loših kredita približava stanju iz predkriznog perioda. Kamatne stope na indeksirane kredite su ostale na niskom nivou iz prethodnog perioda, dok su realne kamatne stope na dinarske kredite smanjene usled dodatnog usporavanja inflacije u Q3.

Centralna banka: bilans i monetarna politika

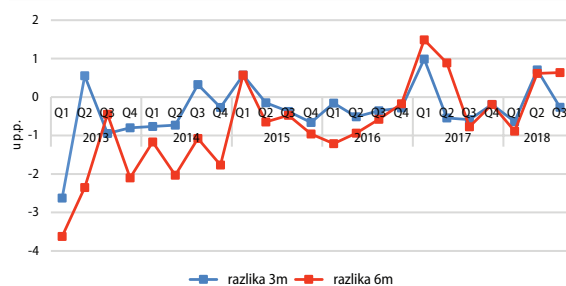
Usled usporavanja inflacije NBS u Q3 nije korigovala referentnu kamatnu stopu

Stabilizacija inflacije u okviru ciljanog koridora ($3\% \pm 1,5pp$) uz povećanje kreditne aktivnosti banaka i rast novčane mase usled intervencija na međubankarskom deviznom tržištu (MDT) uticali su da NBS u drugoj polovini godine zadrži referentnu kamatnu stopu na nepromenjenom nivou od 3%. U istom periodu poslovne banke su se povlačile iz REPO plasmana i višak likvidnosti plasirale u nove kredite privredi i stanovništvu ali i državi. Rast kredita je neutralisao efekat sterilizacije koji je država vršila u istom periodu usled povećanja depozita kod NBS kao posledice suficita u budžetu u Q3 (Tabela T7-2). Do kraja godine može se očekivati nepromenjena referentna

kamatna stopa, dok će se monetarna politika indirektno sprovoditi kroz intervencije na MDT u cilju održavanja deviznog kursa na sličnom nivou.

Iako je inflacija u maju prešla donju granicu ciljanog okvira i počela postepeno da se približava sredini ciljanog koridora, od septembra se ponovo beleži pad međugodišnje stope inflaciju. Imajući u vidu pad cene nafte i naftnih derivata čiji efekti će se tek odraziti u novembru i decembru, verovatno je da će inflacija na kraju godine biti nešto iznad donje granice ciljanog koridora.

Grafikon T7-1. Odstupanje projektovane inflacije za 3 i 6 meseci unapred od stvarne 2013-2018



Izvor: NBS

Tabela T7-2. NBS intervencije i devizne rezerve 2016-2018

	2016				2017				2018		
	Mar	Jun	Sep	Dec	Mar	Jun	Sep	Dec	Mar	Jun	Sep
Repo stok (u milionima evra)	246,50	239,12	528,92	279,23	480,53	572,42	634,74	384,53	348,00	562,51	339,53
Repo stopa NBS	4,25	4,25	4,00	4,00	4,00	4,00	3,75	3,50	3,25	3,00	3,00
repo stopa korigovana za inflaciju	2,60	1,78	3,17	1,94	-5,11	1,94	4,17	2,68	0,40	-2,60	4,24
repo stopa korigovana za promene kursa	-0,34	3,35	4,57	3,37	4,48	15,71	7,77	3,50	4,75	3,50	1,65
Intervencije NBS na međubankarskom dev. tržištu (u milionima evra, kumulativno)	-555,00	-820,00	-345,00	-160,00	-345,00	160,00	765,00	680,00	400,00	1.190,00	1.595,00
u milionima evra, kumulativni od početka godine											
Neto sopstvene rezerve ²⁾	-469,43	-785,86	-346,46	-163,03	-269,73	-265,22	364,16	-4,87	-154,90	653,92	547,26
Neto Domaća aktiva (NDA)	45,62	395,60	-99,67	94,92	-171,42	-248,75	-704,00	137,47	-264,65	-845,34	-649,45
Dinarski depoziti države ³⁾	41,52	275,36	35,00	195,73	-41,59	-358,48	-755,64	-247,10	-376,19	-567,19	-612,17
Repo operacije i trajna prodaja hartija NBS ⁴⁾	5,09	19,53	-279,20	-25,66	-207,38	-285,41	-346,27	-95,49	43,47	-168,83	42,95
Ostala (domaća) aktiva, neto ⁵⁾	-0,99	100,71	144,53	-75,15	77,56	395,14	397,91	480,06	68,07	-109,33	-80,23
Primarni novac	-423,81	-390,27	-446,13	-68,11	-441,15	-513,96	-339,84	132,60	-419,56	-191,42	-102,19
od čega: gotovina u opticaju	-68,06	-20,21	40,74	157,26	-104,02	-114,39	-103,93	39,59	-102,01	-41,46	60,29
od čega: slobodne rezerve	-284,91	-319,01	-465,39	-241,74	-351,17	-422,08	-269,15	22,35	-335,18	-200,87	-265,64
u milionima evra, kumulativni od početka godine											
Narodna banka Srbije, neto	-865,84	-1.061,63	-784,51	-137,62	-464,59	-618,87	452,21	-280,73	64,63	915,44	997,16
Bruto rezerve	-880,04	-1.080,32	-807,49	-153,76	-469,25	-632,21	431,51	-302,83	36,47	894,42	977,20
Obaveze	14,21	18,69	22,97	16,14	4,66	13,34	20,70	22,10	28,16	21,03	19,96
MMF	8,10	15,09	16,00	14,12	-0,04	5,81	7,68	8,67	9,42	1,44	1,75
Ostale obaveze	6,10	3,59	6,98	2,02	4,69	7,53	13,02	13,43	18,75	19,59	18,21
STRUKTURA NETO REZERVEI NBS											
1. Narodna banka Srbije, neto	-865,84	-1.061,63	-784,51	-137,62	-464,59	-618,87	452,21	-280,73	64,63	915,44	997,16
1.1 Depoziti poslovnih banaka	331,11	302,75	339,40	90,80	144,67	156,34	123,17	159,61	47,26	38,80	-33,79
1.2 Depoziti države	65,30	-26,98	98,65	-116,22	50,18	197,32	-211,22	116,25	-271,67	-305,19	-420,98
1.3 NBS sopstvene rezerve	-469,43	-785,86	-346,46	-163,03	-269,73	-265,22	364,16	-4,87	-159,78	649,05	542,39
(1.3 = 1 - 1.1 - 1.2)											

