



Народна банка Србије

2018
мај

ИЗВЕШТАЈ О ИНФЛАЦИЈИ

2018
мај

ИЗВЕШТАЈ О ИНФЛАЦИЈИ

НАРОДНА БАНКА СРБИЈЕ

Београд, Краља Петра 12

Тел. 011/3027-100

Београд, Немањина 17

Тел. 011/333-8000

www.nbs.rs

Тираж: 120 примерака

ISSN 1820-9408

Уводна напомена

Споразум о циљању (таргетирању) инфлације, који су потписале Влада Републике Србије и Народна банка Србије, означава формални прелазак Народне банке Србије на инфлационо таргетирање као режим монетарне политике почевши од 1. јануара 2009. године. Основни принципи и функционисање овог режима утврђени су Меморандумом о циљању (таргетирању) инфлације као монетарној стратегији.

Будући да је један од основних принципа инфлационог таргетирања јачање транспарентности монетарне политике и ефикасна комуникација с јавношћу, Народна банка Србије тромесечно припрема и објављује *Извештај о инфлацији*, као најважније средство информисања јавности. Овим извештајем јавности се пружају на увид дешавања у економији која опредељују одлуке Извршног одбора Народне банке Србије и активности централне банке.

Извештај о инфлацији садржи информације о садашњој и очекиваној инфлацији, анализу макроекономских кретања која је детерминишу, објашњење разлога за доношење конкретних одлука Извршног одбора, као и оцену ефикасности монетарне политике која је вођена у протеклом тромесечју. Садржи и пројекцију инфлације за осам наредних тромесечја, приказ претпоставки на којима се та пројекција заснива, као и анализу главних ризика остваривања циљане инфлације.

Приступ јавности овим информацијама омогућиће боље разумевање монетарне политике коју спроводи централна банка и њене одлучности у остваривању циљане инфлације, а свакако ће допринети сузбијању инфлаторних очекивања и постизању и одржавању стабилности цена, што и јесте основни циљ Народне банке Србије утврђен законом.

Мајски *Извештај о инфлацији* размотрен је и усвојен на седници Извршног одбора 10. маја 2018. године.

Сви досадашњи извештаји о инфлацији доступни су јавности на сајту Народне банке Србије (<http://www.nbs.rs>).

Извршни одбор Народне банке Србије:

Јоргованка Табаковић, гувернер

Веселин Пјешчић, вицегувернер

Диана Драгутиновић, вицегувернер

Жељко Јовић, директор Управе за надзор над финансијским институцијама

**СКРАЋЕНИЦЕ КОРИШЋЕНЕ
У ОВОМ ИЗВЕШТАЈУ**

БДП – бруто домаћи производ
б.п. – базни поен
ДФО – друге финансијске организације
д.с. – десна скала
дсз. – десезонирано
ЕВБРД – Европска банка за обнову и развој
ЕЦБ – Европска централна банка
ЕИБ – Европска инвестициона банка
ЕМВИ – индекс обвезница тржишта у успону
ЕУ – Европска унија
ИПЦ – индекс потрошачких цена
л.с. – лева скала
М – месец
МДТ – међубанкарско девизно тржиште
млн – милион
млрд – милијарда
мг. – међугодишње
ММФ – Међународни монетарни фонд
НДВ – непољопривредна додата вредност
НРЛ – проблематични кредити
ОРЕС – Организација земаља извозница нафте
П – полугодиште
п.п. – процентни поен
СДИ – стране директне инвестиције
SDR – специјална права вучења
Т – тромесечје
ФАО – Организација Уједињених нација за храну и пољопривреду
ФЕД – Систем федералних резерви САД
ГОМС – Федерални комитет за операције на отвореном тржишту
ХоВ – хартије од вредности

Не наводе се друге општепознате скраћенице.

Садржај

I. Резиме	1
II. Монетарна политика у периоду од претходног Извештаја о инфлацији	7
III. Кретање инфлације	9
<i>Осврт 1: Кретање инфлације од почетка 2018. у Србији и другим земљама које настоје да постигну циљ за инфлацију</i>	12
IV. Детерминанте инфлације	19
1. Кретања на финансијском тржишту	19
2. Новац и кредити	26
3. Тржиште непокретности	31
4. Агрегатна тражња	32
5. Економска активност	36
6. Кретања на тржишту рада	39
<i>Осврт 2: Промена методологије праћења зарада у Србији</i>	41
7. Међународно окружење	43
<i>Осврт 3: Кретање светских цена примарних производа у наредном периоду</i>	53
V. Пројекција инфлације	57
Табела А. Индикатори екстерне позиције Србије	74
Табела Б. Основни макроекономски индикатори	75
Списак графикана и табела	76
Седнице Извршног одбора Народне банке Србије и промене референтне каматне стопе	79
Саопштења са седница Извршног одбора Народне банке Србије	80

I. Резиме

У складу са очекивањима, инфлација је од почетка 2018. знатно успорила, чему је допринео пре свега излазак једнократних поскупљења с почетка прошле године из обрачуна међугодишње инфлације. Ипак, успоравање инфлације у протекла три месеца, на 1,4% у марту, било је веће од очекиваног, пре свега због нижих увозних цена и задржавања ниских трошкова у производњи хране. Ниске инфлаторне притиске потврђује и кретање базне инфлације, која је у марту успорена на 0,8% међугодишње, што је најнижи ниво откад се инфлација мери променом индекса потрошачких цена. На нивоу тромесечја, на раст цена од 0,8% у највећој мери је утицало поскупљење малог броја производа и услуга, а пре свега сезонско поскупљење свежег воћа и поврћа и повећање акциза на цигарете у фебруару. У супротном смеру деловали су сезонски пад цена одеће и обуће и туристичких пакет-аранжмана.

Од претходног извештаја изгледи за глобални привредни раст додатно су поправљени. На то су у највећој мери утицали повољнији изгледи за раст зоне евра, нашег најзначајнијег спољнотрговинског партнера, што се прелило и на економску активност у региону централне и југоисточне Европе. Знатан допринос глобалном привредном расту потиче и од Сједињених Америчких Држава, чији бруто домаћи производ расте, подржан растом инвестиција и потрошње, као и ефектима усвојених пореских реформи. Раст економске активности није подстакао знатније инфлаторне притиске, па је инфлација у већини земаља и даље релативно ниска. Таква кретања бележе се упркос томе што је настављен раст цена примарних производа, пре свега нафте, која је у априлу достигла највиши ниво у последњих више од три године. Дивергентност монетарних политика водећих централних банака – Система федералних резерви и Европске централне банке – додатно је повећана, уз раст неизвесности у погледу динамике њихове нормализације у наредном периоду. Упркос нешто већој нестабилности на међународном финансијском тржишту, глобални финансијски услови остали су повољни.

Пажљиво пратећи дешавања у домаћем и међународном окружењу, Извршни одбор Народне банке Србије је у периоду од претходног Извештаја о инфлацији проценио да очекивано кретање инфлације и њених фактора у наредном периоду пружа

Инфлаторни притисци додатно су снижени од почетка ове године, што је потврђено успоравањем укупне и базне инфлације већим од очекиваног, као и падом инфлационих очекивања финансијског сектора и привреде испод 3%.

Кретања у међународном окружењу од претходног извештаја обележили су додатно поправљени изгледи за глобални привредни раст, задржавање ниских инфлаторних притисака упркос расту цена примарних производа, пре свега нафте, као и повећана дивергентност монетарних политика водећих централних банака.

Одлуку Извршног одбора о наставку ублажавања монетарне политике определили су додатно снижени инфлаторни притисци по основу већине домаћих фактора, упркос присутној неизвесности на међународном робном и финансијском тржишту.

могућност за додатно ублажавање монетарне политике. У складу с тим, Извршни одбор је донео одлуке да референтну каматну стопу у марту и априлу снизи за по 25 базних поена, на 3,0%. Доносећи одлуке о даљем ублажавању монетарне политике, имао је у виду не само то да је фебруарска средњорочна пројекција инфлације нижа од претходне пројекције и за ову, и за наредну годину већ и да су инфлаторни притисци након фебруарске пројекције додатно ослабили. С друге стране, опрезност у вођењу монетарне политике у посматраном периоду налагала је неизвесност на међународном робном тржишту, пре свега по основу кретања цене нафте. Поред тога, опрезност је била нужна и због дивергентних монетарних политика Система федералних резерви и Европске централне банке.

Расту кредитне активности (7,5% међугодишње у марту) доприносе фактори и на страни понуде и на страни тражње. То се, уз активности на решавању питања проблематичних кредита, одражава на даљи пад учешћа ових кредита, на 9,2% у марту.

Ублажавање монетарне политике у претходном периоду, које је утицало на знатан пад каматних стопа на динарске кредите, уз ефекте појачане конкуренције међу банкама, раста економске активности праћеног опоравком тржишта рада, пада премије ризика земље, као и ниских каматних стопа на тржишту новца у зони евра, допринело је наставку раста кредитне активности. Упркос знатним отписима проблематичних кредита, у марту је остварен међугодишњи раст укупних кредита (искључујући ефекат девизног курса) од 7,5%. Притом, посматрано од почетка године, међугодишњи раст кредита привреди даље се убрзава (на 5,1%), док је раст кредита становништву благо успорен (на 10,9%). Захваљујући успешном спровођењу Стратегије за решавање проблематичних кредита и расту кредитне активности, учешће проблематичних кредита у укупним кредитима драстично је смањено, спутивши се испод преткризног нивоа, тако да је у марту износило 9,2%.

Повољни фискални трендови настављени су и током 2018. године. Фискална политика доприносила је изворима за раст домаће тражње, али не у мери у којој би то изазвало веће инфлаторне притиске.

Повољна фискална кретања настављена су и почетком 2018, о чему сведочи фискални суфицит остварен у првом тромесечју, и то у условима знатно виших капиталних издатака државе и повећаних издатака за плате и пензије. Наставак позитивних фискалних трендова у највећој мери је одређен растом профитабилности привреде, опоравком тржишта рада и већом ефикасношћу наплате пореза. Позитивним фискалним трендовима доприносио је пад расхода по основу камата у условима смањених потреба државе за задуживањем, као и ниже цене задуживања, на које битно утичу и ублажавање монетарне политике Народне банке Србије и оштар пад премије ризика земље. У складу с Фискалном стратегијом за период од 2018. до 2020, предвиђено је да ће дефицит опште

државе у средњем року износити 0,5% бруто домаћег производа. Такав циљани средњорочни ниво дефицита обезбедиће наставак силазне путање јавног дуга у наредном периоду. Штавише, ако се имају у виду повољна кретања од почетка ове године, могуће је да буџет на консолидованом нивоу забележи и бољи резултат од дефицита планираног за ову годину од 0,7% бруто домаћег производа.

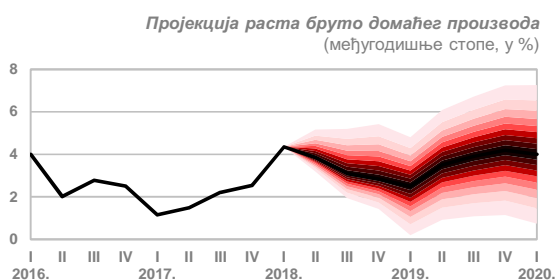
Према прелиминарним подацима, текући дефицит у првом тромесечју 2018. био је за 6,3% нижи него у истом периоду претходне године. У структури, повећан је дефицит у трговини робе, који је компензован вишим суфицитом у размени услуга, мањим дефицитом примарног и већим суфицитом секундарног дохотка. Раст извоза је био вођен вишим извозом свих области прерађивачке индустрије, изузев прехранбене индустрије, на коју се негативно одразила мања производња у пољопривреди услед суше у прошлој години. Истовремено, текући инвестициони циклус, подстакнут и приливима страних директних инвестиција, утицао је на раст увоза опреме и репроматеријала за потребе индустрије, што је у највећој мери определило и раст увоза. У одређеној мери, на раст увоза утицале су и више светске цене нафте. Током првог тромесечја, на финансијском рачуну остварен је нето прилив капитала који је у потпуности покривао дефицит текућег рачуна, доприносећи наставку апрецијацијских притисака на девизном тржишту. Посматрано по структури, и даље се бележи висок нето прилив страних директних инвестиција, који је појачан и нето приливом по основу портфолио инвестиција, захваљујући расту улагања нерезидената у динарске дугорочне државне хартије од вредности. Процењујемо да ће нето прилив страних директних инвестиција од око 2,6 милијарди евра у овој години обезбедити пуну покривеност дефицита текућег рачуна. То очекујемо и за наредни период, што ће бити један од фактора екстерне одрживости у средњем року.

Према прелиминарној процени Републичког завода за статистику, међугодишњи раст бруто домаћег производа у првом тромесечју 2018. знатно је убрзан, на 4,5%. На бржи раст бруто домаћег производа од очекиваног у највећој мери су утицала изузетно повољна кретања у сектору грађевинарства, која се бележе од друге половине претходне године, односно бржи раст инвестиција од очекиваног, посматрано с расходне стране. Позитиван допринос наставила је да пружа и прерађивачка индустрија, захваљујући инвестицијама из претходног периода и расту екстерне тражње, као и већина услужних сектора у

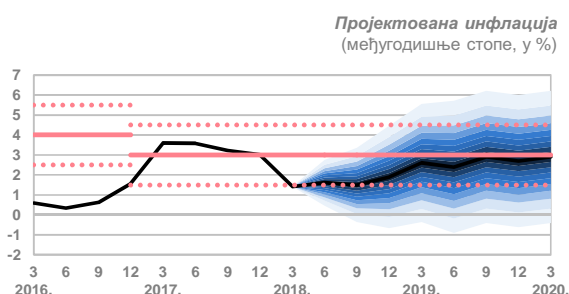
Наставља се висок раст извоза прерађивачке индустрије (12,4% међугодишње), док се раст увоза (11,9% међугодишње) дугује пре свега повећаним потребама привреде за опремом и средствима за репродукцију. Захваљујући прерађивачкој индустрији, наставља се динамичан раст извоза, упркос мањем извозу пољопривредних производа због лошије пољопривредне сезоне претходне године.

Раст бруто домаћег производа у првом тромесечју био је изнад наших очекивања, на шта је утицао и бржи раст инвестиција од очекиваног. Посматрано у дужем периоду, у десет узастопних тромесечја бележи се десезонирани раст бруто домаћег производа.

Према нашој пројекцији, раст бруто домаћег производа у 2018. и 2019. убрзаће се на око 3,5%, уз већу вероватноћу да би могао бити и већи од процењеног. На такав могући исход упућују повољнија кретања у области грађевинарства од очекиваних, посматрано с производне стране, односно инвестиција, посматрано с расходне стране.



И према новој централној пројекцији, међугодишња инфлација ће остати ниска и стабилна – у границама циља ($3,0 \pm 1,5\%$) до краја периода пројекције.



условима позитивних трендова на тржишту рада, који се бележе у последње три године. У складу с нашим очекивањима, у првом тромесечју опоравио се и сектор енергетике. Континуирани десезонирани раст бруто домаћег производа, који је забележен у десет узастопних тромесечја и који је, према нашој процени, у првом тромесечју износио 1,8%, допринео је приближавању економске активности свом потенцијалу.

Захваљујући предузетим реформама и поправљању инвестиционог амбијента, створена је основа за одржив привредни раст у средњем року, који би, према нашој процени, требало да се убрза ове године на око 3,5%, сличну динамику задржи и у 2019, а затим достигне 4%. Раст бруто домаћег производа биће вођен домаћом тражњом, тј. инвестицијама и потрошњом домаћинства, захваљујући даљем унапређењу пословног амбијента, повољним монетарним условима, наставку реализације инфраструктурних пројеката и позитивним трендовима на тржишту рада. Очекујемо да ће извоз задржати двоцифрене стопе раста, вођен инвестицијама из претходног периода и растом екстерне тражње, а због наставка инвестиционог циклуса, очекујемо и раст увоза опреме и репроматеријала. Ценимо да су ризици остварења пројекције бруто домаћег производа за ову годину асиметрични навише, на шта упућују повољнија кретања макроекономских показатеља на почетку године од очекиваних, пре свега у области грађевинарства, посматрано с производне стране, односно инвестиција, посматрано с расходне стране. Ако се раст **укупних инвестиција у основне фондове** настави сличном динамиком у остатку године, могло би се очекивати повећање њиховог учешћа у бруто домаћем производу у овој години на око 22%.

Према мајској централној пројекцији, очекујемо да ће се међугодишња инфлација, након овогодишњег минимума у априлу, постепено кретати ка циљу, при чему ће до краја ове године остати близу доње границе циља. Њено постепено приближавање централној вредности циља од 3,0% очекујемо у другој половини 2019, а потом и стабилно кретање око те вредности до краја периода пројекције. Главни фактори који би требало да услове такво кретање инфлације јесу ниска база код појединих производа, ишчезавање ефеката апрецијације динара из претходног периода и раст агрегатне тражње. Нова средњорочна пројекција инфлације нижа је од пројекције објављене у фебруарском Извештају о инфлацији до краја периода пројекције. То је првенствено резултат нижег раста

потрошачких цена током првог тромесечја од очекиваног, чему доприносе ефекти апрецијације динара из претходног периода, ниска инфлација у међународном окружењу и задржавање ниских трошкова у производњи хране. Процењујемо да су ризици остварења пројекције инфлације симетрични и да се односе пре свега на даља кретања на светском робном и финансијском тржишту, а у одређеној мери и на раст регулисаних цена и успешност овогодишње пољопривредне сезоне.

Одлуке о монетарној политици и у наредном периоду зависиће од процене утицаја домаћих фактора и фактора из међународног окружења на кретање инфлације у Србији. Имајући у виду да кључни ризици долазе из међународног окружења, Народна банка Србије ће наставити пажљиво да прати и анализира кретања на међународном финансијском тржишту и на тржишту примарних производа, посебно сирове нафте и примарних пољопривредних производа, као и да оцењује њихов утицај на економска кретања у Србији. Као и до сада, Народна банка Србије користиће све расположиве инструменте како би инфлација у средњем року остала ниска и стабилна, што ће, уз очување финансијске стабилности, доприносити одрживом привредном расту и јачању отпорности на екстерне неизвесности.

Процењујемо да кључни ризици у наредном периоду долазе из међународног окружења и као такви могу утицати и на карактер монетарне политике.

