

## 7. Monetarni tokovi i politika

Uprkos ubrzanju inflacije u Q1 njena vrednost na kraju marta je i dalje bila ispod ciljanog nivoa od 3%, što je uz očekivano usporavanje u maju kada su iscrpljeni efekti sezonskog rasta cena povrća uticalo da NBS zadrži nepromenenu referentnu kamatnu stopu. Deprecijacijski pritisci sa kraja 2018. godine ubrzo su se pretvorili u snažne pritiske ka jačanju kursa dinara koji još uvek traju. Tokom Q1 intervencije NBS na međubankarskom deviznom tržištu su bile usmerene ka odbrani kursa dinara kako sa strane ponude tako i sa strane tražnje za devizama usled čega je neto efekat bio samo 30 miliona evra kupljenih deviza. NBS je nastavila sa intervencijama i do prve nedelje juna je bila neto kupac deviza u iznosu od preko 550 miliona evra. Neto devizne rezerve NBS su zabeležile povećanje u Q1 za 68 miliona evra, što je sa povlačenjem banaka iz REPO plasmana delovalo na strani kreiranja primarnog novca ali su ovi efekti neutralisani povećanjem depozita na računu države. Posmatrano u odnosu na vrednosti iz istog perioda prethodne godine, novčana masa nastavlja da raste sa nominalnom stopom od 14,6% što je najviše podstaknuto rastom kreditne aktivnosti u segmentu stanovništva ali i privrede. Neto novi plasmani banaka od početka godine su negativni prvenstveno usled negativnih neto plasmana državi ali se pozitivan trend pozitivnih plasmana stanovništvu i privredi nakon korekcije za otpis loših kredita i dalje nastavlja. Uz rast neto novih plasmana privredi iz inostranstva ukupni neto plasmani privredi i stanovništvu u Q1 iznose oko 400 miliona evra. Iako su neto depoziti stanovništva ponovo porasli, ukupni izvori za nove plasmane banaka su u padu u Q1 usled sezonskog povlačenja depozita privrede i vraćanja kredita koje su banke uzele od svojih centrala u inostranstvu. Učešće problematičnih kredita od početka godine blago je smanjeno najviše usled rasta nivoa ukupnih kredita, dok je sam nivo loših kredita zabeležio neznatno smanjenje. Realne kamatne stope na dinarske kredite usled nešto više inflacije u Q1 su zabeležile pad, dok se kod indeksiranih stambenih kredita i kredita za obrtna sredstva beleži rast u odnosu na kraj 2018. godine.

### Centralna banka: bilans i monetarna politika

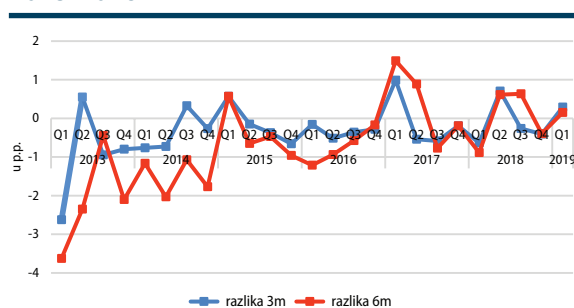
*I u Q1 bez promene referentne kamatne stope...*

*...usled zadržavanja inflacije unutar ciljanog okvira*

Uprkos ubrzanju inflacije od početka godine, NBS nije menjala nivo referentne kamatne stope zaključno sa poslednjom sednicom izvršnog odbora koja je održana početkom juna. Referentna kamatna stopa je sada već više od godinu dana nepromenjena što je u slučaju inflacije koja se u 2018. godini nalazila blizu donje granice ciljanog okvira sigurno bilo opravdano. Ipak inflatorni pritisci od početka godine su se pojačavali usled sezonskog rasta cena svežeg povrća i voća zaključno sa aprilom kada je inflacija dostigla 3,1%, da bi se u maju usled iscrpljenja ovih efekata inflacija vratila na nivo od 2,2% međugodišnje. Faktori koji će delovati u ostatku godine poput rasta domaće tražnje po osnovu najavljenog povećanja zarada u javnom sektoru ali i potencijalnog povećanja cene energenata usled geopolitičke nestabilnosti, mogu uticati da se