Izvor: NBS.

1) "Početnim M2" označava se stanje primarnog novca na početku odnosno godine, tj. kraju prethodne.

2) Definicija neto sopstvenih rezervi NBS data je u odeljku 8 „Monetarni tokovi i politika“, Okvir 4, QM br. 5.

3) U „država“ uključeni su svi nivoi vlasti: republički nivo i nivo lokalne samouprave.

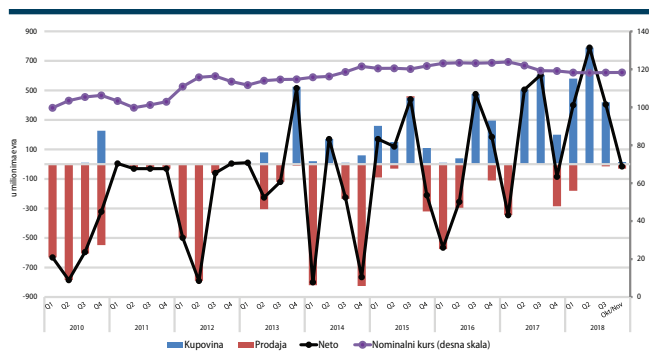
4) Ova kategorija uključuje Blagajničke zapise NBS (BZ), i repo operacije.

5) Ostala domaća aktiva neto uključuje: domaće kredite (neto potraživanja od banaka, isključujući BZ i repo transakcije; neto potraživanja od privrede) zajedno s ostalom aktivom (kapital i rezerve; i stavke u bilansu: ostala aktiva i ostala pasiva) i korigovana je za promenu kursa.

*Slabljenje
aprecijacijskih
pritisaka u Q3 ...*

*... uticalo na nešto niži
nivo intervencija NBS*

Grafikon T7-3. NBS intervencije na međubankarskom deviznom tržištu 2010-2018



Izvor: NBS

povećanje deficita u trgovinskom delu platnog bilansa. Iz istog razloga smatramo da intervencije u septembru i oktobru na strani prodaje deviza na MDT pri prvoj naznaci moguće deprecijacije kursa nisu opravdane i dodatno potvrđuju stav da se NBS konzistentno udaljava od osnovnih principa koje rukovođeno fluktuirajući režim kursa podrazumeva. U kombinaciji sa suficitom budžeta koji de facto za posledicu ima povlačenje novčane mase, prodaja deviza dodatno utiče na povećanje restriktivnosti monetarne politike. Neto sopstvene rezerve NBS su u Q3 smanjenje za 107 miliona evra, dok je u istom periodu neto domaća aktiva (NDA) povećana za 196 miliona evra (Tabela T7-2). Rast NDA posledica je povlačenja poslovnih banaka iz REPO zapisa za 212 miliona evra, kao i povećanje ostale domaće neto aktive za 29 miliona evra što je uticalo na rast dinarske likvidnosti u sistemu. Ipak, deo ove likvidnosti je neutralisan usled povećanja stanja na računima države kod NBS za 45 miliona evra¹ u Q3. Kako je rast NDA bio većeg intenziteta nego smanjenje neto sopstvenih rezervi NBS, primarni novac u Q3 je povećan za 90 miliona evra.