II. Монетарна политика у периоду од претходног Извештаја о инфлацији

Од фебруарског Извештаја о инфлацији, референтна каматна стопа је смањена за укупно 50 б.п., на 3,0%, што је њен нови, најнижи ниво у режиму инфлационог таргетирања. Доносећи одлуке о даљем ублажавању монетарне политике, Извршни одбор је имао у виду не само то да је фебруарска средњорочна пројекција инфлације нижа од претходне пројекције и за ову, и за наредну годину већ и да су инфлаторни притисци након фебруарске пројекције додатно ослабили. О томе сведочи рекордно ниска базна инфлација и додатно смањење инфлационих очекивања.

Ниски инфлаторни притисци, уз смањење макроекономских ризика, омогућили су даље ублажавање монетарне политике. Захваљујући структурним побољшањима и смањеној унутрашњој и спољној неравнотежи, нижој премији ризика земље и већем кредитном рејтингу и приливу капитала, Србија је повећала своју отпорност на евентуалне негативне утицаје глобалних фактора. Ипак, опрезност је и даље била потребна због неизвесности у међународном окружењу, пре свега услед кретања светских цена примарних производа, првенствено нафте, различитих монетарних политика водећих централних банака, као и геополитичких тензија.

Према процени Извршног одбора, инфлација ће до краја године наставити да се креће око доње границе дозвољеног одступања од циља. Њено постепено кретање ка централној вредности циља може се очекивати током наредне године, у највећој мери захваљујући очекиваном расту домаће тражње, којој доприносе раст зарада и запослености, као и ефекти претходног ублажавања монетарне политике.

Пажљиво пратећи дешавања у домаћем и међународном окружењу, Извршни одбор је у периоду од претходног Извештаја о инфлацији проценио да очекивано кретање инфлације и њених фактора у наредном периоду пружају могућност за додатно ублажавање монетарне политике. Имајући то у виду, донео је одлуку о снижењу **референтне каматне стопе у марту и априлу за по 25 б.п., на 3,0%**. Смањењем референтне каматне стопе, у условима ниских инфлаторних притисака, Народна банка Србије пружа додатну подршку кредитној активности и привредном расту. Паралелно са смањењем референтне каматне стопе, Извршни одбор је у априлу донео и одлуку о сужењу коридора каматних стопа, са $\pm 1,5$ на $\pm 1,25$ п.п. у односу на референтну каматну стопу, како би на тај начин, у условима снижења референтне каматне стопе на најнижи ниво у режиму инфлационог таргетирања, омогућио наставак кретања тржишних каматних стопа унутар ужег коридора.

Основу за доношење одлука о монетарној политици у посматраном периоду представљала је фебруарска

пројекција инфлације, која је, као и претходна, предвиђала да ће мг. инфлација до краја периода пројекције (у наредне две године) наставити да се креће у границама циља, $3,0 \pm 1,5\%$. Као и претходна, и фебруарска пројекција је предвиђала ниске инфлаторне притиске по основу већине фактора из домаћег и међународног окружења, уз ефекат високе базе код цена воћа и поврћа, а у кратком року и енергије, који ће допринети знатном успоравању инфлације од почетка ове године. С друге стране, пројекција је претпоставила постепен опоравак домаће тражње, који би у средњем року требало да утиче на умерен раст инфлације и наставак њеног кретања у границама циља. Међутим, фебруарска пројекција инфлације била је нижа од новембарске пројекције, а главни разлози за то били су мањи раст потрошачких цена током Т4 2017. од очекиваног и претпоставка о нижим увозним ценама примарних пољопривредних производа изражених у динарима. Зато је фебруарска пројекција предвиђала да ће се инфлација током 2018. кретати ближе доњој граници дозвољеног одступања од циља.

Инфлаторни притисци су од почетка године били нижи од очекиваних и инфлација се у марту спустила на 1,4% м. На ниске инфлаторне притиске указује и кретање базе инфлације, која је у марту пала на 0,8% м. што је њен најнижи ниво откад се инфлација мери променом ИПЦ-а. Такође, и краткорочна и средњорочна инфлациона очекивања била су усидрена – према резултатима анкете агенције Ипсос, финансијски сектор и привреда очекивали су да ће се инфлација и за једну и за две године унапред налазити на централној вредности циља за инфлацију (3,0%), а према априлској анкети агенције Блумберг, финансијски сектор је очекивао и нижу инфлацију у априлу 2019. године (2,8%).

Ниски инфлаторни притисци, уз смањење макроекономских ризика, омогућили су даље ублажавање монетарне политике. Извршни одбор је истицао да је, захваљујући структурним побољшањима и смањеној унутрашњој и спољној неравнотежи, Србија повећала своју отпорност на евентуалне негативне утицаје глобалних фактора. Постигнуте резултате у области фискалне консолидације и одрживости јавних финансија најбоље су илустровали подаци о преласку из фискалног дефицита у суфицит од прошле године, нижој премији ризика и већем кредитном рејтингу земље. Сudeћи по цени коју су били спремни да плате за државне ХоВ, инвеститори су сматрали да је Србија знатно сигурнија за улагања него што је то била у претходном периоду. Према оцени Извршног одбора, постигнуто поправљање перцепције ризика Србије од кључне је важности за повољнији третман и финансијске услове које држава може добити на међународном финансијском тржишту. Поправљање перцепције ризика Србије утиче и на ниже трошкове задуживања привреде и становништва. Додатно, чињеница да инвеститори сматрају да је Србија сада знатно сигурнија за улагања утиче на већи прилив СДИ и раст улагања страних инвеститора у динарске државне ХоВ, што је допринело и наставку апрецијацијских притисака на девизном тржишту и у овој години.

Даље унапређење пословног амбијента, висок и пројектно распрострањен прилив СДИ, реализација инфраструктурних пројеката и досадашње ублажавање монетарне политике требало би да наставе позитивно да делују на приватне инвестиције, које ће остати један од носилаца привредног раста. Поред тога, растући позитиван допринос требало би да има потрошња домаћинства због даљег опоравка на тржишту рада. Према оцени Извршног одбора, раст запослености и зарада и досадашње ублажавање монетарне политике дају подршку јачању домаће

тражње. Смањење референтне каматне стопе на најнижи ниво у режиму инфлационог таргетирања, заједно с већом конкуренцијом међу банкама, ниском премијом ризика земље и ниским каматним стопама на евротржишту новца, доприноси наставку раста кредитне активности. То су основни фактори на којима се заснива очекивање Извршног одбора да ће раст БДП-а у овој години бити убрзан на око 3,5% и да ће сличну динамику задржати и у 2019. По оцени Извршног одбора, то ће допринети слабљењу дезинфлаторних притисака по основу домаће тражње и постепеном затварању негативног производног јаза, што ће обезбедити и да се инфлација у 2019. приближи централној вредности циља.

Поред домаће тражње, Извршни одбор је очекивао и даљи опоравак екстерне тражње. Повољнији изгледи за раст зоне евра, као и у региону централне и југоисточне Европе, уз ефекте инвестиција из претходног периода, требало би позитивно да делују на даљи раст извоза. Међутим, оцењено је да су, поред позитивног утицаја из међународног окружења, могући и негативни утицаји у наредном периоду. Зато је, приликом доношења одлука о монетарној политици Извршни одбор имао у виду и неизвесност на међународном финансијском и робном тржишту, која и даље захтева опрезност. На међународном финансијском тржишту, неизвесност је у највећој мери произлазила из различитих монетарних политика водећих централних банака, ФЕД-а и ЕЦБ-а, која би могла да утиче на односе њихових валута и токове капитала према земљама у успону, а тиме и Србији. ФЕД је наставио с нормализацијом монетарне политике и у марту је повећао референтну каматну стопу, док је ЕЦБ водила експанзивну монетарну политику, уз раст очекивања тржишта да би, услед бољих економских изгледа за зону евра, ЕЦБ могла да оконча програм квантитативног попуштања након септембра. Поред тога, неизвесност се односила и на кретање светских цена примарних производа, а посебно светске цене нафте, као и на геополитичке тензије. Ипак, Извршни одбор је проценио да постоји простор за даље ублажавање монетарне политике и да је отпорност наше привреде на евентуалне негативне утицаје из међународног окружења повећана захваљујући јачању домаћих макроекономских фундамената и повољнијим изгледима за наредни период.

Имајући у виду ефекте досадашњег ублажавања монетарне политике, као и очекивано кретање инфлације и њених фактора према мајској пројекцији инфлације, **Извршни одбор је у мају одлучио да референтну каматну стопу задржи на непромењеном нивоу.**

III. Кретање инфлације

У складу са очекивањима, инфлација је од почетка 2018. знатно успорила, чему је допринео пре свега излазак једнократних поскупљења с почетка прошле године из обрачуна мг. инфлације. Ипак, успоравање инфлације у протекла три месеца било је веће од очекиваног, првенствено због нижих увозних цена и ниских трошкова у производњи хране. Инфлација је у марту износила 1,4% мг., што указује на то да су инфлаторни притисци додатно снижени. Ниске инфлаторне притиске потврђује и кретање базне инфлације, која је у марту успорена на 0,8% мг., што је најнижи ниво откад се инфлација мери променом ИПЦ-а.

На нивоу тромесечја, раст цена од 0,8% у највећој мери био је под утицајем поскупљења малог броја производа и услуга, пре свега сезонског поскупљења свежег воћа и поврћа и повећања акциза на цигарете у фебруару. У супротном смеру деловали су сезонски пад цена одеће и обуће и туристичких пакет-аранжмана.

Кретање инфлације у Т1

Од почетка године, мг. инфлација је успорена и током Т1 кретала се око доње границе циља. Посматрано у односу на децембар, све компоненте инфлације смањиле су допринос мг. инфлацији, која је у марту износила 1,4%. Успоравању инфлације највише су допринеле цене воћа и поврћа, затим цене нафтних деривата, а у нешто мањој мери и прерађене хране и услуга мобилне телефоније, тј. производа и услуга који су једнократно поскупели почетком 2017. На ниске инфлаторне притиске указује и базна инфлација, која се током Т1 кретала испод доње границе дозвољеног одступања од циља и у марту се спустила на нови најнижи ниво од 0,8% мг.

У складу с методологијом Републичког завода за статистику, почетком 2018. извршено је редовно годишње усклађивање пондера према структури потрошачке корпе. Према новој структури пондера, удео хране и безалкохолних пића незнатно је смањен, а повећано је учешће категорије услуга и корпе производа и услуга који сачињавају базну инфлацију (са 45,3% на 45,9%), односно дела инфлације на који мере монетарне политике највише утичу.

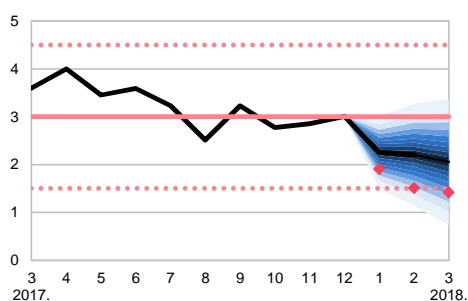
У односу на краткорочну фебруарску централну пројекцију, инфлација је у марту била нижа (за 0,6 п.п.), на шта је у највећој мери утицао нижи допринос цена индустријских производа, пре свега

Табела III.0.1. Допринос мг. стопи раста потрошачких цена (у п.п.)

	2017.	2018.	Разлика
	Децембар	Март	
Потрошачке цене (ИПЦ)	3,0	1,4	-1,6
Непрерађена храна	0,9	0,3	-0,6
Воће и поврће	0,9	0,3	-0,6
Свеже месо	0,0	0,1	0,1
Прерађена храна	0,4	0,2	-0,2
Индустријски производи без хране и енергије	0,6	0,4	-0,2
Енергија	0,6	0,2	-0,4
Нафтни деривати	0,3	0,0	-0,3
Услуге	0,5	0,3	-0,2

Извор: РЗС и прерачун НБС.

Графикон III.0.1. Краткорочна пројекција инфлације из фебруара 2018. (мг. стопе, у %)



♦ Остварење пројекције из фебруара 2018.

Извор: НБС.

У Т1 регулисане цене су повећане за 1,2% (допринос инфлацији од 0,2 п.п.). Раст је скоро у целини остварен по основу поскупљења цигарета у фебруару за 4,1%, услед корекције акциза. На мг. нивоу, раст регулисаних цена на крају Т1 износио је 2,9% (допринос инфлацији од 0,5 п.п.) и такође је био вођен растом цена цигарета (допринос инфлацији од 0,4 п.п.), а у мањој мери и електричне енергије (0,1 п.п.).

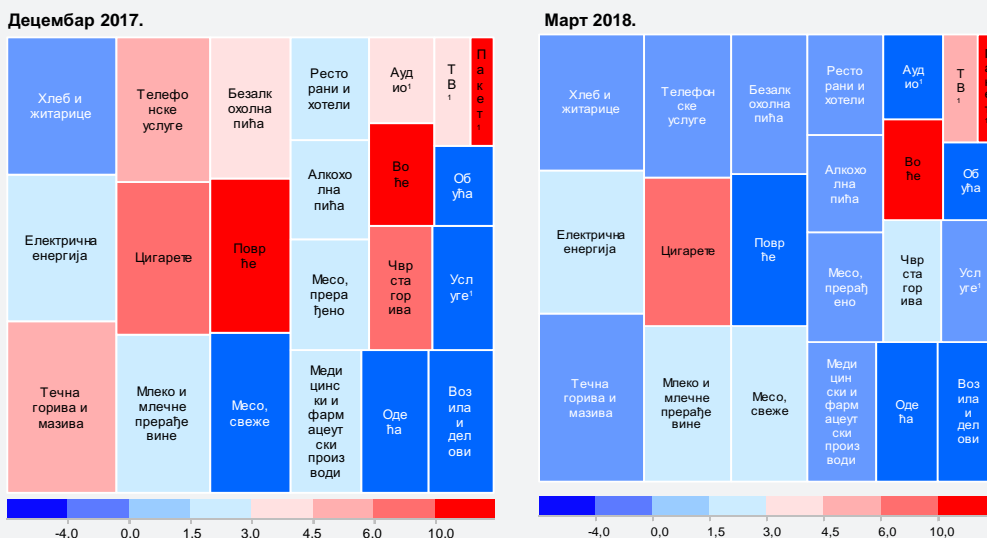
Осврт 1: Кретање инфлације од почетка 2018. у Србији и другим земљама које имају циљ за инфлацију

Као што је Народна банка Србије најављивала у својим извештајима и саопштењима, инфлација је почетком 2018. знатно успорила раст – с централне вредности циља крајем 2017. снижена је на 1,9% у јануару, а затим на 1,5% у фебруару и 1,4% у марту. На успоравање инфлације утицао је пре свега излазак једнократних поскупљења појединих производа и услуга с почетка 2017. (воћа и поврћа, услуга мобилне телефоније и енергената) из м.г. обрачуна.

Утицај поменутих групе производа на м.г. инфлацију у 2017. и од почетка ове године илуструје Графикон О.1.1, на којем су приказане групе производа и услуга које заједно чине око 70% потрошачке корпе. Површина правоугаоника означава њихово релативно учешће у потрошачкој корпи, а боја распон у коме се кретао м.г. раст њихових цена. На њима се уочава да су у марту преовладале плаве нијансе, које указују на то да претежан део потрошачке корпе сада бележи м.г. раст цена испод циљаних 3,0%, као и које су групе производа и услуга имале знатније промене у динамици цена. Посебно је уочљива промена динамике цена поврћа – у децембру је њихов м.г. раст био 10,8%, а у марту –0,4%. Промене су видљиве и код нафтних деривата (4,7% у децембру према 0,2% у марту), чврстих горива (8,7% према 2,1%) и телефонских услуга (12,3% према 0%).

Ипак, у односу на очекивања изнета у фебруарском Извештају о инфлацији, током Т1 2018. успоравање инфлације било је брже него што се очекивало. Нижа инфлација у међународном окружењу од очекиване, уз ефекте јачања динара из претходног периода, утицала је на то да цене индустријских производа без хране и енергије током Т1, на м.г. нивоу, порасту мање од очекиваног. Тако су цене одеће и обуће у марту исказале пад, који је на м.г. нивоу износио 1,1% и 2,0%, респективно, а смањене су и цене аудио и ТВ уређаја, компјутера и мобилних телефона (0,6%), као и аутомобила и делова за аутомобиле (2,7%). Такође, супротно очекивањима да ће цене примарних пољопривредних производа на домаћем тржишту порастати, што би се у извесној мери могло одразити на цене хране, трошкови у производњи хране остали су релативно ниски. У супротном смеру деловале су цене цигарета (8,5% м.г.), али је тај раст био у складу с нашим очекивањима и условљен редовним годишњим усклађивањем акциза у фебруару и јулу.

Графикон О.1.1. М.г. раст цена појединих производа и услуга



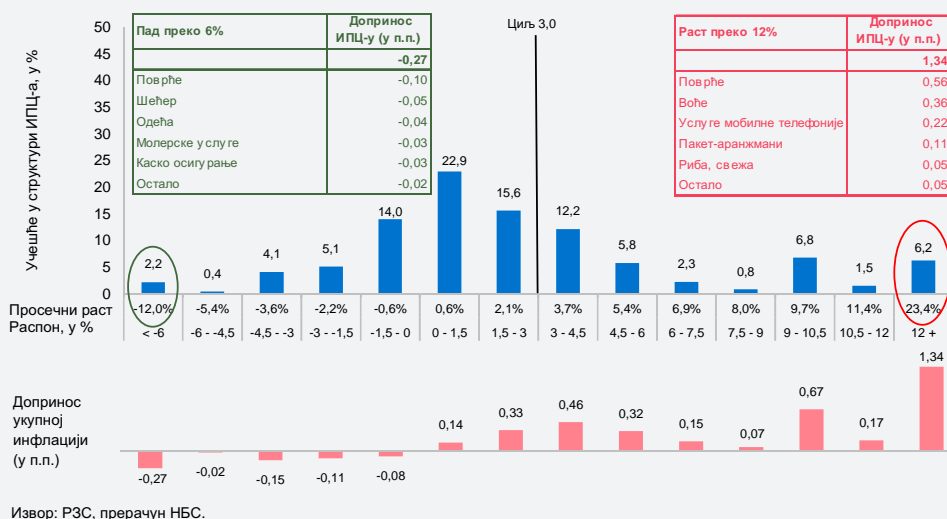
Извор: РЗС, прерачун НБС.

Напомена: површина правоугаоника означава учешће у потрошачкој корпи, а боја распон у коме се налази м.г. раст цена дате категорије.