inflacija do kraja godine kretati oko sredine ciljanog koridora od  $3 \pm 1,5\%$ . U zavisnosti od realizacije navedenih faktora NBS će verovatno zadržati trenutni nivo referentne kamatne stope i u narednom periodu uz mogućnost korekcije u slučaju javljanja većih pritisaka na cene. Inflacija u Q1 je prevazišla očekivanja koja je NBS imala pre tri odnosno šest meseci (Grafikonu T7-1) što govori da su kratkoročne fluktuacije u ovom periodu bile znatno snažnije od očekivanih, dok kada je u pitanju bazna inflacija međugodišnje stope beleže nešto manju promenu koje su je zadržale na nivou

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



Izvor: NBS

od oko 1,5%. Uzimajući u obzir da predstavnici ECB i FED-a razmišljaju o odlaganja najavljene politike postepenog monetarnog pooštavanja ili čak ponovnom uvođenju određenih monetarnih popuštanja, možemo očekivati da će sa strane priliva kapitala ovi faktori podsticati rast cena krajem ove i u narednoj godini. Iako je kreditna aktivnost u sektoru privrede kada se isključe efekti otpisa loših kredita bila značajno manja u odnosu na prethodni kvartal, u Q2 i ostatku godine možemo očekivati ubrzanje ukoliko ne dođe do bitnijeg pooštavanja uslova kreditiranja što je po svim trenutnim pokazateljima izuzetno malo verovatno. Do kraja leta ćemo verovatno biti svedoci pojačanih intervencija NBS na međubankarskom deviznom tržištu u cilju održavanja ciljanog nivoa kursa dinara koji je sa poslednjim jačanjem počeo da se približava nivou iz 2014. godine. Uprkos izjavama NBS da poverenje ozbiljnih stranih investitora jača domaću valutu, ovakvo kretanje dinara je u suprotnosti sa bazičnim makroekonomskim pozicijama Srbije. Iako ovo može imati pozitivne efekte na jedan deo privrede koji je uvožno orjentisan, dugoročno će više šteti usled pogoršanja položaja domaćih proizvođača koji su sve izloženiji nižim cenama uvoznih proizvoda. Time se dodatno pogoršavaju opterećuje privreda koja i bez toga već pokazuje prve znakove usporavanja privrednog rasta.

**Tabela T7-2. NBS intervencije i devizne rezerve 2015-2018**

	2016				2017				2018				2019
	Mar	Jun	Sep	Dec	Mar	Jun	Sep	Dec	Mar	Jun	Sep	Dec	Mar
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	142,95	139,16
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	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	2,59	-2,98
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	3,10	3,00
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	1.580,00	35,00
<b>u milionima evra, kumulativno od početka godine</b>													
Neto sopstvene rezerve <sup>1)</sup>	-469,43	-785,86	-346,46	-163,03	-269,73	-265,22	364,16	-4,87	-154,90	653,92	547,26	616,64	67,93
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	-142,59	-199,62
Dinarski depoziti države <sup>2)</sup>	41,52	275,36	35,00	195,73	-41,59	-358,48	-755,64	-247,10	-376,19	-567,19	-612,17	-153,41	-158,73
Repo operacije i trajna prodaja hartija NBS <sup>3)</sup>	5,09	19,53	-279,20	-25,66	-207,38	-285,41	-346,27	-95,49	43,47	-168,83	42,95	241,88	12,74
Ostala (domaća) aktiva, neto <sup>4)</sup>	-0,99	100,71	144,53	-75,15	77,56	395,14	397,91	480,06	68,07	-109,33	-80,23	-231,06	-53,63
Primarni novac	-423,81	-390,27	-446,13	-68,11	-441,15	-513,96	-339,84	132,60	-419,56	-191,42	-102,19	474,05	-131,69
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	157,82	-37,81
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	185,56	-143,78
<b>u milionima evra, kumulativno od početka godine</b>													
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	1.069,34	187,71
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	1.048,44	181,07
Obaveze	14,21	18,69	22,97	16,14	4,66	13,34	20,70	22,10	28,16	21,03	19,96	20,90	6,64
MMF	8,10	15,09	16,00	14,12	-0,04	5,81	7,68	8,67	9,42	1,44	1,75	0,84	-0,95
Ostale obaveze	6,10	3,59	6,98	2,02	4,69	7,53	13,02	13,43	18,75	19,59	18,21	20,07	7,59
<b>STRUKTURA NETO REZERVEI NBS</b>													
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	1.069,34	187,71
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	-572,93	-69,13
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	115,36	-50,65
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	611,77	67,93
(1.3 = 1 - 1.1 - 1.2)													

Izvor: NBS.