1 Očekujemo da će tokom decembra depoziti države kod NBS biti značajno smanjeni usled otplate obveznica u iznosu od jedne milijarde USD, kao i usled trošenja sredstava sa računa države kako bi se finansirao decembariski fiskalni deficit.

Slabljenje aprecijacijskih pritisaka na MDT i promena smera delovanja tokom septembra meseca uticalo je da i obim intervencija NBS na MDT u Q3 bude nešto manji nego prethodnih kvartala. Na nivou kvartala NBS je u cilju sprečavanja jačanja kursa dinara bila neto kupac deviza u iznosu od 405 miliona evra (Grafikon T7-3). Napori NBS koji su usmereni ka suzbijanju aprecijacijskih pritisaka na kurs dinara predstavljaju ispravnu politiku imajući u vidu nizak i stabilan nivo inflacije u Srbiji u prethodnom periodu kao i

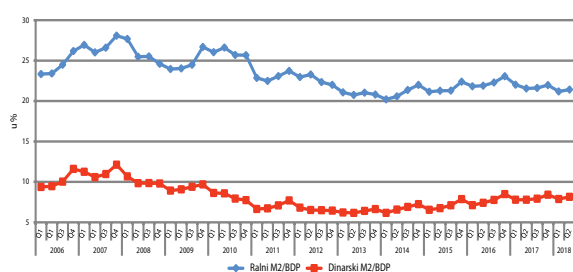
Monetarni sistem: struktura i tokovi novčane mase

Ubrzanje stope rasta primarnog novca u Q3...

...vođeno je kreditnom aktivnošću stanovništva

Stopa nominalnog rasta M2² u Q3 sa 8,2% međugodišnje nastavila je trend ubrzanja uočen u prethodnom kvartalu (u Q2 nominalni rast M2 iznosio 7,9% međugodišnje, Tabela T7-5). Na nivou kvartala usled značajnog rasta u prethodnom, novčana masa je povećana za 2,8% u odnosu

Grafikon T7-4. Kretanje novčane mase kao procenat BDP-a, 2006-2018.



Izvor: Proračun QM-a

na vrednost sa kraju juna. Kvartalni prirast novčane mase posledica je kako povećanja neto strane aktive (NSA) od 1%, tako i rasta zabeleženog na strani NDA od 0,7%. Realni pokazatelji koji uzimaju u obzir nivo međugodišnje stope inflacije pokazuju da je u Q3 rast M2 iznosio 6,1% što takođe predstavlja blago ubrzanje u odnosu na prethodni kvartal. Ubrzanje realne stope rasta M2 rezultat je dodatnog ubrzanja realne stope rasta kredita plasiranih domaćinstvima koja iznosi 10,1% međugodišnje, dok je realni rast kredita privredi i dalje spor (1,5%).

Tabela T7-5. Rast novca i agregata koji mu doprinose, 2016-2018

	2016				2017				2018		
	Mar	Jun	Sep	Dec	Mar	Jun	Sep	Dec	Mar	Jun	Sep
	12-m, u %										
M2 ¹⁾	7,9	7,8	10,2	9,9	10,3	7,4	5,6	3,6	3,3	7,9	8,2
Kreditni nedržavnom sektoru ²⁾ (promena stanja u dinarima)	2,2	4,7	5,9	2,6	4,1	2,0	0,7	1,8	1,9	4,0	5,9
Kreditni nedržavnom sektoru ³⁾ (korigovani tokovi za promenu kursa)	0,6	3,1	3,9	1,5	3,5	3,5	2,9	4,7	5,1	5,6	6,5
Domaćinstva	3,8	5,8	8,4	9,4	11,0	11,8	10,8	10,9	10,2	10,6	12,3
Privreda	-1,4	1,4	1,0	-3,3	-1,3	-2,1	-2,4	0,4	1,3	1,8	2,0
	12-m realni, u %										
M2 ¹⁾	7,2	7,3	9,4	8,0	6,4	3,8	2,3	0,6	2,0	5,6	7,2
Kreditni nedržavnom sektoru ³⁾ (korigovani tokovi za promenu kursa)	0,2	2,3	2,8	0,9	2,4	2,7	2,4	4,0	4,6	4,7	5,5
Domaćinstva	2,9	4,6	6,6	7,5	8,6	9,7	9,0	9,2	8,9	8,8	10,0
Privreda	-1,5	0,9	0,4	-3,2	-1,7	-2,0	-2,1	0,4	1,5	1,5	1,9
	u milijardama dinara na kraju perioda										
Novčana masa: M2 ¹⁾	1.979,6	2.023,2	2.087,0	2.196,8	2.182,7	2.173,3	2.204,5	2.275,5	2.255,1	2.345,7	2.424,3
Novčana masa: dinarski M2 ¹⁾	645,5	685,0	727,1	808,0	772,7	785,2	808,3	872,1	838,6	893,1	924,3
Devizni depoziti (privreda i domaćinstva)	1.334,1	1.338,2	1.359,9	1.388,7	1.410,0	1.388,1	1.396,2	1.403,4	1.416,5	1.452,6	1.500,0
	kvartalni rast M2 i učešća										
M2 ¹⁾	-1,0	2,2	3,2	5,3	-0,6	-0,4	1,4	3,2	-0,9	4,0	3,3
Neto strana aktiva (NSA), dinarski prirast	-2,9	2,0	2,1	3,9	-1,6	0,6	1,1	2,9	-1,5	6,5	1,2
Neto domaća aktiva (NDA)	1,9	0,2	1,1	1,4	1,0	-1,0	0,4	0,3	0,6	2,5	1,8