¹ Аудио – аудио, тв, рачунари, телефони и друга опрема; ТВ – ТВ и КТВ претплата; Пакет – пакет-аранжмани; Услуге – услуге за одржавање и оправку стана.

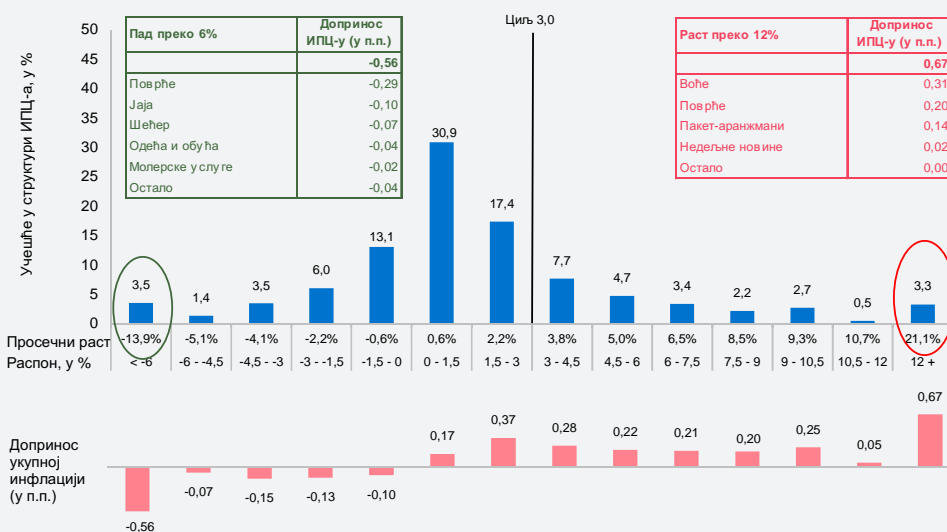
На сличне закључке упућује и дистрибуција мг. стопе раста потрошачких цена за децембар 2017. и март 2018. (графикони О.1.2. и О.1.3), којом је обухваћена целокупна потрошачка корпа од 645 производа и услуга. Тако је у марту 25,1% потрошачке корпе имало мг. раст цена који се налазио у циљаном распону 1,5–4,5% (у просеку је износио 2,7%), уз заједнички допринос инфлацији од 0,7 п.п. Приказана дистрибуција потрошачких цена, према којој у марту 58,4% потрошачке корпе остварује мг. раст испод 1,5%, такође потврђује да су инфлаторни притисци остали ниски.

Графикон О.1.2. Дистрибуција мг. стопа раста ИПЦ-а у децембру 2017.



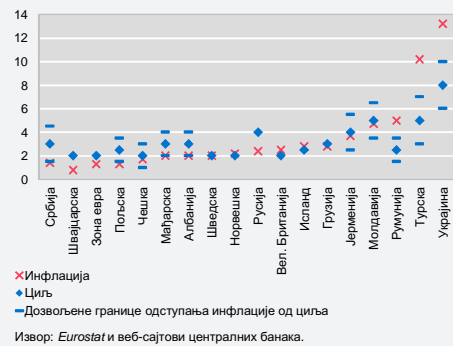
Извор: РЗС, прерачун НБС.

Графикон О.1.3. Дистрибуција мг. стопа раста ИПЦ-а у марту 2018.

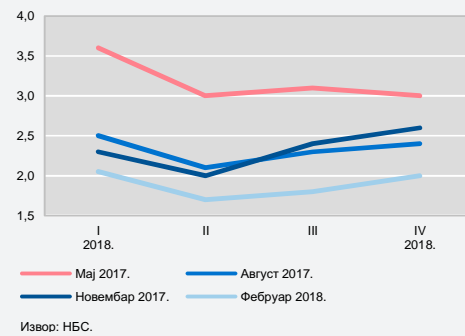


Извор: РЗС, прерачун НБС.

Графикон О.1.4. Инфлација и циљ по земљама у марту 2018. (у %)



Графикон О.1.5. Централна пројекција инфлације за 2018. (у %)



Ако се упореди са европским земљама чије централне банке имају циљ за инфлацију (Графикон О.1.4), Србија се од почетка 2018. налази у групи земаља у којима се инфлација кретала око доње границе циља (као и у Пољској, Албанији и Мађарској).

Разлике у оствареном и очекиваном кретању инфлације у Србији и посматраним земљама проистичу пре свега из различитог карактера и јачине утицаја појединих домаћих фактора. Отуда се и разликују реакције монетарних политика. То објашњава и чињеницу због чега су неке централне банке, попут Чешке и Румуније, започеле циклус заштравања монетарне политике, док је, на пример, ублажавање монетарне политике, поред Народне банке Србије, наставила и Мађарска (коришћењем нестандартних мера), док централна банка Пољске референтну каматну стопу држи на историјски најнижем нивоу од 1,5% већ три године.

Када је конкретно реч о Народној банци Србије, одлуку да настави са ублажавањем монетарне политике одредили су очекивани ниски инфлаторни притисци у наредном периоду и чињеница да су они додатно снижени и у односу на фебруарску средњорочну пројекцију инфлације, која је такође указивала на ниске инфлаторне притиске (Графикон О.1.5).

Произвођачке и увозне цене

Цене произвођача индустријских производа за домаће тржиште у Т1 благо су опале, за 0,1%, што је успорило њихов м.г. раст на 0,8% у марту.

У Т1 незнатно су смањене цене у производњи енергије и нетрајних производа за широку потрошњу. На нижу произвођачку цену енергије (за 0,2%) доминантно је утицао пад трошкова у производњи кокса и нафтних деривата (за 0,9%). Смањење произвођачких цена нетрајних производа за широку потрошњу у највећој мери је одређено нижим трошковима у прехранбеној индустрији (за 0,4%).

С друге стране, у смеру раста произвођачких цена у Т1 деловале су цене интермедијарних производа, услед повећања трошкова у производњи металних производа (за 2,0%) и грађевинског материјала (за 1,8%), као и већи трошкови у производњи гуме и пластике и основних фармацеутских производа и препарата. У оквиру ове категорије, у супротном смеру деловали су нижи трошкови у производњи хемикалија и хемијских производа (за 0,7%).

Слично произвођачким ценама у индустрији, и **цене елемената и материјала за уграђивање у грађевинарству** у Т1 су смањене (за 4,5%), што се, уз ефекат високе базе, одразило на пад ових цена и на м.г. нивоу од 0,2%.

Након повећања у Т4, показатељ којим пратимо промене цена робе и услуга које се увозе у Србију указује на то да су **увозне цене изражене у динарима**¹ опале за 0,4% у Т1. Томе су допринеле ниже светске цене хране, које су, изражене у доларима, на нивоу просека тромесечја наставиле да опадају (1,7%), као и ниже потрошачке цене у зони евра, које служе као апроксимација увоза услуга. На пад увозних цена изражених у динарима утицало је и јачање динара према долару, које је у већој мери било условљено јачањем евра према долару. С друге стране, светска цена нафте, изражена у доларима, у просеку је за 9,1% била виша него у Т4, првенствено због продужетка споразума о ограничењу производње у земљама *OPEC*-а и у Русији до краја 2018, као и даље присутних геополитичких тензија. Раст су забележиле и извозне цене Немачке (0,5%), које служе као апроксимација цена увезене опреме и

Графикон III.0.4. Допринос тромесечној стопи раста произвођачких цена*



Извор: РЗС и прерачун НБС.

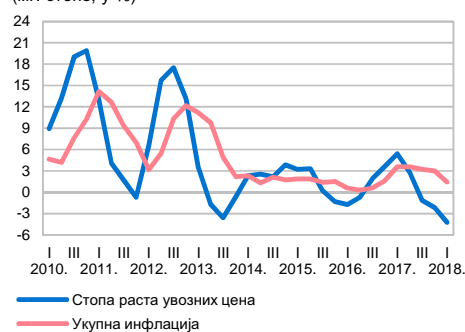
* Произвођачке цене индустријских производа за домаће тржиште.

Табела III.0.3. Показатељи раста цена (м.г. стопе, у %)

	2017.			2018.
	Јун	Септ.	Дец.	Март
Потрошачке цене	3,6	3,2	3,0	1,4
Цене произвођача индустријских производа за домаће тржиште	3,0	3,3	2,6	0,8
Цене елемената и материјала за уграђивање у грађевинарству	4,8	2,2	1,8	-0,2

Извор: РЗС и прерачун НБС.

Графикон III.0.5. Домаћа инфлација и увозне цене (м.г. стопе, у %)



Извор: Destatis, ФАО, Блумберг, Eurostat, РЗС и прерачун НБС.

¹ Као показатељ увозних цена коришћен је пондерисани просек индекса светских цена нафте и хране (ФАО индекс), потрошачких цена у зони евра и извозних цена Немачке, једног од најзначајнијих спољнотрговинских партнера Србије.

репроматеријала. Мг. посматрано, увозне цене изражене у динарима наставиле су тренд пада, који је у Т1 износио 4,2%, на шта је у одређеној мери утицала висока база с почетка прошле године.

Инфлациона очекивања

Краткорочна и средњорочна инфлациона очекивања финансијског сектора и привреде усидрена су око централне вредности циља за инфлацију Народне банке Србије, што указује на то да ови сектори очекују да ће ценовна стабилност бити очувана и у кратком и у средњем року.

Резултати анкете агенције Ипсос показују да финансијски сектор очекује да ће инфлација и током Т1 2019. наставити да се креће на нивоу од 3,0%, тј. на централној вредности циља, а да ће у априлу 2019. бити и нижа (2,5%). Према резултатима анкете агенције Блумберг, инфлациона очекивања финансијског сектора за годину дана унапред од почетка године имају силазни тренд – са 3,2% у јануару опала су на 2,8% у априлу и мају, што се највероватније дугује успоравању инфлације од почетка године. Уколико се продужи хоризонт посматрања, уочава се да се уназад четири и по године, тачније од октобра 2013, очекивања финансијског сектора крећу у оквиру граница циља Народне банке Србије.

Према резултатима анкете агенције Ипсос, краткорочна инфлациона очекивања привреде током Т1 налазила су се усидрена на централној вредности циља од 3,0%, док су у априлу смањена на 2,8%. С друге стране, становништво уобичајено има виша очекивања од осталих сектора, при чему су и она стабилна и налазе се на нивоу од 5,0% од маја претходне године. Резултати квалитативне анкете² показују да је индекс перципиране инфлације наставио да бележи више вредности од индекса очекиване инфлације, што показује да становништво очекује нижу инфлацију у наредној години дана од инфлације у претходних 12 месеци. Такође, нето проценат испитаника, тј. разлика између испитаника који очекују да ће цене у наредних 12 месеци бити више него благо повећане и оних који очекују да ће цене падати или остати непромењене, у априлу је био нижи него почетком године и износио је 23,4 индексна поена.



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

Средњорочна инфлациона очекивања финансијског сектора налазе се у границама циља Народне банке Србије откад се прате (март 2014) и у јануару су била на нивоу од 3,5%, док су у наредна три месеца снижена на 3,0%. Инфлациона очекивања привреде за две године унапред усидрена су на нивоу од 3,0% од почетка године. Средњорочна инфлациона очекивања становништва су стабилна и од маја 2017. године, са изузетком јануара 2018, крећу се на нивоу од 5,0%.

Усидреност краткорочних и средњорочних инфлационих очекивања финансијског сектора и привреде око централне вредности циља за инфлацију указују на повећан кредибилитет монетарне политике. Важно је истаћи то да финансијски сектор од октобра 2013. сматра да ће инфлација за годину дана унапред бити у границама циља Народне банке Србије. Такође, финансијски сектор сматра да ће инфлација и за две године унапред бити у тим границама, и то од самог почетка праћења ових очекивања (март 2014). Поред ниже очекиване инфлације у наредном периоду, знатно су побољшана очекивања економских субјеката и у погледу других кључних економских величина, а пре свега када су у питању пословни услови у наредних 12 месеци, као и раст кредитне и економске активности.

Графикон III.0.8. Очекивана инфлација за две године унапред* (мг. стопе, у %)



IV. Детерминанте инфлације

1. Кретања на финансијском тржишту

Ублажавање монетарне политике Народне банке Србије утицало је на смањење каматних стопа на међубанкарском тржишту новца, где се пренос врши промтно, а заједно с већом тражњом на аукцијама динарских ХоВ, и на даљи пад цене динарског задуживања државе.

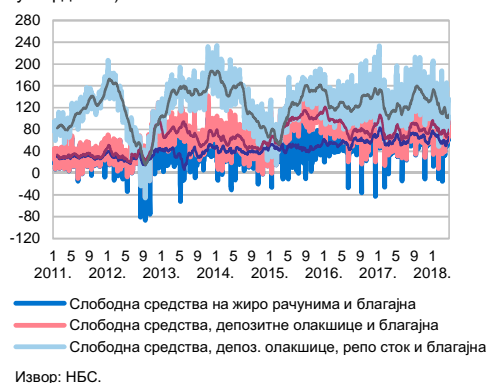
Притисци у смеру јачања динара од почетка године одражавају јачање макроекономских фундамената у протеклом периоду, што је потврђено и успешним завршетком трогодишњег аранжмана с ММФ-ом у фебруару. Док су почетком године били присутни депрецијацијски притисци, пре свега услед сезонски повећане тражње домаћих предузећа за девизама, углавном увозника енергената, од фебруара преовладавају апрецијацијски притисци, којима су допринели велико интересовање и знатан пораст улагања нерезидената у динарске ХоВ, као и висок прилив СДИ и настављен раст извоза.

Каматне стопе

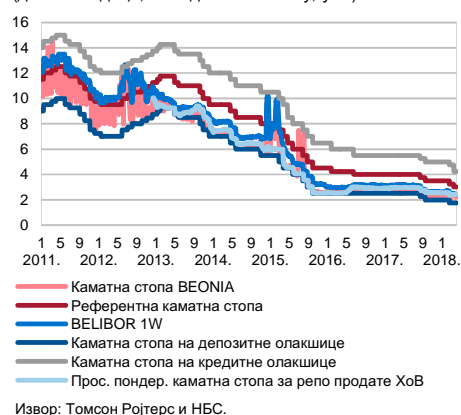
Смањење референтне стопе у марту утицало је на пад просечне репо стопе³, која је крајем месеца износила 2,4% и била је за 0,2 п.п. нижа него крајем 2017.

Каматне стопе на међубанкарском тржишту новца почетком године благо су порасле под утицајем смањења вишкова ликвидности банкарског сектора, да би у марту, пратећи смањење референтне стопе Народне банке Србије, опале. Тако је просечна вредност каматне стопе *BEONIA* у марту (2,3%) била за 0,1 п.п. нижа него у децембру 2017. За толико су смањене и каматне стопе *BELIBOR* и у марту њихове просечне вредности кретале су се од 2,4% за најкраћу до 3,2% за најдужу рочност, што је за 0,1 п.п. ниже од њихове просечне вредности из децембра 2017.

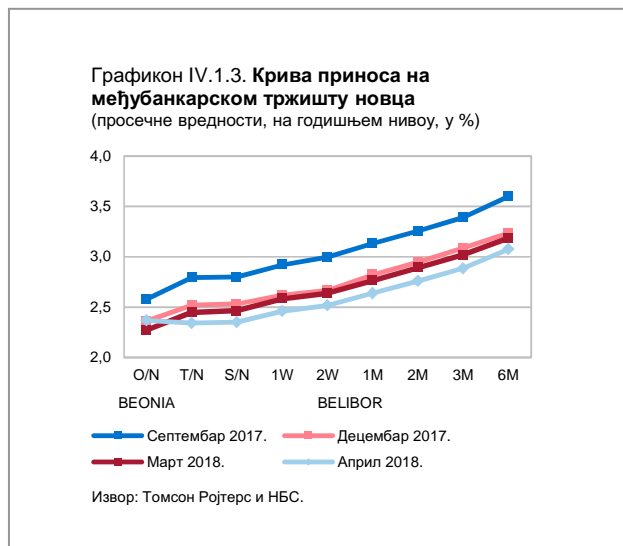
Графикон IV.1.1. Динарска ликвидност (дневна стања и тридесетодневни покретни просеци, у млрд RSD)



Графикон IV.1.2. Кретање каматних стопа (дневни подаци, на годишњем нивоу, у %)



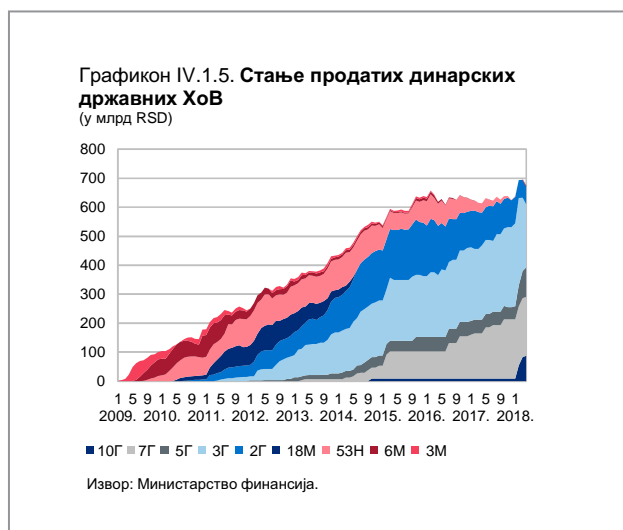
³ Стопа остварена на репо аукцијама пондерисана износом продатих ХоВ.



Међубанкарско преконоћно тржиште новца карактерисала је нешто виша активност банака, тако да је промет на овом тржишту у Т1 у просеку износио 2,9 млрд динара, што је за 0,4 млрд динара више него у Т4 2017.

Пратећи априлско снижење референтне каматне стопе, камате на међубанкарском тржишту новца у априлу су у просеку снижене за по 0,1 п.п.