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

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

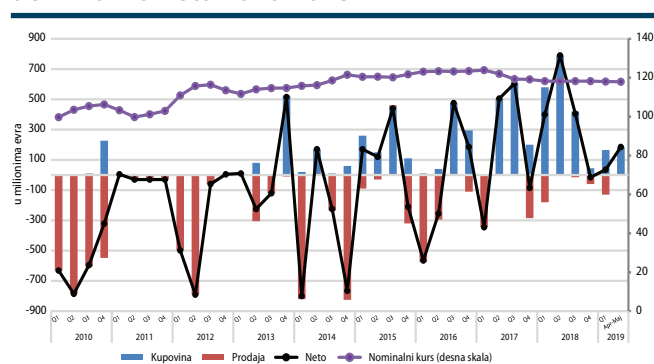
3) Ova kategorija uključuje Blagajničke zapise NBS (BZ), i repo operacije.

4) 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.

**Otkup deviza na MDT pozitivno delovao na rast neto sopstvenih rezervi**

U januaru su se deprecijacijski pritisci sa kraja prethodne godine prelili delom i na Q1 usled čega je NBS intervenisala na međubankarskom deviznom tržištu na strani prodaje deviza. Ubrzo

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

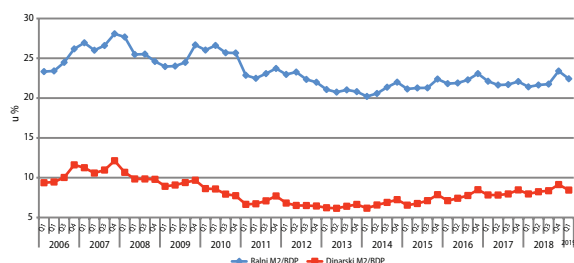


Izvor: NBS

u februaru dolazi do promene smera pritisaka što je uticalo da NBS počne da interveniše na strani kupovine deviza na MDT. Na nivou kvartala ove dve epizode su se neutralisale usled čega je neto pozicija NBS bila 35 miliona evra kupljenih deviza u Q1 (Grafikon T7-3). Ipak pritisci ka jačanju dinara se nastavljaju u aprilu usled čega je NBS kupila dodatnih 75 miliona evra na MDT i delimično usporila efekte na jačanje kursa. U maju je NBS kupila dodatnih 110 miliona evra, da bi se sličan

tempo nastavio i u prvih sedam dana juna, kada je kupila još 370 miliona evra. Uprkos ovim intervencijama dinar je nastavio nominalno da apresira što uzimajući u obzir višu inflaciju u Srbiji u odnosu na EU zonu dodatno pogoršava cenovnu konkurentnost kako izvoznog dela privrede tako i onog koji je suočen sa sada pojeftinjenjem konkurentskih proizvoda iz inostranstva. Neto

### Grafikon T7-4. Kretanje novčane mase kao procenat BDP-a, 2005-2018



Izvor: Proračun QM-a

sopstvene rezerve NBS u Q1 zabeležile su povećanje za 68 miliona evra, pri čemu je neto domaća aktiva (NDA) smanjenja za 200 miliona evra. Smanjenje NDA posledica je povećanja depozita države od 159 miliona evra u kombinaciji sa povećanjem ostale domaće aktive za 54 miliona evra, što je samo neznatno umanjeno povlačenjem banaka iz REPO operacija za 13 miliona evra. Usled snažnijeg smanjenja NDA u odnosu na povećanje neto sopstvenih rezervi, primarni novac u Q1 je zabeležio pad od 132 miliona evra od vrednosti sa početka godine.