Izvor: NBS

1) Novčana masa: komponente – v. Analitičke i notacijske konvencije QM-a.

2) Kreditni nedržavnom sektoru – krediti privredi (uključujući lokalnu samoupravu) i domaćinstvima.

3) Tokovi su korigovani za promenu kursa. Korekcije su sprovedene pod pretpostavkom da je 70% kredita nedržavnom sektoru (i domaćinstvima i privredi) indeksirano prema evru.

4) Tokovi su korigovani za promenu kursa i inflaciju. Korekcije su sprovedene pod pretpostavkom da je 70% kredita nedržavnom sektoru (i domaćinstvima i privredi) indeksirano prema evru.

Najuži monetarni agregat ponovo beleži najveći doprinos rastu M2

Posmatrano po strukturi elemenata koji su doprinosili nominalnom rastu M2 od 8,2% međugodišnje, uočavamo da je zadržan trend iz prethodnih kvartala. Najveći pojedinačni doprinos duguje se najužem monetarnom agregatu M1 koji je učestvovao sa 4,13 p.p u ukupnom rastu M2 što je blago povećanje u odnosu na prethodni kvartal. Relativno povećanje doprinosa beleži i povećanje tekućih deviznih depozita na međugodišnjem nivou kojim se objašnjava 3,3 p.p. ukupnog rasta novčane mase M2. Usled toga je uprkos povećanju štednih i oročenih doprinosa na međugodišnjem nivou, njihov doprinos rastu M2 gotovo prepolovljeni i objašnjava 0,8 p.p. ukupnog povećanja novčane mase M2 u Q3.

2 Pod monetarnim agregatom M2 u sekciji Monetarni tokovi i politika obuhvatamo uži agregat M1, štedne i oročene depozite kao i devizne depozite u poslovnim bankama. Usled toga, agregat M2 koji mi posmatramo odgovara monetarnom agregatu M3 u izveštajima NBS

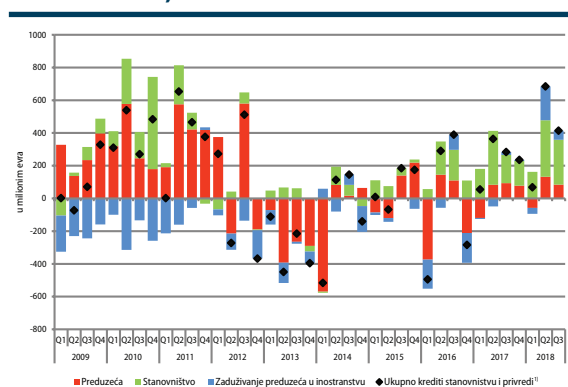
Bankarski sektor: plasmani i izvori finansiranja

Rast plasmana u Q1 ponovo je vođen rastom zaduživanja stanovništva...

...uz nešto manji doprinos zaduživanja privrede i države

Rast neto plasmana banaka nastavljen je u Q3 ali uz usporavanje u odnosu na prethodni kvartal. Neto plasmani banaka u Q3 su povećani za 249 miliona evra kao kombinovana posledica povećanja neto kreditiranja države³, privrede i stanovništva, sa jedne strane i smanjenja plasmana u REPO zapise, sa druge strane. Rast neto plasmana privredi i stanovništvu u Q3 iznosio je 359 miliona evra i time najvećim delom doprinosio rastu ukupnih neto plasmana poslovnih banaka. Od ovog iznosa na rast neto plasmana stanovništvu odlazi veći deo od 274 miliona evra, dok su neto plasmani privredi povećani za preostalih 85 miliona evra. Ukoliko se uzmu u obzir otpisani loši krediti i krediti prodati licima van bankarskog sistema, stvarni rast neto plasmana privrede je veći (Tabela T7-7). Najveći deo novih kredita stanovništvu su kao i u prethodnom periodu predstavljali gotovinski krediti i krediti za refinansiranje ali je prisutno povećanje učešća stambenih kredita u novo odobrenim kreditima za oko 2pp. I kod privrede se ponovo beleži slična struktura kredita po pitanju namene ali ohrabruje podatak da je oko 60% novo odobrenih kredita za obrtna sredstva i 75% investicionih kredita plasirano mikro, malim i srednjim preduzećima. Iako predstavlja usporavanje u odnosu