Висока тражња на аукцијама, пад премије ризика земље и снижење референтне каматне стопе допринели су даљем паду каматних стопа на **примарном тржишту динарских државних ХоВ**. Најкраћи рок на који се држава у Т1 задуживала на овом тржишту био је три године, при чему су стопе на ове ХоВ снижене за 0,5 п.п., на 3,8% у фебруару. Током Т1 држава је првенствено продавала петогодишње и десетогодишње реперне ХоВ. Одржано је пет аукција петогодишњих ХоВ, на којима су стопе константно опадале – са 4,3% у јануару на 4,15% крајем марта. Извршна стопа у марту нижа је за 2,35 п.п. него у октобру 2015, када је последњи пут пре 2018. одржана аукција за ову рочност. Држава је у фебруару и марту, први пут од октобра 2014, организовала и аукције десетогодишњих ХоВ. Каматне стопе на ове ХоВ снижене су на 5,2% у марту, што је за 7,8 п.п. ниже него у октобру 2014. Тражња на овим аукцијама знатно је надмашивала понуду (на аукцији почетком фебруара чак пет пута), тако да је инвеститорима продат знатно виши износ ХоВ од планираног. Високој тражњи доприносили су и нерезиденти, који су купили три четвртине десетогодишњих ХоВ, као и око 15% петогодишњих ХоВ. У погледу рочне структуре, с обзиром на то да су у јануару доспеле и последње једногодишње ХоВ, најкраћа иницијална рочност која се тренутно налази у стању дуга државе по основу динарских ХоВ износи две године.



И каматне стопе на аукцијама државних ХоВ у **еврима** кориговане су наниже током Т1, и то за дуже рочности. Стопе на трогодишње ХоВ снижене су за 0,3 п.п., на 1,2%, а на петогодишње и десетогодишње ХоВ за по 0,5 п.п., на 1,9% и 3,5%, респективно. С друге стране, стопе на ХоВ најкраћих рочности готово да нису промењене – једногодишње ХоВ продаване су по стопи од 0,5%, а двогодишње по стопи од 1,0%.

Укупан промет на **секундарном тржишту државних ХоВ** у Т1 (160,2 млрд динара) био је сличан оном из претходног тромесечја, док су стопе приноса опале, и то израженије за ХоВ дуже рочности. Стопе приноса

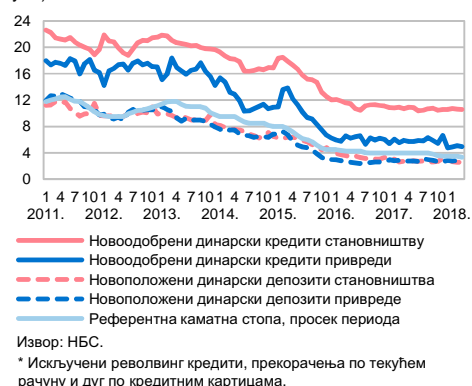
кретале су се у марту у распону од 3,1% за преосталу рочност до два месеца до 5,2% за рочност од 119 месеци.

Просечна каматна стопа на **новоодобрене динарске кредите привреди** у марту износила је 4,9% и била је виша за 0,2 п.п. него у децембру, док је цена динарских кредита становништву (10,6%) била непромењена у односу на крај 2017. Након што су се у децембру спустиле на нове минимуме, каматне стопе на све врсте динарских кредита привреди су током Т1 повећане – на инвестиционе кредите за 1,4 п.п., на 6,9%, на кредите за обртна средства за 0,1 п.п., на 4,4%, а на остале кредите за 0,2 п.п., на 5,2%. Код кредита становништву, снижене су стопе на готовинске кредите (за 0,2 п.п., на 10,9%), а у марту је забележена и реализација динарских стамбених кредита, који су одобрени по до сада најнижој просечној стопи (4,7%). Стопе на потрошачке кредите (8,3%) биле су непромењене у односу на крај 2017, док су стопе на остале кредите повећане (за 0,9 п.п., на 9,9%).

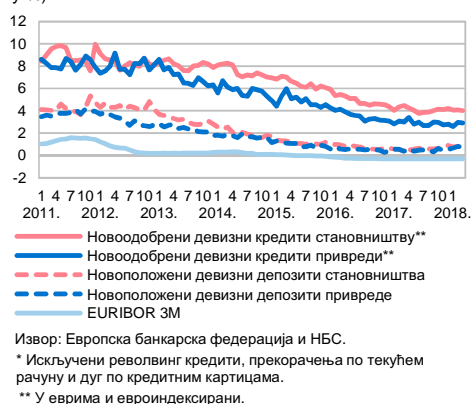
Просечна пондерисана каматна стопа на **новоодобрене кредите привреди у еврима и евроиндексиране кредите** повећана је са 2,8% у децембру 2017. на 2,9% у марту, под утицајем раста каматних стопа на кредите за обртна средства и евроиндексиране кредите осталих намена, које су повећане за по 0,2 п.п. и у марту су износиле 2,8% и 2,9%, респективно. Истовремено, каматне стопе на кредите за увоз (2,2%) готово да нису промењене у односу на децембар, док је цена инвестиционих кредита снижена за 0,3 п.п. у односу на крај 2017, на 3,0% у марту. Просечна каматна стопа на евроиндексиране кредите становништву смањена је током Т1 за 0,2 п.п., на 4,0% у марту. Томе је допринело смањење каматних стопа на стамбене кредите (за 0,2 п.п.), које су се у фебруару и марту спустиле на до сада најнижи ниво (2,8%), као и пад каматних стопа на остале кредите, које су снижене за 0,6 п.п., на 5,9%. С друге стране, стопе на готовинске и потрошачке кредите повећане су за по 0,1 п.п. у односу на крај 2017. и у марту су износиле 3,0% и 5,1%, респективно.

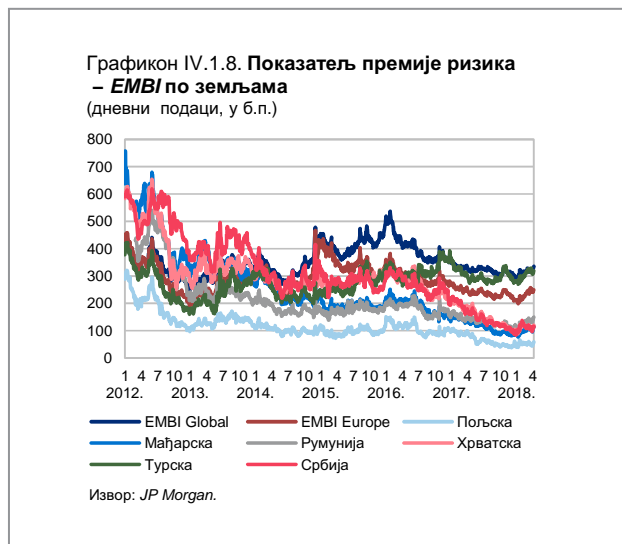
Каматне стопе на динарску штедњу становништва снижене су у Т1 за 0,5 п.п., на 2,6%, док је стопа на орочену штедњу у еврима (0,9%) била непромењена у односу на крај 2017. Каматна стопа на динарске депозите привреде (2,7%) снижена је за 0,2 п.п. у односу на децембар 2017, док је каматна стопа на орочене депозите у еврима повећана за 0,2 п.п., на 0,7% у марту.

Графикон IV.1.6. Кретање каматних стопа на динарске кредите и депозите привреди и становништву* (просечне пондерисане вредности, на годишњем нивоу, у %)



Графикон IV.1.7. Кретање каматних стопа на девизне кредите и депозите привреди и становништву* (просечне пондерисане вредности, на годишњем нивоу, у %)

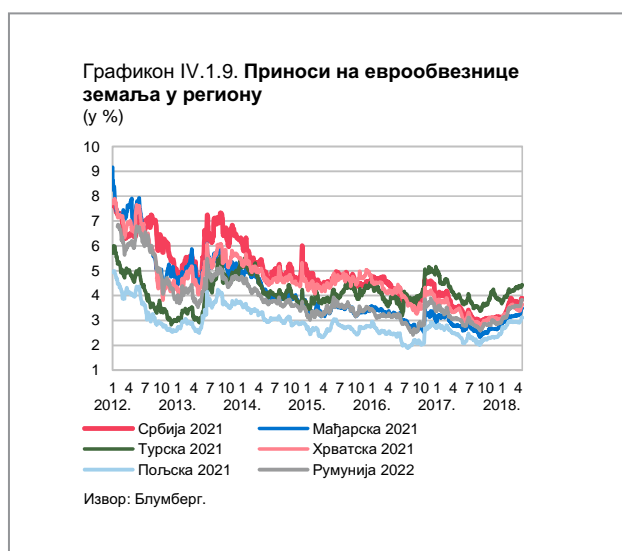




Премија ризика

Након што се почетком године спустила на најнижи ниво откад се прати (18. јануара на 85 б.п.), премија ризика Србије, мерена *EMBI*, као и других земаља у успону, под утицајем глобалних фактора умерено је расла, али је ипак, у просеку, била нижа у Т1 (109 б.п.) него у претходном тромесечју (113 б.п.). Кретање *EMBI* за Србију показује да инвеститори сматрају да је Србија сада сигурнија за улагања него што је била у претходном периоду. Крајем марта, *EMBI* за Србију износио је 114 б.п., што је за 12 б.п. више него на крају 2017. Притом, овај раст је био мањи него раст *EMBI Europe* (за 20 б.п., на 246 б.п.) и *EMBI Global* (за 15 б.п., на 326 б.п.). Током априла премија ризика Србије није се битније мењала у односу на Т1 и у просеку је износила 110 б.п.

Од глобалних фактора, на кретање премије ризика Србије, као и других земаља у успону, утицала је повећана волатилност на међународном финансијском тржишту у фебруару, која је последица низа изазова с којима се то тржиште суочава. Иако је било потпуно очекивано да ФЕД у марту повећа референтну стопу, као и да ЕЦБ од почетка године смањи месечну нето куповину активе, порасла је неизвесност око динамике нормализације монетарних политика водећих централних банака у наредном периоду. Поред тога, посматрани период обележиле су и геополитичке тензије, које су се негативно одражавале на спремност инвеститора на преузимање ризика. Ипак, поменути утицај повећане неизвесности на међународном финансијском тржишту на премије ризика земаља у региону, а тиме и Србије, у великој мери је компензован очекивањима у погледу убрзања глобалног раста и оптимизма по питању изгледа за наредни период.



У смеру ниже премије ризика Србије наставили су да делују домаћи фактори. Поправљање перцепције ризика Србије дугује се пре свега смањењу неравнотежа и унапређењу пословног амбијента, као и повољнијим изгледима за раст у наредном периоду. Постигнуте резултате у области фискалне консолидације и одрживости јавних финансија најбоље илуструју подаци о преласку из фискалног дефицита у суфицит од прошле године, успешно завршен аранжман с ММФ-ом и већи кредитни рејтинг земље код све три рејтинг агенције. Јачањем макроекономских фундамената, уз смањену унутрашњу и спољну неравнотежу, Србија је повећала своју отпорност на евентуалне негативне утицаје глобалних фактора.

Прилив капитала из иностранства

Током Т1, на финансијском рачуну остварен је нето прилив капитала који је у потпуности покривао дефицит текућег рачуна, доприносећи наставку апрецијацијских притисака на девизном тржишту. Посматрано по структури, настављен је висок прилив СДИ. Значајан прилив односио се и на портфолио инвестиције, а повећано је и задужење државе према иностраним кредиторима.

Нето прилив СДИ у Т1 био је нешто виши него у истом периоду претходне године и, према прелиминарним подацима, износио је 569,1 млн евра. Посматрано по делатностима, превладала су улагања у прерађивачку индустрију (34%), а знатни износи усмерени су у финансијски сектор, трговину, грађевинарство и пословање с некретнинама. Три четвртине СДИ чинила су улагања из ЕУ, на улагања из осталих европских земаља односило се око 12% СДИ, а на улагања из азијских земаља око 9%.

На нивоу године очекује се да ће нето прилив СДИ износити око 2,6 млрд евра (6,6% БДП-а) и да ће, као и у претходне три године, обезбедити пуну покривеност дефицита текућег рачуна.

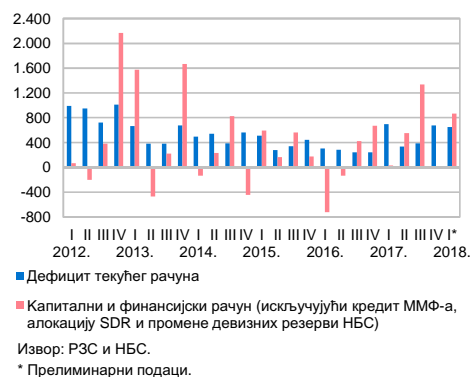
Нето прилив по основу **портфолио инвестиција** (327,8 млн евра) остварен током Т1 највиши је тромесечни прилив од Т1 2015. и резултат је пре свега улагања нерезидената у динарске дугорочне државне ХоВ.

По основу финансијских кредита забележен је одлив од 4,7 млн евра, пре свега због одлива који је по овом основу забележен код банака (93,8 млн евра), који се највећим делом односио на враћање краткорочних кредита (55,1 млн евра) узетих у претходном периоду. Истовремено, смањене су обавезе Народне банке Србије за 3,8 млн евра, док су, с друге стране, обавезе државе према инокредиторима повећане за 93,0 млн евра. Задуживање предузећа је током Т1 остало непромењено.

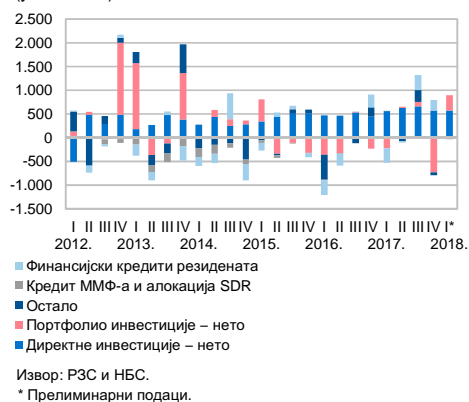
Кретања на девизном тржишту и курс динара

Посматрано крајем периода, динар је незнатно ојачао према евр (за 0,1%), а на нивоу просека тромесечја за 0,6%. Према долару, динар је у Т1, посматрано крајем периода, ојачао за 3,2%, пошто је у условима повољнијих изгледа за привредни раст зоне евра настављено јачање евра према долару.

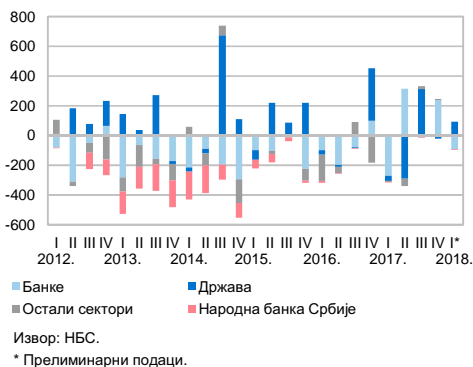
Графикон IV.1.10. Дефицит текућег биланса и нето прилив капитала (у млн EUR)



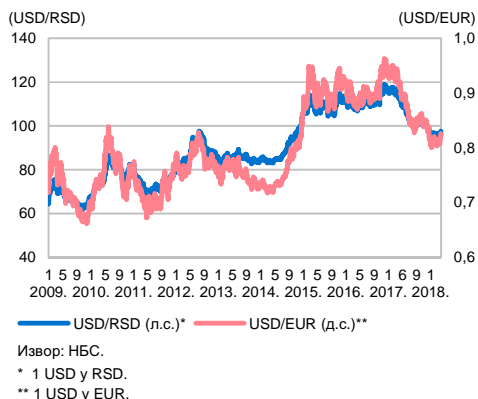
Графикон IV.1.11. Структура финансијског биланса (у млн EUR)



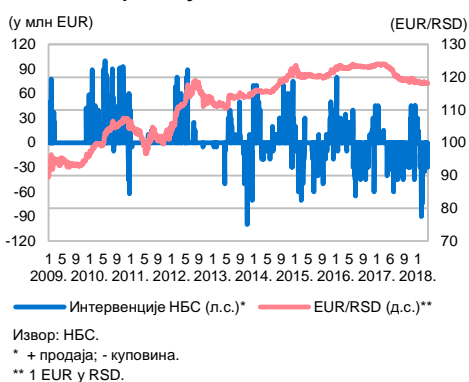
Графикон IV.1.12. Финансијски кредити резидената – промена нето задужења (у млн EUR)



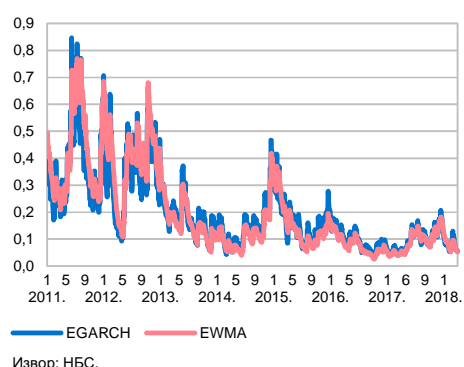
Графикон IV.1.13. Кретање курса динара и евра према долару



Графикон IV.1.14. Кретање курса динара и интервенције Народне банке Србије на девизном тржишту



Графикон IV.1.15. Краткорочна волатилност курса динара према евра (у %)



На нивоу тромесечја, и у Т1 је остварен висок прилив СДИ, настављен је раст извоза, а од марта, апрецијацијским притисцима доприносило је и повећање валутно индексиране aktive банака⁴. Посматрано на месечном нивоу, у јануару су били присутни депрецијацијски притисци условљени дејством сезонских фактора, пре свега појачане тражње увозника енергената за девизама. Поред тога, на депрецијацијске притиске утицало је и смањење валутно индексиране active банака, у условима нешто нижег откупа ефективног страног новца од мењача и физичких лица. Међутим, од фебруара преовладавају апрецијацијски притисци, којима је првенствено допринело велико интересовање и знатан пораст улагања нерезидентата у дугорочне динарске државне ХоВ у фебруару и марту. Истовремено, тражња предузећа за девизама је смањена, а откуп ефикативности од мењача повећан. Апрецијацијским притисцима у марту допринело је и повећање нето имовине банака индексиране валутном клаузулом.

Како би ублажила прекомерне краткорочне осцилације курса динара према евра, Народна банка Србије је током Т1 интервенисала на МДТ-у нето куповином 400,0 млијн евра, при чему је у јануару продавала, а у фебруару и марту куповала девизе. Притом, куповина девиза у износу од 400,0 млијн евра током марта била је највиша месечна куповина.

Апрецијацијски притисци преовладавали су и током априла, пре свега по основу сезонски повећаног откупа ефективног страног новца, у условима ниске нето продаје девиза резидентима и нерезидентима. У априлу Народна банка Србије је наставила да интервенише на МДТ-у куповином 205,0 млијн евра.

Промет на МДТ-у⁵ током Т1 у просеку је дневно износио 37,3 млијн евра, при чему је највећа вредност остварена у јануару (42,0 млијн евра просечно дневно). У односу на Т4 2017, просечан дневни промет у Т1 нижи је за 10,0 млијн евра, у складу с чим су благо смањене и осцилације курса динара према евра, мерене методама EWMA⁶ и EGARCH⁷. У

⁴ У настојању да уравнотеже своју отворену дугу девизну позицију и тако смање изложеност девизном ризику, банке продају девизе, што за резултат има јачање динара.