## Monetarni sistem: struktura i tokovi novčane mase

*Nastavlja se rast novčane mase u Q1 ...*

*... usled rasta kreditne aktivnosti u segmentu stanovništva i privrede*

Ubrzani nominalni rast M2<sup>1</sup> na kraju prošle godine nastavljen je i u Q1 usled čega je povećanje primarnog novca od početka godine iznosilo 14,8% međugodišnje (u Q4 2018. godine nominalni rast M2 iznosio 14,5% međugodišnje, Tabela T7-5). Na kvartalnom nivou primarni novac je zabeležio smanjenje od -0,7% vrednosti zabeležene na kraju decembra 2018. godine, najviše usled smanjenja NSA dok je na kvartalnom nivou NDA ostvarila rast. U odnosu na nivo sa kraja prethodne godine NSA smanjena je za 1,6% usled čega je i primarni novac u Q1 ostvario pad koji je donekle ublažen povećanjem NDA od 1% u odnosu na kraj 2018. godine. Nakon korekcije za inflaciju koja je u Q1 bila nešto viša, realni rast M2 iznosi 11,8% međugodišnje što je blago usporavanje u odnosu na prethodni kvartal ali je zato realni rast kredita privredi i domaćinstvima nešto viši i iznosi 8% međugodišnje (realni rast M2 u Q4 2018. godine iznosio 12,4% dok je rast kredita iznosio 7,8% međugodišnje). Realna stopa rasta kredita stanovništvu sa 10% međugodišnje blago je ispod nivoa iz prethodnog kvartala dok je realna stopa rasta kredita privredi nastavila da ubrzava na 6,3% međugodišnje (u Q4 2018. godine realna stopa rasta kredita privredi iznosila je 5,7% međugodišnje).

Tabela T7-5. Rast novca i agregata koji mu doprinose, 2015–2018

	2016				2017				2018				2019
	Mar	Jun	Sep	Dec	Mar	Jun	Sep	Dec	Mar	Jun	Sep	Dec	Mar
	<b>12-m, u %</b>												
M2 <sup>1</sup>	7,9	7,8	10,2	9,9	10,3	7,4	5,6	3,6	3,3	7,9	8,2	14,5	14,8
Krediti nedržavnom sektoru <sup>2</sup> (promena stanja u dinarima) <sup>3</sup>	2,2	4,7	5,9	2,6	4,1	2,0	0,7	1,8	1,9	4,0	5,9	9,4	9,7
Krediti nedržavnom sektoru <sup>3</sup> (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	9,6	10,0
Domaćinstva	3,8	5,8	8,4	9,4	11,0	11,8	10,8	10,9	10,2	10,6	12,3	12,7	12,4
Privreda	-1,4	1,4	1,0	-3,3	-1,3	-2,1	-2,4	0,4	1,3	1,8	2,0	7,1	8,0
	<b>12-m realni, u %</b>												
M2 <sup>1</sup>	7,2	7,3	9,4	8,0	6,4	3,8	2,3	0,6	2,0	5,6	7,2	12,4	11,8
Krediti nedržavnom sektoru <sup>3</sup> (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	7,8	8,0
Domaćinstva	2,9	4,6	6,6	7,5	8,6	9,7	9,0	9,2	8,9	8,8	10,0	10,3	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	5,7	6,3
	<b>u milijardama dinara na kraju perioda</b>												
Novčana masa: M2 <sup>1</sup>	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	2.605,3	2.588,9
Novčana masa: dinarski M2 <sup>1</sup>	645,5	685,0	727,1	808,0	772,7	785,2	808,3	872,1	838,6	893,1	924,3	1.017,3	974,8
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	1.588,0	1.614,0
	<b>kvartalni rast M2 i učešća</b>												
M2 <sup>1</sup>	-1,0	2,2	3,2	5,3	-0,6	-0,4	1,4	3,2	-0,9	4,0	3,3	9,2	-0,7
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	4,2	-1,6
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	5,0	1,0