Grafikon T7-6. Prirast novih kredita privrede i stanovništva, 2009-2018



Izvor: Proračun QM-a
V. fusnotu 1 u Tabeli T7-5

na prethodni kvarta, nastavak rasta neto plasmana predstavlja pozitivan znak po pitanju očekivane privredne aktivnosti u narednoj godini. Pored rasta neto plasmana privredi i stanovništvu u Q3 je i država povećala svoju neto zaduženost prema poslovnim bankama za 113 miliona evra. Ukupan efekat dodatnog povećanja neto kreditiranja države i nedržavnog sektora donekle je umanjeno povlačenjem banaka iz REPO zapisa u Q3. Smanjenje REPO stoka po ovom osnovu je iznosilo 223 miliona evra što je gotovo prepolovilo efekte rasta preostalih plasmana. Smanjenje REPO plasmana i rast plasmana građanima i privredi predstavlja pozitivnu promenu kreditnog portfolija banaka.

Rast kreditnih plasmana se nastavlja...

...ali uz usporavanje u odnosu na prethodni kvartal

Pozitivan signal povećanog neto zaduživanja privrede od banaka iz inostranstvu zabeležen u prethodnom kvartalu nastavljen je i u Q3. Nakon povećanja neto prekograničnih kredita, domaća preduzeća su u Q3 uzela dodatno 56 miliona evra više novih kredita nego što je po osnovu prethodno povučenih transakcija vraćeno inostranim bankama (Grafikon T7-6). Iako je ovo sa jedne strane smanjenje prirasta u odnosu na 207 miliona koliko su iznosili neto prekogranični krediti u prethodnom kvartalu, sa druge strane predstavlja potvrdu da prethodno povećanje nije bilo posledica delovanja jednokratnih faktora. Time se dodatno potvrđuje pozitivan stav domaćih preduzeća po pitanju očekivanog kretanja privredne aktivnosti u budućem periodu. Ukupan rast plasmana privredi i stanovništvu od domaćeg i inostranog bankarskog sektora je time u Q3 iznosio 414 miliona evra. Ovaj iznos kao i u prethodnom kvartalu delom potcenjuje ukupne plasmane pošto je umanjeno za iznos loših kredita koji su u ovom periodu otpisani ili prodani licima van bankarskog sektora.

Nastavljen rast izvora za nove plasmane prvenstveno zaduživanjem banaka u inostranstvu...

... ali i kroz rast depozita privrede, stanovništva i države

Kreditni potencijal domaćeg bankarskog sektora ostvario je povećanje u Q3 za dodatnih 661 milion evra, što je blago usporavanje u odnosu na rast izvora za nove plasmane zabeleženog u prethodnom kvartalu (u Q2 rast iznosio 730 miliona evra, Tabela T7-7). Rast kreditnog potencijala posledica je povećanja domaćih depozita, rasta zaduživanja banaka u inostranstvu i rasta kapitala banaka. Domaći depoziti su zabeležili neto rast u Q3 od 190 miliona evra, kao isključiva posledica neto rasta depoziti stanovništva od 235 miliona evra. U istom periodu neto depoziti privrede su smanjeni za 45 miliona evra, ali je likvidnost privrede i dalje solidna. Pozitivan uticaj na rast ukupnog kreditnog povećanja ostvaren je i kroz povećanje kapitala i rezervi poslovnih banaka koje je u Q3 iznosilo 157 miliona evra.

³ Rast kreditiranja države je privremen i on je bio u funkciji prikupljanja sredstava za otplatu obveznica početkom decembra.