⁵ Без Народне банке Србије.

⁶ EWMA (Exponentially Weighted Moving Average) – метод пондерисаних покретних просека код кога се процентуалним дневним променама девизног курса додељују различити пондери за различите временске тренутке, при чему ти пондери експоненцијално опадају удаљавањем од садашњег момента.

⁷ EGARCH (Exponential General Autoregressive Conditional Heteroskedasticity) – метод оцене условне варијансе који приказује асиметричан ефекат позитивних и негативних шокова на оцену условне варијансе.

поређењу са истим периодом претходне године, вредност промета је била двоструко виша.

На редовним своп аукцијама које организује Народна банка Србије, током Т1 реализован је нижи промет него у Т4 2017. На тромесечним аукцијама, Народна банка Србије је од банака укупно купила и банкама продала по 80,0 млн евра (или за 48,0 млн евра више него у Т4), док је на двонедељним аукцијама купљено и продато по 22,0 млн евра (или за 68,0 млн евра мање него у Т4).

Од валута земаља у региону са сличним режимом девизног курса, поред динара, током Т1 једино је ојачала чешка круна (0,4%). Вредност румунског леја је остала непромењена, док је мађарска форинта ослабила за 0,8%, пољски злот за 0,9%, а турска лира за 7,5%.

Кретања на берзи

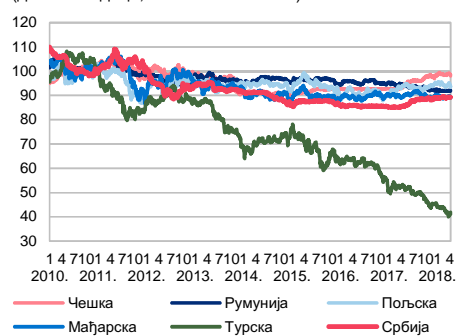
Иако је вредност индекса најликвиднијих акција *BELEX15* повећана у јануару, од фебруара је уследио благ пад, тако да је на нивоу целог тромесечја *BELEX15* смањен за 2,2%, на 742,8 индексних поена. Општи индекс акција *BELEXline* крајем тромесечја износио је 1.564,3 и био је нижи за 5,9% него на крају претходне године. Ипак, раст индекса *BELEXsentiment* у априлу на 109,2 указује на то да је спремност инвеститора за улагања на тржишту капитала повећана.

Као и претходних тромесечја, инвеститори су и током Т1 на Београдској берзи доминантно трговали дужничким ХоВ. Тако је укупан промет обвезницама износио 17,5 млрд динара и, у односу на претходно тромесечје, био је нижи за 12,6%. Учешће нерезидената у трговању обвезницама смањено је са 0,4 млрд динара у Т4 на 0,3 млрд динара у Т1.

Промет акцијама, треће тромесечје заредом, расте – у Т1 промет је повећан за 26,3%, на 2,5 млрд динара⁸. Раст трговања у Т1 остварен је пре свега на МТП (нерегулисано) сегменту тржишта, док је трговање акцијама на регулисаном сегменту било ниже за 5,2% него у Т4 2017. Нерезиденти су у укупном трговању акцијама учествовали са 45,9%, при чему су нето купили акције у износу од 0,2 млрд динара.

⁸ Трговање акцијама и даље бележи релативно ниске вредности, што потврђује и поређење с Т1 2017, када је промет износио 3,2 млрд динара.

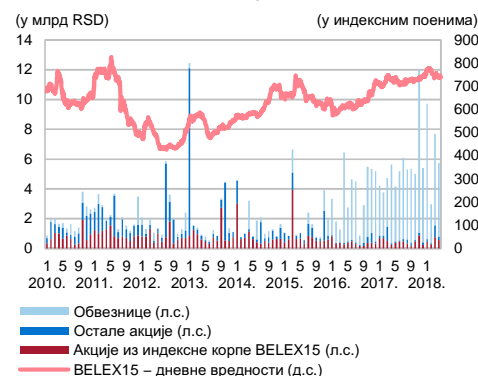
Графикон IV.1.16. Кретање курсева одређених националних валута према евр^{*}
(дневни подаци, 31. 12. 2010 = 100)



Извор: НБС и веб-сајтови централних банака.

* Раст представља апрецијацију.

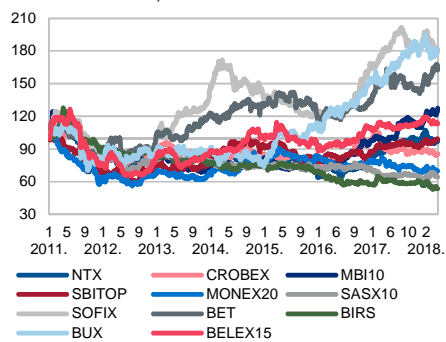
Графикон IV.1.17. Индекс *BELEX15* и промет на Београдској берзи



Извор: Београдска берза.

Графикон IV.1.18. Кретање берзанских индекса у региону

(у индексним поенима, нормализовано, 31. 12. 2010 = 100)



Извор: Београдска берза и веб-сајтови берзи у региону.

Расту промета на берзи требало би да допринесе реализација пројекта „Изађи на берзу (*IPO GO*)”, који Београдска берза спроводи у сарадњи са Европском банком за обнову и развој. Пројекат је усмерен на промоцију и помоћ приватним компанијама у реализацији почетних јавних понуда.

Тржишна капитализација Београдске берзе током Т1 смањена је за 9,0 млрд динара, на 539,7 млрд динара, услед смањења капитализације *open market* сегмента тржишта. Како је истовремено порастао БДП, учешће тржишне капитализације у оцењеном БДП-у смањено је за 0,4 п.п., на 11,9%.

Кретање индекса регионалних берзи било је променљиво током Т1, пошто су двоцифрен раст остварили индекси берзи у Сарајеву (*SASX10*, 13%) и Букурешту (*BET*, 12,4%), док је пад индекса био најизраженији у Мађарској (*BUX*, -5,4%).

2. Новац и кредити

Новчана маса је у Т1 смањена, пре свега под утицајем смањења средстава на динарским трансакционим депозитима и пада готовог новца у оптицају, што је уобичајено за почетак године. Понуди новца наставила је позитивно да доприноси кредитна активност, која је м.г. порасла у марту за 7,5%, и поред тога што су банке наставиле да растеређују билансе од проблематичне активе.

Монетарни агрегати

Сезонски уобичајено, динарски примарни новац у Т1 номинално је смањен за 11,3% (реално за 12,1%). Смањење укупног примарног новца било је мање изражено (6,0% номинално, а 6,8% реално), пошто су банке крајем марта код Народне банке Србије држале виши износ девизних депозита него крајем 2017. Посматрано на м.г. нивоу, динарски примарни новац у марту је реално убрзао раст на 4,5%, а укупни примарни новац на 2,8%.

На смањење динарског примарног новца током Т1 највише је утицала држава. Захваљујући наставку позитивних фискалних кретања, динарски депозити државе код Народне банке Србије у Т1 повећани су за 44,5 млрд динара, и поред куповине девиза ради регулисања девизних обавеза државе (по ком основу је повучено 59,9 млрд динара). С друге стране, расту динарске ликвидности банака у Т1 највише су

Табела IV.2.1. Монетарни агрегати (реалне м.г. стопе, у %)

	2017.				2018.	Учешће у М3 март 2018. (у %)
	Јун	Септ.	Дец.	Март	Март	
М3	3,7	2,4	0,6	1,9	100,0	
Девизни депозити	0,1	-0,5	-1,9	-0,9	62,8	
М2	10,6	7,7	4,7	7,0	37,2	
Динарски орочени и штедни депозити	14,7	16,7	-2,0	4,6	9,1	
М1	9,4	5,0	7,0	7,9	28,1	
Депозити по виђењу	11,9	7,3	9,5	9,7	21,3	
Готов новац у оптицају	2,1	-1,8	-0,1	2,4	6,7	

Извор: НБС.

доприносиле куповина девиза Народне банке Србије на МДТ-у (са 35,3 млрд динара) и девизне трансакције платног промета с Косовом и Метохијом (са 12,1 млрд динара). У мањој мери, повећању ликвидности у Т1 допринело је и нешто ниже улагање банака у репо ХоВ (за 5,1 млрд динара), чије је стање крајем марта износило 40,0 млрд динара.

И остали монетарни агрегати опали су у Т1. Сезонски убичајено, смањење готовог новца у оптицају и средстава на трансакционим рачунима утицали су на пад динарских монетарних агрегата у Т1, што је довело до тога да М1 и М2 крајем марта буду реално нижи за 6,2% и 4,6%, респективно, него на крају децембра. Раст девизних депозита у посматраном периоду делом је компензовао пад динарске новчане масе, тако да је М3 смањен у мањој мери (реално за 1,7%).

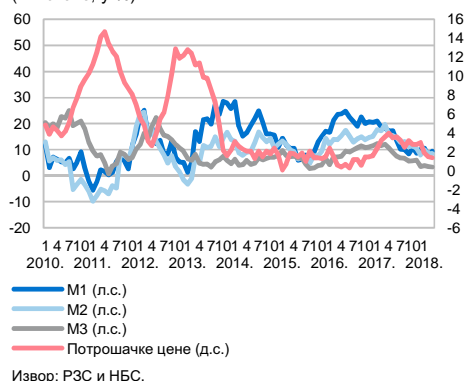
Укупни трансакциони депозити у Т1 смањени су за 24,1 млрд динара, што је пре свега последица пада стања на рачунима предузећа. Најизраженије смањење бележе депозити предузећа из области трговине, прерађивачке индустрије и енергетике. С друге стране, повећања су остварена код предузећа из осталих услужних сектора. У мањој мери смањени су и трансакциони депозити грађана, локалних органа власти и непрофитних организација.

За разлику од трансакционих депозита, локални органи власти и грађани држали су веће износе средстава на динарским ороченим депозитима, што је највише и утицало на то да ова категорија депозита у Т1 буде повећана за 3,4 млрд динара. Динарска штедња грађана повећана је у Т1 за 1,4 млрд динара и крајем марта износила је 50,9 млрд динара.

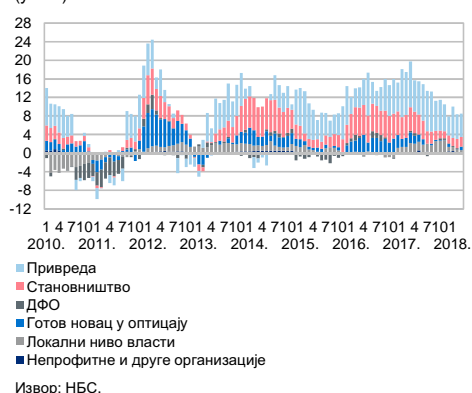
Порасли су и укупни девизни депозити (за 119,0 млн евра у Т1), чему је првенствено допринео раст девизне штедње грађана (за 180,7 млн евра), која је крајем марта износила више од 9,2 млрд евра. С друге стране, већа плаћања по основу увоза смањила су стања на девизним рачунима привреде, која су у Т1 снижена за 62,2 млн евра.

Посматрано на мг. нивоу, сви монетарни агрегати номинално су успорили раст, чему доприносе и позитивни резултати фискалне консолидације. Успоравање мг. инфлације током Т1 утицало је на то да новчане масе М1, М2 и М3 у марту, у односу на крај 2017, реално убрзају раст на 7,9%, 7,0% и 1,9%, респективно.

Графикон IV.2.1. Монетарни агрегати и потрошачке цене
(мг. стопе, у %)



Графикон IV.2.2. Доприноси мг. расту М2, секторска структура
(у п.п.)



Графикон IV.2.3. Домаћи кредити немонетарном сектору и М3
(номиналне мг. стопе, у %)





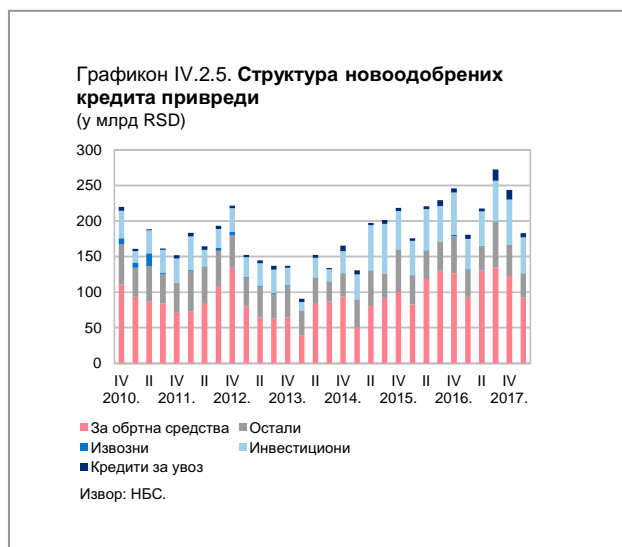
Кредити

Домаћи кредити су у Т1, без ефекта промене девизног курса, повећани за 1,0%, пре свега по основу раста кредита становништву. Кредити привреди су, упркос сезонски уобичајеном мањем кредитирању почетком године, први пут од 2012. године повећани у Т1 за 0,4%. Посматрано на мг. нивоу, домаћи кредити су у марту повећани за 7,5%, при чему је раст кредита становништву успорен на 10,9%, а раст кредита привреди убрзан на 5,1%.

Банке су и у 2018. години наставиле да чисте билансе од проблематичне активе и у Т1 отписале су 7,7 млрд динара и лицима ван банкарског сектора продале 2,6 млрд динара *NPL* (при чему се трећина продатих *NPL* налазила у билансима банака у тренутку продаје). И поред тога, кредити приватном сектору су порасли, што потврђује да се кредитна активност даље опоравља. Ако се искључи ефекат отписа и продаје *NPL*⁹, мг. раст домаћих кредита у марту је износио 14,0%, од чега становништву 14,4%, а привреди 13,9%.

По искључењу ефекта промене курса, кредити привреди су у Т1 повећани за 3,7 млрд динара. При томе, порасли су кредити привредним друштвима, док је задуженост јавних предузећа мања него на крају 2017. Посматрано по делатностима, кредитирање трговине, грађевинарства, енергетике и прерађивачке индустрије наставило је да расте, док су опали пре свега кредити предузећима из области саобраћаја и пољопривреде. Посматрано по наменама, највећи део потраживања банака од привреде и даље су чинили кредити за обртна средства (48,8%) и инвестициони кредити (31,8%).

Нижи раст кредита привреди у току Т1 последица је сезонски нижег одобравања нових кредита почетком године. При томе, износ новоодобрених кредита привреди у Т1 (182,9 млрд динара) био је за 1,3% виши него у истом периоду претходне године, а за 16,6% ако се искључи ефекат рефинансираних кредита код исте банке. Као и до сада, више од половине новоодобрених кредита привреди чинили су кредити за обртна средства (50,4%), док је учешће инвестиционих кредита повећано на 28,0% (просек у



⁹ Искључен ефекат отписа и продаје *NPL* од почетка 2016. године. Закључно с мартом 2018, банке су отписале 154,0 млрд динара *NPL* (од чега 117,1 млрд динара од привреде, а 32,5 млрд динара од становништва), а продале 54,9 млрд динара *NPL*, које су се у том тренутку налазиле у њиховим билансима.

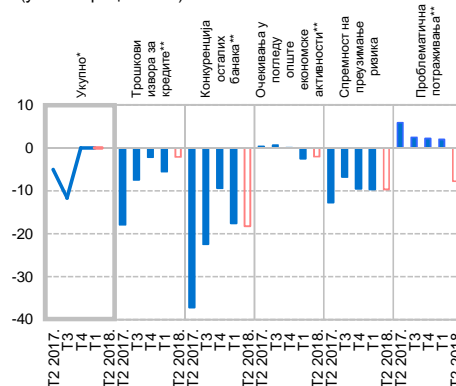
2017. био је 23,3%). Учешће нових кредита за увоз смањено је на 3,1%, пошто је већа реализација забележена само у јануару.

Резултати априлске анкете Народне банке Србије о кредитној активности банака¹⁰ показују да су кредитни стандарди за привреду у Т1 остали непромењени, а промена се не очекује ни у Т2. Посматрано по критеријуму величине предузећа, банке су оцениле да су стандарди за кредитирање малих и средњих предузећа благо ублажени, а поштрени за велика предузећа. Ублажавање се односило на девизне дугорочне кредите, на шта је највише утицала конкуренција међу банкама и већа спремност на преузимање ризика, као и нижи трошкови извора кредита и очекивани раст економске активности. Према оцени банака, услови задуживања привреде били су повољнији по основу смањења каматних маржи и пратећих трошкова, повећања рочности и максималног износа кредита. После дужег времена ублажени су и захтеви у погледу колатерала, чему је допринело и веће учешће банака у пројектима у којима међународне финансијске институције пружају део гаранцијске подршке. Раст тражње предузећа за кредитима, вођен потребом за финансирањем капиталних инвестиција и обртних средстава, а у мањој мери и реструктурирањем дуга, настављен је и током Т1. Исти фактори требало би да буду главни покретачи раста тражње и у Т2.

Кредити становништву су у Т1, без ефекта промене курса, повећани за 2,2%, или за 19,5 млрд динара. Банке су и даље највише одобравале готовинске кредите (укључујући и кредите за рефинансирање) и стамбене кредите, који су у Т1 повећани за 10,4 млрд динара и 5,3 млрд динара, респективно.

Обим новоодобрених кредита становништву у Т1 (110,5 млрд динара) био је за 2,8% нижи него у Т4 2017, а за 10,9% виши него у истом периоду претходне године. Грађани су и у Т1 највише користили динарске готовинске кредите и кредите за рефинансирање, који су чинили 57,1% новоодобрених кредита становништву, при чему је скоро три четвртине тих кредита било с роком отплате преко пет година. Обим новоодобрених стамбених кредита (19,2 млрд динара) виши је за

Графикон IV.2.6. Утицај појединих фактора на промену кредитних стандарда у одобравању кредита и кредитних линија предузећима (у нето процентима)

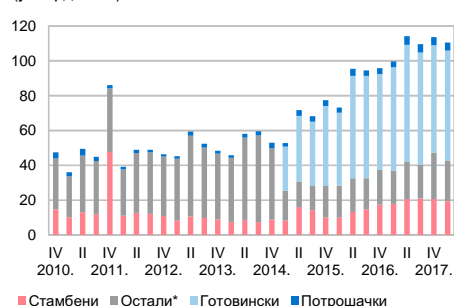


Извор: НБС.