Izvor: NBS

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

1 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

### Nominalni rast novčane mase u Q1 vođen rastom deviznih depozita

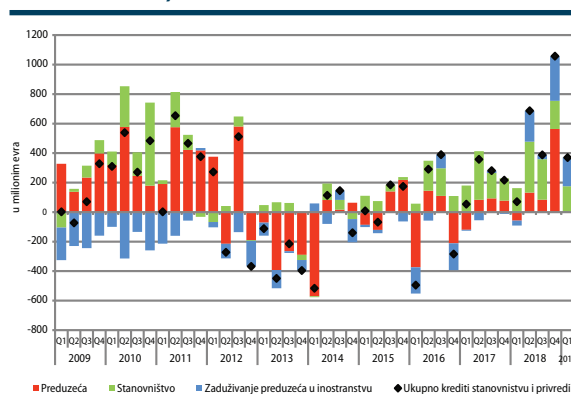
Posmatrano po pojedinačnim elementima, ukupan nominalni rast novčane mase M2 od 14,8% međugodišnje ostvaren je uz najveći doprinos povećanja deviznih depozita. U Q1 devizni depoziti doprineli su rastu M2 sa 8,76 p.p. što objašnjava gotovo 60% ukupnog rasta novčane mase. Drugi po redu doprinos duguje se najužem agregatu M1 čije povećanje je doprinelo sa 4,6 p.p. ukupnom nominalnom rastu M2 u Q1. Štedni i oročeni depoziti su blago su povećali svoj značaj u odnosu na prethodni kvartal i sa 1,44 p.p. su doprineli ukupnom povećanju primarnog novca od početka godine.

### Bankarski sektor: plasmani i izvori finansiranja

#### U Q1 nastavljeni pozitivni trendovi oporavka kreditne aktivnosti

Ukupni neto plasmani poslovnih banaka od početka godine su negativni, prvenstveno usled povećanja depozita države kao rezultat budžetskog suficita u Q1, kao i usled prikupljanja sredstva od strane države za prevremeni otkup dela emitovanih obveznica. Rast depozita države na računima kod poslovnih banaka iznosio je 259 miliona evra što je u kombinaciji sa sezonski slabijom kreditnom aktivnošću od početka godine u segmentu privrede i stanovništva uticalo na pad ukupnih neto plasmana bankarskog sektora od 89 miliona evra (Tabela T7-7). Negativan efekat na nivo ukupnih neto plasmana u maloj meri je imalo i povlačenje banaka iz REPO plasmana od 4 miliona evra u Q1. Na pozitivnoj strani beleži se rast plasmana privredni i stanovništvu koje je početkom godine tipično manje nego u ostalim kvartalima. Neto kreditni plasmani privredi su minimalno smanjeni za 2 miliona evra u odnosu na kraj 2018. godine, ali ako se uzme u obzir otpis

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



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

loših kredita plasiranih privredi koji je izvršen u ovom periodu, neto plasmani privredi su zapravo povećani za oko 22 miliona evra. Neto kreditni plasmani stanovništvu su u Q1 po već utvrđenom trendu zabeležili povećanje za 174 miliona evra što više nego u istom kvartalu 2018. godine i na osnovu podataka iz aprila može se očekivati ubrzanje rasta u Q2. Najveći deo novoodobrenih kredita privredi predstavljaju krediti za likvidnost i obrtna sredstva sa učešćem od oko 51% dok je učešće kredita za investicije bilo oko 32%. Novoodobrene kredite stanovništvu su većim delom činili gotovinski i krediti za refinansiranje sa učešćem od 57%, dok je obim stambenih kredita veći nego u istom periodu prethodne godine.

Iako je neto kreditna aktivnost banaka prema privredi, nakon isključenja efekata otpisa loših kredita, bila prilično slaba u Q1, nešto bolji utisak se dobija ako se uključe i efekti prekograničnog zaduživanja domaćih preduzeća. Ovaj oblik finansiranja privrede je bio praktično nepostojeći do polovine prošle godine kada su primećeni prvi pozitivni trendovi. Iako je povećanje neto prekograničnih kredita od 196 miliona evra u Q1 manje nego u prethodnom kvartalu ipak ukazuje na oporavljanje ovog vida finansiranja koji je u periodu pre izbivanja globalne finansijske krize bio dominantan za privredu Srbije (u Q4 2018. godine neto prekogranični krediti uvećani za 303 miliona evra, Grafikon T7-6). Kada se uzme u obzir povećanje neto plasmana privredi i stanovništvu iz domaćih i inostranih izvora, ukupna vrednost na nivou Q1 je 370 miliona evra što je uz isključenje efekta otpisa loših kredita bliže vrednosti od 400 miliona evra. U preostalom delu godine ponovna mogućnost relaksiranja monetarnih uslova na tržištima EU i Amerike će delimično neutralisati negativne efekte kroz pojeftinjenje uslova finansiranja. Krediti privredi i stanovništvu iz domaćih i inostranih izvora su trenutno na nivou od oko 68% BDP-a, što je u odnosu na uporedive privrede u proseku za oko 15 p.p. niže i sugeriše da postoji dodatni prostor za dalji rast kreditne aktivnosti.