Tabela T7-7. Poslovanje banaka – izvori i struktura plasmana, korigovani¹⁾ tokovi, 2016-2018

	2016				2017				2018		
	Mar	Jun	Sep	Dec	Mar	Jun	Sep	Dec	Mar	Jun	Sep
	u milionima evra, kumulativni od početka godine										
Izvori sredstava (-, povlačenje)	377	168	-363	-1.130	354	-252	-1.138	-2.129	286	-727	-1.388
Domaći depoziti	223	-235	-708	-1.425	107	-104	-426	-1.031	65	-664	-854
Depoziti stanovništva	-16	-235	-362	-625	-69	-164	-258	-517	-166	-411	-646
dinarski depoziti	3	-75	-154	-290	27	-7	25	-121	15	-110	-250
devizni depoziti	-19	-161	-208	-334	-96	-157	-283	-395	-181	-301	-396
Depoziti privrede	239	0	-346	-800	175	60	-167	-514	231	-253	-208
dinarski depoziti	385	222	5	-352	207	142	-30	-306	170	-95	-44
devizni depoziti	-146	-222	-351	-448	-31	-82	-137	-208	61	-158	-164
Obaveze prema inostr. (zaduživanje i rač. nerezid.)	181	397	427	335	218	49	-317	-547	-169	-217	-531
Kapital i rezerve	-27	6	-82	-40	29	-198	-395	-550	390	154	-3
Devizne rezerve (-, povlačenje)	214	337	284	244	-35	-153	-286	-261	215	-75	138
Plasmani¹⁾	128	426	1.129	997	255	856	1.162	1.234	219	978	1.227
Ukupno privreda i stanovništvo	-316	32	329	186	61	474	740	969	105	582	941
Privreda	-374	-228	-118	-372	-119	-36	58	135	-58	75	159
Stanovništvo	57	260	447	559	180	510	682	833	162	507	781
Plasmani u hartije NBS ²⁾	-7	-14	276	27	202	289	341	90	-39	175	-48
Neto kreditiranje države ³⁾	452	408	525	784	-8	93	82	176	154	221	334
PRO MEMORIA											
Obavezne rezerve i depoziti	-598	-864	-859	-565	-161	-94	-83	-30	120	213	287
Ostala potraživanja od NBS (neto) ⁴⁾	-107	160	6	201	-324	-401	-220	62	-338	-249	-262
od čega: slobodne rezerve posl. banaka	-102	160	3	187	-326	-415	-223	42	-339	-254	-280
Ostale stavke ⁵⁾	0	-204	-175	253	-79	18	545	1.176	-514	-152	-8
Efektivna obavezna rezerva (u %) ⁶⁾	17	16	15	16	16	15	15	15	15	15	15

Izvor: NBS

1) Izračunavanje prirasta vrši se uz pretpostavku da je 70% od ukupnih plasmana indeksirano prema evru. Prirasti za originalno dinarske vrednosti depozita izračunati su po prosečnom kursu za period. Za devizne depozite – kao razlika stanja preračunatih po kursu na krajevima perioda. Kapital i rezerve preračunati su po kursu evra na krajevima perioda i ne sadrže efekat promene kursa od preračunavanja ostatka bilansa.

2) U hartije od vrednosti NBS uključene su državne hartije i blagajnički zapisi NBS koji se prodaju po repo stopi i po stopi koja se određuje na tržištu kada su u pitanju trajne aukcijske prodaje s rokom dospeća većim od 14 dana.

3) Neto kreditiranje države: krediti odobreni državi umanjeni za depozite države u poslovnim bankama; negativni predznak označava veći porast depozita nego kredita. Država obuhvata sve nivoe vlasti: republički nivo i nivo lokalne samouprave.

4) Ostala potraživanja od NBS (neto): razlika između potraživanja banaka od NBS po osnovu gotovine i slobodnih rezervi i obaveza prema NBS.

5) Stavke u bilansu banaka: ostala aktiva, depoziti pravnih lica u likvidaciji, međubanarski odnosi (neto) i ostala pasiva isključujući kapital i rezerve.

6) Efektivna obavezna rezerva predstavlja učešće obavezne rezerve i depozita u zbiru ukupnih depozita (stanovništva i privrede) i zaduženja banaka u inostranstvu. U osnovicu za obračun obavezne rezerve nije uključen subordinirani dug, usled nedostupnosti

Najveći doprinos se ipak duguje povećanju obaveza domaćih poslovnih banaka prema inostranstvu. U Q3 banke su od inostranih filijala povukle za 314 miliona evra više novih kredita nego što su vratile sredstava po osnovu prethodnih transakcija. Rast prekograničnih kredita bankarskog sektora sugerira da poslovne banke očekuju rast kreditne aktivnosti u narednom periodu, što je jedan od dobrih indikatora po pitanju dinamike privrednog rasta.

Kretanje učešća kredita plasiranih od strane domaćih finansijskih institucija u BDP-u, pokazuje da u poređenju sa izabranim privredama Evrope - Srbija ima znatno više prostora za povećanje kreditne aktivnosti⁴⁾. Prema podacima Svetske banke učešće kredita u BDP-u u Srbiji je na kraju 2017. godine iznosilo oko 54% što je za 15 p.p. ispod učešća proseka ostalih izabranih privreda isključujući Austriju čije je učešće više nego dva puta veće u odnosu na Srbiju (Tabela T7-8). Relativno veliki rast kreditnog potencijala banaka tokom 2018. godine, uz nizak nivo učešća kredita u BDP-u, sugerira da postoji značajan prostor za povećanje kreditne aktivnosti u Srbiji. Iako su kreditni plasmani privredi i stanovništvu na nivou prva tri kvartala 2018. godine već prevazišli ukupno neto povećanja iz 2017. godine, primetno je da rast u Q3 usporava što je u skladu sa kretanjem ostalih indikatorima privredne aktivnosti u Srbiji.