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

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

Графикон IV.2.7. Структура новоодобрених кредита становништву (у млрд RSD)

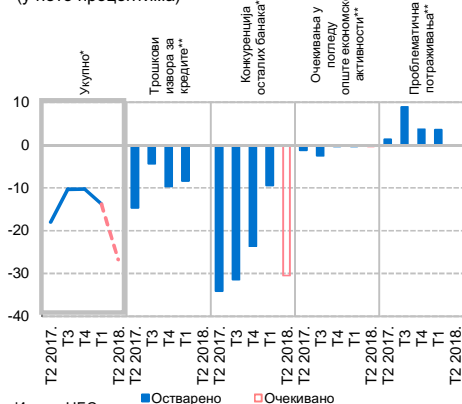


Извор: НБС.

* До децембра 2014. године у категорији „Остали кредити“ подразумевали су се готовински и остали кредити заједно.

¹⁰ Поменути анкету Народна банка Србије спроводи од почетка 2014. године.

Графикон IV.2.8. Утицај појединих фактора на промену кредитних стандарда у одобравању кредита и кредитних линија становништву (у нето процентима)



Извор: НБС.

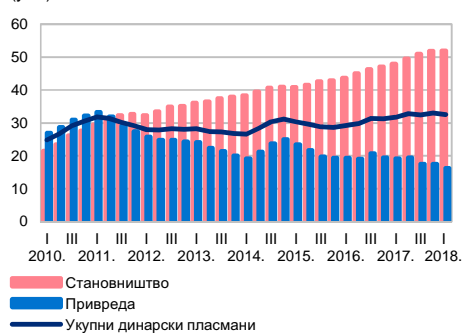
* Позитивне вредности указују на поштравање, а негативне на ублажавање кредитних стандарда у односу на претходно тромесечје.

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

7,0% него у Т1 претходне године, а за 28,8% ако се искључе рефинансирани кредити код исте банке. Прекорачења по текућим рачунима била су нешто виша него крајем 2017, док је задуживање грађана по кредитним картицама смањено.

Резултати априлске анкете о кредитној активности показују да су банке и у Т1 ублажиле кредитне стандарде за становништво, што очекују да се продужи и током Т2. Ублажени су стандарди за динарске готовинске кредите и кредите за рефинансирање, као и за девизне стамбене и потрошачке кредите, при чему су на ублажавање највише утицали конкуренција међу банкама и нижи трошкови извора кредита. Према оцени банака, услови задуживања грађана били су повољнији по основу нижих каматних маржи, дужих рокова отплате кредита и блажих захтева у погледу колатерала. Као главни фактори који су подстицали раст тражње означени су рефинансирање постојећих обавеза, куповина непокретности и раст зарада. Према анкети, банке очекују да ће исти фактори наставити да утичу на раст тражње и у Т2, уз додатни позитивни утицај раста запослености.

Графикон IV.2.9. Учешће динарских пласмана у укупним пласманима банака привреди и становништву (у %)



Извор: НБС.

Учешће динарских пласмана у укупним пласманима привреди и становништву крајем марта износило је 32,5%. При томе, динаризација пласмана становништву повећана је на 51,9%, док је динаризација пласмана привреди смањена на 16,2% у марту, под утицајем већег задуживања у девизама, а делом и због отписа динарских потраживања.

Тренд смањења *NPL* настављен је и у 2018, при чему је Народна банка Србије, након што је спровела све мере из свог акционог плана за решавање *NPL*, донела и Одлуку о рачуноводственом отпису билансне активе банке септембра 2017. За нешто више од две и по године, откако је усвојена Стратегија, износ *NPL* више је него преполовљен, а учешће тих кредита у укупним кредитима снижено је за 13,2 п.п. Од почетка 2018, учешће *NPL* у укупним кредитима снижено је за 0,6 п.п., на 9,2% у марту. Од тога, учешће *NPL* у сектору привреде смањено је за 0,7 п.п., на 9,7% у марту¹¹, а код становништва за 0,4 п.п., на 5,2%.¹² Покривеност *NPL* је на високом нивоу – исправка вредности укупних кредита у марту

¹¹ Обухвата привредна друштва и јавна предузећа. Ако посматрамо само привредна друштва, учешће *NPL* у укупним кредитима у марту је износило 10,1% и за 0,7 п.п. ниже је него у децембру 2017.

¹² Ако се укључе предузетници и приватна домаћинства, то учешће је смањено за 0,4 п.п., на 5,4%.

износила је 73,2% *NPL*, а регулаторна резервисања за билансну изложеност и даље у потпуности покривају износ бруто *NPL* и у марту су износила 135,7%. Такође, након увођења стандарда Базел III¹³, показатељ адекватности капитала додатно је повећан и крајем 2017. износио је 22,6%, што указује на високу капитализованост домаћег банкарског сектора.

3. Тржиште непокретности

Тржиште некретнина у Т1 карактерисао је раст промета и благ раст цена. Наставак опоравка тржишта некретнина може се очекивати и у наредном периоду, по основу раста понуде некретнина и тражње за њима.

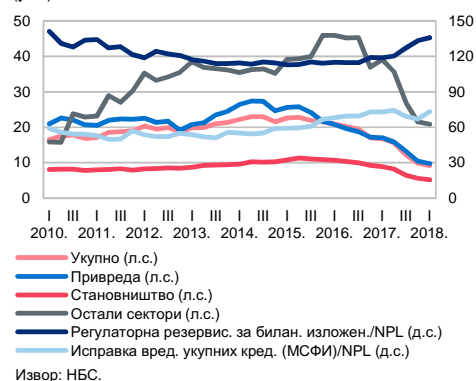
Мерена индексом *DOMex*¹⁴, просечна цена некретнина у Србији у Т1 повећана је за 1,7%. Цене су порасле у свим регионима, изузев региона Шумадије и западне Србије. Посматрано на мг. нивоу, цене некретнина у Србији у Т1 више су за 0,7%.

Просечна цена некретнина у Србији у Т1 износила је 904,4 евра по квадратном метру, а у београдском региону 1.196,9 евра. Однос цена у београдском и осталим регионима благо је смањен у односу на претходно тромесечје и износио је 1,84.

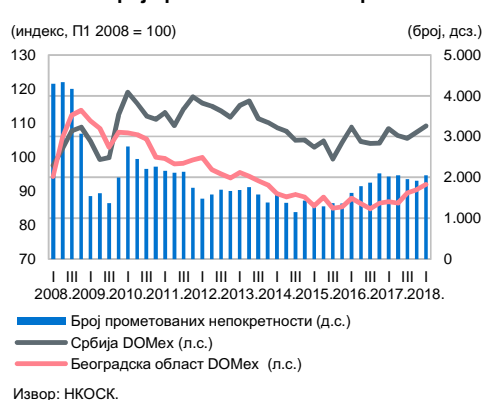
Број прометованих некретнина¹⁵ у Т1 порастао је 6,7% дсз., при чему је раст остварен у свим регионима, изузев у београдском. Слична кретања забележена су и на мг. нивоу, уз раст промета непокретности од 1,7%.

У наредном периоду могу се очекивати позитивна кретања на тржишту непокретности. Посматрано са стране понуде, на то указује даљи раст броја издатих грађевинских дозвола у станоградњи, који је, у просеку, у прва два месеца 2018. већи за 24,1% дсз. него у Т4 2017, а мг. посматрано за 108,1%. Такође, очекује се и постепени опоравак тражње на овом тржишту, чему би, поред очекиваног наставка раста зарада и запослености, требало да допринесе задржавање повољних услова задуживања грађана у

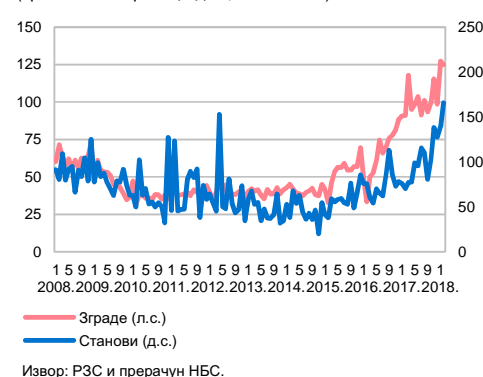
Графикон IV.2.10. Учешће *NPL* у укупним кредитима, бруто принцип (у %)



Графикон IV.3.1. Индекси цена непокретности *DOMex* и број прометованих непокретности



Графикон IV.3.2. Индекси броја издатих дозвола за новоградњу (тримесечни просеци дсз., 2017 = 100)



¹³ Регулаторни оквир стандарда Базел III примењује се од 30. јуна 2017.

¹⁴ Овај индекс објављује Национална корпорација за осигурање стамбених кредита, а односи се само на непокретности чија је куповина финансирана осигураним кредитима.

¹⁵ Број прометованих непокретности и цена стана по квадратном метру односе се само на некретнине чија је куповина финансирана осигураним кредитима.

Графикон IV.4.1. Доприноси м.г. стопи раста БДП-а – расходна страна*



Табела IV.4.1. Кретање главних показатеља и извора потрошње домаћинства (реалне м.г. стопе раста у %)

	2017.			2018.
	T2	T3	T4	T1
Потрошња домаћинства	1,6	1,8	1,9	3,3*
Показатељи				
Промет у трговини на мало	4,2	4,1	2,2	3,2
Промет у угоститељству	7,2	7,2	5,9	6,5**
Број домаћих туриста	10,1	7,6	9,8	10,1
Број ноћења домаћих туриста	10,8	7,5	11,3	9,2
Увоз потрошне робе (ВЕС класификација), номинално	1,8	5,0	0,7	7,7
Извори				
Маса укупних зарада, номинално	7,4	6,7	5,9	8,4**
Нето прилив дознака, номинално	7,5	0,9	22,7	12,0
Новоодобрени готовински кредити, номинално	14,7	9,6	11,5	6,2

* Процена НБС.
** Јануар–Фебруар.
Извор: РЗС и прерачун НБС.

Графикон IV.4.2. Потрошња домаћинства (дсз. подаци, П1 2008 = 100)



домену стамбеног кредитирања, на које указују резултати априлске Анкете о кредитној активности.

4. Агрегатна тражња

Даље унапређење пословног окружења, убрзана реализација инфраструктурних пројеката, наставак снажног прилива СДИ и већа профитабилност привредних друштава позитивно су деловали на раст фиксних инвестиција, које су уз потрошњу домаћинства, подстакнуту наставком повољних трендова на тржишту рада, у највећој мери утицале на раст БДП-а од 1,8% дсз. у Т1. Поред тога, наставак раста извоза позитивно је допринео расту БДП-а и у Т1, али је допринос нето извоза остао негативан услед бржег раста увоза. Бржи раст потрошње домаћинства и инвестиција државе допринели су убрзању раста БДП-а на м.г. нивоу, који је, према прелиминарној процени Републичког завода за статистику, у Т1 износио 4,5%.

Домаћа тражња

Потрошња домаћинства је у Т1, према нашој процени, убрзала раст на 1,1% дсз. (допринос расту БДП-а од 0,8 п.п.), захваљујући наставку раста запослености у приватном сектору, вишој минималној цени рада и повољним монетарним условима. На бржи раст потрошње домаћинства указује пре свега виши раст промета у трговини на мало у Т1 (1,0% дсз.) него у Т4 2017. (0,4% дсз.), као и повећање броја долазака домаћих туриста (2,8% дсз.) и броја њихових ноћења (1,8% дсз.). Посматрано на м.г. нивоу, раст потрошње домаћинства убрзан је на 3,3%, уз позитиван допринос кретању БДП-а од 2,6 п.п.

Раст запослености у приватном сектору и повећање минималне цене рада утицали су на раст номиналне масе зарада у Т1, који је, према нашој процени, износио 4,2% дсз. Поред тога, на раст извора за потрошњу домаћинства у Т1 указује и наставак м.г. раста новоодобрених кредита намењених потрошњи, као и већи прилив дознака из иностранства него у истом периоду претходне године.

Позитиван допринос расту БДП-а у Т1 од 0,1 п.п. потекао је и од финалне потрошње државе, која је, према нашој процени, порасла за 0,6% дсз. Такво кретање резултат је повећања плата у јавном сектору, на шта указује раст расхода за зараде у Т1. С друге стране, смањени су издаци за куповину робе и услуга.

Финална потрошња државе је у Т1 свој раст наставила и на мг. нивоу (2,0%), уз позитиван допринос кретању БДП-а од 0,4 п.п.

Снажан раст инвестиција из Т4 2017. настављен је и на почетку 2018, захваљујући даљем унапређењу пословног окружења, реализацији инфраструктурних пројеката и повољним монетарним условима. При томе, релативно висок раст забележиле су **инвестиције државе**, које су, према нашој процени, повећане 25,4% дсз. (допринос расту БДП-а 0,8 п.п.), на шта указује знатно брже извршење капиталних расхода буџета у Т1. Позитиван допринос расту БДП-а (0,5 п.п.) потекао је и од даљег раста **приватних инвестиција**, који је, према нашој процени, износио 2,5% дсз. На снажан раст указују пре свега показатељи из области грађевинарства, тј. већа производња грађевинског материјала (0,9% дсз.) и вредност изведених радова у грађевинарству (6,4% дсз.). Такође, раст броја издатих грађевинских дозвола (13,5% дсз.) и предвиђене вредности радова на основу тих дозвола (33,1% дсз.) указују на наставак повољних кретања у грађевинарству и у наредном периоду. На повољна кретања у области инвестиција у Т1 указује и раст увоза опреме (6,4% дсз.), као и већа домаћа производња капиталних производа (4,9% дсз.). Посматрано на мг. нивоу, инвестиције у основне фондове порасле су за 16,5% и позитивно су допринеле кретању БДП-а са 2,9 п.п.

Слично као и у претходном периоду, инвестиције су у великој мери финансиране из сопствених средстава предузећа, која су на нивоу укупне привреде у 2017. забележила знатно боље финансијске резултате. На то указује позитиван нето резултат привредних друштава, који је, према прелиминарним подацима Агенције за привредне регистре, у 2017. износио 437,2 млрд динара, што је знатно више него у 2016. (187,4 млрд динара). Поред тога, трошкови амортизације, тј. средства која предузећа издвајају за замену основних средстава, на нивоу привреде у 2017. износила су 365,8 млрд динара и била су за 18,7 млрд динара виша него у 2016. Побољшање макроекономских фундамената, унапређен пословни амбијент и повољни изгледи за привредни раст подстакли су даљи раст нето прилива СДИ, који је у Т1 износио 569,1 млн евра и био је виши за 1,9% на мг. нивоу. Поред тога, део инвестиција финансиран је и путем инвестиционих кредита, који су у Т1 били виши за 19,6% на мг. нивоу. Поред инвестиција у основне фондове, позитиван допринос кретању БДП-а у Т1, према нашој процени, потекао је и од раста **залиха**. Залихе готових производа индустрије

Табела IV.4.2. Показатељи кретања инвестиција

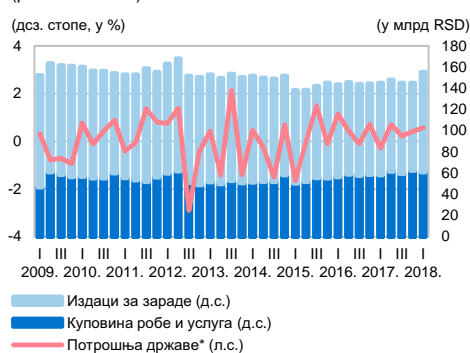
Реални показатељи (дсз. подаци, тромесечни раст, у %)	2017.				2018.
	I	II	III	IV	I
Залихе					
индустријских производа	5,6	2,6	1,2	4,2	1,9
Индустријска производња капиталних производа	8,4	-1,5	2,0	-5,6	4,9
Извоз средстава за рад*	-1,8	3,7	3,1	10,5	6,3
Увоз средстава за рад*	0,9	6,2	4,5	15,5	6,4
Залихе капиталних производа					
Индустријска производња интермедијарних производа	7,7	3,7	-1,2	-2,9	-6,0
Извоз интермедијарних производа*	4,0	5,2	0,0	-0,4	5,2
Увоз интермедијарних производа*	6,9	5,5	2,1	2,2	6,3
Залихе интермедијарних производа					
Индустријска производња грађевинског материјала	11,9	17,5	18,1	12,9	13,1
Залихе грађевинског материјала	6,2	1,9	2,5	4,5	6,0
Индустријска производња грађевинског материјала	7,4	6,2	-7,5	-0,6	0,9
Залихе грађевинског материјала	1,2	4,1	0,4	3,8	4,4
Инвестиције државе**	-5,7	3,6	2,6	5,8	25,4

Извор: РЗС и прерачун НБС.

* Извоз и увоз су изражени у еврима.

** Инвестиције државе су дефлациониране индексом цена произвођача индустријских производа.

Графикон IV.4.3. Потрошња државе (реални износи)



Извор: РЗС, Министарство финансија и прерачун НБС.

* Процена НБС за Т1 2018.

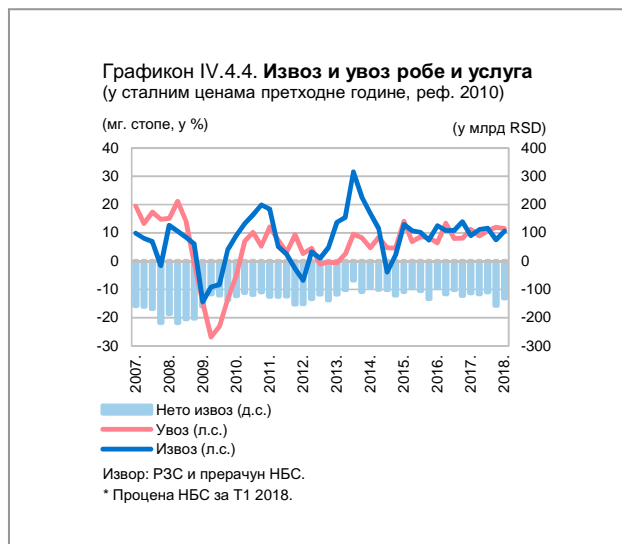
током Т1 порасле су 1,9% дсз., захваљујући првенствено већим залихама у аутомобилској и хемијској индустрији и производњи производа од гуме и пластике.