**Tabela T7-7. Poslovanje banaka – izvori i struktura plasmana, korigovani<sup>1)</sup> tokovi, 2015-2018**

	2016				2017				2018				2019
	Mar	Jun	Sep	Dec	Mar	Jun	Sep	Dec	Mar	Jun	Sep	Dec	Mar
	<b>u milionima evra, kumulativni od početka godine</b>												
<b>Izvori sredstava (-, povlačenje)</b>	377	168	-363	-1.130	354	-252	-1.138	-2.129	286	-727	-1.388	-3.641	573
Domaći depoziti	223	-235	-708	-1.425	107	-104	-426	-1.031	65	-664	-854	-2.694	80
Depoziti stanovništva	-16	-235	-362	-625	-69	-164	-258	-517	-166	-411	-646	-1.016	-292
dinarski depoziti	3	-75	-154	-290	27	-7	25	-121	15	-110	-250	-442	-35
devizni depoziti	-19	-161	-208	-334	-96	-157	-283	-395	-181	-301	-396	-574	-256
Depoziti privrede	239	0	-346	-800	175	60	-167	-514	231	-253	-208	-1.677	372
dinarski depoziti	385	222	5	-352	207	142	-30	-306	170	-95	-44	-657	358
devizni depoziti	-146	-222	-351	-448	-31	-82	-137	-208	61	-158	-164	-1.021	14
Obaveze prema inostr. (zaduživanje i rač. nerezid.)	181	397	427	335	218	49	-317	-547	-169	-217	-531	-821	136
Kapital i rezerve	-27	6	-82	-40	29	-198	-395	-550	390	154	-3	-126	357
<b>Devizne rezerve (-, povlačenje)</b>	214	337	284	244	-35	-153	-286	-261	215	-75	138	625	-54
<b>Plasmani<sup>1)</sup></b>	128	426	1.129	997	255	856	1.162	1.234	219	978	1.227	1.548	-89
Ukupno privreda i stanovništvo	-316	32	329	186	61	474	740	969	105	582	941	1.695	174
Privreda	-374	-228	-118	-372	-119	-36	58	135	-58	75	159	723	-2
Stanovništvo	57	260	447	559	180	510	682	833	162	507	781	972	176
Plasmani u hartije NBS <sup>2)</sup>	-7	-14	276	27	202	289	341	90	-39	175	-48	-244	-4
Neto kreditiranje države <sup>3)</sup>	452	408	525	784	-8	93	82	176	154	221	334	96	-259
<b>PRO MEMORIA</b>													
Obavezne rezerve i depoziti	-598	-864	-859	-565	-161	-94	-83	-30	120	213	287	1.130	1
Ostala potraživanja od NBS (neto) <sup>4)</sup>	-107	160	6	201	-324	-401	-220	62	-338	-249	-262	-80	-31
od čega: slobodne rezerve posl. banaka	-102	160	3	187	-326	-415	-223	42	-339	-254	-280	-197	40
Ostale stavke <sup>5)</sup>	0	-204	-175	253	-79	18	545	1.176	-514	-152	-8	428	-400
Efektivna obavezna rezerva (u %) <sup>6)</sup>	17	16	15	16	16	15	15	15	15	15	15	17	17