Učešće loših kredita sa smanjuje ...

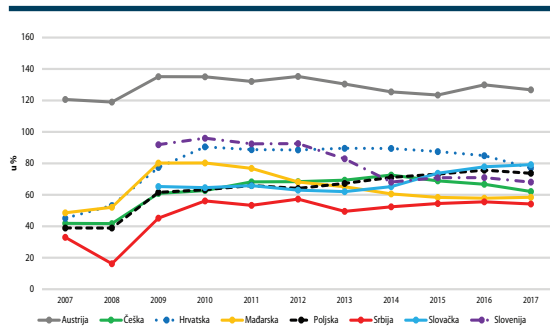
...ali tempo usporava kako se približavamo predkriznom nivou

Trend smanjenja učešća loših kredita u ukupno plasiranim nastavljen je u Q3 usled delovanja efekata rasta kreditne aktivnosti ali i smanjenja nivoa loših kredita. Prema podacima Kreditnog biroa i metodologiji QM-a⁵⁾ učešće loših kredita u ukupno plasiranim je na kraju septembra smanjeno na 8,2% što je najniže učešće od izbijanja finansijske krize krajem 2008. godine (Grafikon T7-10). Najveće apsolutno smanjenje (oko 95% ukupnog pada) ostvareno je otpisom i prodajom loših kredita plasiranih pravnim licima, dok je ostatak smanjenja približno isto podeljen na preostala dva segmenta.

4 Ovi podaci ne uključuju prekogranične kredite ali kako su se preduzeća u Srbiji sve do ove godine konstanto razduživala po ovom osnovu, zaostajanje za posmatranim privredama je verovatno još veće.

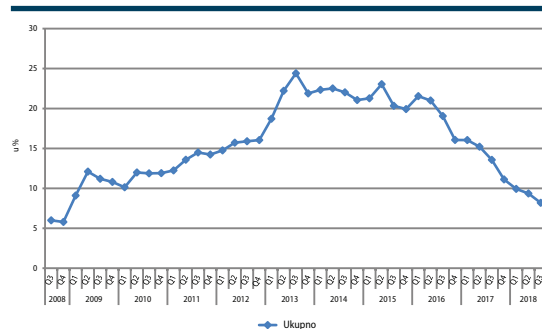
5 Za detalje o načinu izračunavanja učešća loših kredita pogledati QM 6 - Pod lupom 1: Nenaplativi krediti u Srbiji – oja je prava mera?

Tabela T7-8. Učešće domaćih kredita u BDP-u, 2007-2017



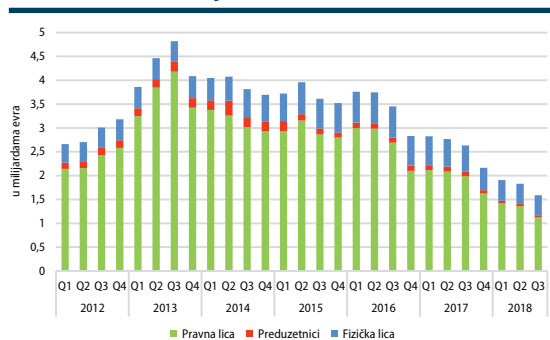
Izvor: Svetska banka

Grafikon T7-9. Učešće loših kredita u ukupno plasiranim, 2008-2018



Izvor: Proračun QM-a

Grafikon T7-10. Iznos ostatka duga po kreditima u docnji, 2012-2018



Izvor: Proračun QM-a

Posmatrano u apsolutnom iznosu, loši krediti u Q3 su se smanjili za oko 230 miliona evra u odnosu na prethodni kvartal. Smanjenje je posledica daljeg otpisa loših kredita i prodaje licima van bankarskog sektora direktno iz bilansa banaka (Grafikon T7-11).

Posmatrano po segmentima, najveći uticaj na pad učešća loših kredita imalo je smanjenje učešća od 1,65 p.p. loših kredita plasiranih pravnim licima (Tabela T7-9). Sličan pad od 1,32 p.p. zabeležilo je i učešće loših kredita plasiranih preduzetnicima. Usled niskog apsolutnog iznosa loših kredita u segmentu

preduzetnika, zabeleženo smanjenje je imalo sličan relativni doprinos kao i smanjenje učešća loših kredita plasiranih fizičkim licima koje je iznosilo tek 0,22 p.p. u Q3.