Нето екстерна тражња

Извоз робе и услуга у Т1 убрзао је реални раст (5,6% дсз.), захваљујући пре свега реализацији инвестиција из претходног периода и наставку позитивног деловања екстерне тражње из зоне евра и земаља у окружењу. Притом, извоз прерађивачке индустрије наставио је снажно да расте, а у Т1 се опоравио и извоз пољопривредних производа. С друге стране, наставак раста инвестиција и активности у индустрији, грађевинарству и услужним секторима допринео је даљем расту увоза опреме и репроматеријала, тако да је увоз робе и услуга у Т1 реално повећан за 4,9% дсз., што је определило негативан допринос нето извоза кретању БДП-а у Т1 (0,5 п.п.). Посматрано на мг. нивоу, извоз робе и услуга убрзао је реални раст на 10,6%, услед чега је смањен негативан допринос нето извоза у Т1 на 2,2 п.п.

Према подацима спољнотрговинске размене, извоз робе изражен у еврима порастао је у Т1 за 7,0% дсз. и, слично као у претходном периоду, био је вођен наставком изузетно позитивних трендова у прерађивачкој индустрији. Извоз прерађивачке индустрије задржава компоненту широке распрострањености, с обзиром на то да је у Т1 порастао извоз у 18 од 23 области прерађивачке индустрије, што даје основу за његов одржив раст. Највећи допринос расту потекао је од извоза основних метала, захваљујући како повећаној производњи у домаћој железари, тако и расту цене челика и бакра на светском тржишту. У складу с таквим кретањима, „Железара Смедерево” је у Т1 била други по величини појединачни домаћи извозник, са извозом од преко 200 млн евра, што је за две трећине више него у истом периоду претходне године. Поред основних метала, висок позитиван допринос расту извоза у Т1 дале су и остале традиционалне извозне области – хемијски производи, производи од гуме и пластике, електрична опрема и остале машине и опрема. Додатно, након три тромесечја, забележен је опоравак извоза код прехрамбених производа. С друге стране, у Т1 мањи је извоз нафтних деривата, моторних возила и металних производа.

Тромесечни раст извоза, први пут у меркантилној сезони, забележен је и код пољопривредних производа (37,2% дсз.), што је у одређеној мери



резултат и смањеног извоза током П2, након лоше сезоне. Расту извоза у Т1 у највећој мери је допринео опоравак извоза житарица, делом услед раста цена кукуруза и пшенице на светском тржишту.

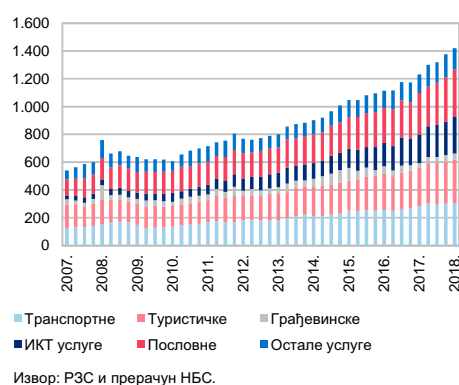
Мг. посматрано, у Т1, у готово свим областима прерађивачке индустрије извоз је наставио да расте по високим стопама, док је нижи извоз забележен у прехрамбеној индустрији и код пољопривредних производа, што је било очекивано због лоше пољопривредне сезоне претходне године. Извоз је на мг. нивоу у Т1 порастао и у аутомобилској индустрији, упркос нижем извозу компаније „Фијат” (за око 60 млн евра), што указује на добре извозне перформансе осталих компанија из ове области (раст за око 130 млн евра), које су резултат инвестиција из претходних година.

Према прелиминарним подацима, наставак позитивних трендова забележен је и у извозу услуга, који је и у Т1 наставио раст (3,2% дсз.). Највећи допринос расту извоза услуга, као и током 2017, наставиле су да пружају информационо-комуникацијске услуге (1,7 п.п.) и пословне услуге (1,3 п.п.). Поред тога, раст је забележен и у извозу транспортних и туристичких услуга, док је извоз грађевинских услуга смањен. Посматрано на мг. нивоу, извоз услуга је, слично као и током 2017, наставио да бележи двоцифрене стопе раста (15,2% у Т1 2018), уз позитиван допринос свих врста услуга.

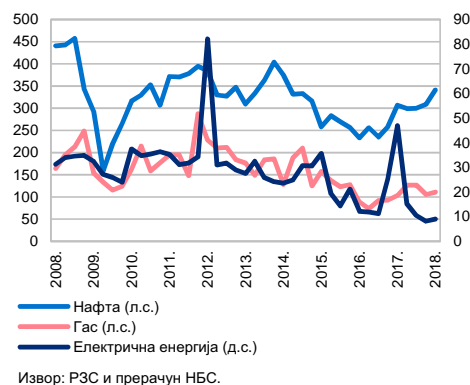
Према подацима спољне трговине, раст робног увоза израженог у еврима настављен је и у Т1 (5,2% дсз.), уз задржавање његове релативно повољне структуре. Наиме, због потреба текућег инвестиционог циклуса у индустрији, растући тренд увоза опреме, присутан у последње три године, настављен је и у Т1 (6,4% дсз.). Поред већег увоза опреме, наставио је да расте и увоз средстава за репродукцију (6,6% дсз.), што је резултат веће активности у индустрији, грађевинарству и услужним секторима. Такође, опоравак потрошње домаћинства утицао је и на већи увоз потрошне робе (5,6% дсз.). На повољне тенденције у кретању увоза указује и структура увоза посматрано према намени ЕУ, према којој је раст увоза био у великој мери вођен наставком раста увоза интермедијарних и капиталних производа.

Посматрано у односу на исти период претходне године, све категорије увоза, изузев енергената, порасле су у Т1, при чему је увоз био највиши код опреме и интермедијарних производа, што је у складу с текућим инвестиционим циклусом. С друге стране, и поред већих потреба привреде, увоз енергената

Графикон IV.4.6. Извоз услуга
(дсз. подаци, у млн EUR)



Графикон IV.4.7. Увоз енергената
(дсз. подаци, у млн EUR)





остао је на сличном нивоу као у Т1 2017, на шта су утицале повољније временске прилике на почетку ове године у односу на претходну годину.

Захваљујући убрзању раста извоза у Т1, покривеност робног увоза извозом, мерено 12-месечним покретним просеком, у марту је износила 77,6%, а по укључењу услуга – 86,1%. Поред тога, робни извоз се у марту налазио 119,5% изнад свог преткризног нивоа, док је увоз свој преткризни ниво надмашио за 26,5%.

5. Економска активност

Позитивни ефекти инвестиција из претходног периода и висока екстерна тражња допринели су расту прерађивачке индустрије, што је, уз опоравак сектора енергетике, убрзало раст БДП-а на 1,8% дсз. у Т1. Позитиван допринос потекао је и од веће активности у грађевинарству и већини услужних сектора, као резултат даље реализације инфраструктурних пројеката и опоравка домаће тражње. Према прелиминарној процени Републичког завода за статистику, раст БДП-а убрзан је и на мг. нивоу износио је 4,5%. Према нашој процени, у 2018. очекује се убрзање раста БДП-а на око 3,5%, по основу наставка позитивних тенденција у прерађивачкој индустрији и услужним секторима, као и даљег раста у грађевинарству. Ризици ове пројекције су асиметрични навише, тј. вероватније је да би раст могао бити виши него нижи од пројектованог од 3,5%.

Табела IV.5.1. Доприноси тромесечном расту БДП-а
(у п.п.)

	2017.				2018.
	T1	T2	T3	T4	T1*
БДП (у %, дсз.)	0,0	0,6	1,3	0,7	1,8
Пољопривреда	-0,7	-0,3	0,2	0,0	0,4
Индустрија	0,1	0,3	0,4	-0,1	0,6
Грађевинарство	0,1	0,1	0,2	0,3	0,3
Услуге	0,1	0,4	0,4	0,3	0,4
Нето порези	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1

Извор: РЗС и прерачун НБС.
* Процена НБС.



Раст БДП-а у Т1 убрзан је на 1,8% дсз., захваљујући расту активности у прерађивачкој индустрији и опоравку сектора енергетике. Поред тога, позитиван допринос расту БДП-а потекао је и од изузетно позитивних кретања у грађевинарству и у већини услужних сектора, на шта је утицао наставак интензивне реализације инфраструктурних пројеката и даљи опоравак домаће тражње. **Континуирани дсз. раст БДП-а, који је присутан од Т4 2015, тј. десет узастопних тромесечја, допринео је томе да економска активност у Т1 додатно порасте изнад свог преткризног нивоа¹⁶ – 7,0% мерено БДП-ом и 8,2% мерено НДВ-ом.**

Према прелиминарној процени Републичког завода за статистику, раст БДП-а у Т1 убрзан је на 4,5% мг. Томе

¹⁶ Ниво из П1 2008.

су, према нашој процени, у највећој мери допринела повољна кретања у индустрији, која је убрзала свој раст са 3,7% м.г. у Т4 2017. на 5,9% м.г. у Т1, уз позитиван допринос расту БДП-а од 1,3 п.п. Позитиван допринос расту БДП-а у Т1 наставили су да пружају и услужни сектори (1,4 п.п.) и грађевинарство (0,8 п.п.). Такође, позитиван допринос БДП-у дала је и пољопривреда (0,3 п.п.), што је у највећој мери резултат ниске базе због лоше прошлогодишње сезоне.

Највећи позитиван допринос тромесечном расту БДП-а у Т1 (0,6 п.п.) потекао је од раста индустрије (3,0% дсз.). Опоравак индустријске производње у Т1 био је претежно вођен повољним кретањима у прерађивачкој индустрији, чији је физички обим производње повећан 2,7% дсз., уз раст у 20 од 24 области. Посматрано по областима, раст је настављен у производњи основних метала, хемијских производа и моторних возила, а повољна кретања у грађевинарству допринела су и наставку раста производње грађевинског материјала и намештаја. Поред тога, опоравак у односу на претходно тромесечје забележен је у појединим областима које заузимају значајно учешће у извозу, попут производа од гуме и пластике, металних производа, машина и опреме, електричне опреме и пића и дувана. С друге стране, смањена је производња нафтних деривата. Посматрано на м.г. нивоу, раст физичког обима производње у прерађивачкој индустрији настављен је тринаесто тромесечје заредом и у Т1 износио је 5,0%, уз позитиван допринос кретању физичког обима производње укупне индустрије од 3,3 п.п.

Повољним кретањима у индустрији у Т1 допринео је и опоравак у сектору снабдевања електричном енергијом, гасом и паром, чији је физички обим производње повећан 6,9% дсз. С друге стране, физички обим производње у рударству у Т1 наставио је да опада (3,9% дсз.), што је последица смањене експлоатације угља, руда метала и сирове нафте. Посматрано на м.г. нивоу, физички обим производње у сектору снабдевања електричном енергијом, гасом и паром у Т1 растао је најбрже у последње две године (10,9%) и позитивно допринео расту укупне индустрије са 2,6 п.п. Раст је настављен и у сектору рударства (3,0% м.г.), уз позитиван допринос расту укупне индустрије од 0,2 п.п.

Повољна кретања у грађевинарству из П2 2017. настављена су и на почетку 2018, чему је у великој мери допринео и наставак интензивне реализације инфраструктурних пројеката. Према нашој процени,

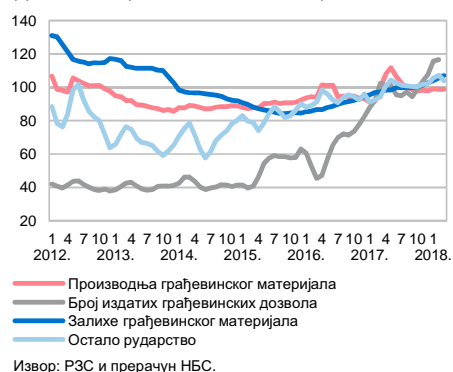
Графикон IV.5.2. Физички обим производње по гранама прерађивачке индустрије (дсз. подаци, П1 2008 = 100)



Графикон IV.5.3. Физички обим производње у енергетици и рударству (дсз. подаци, П1 2008 = 100)



Графикон IV.5.4. Показатељи грађевинске активности (тримесечни просеци дсз., 2017 = 100)



сектор грађевинарства у Т1 порастао је за 6,1% дсз., што је позитивно допринело расту БДП-а са 0,3 п.п. На такво кретање указује наставак раста производње грађевинског материјала (0,9% дсз.) и физичког обима производње у области експлоатације сировина за грађевинарство (1,7% дсз.),¹⁷ као и већа запосленост у сектору грађевинарства. Такође, број издатих грађевинских дозвола наставио је стабилно да расте (13,5% дсз.), чему је допринело и унапређење законске регулативе у грађевинарству у претходним годинама. Посматрано на мг. нивоу, грађевинарство је у Т1 знатно убрзало раст, на 25,0%, и позитивно допринело расту БДП-а са 0,8 п.п.

Позитиван допринос тромесечном расту БДП-а у Т1 (0,4 п.п.), према нашој процени, потекао је и од веће активности у услужним секторима, који су, збирно посматрано, порасли 0,7% дсз. На наставак повољних кретања у сектору трговине указује раст промета у трговини на мало од 1,0% дсз. у Т1, док већи број долазака (2,4% дсз.) и ноћења туриста (2,3% дсз.) указује на наставак позитивних тенденција и у сектору услуга смештаја и исхране. На већу активност у услужним секторима указује и наставак раста запослености, који је у Т1 забележен у свим секторима. Активности у услужним секторима наставиле су да расту у Т1 и на мг. нивоу (2,7%), што је позитивно допринело расту БДП-а са 1,4 п.п.

С обзиром на то да је овогодишња пољопривредна сезона на самом почетку, још увек не располажемо показатељима на основу којих бисмо извршили прецизнију процену кретања пољопривредне производње. Стога смо у нашој пројекцији претпоставили да ће приноси главних пољопривредних култура бити на нивоу њихових десетогодишњих просека. При тој претпоставци, у 2018. очекује се раст пољопривредне производње од око 5% и позитиван допринос расту БДП-а од 0,3 п.п.

Према нашој процени, БДП би у 2018. требало да убрза раст на 3,5%. Тај раст би, као и у 2017, требало да буде вођен наставком позитивних тенденција у прерађивачкој индустрији и грађевинарству, као и даљим растом у услужним секторима. Позитиван допринос очекује се и од опоравка сектора енергетике, на шта указују позитивна кретања забележена на почетку године, као и од пољопривреде, која би требало да се опорави након

Графикон IV.5.5. Показатељи активности сектора услуга (дсз. подаци)



¹⁷ Ова област у највећој мери обухвата експлоатацију руда, камена и сировина за производњу грађевинског материјала (песак, шљунак, камен, глина, кречњак).

лоше прошлогодишње сезоне. Ризици пројекције раста БДП-а за 2018. асиметрични су навише, тј. вероватније је да би раст могао бити виши него нижи од пројектованог (3,5%).

6. Кретања на тржишту рада

Позитивна кретања на тржишту рада настављена су и у 2018, уз даљи м.г. раст формалне запослености, смањење незапослености и наставак раста зарада у јануару и фебруару. Раст БДП-а бржи од раста запослености допринео је наставку раста продуктивности на нивоу укупне економије у Т1, а слична кретања забележена су и у индустрији.

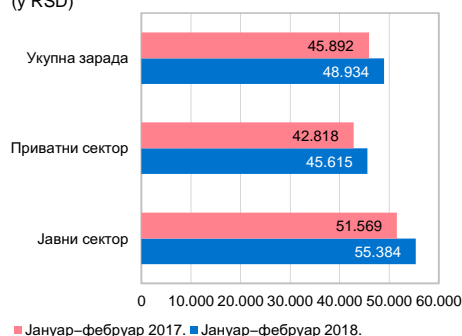
Зараде и продуктивност рада

У складу с најавом, од 2018. Републички завод за статистику променио је методологију праћења зарада.¹⁸ Подаци о кретању просечне зараде обрачунати по новој методологији, који су доступни за 2017. годину и јануар и фебруар 2018, указују на то да су повољна кретања у овој области и даље присутна. Захваљујући наставку раста економске активности, вишој минималној заради, као и повећању зарада у јавном сектору, просечна нето зарада порасла је и на почетку 2018. У јануару и фебруару она је у просеку номинално била виша за 6,6% од зараде у истом периоду претходне године, при чему су расле зараде и у јавном сектору (7,4%) и ван њега (6,5%).

М.г. раст номиналне нето зараде у јануару и фебруару био је забележен у готово свим секторима привреде. При томе, висок раст забележен је у секторима информисања и комуникација, услугама смештаја и исхране, трговини, прерађивачкој индустрији и у грађевинарству, који су у највећој мери и допринели расту БДП-а. Зарада је расла и у секторима државне управе, образовања, здравства и социјалне заштите, као резултат поменутог повећања плата у јавном сектору. С друге стране, номинална нето зарада смањена је у сектору рударства.

Повећање запослености и просечне зараде допринели су расту номиналне нето масе зарада ван јавног сектора, која је у јануару и фебруару 2018.

Графикон IV.6.1. Просечна номинална нето зарада (у RSD)



Извор: РЗС.

Графикон IV.6.2. Номиналне нето зараде по делатностима (у хиљ. RSD)



Извор: РЗС.

¹⁸ Видети Осврт 2, стр. 41.

била за 10,3% виша него у истом периоду претходне године. Раст од 5,6% м. забележен је и у случају номиналне нето масе зарада у јавном сектору.

Посматрано на м. нивоу, **продуктивност укупне економије** наставила је да расте у Т1, у условима бржег раста БДП-а од раста запослености. Већа продуктивност у Т1, уз раст запослености, остварена је и у индустрији, захваљујући у великој мери опоравку производње у сектору енергетике.