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

### Uprkos rastu depozita stanovništva, kreditni potencijal u Q1 smanjen...

### ...usled razduživanja banaka prema inostranstvu i smanjenja kapitala i rezervi

Kao i u prethodnim godinama, kreditni potencijal domaćeg bankarskog sistema smanjen je u Q1 za 573 miliona evra. Smanjenje je manjim delom od 80 miliona evra rezultat smanjenja neto domaćih depozita, dok je ostatak posledica razduživanja domaćih banaka prema inostranim centralama i smanjenja kapitala i rezervi. Neto domaći depoziti smanjeni su od početka godine usled povlačenja sa računa neto depozita privrede koje je u Q1 iznosilo 372 miliona evra. U istom periodu stanovništvo je povećalo neto depozite kod poslovnih banaka za 292 miliona evra ali nedovoljno da pokrije povlačenje na strani privrede (Tabela T7-7). Najveći doprinos smanjenju izvora za nove plasmane banaka duguje se smanjenju kapitala i rezervi koje je u Q1 iznosilo 357 miliona evra, što je za 33 miliona evra u poređenju na smanjenje kapitala i rezervi koje je zabeleženo u istom kvartalu prethodne godine. Iako su celokupne prošle godine poslovne banke povećavale svoju zaduženost prema inostranstvu, u Q1 se beleži neto razduživanje od 136 miliona evra što je dodatno umanjilo izvore za nove plasmane banaka.

**Tabela T7-8. Učešće loših kredita prema tipu dužnika, 2008-2018**

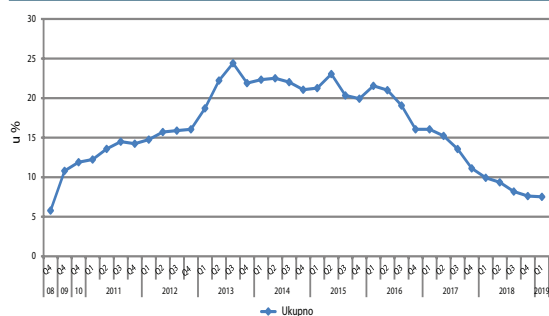
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2016				2017				2018				2019	
	Q4	Q4	Q4	Q4	Q4	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	
	<b>stanje na kraju perioda</b>																			
Pravna lica	12,14	14,02	17,07	19,06	27,76	25,5	24,4	26,89	26,26	23,56	19,48	19,92	19,24	16,86	13,83	12,51	12,51	10,37	9,63	9,57
Preduzetnici	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	9,07	8,82
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	4,72	4,66
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	1,52	1,51

Izvor: Proračun QM-a

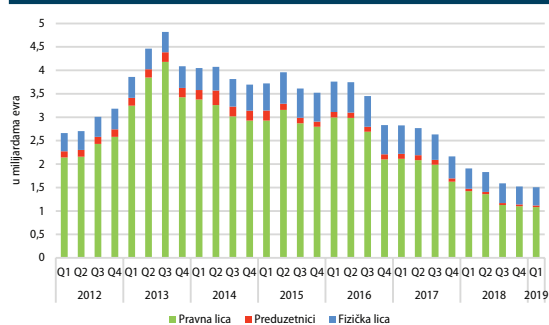
### Učešće loših kredita od početka blago smanjeno

Od početka godine učešće loših kredita u ukupno plasiranim blago je smanjeno, što je u skladu sa našim ocenama da će buduće promene ovog pokazatelja biti dominantno određene promenom imenioca u tj. ukupnom masom plasiranih kredit. Na kraju marta prema podacima Kreditnog biroa i metodologiji QM-a<sup>2)</sup> zabeleženo je smanjenje učešća loših kredita u ukupno plasiranim od 0,1 p.p. što odgovara nivou od 7,52%. Već drugi kvartal po redu smanjenje učešća je ispod 0,5 p.p. što će se verovatno nastaviti i do kraja godine (Grafikon T7-9). Posmatrano prema tipu dužnika, najveće smanjenje u relativnom iznosu zabeleženo je kod preduzetnika čije

2 Za detalje o načinu izračunavanja učešća loših kredita pogledati QM6 - Pod lupom 1: Nenaplativi krediti u Srbiji – koja je prava mera?