Tabela T7-11. Učešće loših kredita prema tipu dužnika, 2009-2018

	2009		2010		2011		2012		2013		2014		2016				2017				2018				
	Q4	Q4	Q4	Q4	Q4	Q4	Q4	Q4	Q4	Q4	Q4	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3		
Pravna lica	12,14	14,02	17,07	19,06	27,76	25,5	24,4	26,89	26,26	23,56	19,48	19,92	19,24	16,86	13,83	12,51	12,51	10,37							
Preduzetnici	11,21	15,8	17,07	15,92	20,82	43,29	29,92	33,03	30,12	28,44	27,42	26,49	25,02	23,90	16,96	12,60	12,16	9,98							
Fizička lica	6,69	6,71	7,24	8,32	8,59	9,97	10,53	10,95	10,63	10,36	9,66	9,21	8,35	7,56	6,43	5,84	5,71	5,15							
Iznos ostatka duga po kreditima u docnji (u milijardama evra)	1,58	1,94	2,63	3,19	4,09	3,70	3,52	3,76	3,75	3,45	2,83	2,83	2,77	2,63	2,16	1,91	1,83	1,59							

Izvor: Proračun QM-a

Kamatne stope: stanje i trendovi

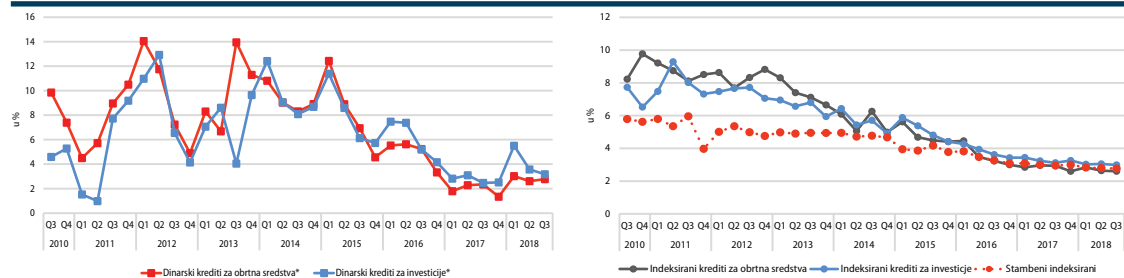
Kretanje realnih kamatnih stopa na dinarske kredite je vođeno nivoom inflacije...

... dok kamatne stope na indeksirane stagniraju na niskom nivou

Na osnovu aktivnosti glavnih monetarnih institucija na globalnom finansijskom tržištu može se očekivati zadržavanje trenutnog stanja po pitanju nivoa kamatnih stopa bar do polovine sledeće godine. Kao što je bilo najavljeno, FED je na sastanku krajem septembra povećao referentnu kamatnu stopu za 25 baznih poena što je treći put od početka godine. Do kraja godine može se očekivati još jedno povećanje nakon kojeg bi u slučaju nepromenjenih globalnih ekonomskih trendova FED u 2019. godini još tri puta korigovao stopu naviše. Kamatne stope u Srbiji za osnovne grupe kredita u Q3 su zabeležile minimalne promene u odnosu na prethodni kvartal. Prosečne ponderisane kamatne stope na indeksirane stambene kredite su neznatno smanjenje za 0,03 p.p. u odnosu na kraj juna, dok je slično smanjenje od 0,04 p.p. zabeleženo i kod prosečnih ponderisanih kamatnih stopa na indeksirane kredite za obrtna sredstva (Grafikon T7-12b). Nešto veće smanjenje od 0,06 p.p. primećuje se kod prosečnih ponderisanih kamatnih stopa na indeksirane kredite za investicije, što je ujedno i istorijski minimum kamatnih stopa koje se beleži za ovu grupu kredita. Realne kamatne stope na dinarske kredite uglavnom fluktuiraju usled varijacija inflacije (Grafikon T7-12a). Prosečna ponderisana kamatna stopa na dinarske kredite za obrtna sredstva zabeležila je minimalan realan rast uprkos nominalnom smanjenju.

Ovo je posledica nešto niže međugodišnje stope inflacije na kraju Q3 usled čega je kamatna stopa realno povećana za 0,16 p.p. u odnosu na kraj juna. Iako je isti efekat bio prisutan kod ostalih dinarskih kredita, prosečna realna ponderisana kamatna stopa na kredite za investicije je ipak smanjena za 0,39 p.p. usled znatno većeg nominalnog smanjenja u Q3.

Grafikon T7-12. Kamatne stope na dinarske i indeksirane kredite, 2010–2018



Izvor: Proračun QM-a

* realne kamatne stope