**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**

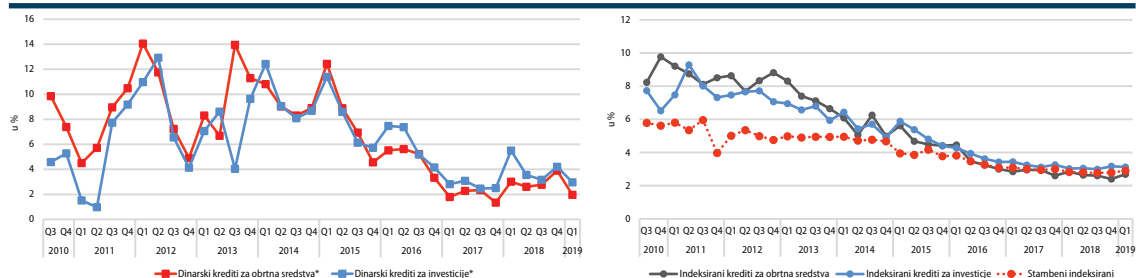
Izvor: Proračun QM-a

**Rast inflacija na početku godine oborio realne dinarske kamatne stope...**

**...dok se kod indeksiranih beleži delimičan rast**

polovine naredne godine. Najava je došla kada je ECB oštro smanjila prognoze rasta evrozona za 2019. godinu sa 1,7% na 1,1%. Američke Federalne rezerve (FED) su zadržale nivo ciljane stope na 2,25% na svom sastanku u maju, zaključujući da ekonomska aktivnost raste solidno i da tržište rada ostaje snažno. Predsednik FED-a Jerome Powell izjavio je na poslednjem sastanku da će FED odgovoriti "na odgovarajući način" na rizike koje predstavlja globalni trgovinski rat i drugi nedavni događaji, čime se nagoveštava moguća promena monetarne politike ka relaksaciji u drugoj polovini godine.

Kamatne stope u Srbiji od početka godine beleže dijametralno kretanje u zavisnosti da li se prati njihovo kretanje kod indeksiranih ili kredita u dinarima. Ova je posledica nešto više inflacije od očekivane od početka godine koja je ostvarila veći efekat u poređenju sa prethodnim kvartalom. Prosečna ponderisana kamatna stope za indeksirane stambene kredite povećana je za 0,11 p.p. u odnosu na kraj 2018. godine (Grafikon T7-11b). Nešto osetnije povećanje je zabeleženo i kod prosečnih ponderisanih kamatnih stopa na indeksirane kredite za obrtna sredstva od 0,29 p.p. dok su prosečne ponderisane kamatne stope na indeksirane kredite za investicije neznatno smanjene za 0,03 p.p. u Q1. Uslovi kreditiranja mereni realnom prosečnom ponderisanom kamatnom

**Grafikon T7-11. Kamatne stope na dinarske i indeksirane kredite, 2010-2018**

Izvor: Proračun QM-a

\* realne kamatne stope

je učešće loših kredita u Q1 smanjeno za 0,25 p.p. na 8,82%. U apsolutnom iznosu ovaj pad je imao mnogo manji efekat usled malog ukupnog iznosa kredita koji su plasirani preduzetnicima i usled toga niskom apsolutnom iznosu loših kredita u ovoj grupi. Najveće apsolutno smanjenje ostvareno je kod loših kredita plasiranih pravnim licima, koji su na kraju marta smanjeni za 0,06 p.p. na 9,57%, odnosno za oko 20 miliona evra u poređenju sa stanjem na kraju decembra 2018. godine (Tabela T7-9). Iako je učešće loših kredita plasiranih fizičkim licima zabeležilo smanjenje od 0,06 p.p. na 4,66%, izvor ovog smanjenja krije se u rastu kreditne aktivnosti u segmentu stanovništva dok je apsolutni nivo loših kredita čak zabeležio blago povećanje (Grafikon T7-10). Na isto upućuju i podaci iz aprila i maja kada se beleži i rast učešća loših kredita u ovom ali i segmentu preduzetnika.

## Kamatne stope: stanje i trendovi

Evropska centralna banka (ECB) reagovala je na opasnost od recesije širom eurozone obećavajući da će kamatne stope zadržati na istorijski niskim nivoima najmanje do

stopom za dinarske kredite, su u Q1 pojeftinili usled smanjenja nominalnih kamatnih stopa i blagog ubrzanja inflacije od početka godine. Prosečna realna ponderisana kamatna stopa na dinarske kredite za obrtna sredstva zabeležila je smanjenje od gotovo 2 p.p. u poređenju sa prethodnim kvartalom i ponovo se našla ispod nivoa od 2% (Grafikon T7-12a). Slično je zabeleženo i kod prosečne realne ponderisane kamatne stope na dinarske kredite za investicije koja je u Q1 smanjena za 1,25 p.p. na nivo ispod 3%.