Осврт 2: Промена методологије праћења зарада у Србији

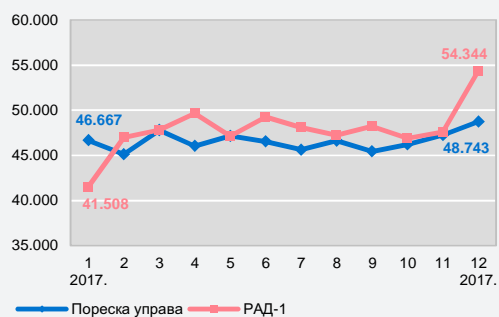
Почев од јануара 2018. године, Републички завод за статистику примењује нову методологију праћења зарада на територији Републике Србије. Најважнија промена огледа се у томе што се према новој методологији прате зараде према месецу за који су обрачунате, а не, као до сада, према месецу у коме су исплаћене. На тај начин просечна зарада требало би да мање варира по месецима, чиме се превазилази проблем који је постојао претходних година, када су зараде у децембру исказивале висок месечни раст (пре свега услед исплате дела децембарске зараде пре краја месеца). Према новој методологији, обрачун просечне зараде врши се на основу еквивалента пуног радног времена (*FTE – full time equivalent*), што значи да је то зарада која се у просеку добије за пуно радно време у датом месецу. То је стандард који се користи у међународним оквирима, тако да би, поред веће прецизности, нови метод праћења требало да обезбеди и међународну упоредивост. Прецизности ће свакако допринети и комплетнији обухват запослених лица која улазе у обрачун просечне зараде, с обзиром на то да укључује и лица запослена по основу уговора о привременим и повременим пословима, као и лица запослена у Министарству унутрашњих послова и Министарству одбране Републике Србије. Поред тога, просечна зарада ће се у будуће рачунати према месту становања, а не, као до сада, према седишту послодавца, чиме би требало да се добије прецизнија слика о дохоцима по општинама у Србији.

Поменута методолошка унапређења омогућена су новим извором података, с обзиром на то да се, уместо података прикупљених кроз месечно истраживање РАД-1, сада користе подаци Пореске управе. Подаци о просечним зарадама од сада ће бити доступни 55 дана по истеку извештајног месеца, јер ће у обрачун зараде ући електронске пореске пријаве зарада запослених (ППП-ПД обрасци), које се Пореској управи достављају до 45 дана по истеку извештајног месеца.

Коришћење административног извора података омогућиће да се привредна друштва растерете обавеза у вези с посебним статистичким извештавањем. Такође, већи обухват и бољи квалитет података требало би да омогуће израчунавање и праћење нових статистичких показатеља, као што су: медијана зарада, просечне зараде у јавном сектору, врста радног односа, као и правна форма послодавца. И поред тога што нови извор обезбеђује бољи обухват, једном годишње ће бити спроведено истраживање РАД-1/Г, како би се прикупили подаци о платном јазу између мушкараца и жена, просечној заради према полу и старосним групама, делатностима и степену стручне спреме, бонусима, извршеним часовима рада.

Ако се упореде подаци о зарадама по новој и старој методологији, може се приметити да је просечна нето зарада у 2017. нешто нижа према новом обрачуну (46.600 динара према 47.893 динара), на шта, према нашој процени, утиче пре свега укључивање лица са уговорима о привременим и повременим пословима. Као што је и очекивано, знатно је смањена и сезоналност у кретању просечних зарада (Графикон О.2.1).

Графикон О.2.1. Кретање просечних номиналних нето зарада (по месецима, у RSD)



Извор: РЗС.

Табела IV.6.1. Кретања формалне запослености и незапослености
(мг. стопе раста, крај периода)

	2017.			2018.
	T2	T3	T4	T1
Укупан број формално запослених	2,7	3,1	2,5	3,5
Запослени код правних лица	2,4	2,9	2,3	3,5
Приватни предузетници и запослени код њих	5,9	5,7	5,6	6,1
Индивидуални пољопривредници	-3,9	-4,6	-6,6	-7,4
Незапослени	-8,7	-9,0	-11,7	-10,1
Први пут траже запослење	-9,4	-9,8	-12,4	-10,6
Били у радном односу	-8,3	-8,6	-11,4	-9,9

Извор: РЗС и Национална служба за запошљавање.

Запосленост

Раст формалне запослености, који је био карактеристичан за целу прошлу годину, настављен је и током Т1 2018. У поређењу са истим периодом прошле године, укупна формална запосленост на крају Т1 била је већа за 3,5%. Према подацима Републичког завода за статистику, добијеним из базе Централног регистра обавезног социјалног осигурања, расту формалне запослености допринело је повећање броја запослених у приватном сектору, док је број запослених у јавном сектору наставио да се смањује. Повећање укупног броја запослених првенствено је резултат убрзања привредног раста, који се, према нашој процени, очекује и у наставку 2018. Порасла је запосленост код правних лица, као и број предузетника и запослених код њих, док је број индивидуалних пољопривредника у Т1 смањен.

Графикон IV.6.3. Структура мг. раста формалне запослености
(у п.п.)

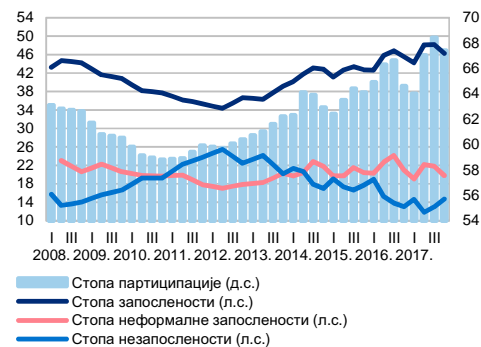


Извор: РЗС и прерачун НБС.

Повећање броја формално запослених у приватном сектору у Т1 резултат је раста запослености у готово свим делатностима, првенствено у прерађивачкој индустрији, административним и помоћним услужним делатностима, трговини, грађевинарству, услугама смештаја и исхране и информисању и комуникацијама. С друге стране, мањи број формално запослених забележен је у пољопривреди, енергетици, водоснабдевању и државној управи.

Даље смањење броја незапослених у складу је с повећањем формалне запослености. Према подацима Националне службе за запошљавање, на крају Т1 незапослених је било 618.322, што је за 69.574 лица мање него у истом периоду прошле године. Томе је, поред растућих потреба привреде за новим запошљавањем, допринело и спровођење активних мера на тржишту рада (сајмови запошљавања, обуке и преквалификације). Незапосленост је смањена у готово свим групама занимања, а највише међу занимањима повезаним с прерађивачком индустријом, трговином, угоститељством и туризмом, као и с пољопривредом.

Графикон IV.6.4. Показатељи тржишта рада према Анкети о радној снази
(у %)



Извор: РЗС.

Према подацима Анкете о радној снази, стопа незапослености у 2017. у просеку је износила 13,5% и била је за 1,8 п.п. нижа него у 2016. години. Уз пад незапослености, повећала се стопа партиципације за 1,1 п.п., на 66,7% мг. Посматрано по старосним групама, незапосленост је у просеку у највећој мери смањена међу младом популацијом (15–24 године), и то за 3,0 п.п. Поред тога, настављен је и тренд смањења стопе дугорочне незапослености (1,8 п.п.),

која је у 2017. у просеку износила 8,2%. Такође, неформална запосленост је опала за 1,3 п.п., на 20,7%, што указује на то да је раст укупне запослености био првенствено вођен повећањем формалне запослености.

7. Међународно окружење

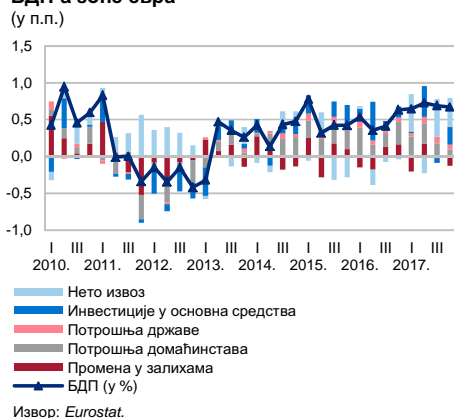
Снажан раст економске активности зоне евра у 2017. години, кроз већу екстерну тражњу и инвестиције, прелио се и на бржи раст региона централне и југоисточне Европе. Иако су у Т1 2018. забележене нешто слабије економске перформансе, очекује се да ће привредни раст зоне евра и у наредном периоду остати постојан и широко распрострањен. Глобалном привредном расту знатно доприноси САД, чији је раст БДП-а подржан растом инвестиција и потрошње, као и ефектима усвојених пореских реформи.

Привредни раст није подстакao знатније инфлаторне притиске, па је инфлација у већини земаља и даље на релативно ниском нивоу, што се посебно одражава кроз ниску базну инфлацију. Таква кретања бележе се упркос чињеници да је период од претходног извештаја обележио раст цена примарних производа, пре свега нафте, која је у априлу достигла највиши ниво у последњих више од три године. Упркос нешто већој нестабилности на међународном финансијском тржишту, глобални финансијски услови остали су повољни. Различит карактер монетарних политика водећих централних банака додатно је повећан, уз раст неизвесности у погледу динамике њихове нормализације у наредном периоду.

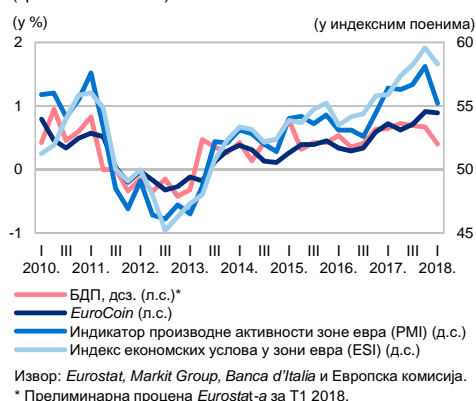
Економска активност

Снажан раст БДП-а у зони евра настављен је и у Т4 2017. (0,7% дсз.), при чему је он и даље био широко распрострањен по земљама и секторима. Раст је подржан растом нето извоза, који је вођен глобалним економским опоравком, као и растом инвестиција и приватне потрошње. На нивоу 2017, раст БДП-а износио је 2,4%, што је највиша стопа раста у последњих десет година. Раст економске активности настављен је и у Италији и Немачкој, најважнијим трговинским партнерима Србије, при чему је раст у Немачкој прошле године достигао највиши ниво од 2011. године.

Графикон IV.7.1. Доприноси дсз. стопи раста БДП-а зоне евра



Графикон IV.7.2. Кретање БДП-а и показатеља економске активности зоне евра (тримесечне стопе)



Као и у случају зоне евра, и пројекције раста САД ревидиране су навише. ММФ је повећао пројекције за по 0,2 п.п. у односу на јануар, на 2,9% за 2018. и 2,7% за 2019. годину. У прогнозама *Consensus Forecast*-а, раст је ревидиран са 2,7% на 2,8% за 2018, а са 2,4% на 2,6% за 2019. Очекује се да ће наставак привредног раста у САД, као и у претходном периоду, бити вођен већим инвестицијама и потрошњом услед и даље повољних услова задуживања, као и високог поверења потрошача, при чему ће додатни подстицај домаћој тражњи дати усвојене фискалне реформе.

Регион **централне Европе** у 2017. забележио је раст од 4,4%, који је био широко распрострањен међу земљама. Прелиминарни показатељи указују на наставак економске експанзије и на почетку 2018. године. Очекује се да ће наставак раста бити подстакнут пре свега растом извоза у зону евра, коришћењем средстава из фондова ЕУ и повољним кретањима на тржишту рада. У односу на прогнозе из јануара, у априлским прогнозама *Consensus Forecast*-а, раст региона у 2018. ревидиран је навише, са 3,6% на 3,9%, а за 2019. са 3,2% на 3,3%.

Према априлском *Consensus Forecast*-у, раст региона **југоисточне Европе** повећан је у односу на јануар, са 3,8% на 4,0% за 2018. и са 3,3% на 3,4% за 2019, што је даље успоравање у односу на 4,9% остварених у 2017. години. Према најновијем извештају Светске банке, раст региона Западног Балкана износио је 2,4% у 2017. Главни допринос расту и даље је потицао од приватне потрошње, која је подржана смањењем стопе незапослености и растом кредитне активности. Изгледи за будући раст региона су повољни, при чему се очекује раст од 3,2% у 2018. и 3,5% у 2019. вођен инвестицијама и извозом, чему би требало да допринесу економски опоравак у ЕУ, раст светске трговине и повољни финансијски услови.

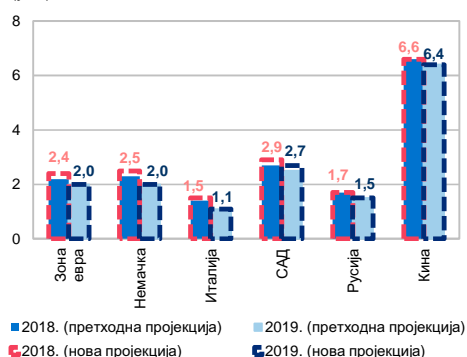
Иако је током Т4 **раст БДП-а у Русији** био нешто спорији, раст прихода од извоза нафте, повећано пословно поверење и „лабавија” монетарна политика допринели су расту економске активности у 2017. (1,5%). Почетком 2018. забележен је даљи раст пословног поверења, као и раст цене нафте, што би требало позитивно да се одрази на наставак раста извоза. Према пројекцији ММФ-а, у 2018. очекује се раст од 1,7%, а након тога, у 2019, умерено успоравање (1,5%). Више прогнозе има *Consensus Forecast*, према коме ће руска привреда у 2018. расти по стопи од 2,0%, а у 2019. по стопи од 1,9%, што је за по 0,1 п.п. више од претходне прогнозе.

Табела IV.7.1. **Процена привредног раста по земљама**
(у %)

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

Извор: *Consensus Forecast* и ММФ.

Графикон IV.7.6. **Ревизија прогноза реалног раста БДП-а за 2018. и 2019. ММФ-а**
(у %)



Извор: ММФ *WEO Update* (јануар 2018) и ММФ *WEO* (април 2018).

Кинеска привреда је у Т1 2018. наставила да расте истим темпом као и у Т4 2017. (6,8% мг.), вођена пре свега потрошњом и инвестицијама. Посматрано са стране понуде, тај раст је био вођен првенствено убрзањем индустрије, услед мање рестриктивних захтева за ограничење производње у вези са еколошким проблемима, као и наставком раста у услужним секторима. Према проценама ММФ-а, исто као и у јануару, очекује се благо успоравање привредног раста Кине, са 6,9% у 2017. на 6,6% у 2018. и 6,4% у 2019, услед даљег ребалансирања структуре раста – од инвестиција у корист приватне потрошње и од индустријске производње ка услужном сектору.

Кретање инфлације

Наставак опоравка светске привредне активности није изазвао знатније инфлаторне притиске, па је инфлација у међународном окружењу и даље релативно ниска. Међу земљама из региона, инфлација је у Турској и Румунији крајем Т1 била изнад циљаног нивоа, а у Пољској испод њега. Инфлација у Мађарској налазила се на доњој граници дозвољеног одступања, а у Чешкој око централне вредности циља.

Просечна мг. инфлација у **зони евра** од 1,2% током Т1 успорила је у односу на Т4 2017. (1,4%). Ниска инфлација делом је последица чињенице да су, и поред најниже стопе незапослености од почетка економске кризе 2008, зараде и даље расле споро. Такође, успоравању инфлације допринела је и апрецијација евра. То се одразило и на базну инфлацију, која је, упркос расту привредне активности, и даље ниска и током Т1 износила је 1,0% мг. Инфлација је нешто нижа него у претходном тромесечју и у земљама зоне евра које су главни спољнотрговински партнери Србије. Наиме, просечна мг. инфлација у Немачкој смањена је са 1,6% у Т4 на 1,4% у Т1 2018, док је у Италији смањена са 1,1% на 0,9%. Ипак, оцењује се да ће, поред наставка привредног раста подржаног инвестицијама и екстерном тражњом, постизање колективног уговора о платама у индустрији допринети расту зарада, а тиме и инфлацији у Немачкој.

ЕЦБ процењује да ће се инфлација приближити циљаном нивоу од „близу али испод 2%” у средњем року, имајући у виду стабилан и диверсификован привредни раст, услед чега су и пројекције раста

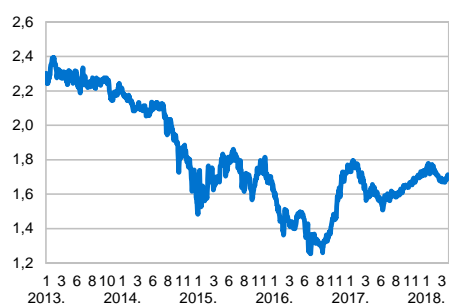


ревидиране навише, веома повољне финансијске услове који су резултат мера монетарне политике, као и даље смањење неискоришћених капацитета и очекивани постепени раст зарада. Према мартовским пројекцијама, ЕЦБ очекује да инфлација достигне ниво од 1,7% у 2020, након 1,4% у 2018. и 2019. години. У односу на децембарску пројекцију, једино је очекивање за инфлацију у 2019. благо ревидирано наниже. Према априлској анкети стручних прогнозера²¹, очекује се стабилан раст инфлације у наредном периоду, са 1,5% у 2018. на 1,6% у 2019. и 1,7% у 2020. години. У односу на анкету из јануара, очекивања за 2018. нису мењана, док су за 2019. и 2020. ревидирана наниже за по 0,1 п.п. Дугорочна инфлациона очекивања која се односе на 2022. годину задржана су на 1,9%. Ова дугорочна очекивања, добијена на основу анкете, и даље су нешто виша од дугорочних тржишних очекивања, која су са 1,73%, колико су износила у јануару, до краја априла смањена на 1,70%.²²

Након раста у претходном тромесечју, инфлација је у већини земаља **централне и источне Европе** током Т1 опала. У Пољској је, након достизања петогодишњег максимума у новембру 2017. (2,5% мг.), инфлација у наредним месецима падала услед ниских домаћих инфлаторних притисака и у просеку је у Т1 износила 1,5%. У односу на претходно тромесечје, просечна мг. инфлација је у Т1 била нижа и у Мађарској (2,0%), Бугарској (2,0%), Македонији (1,5%), Хрватској (1,0%) и БиХ (0,8%). Инфлација је додатно смањена и у Русији, на 2,3% мг. у просеку у Т1, при чему централна банка Русије очекује њен раст на ниво 3–4% крајем године. Аналитичари процењују да би се слабљење рубље током априла могло одразити на бржи раст инфлације. С друге стране, инфлација у Румунији је током Т1 достигла највиши ниво од средине 2013. и у просеку је износила 4,7% мг., а убрзана је и у Црној Гори, на 2,7% у просеку у истом периоду. Иако је инфлација у Турској смањена у претходним месецима (на 10,3% мг. у просеку у Т1), она је и даље знатно изнад циља централне банке ($5,0 \pm 2\%$). Главни покретач високе инфлације јесте слабљење турске лире, које је настављено и у Т1 2018. године.

У марту, инфлација у САД је достигла највиши ниво у претходној години дана и износила је 2,4% мг. По искључењу волатилних компоненти инфлације, тј.

Графикон IV.7.9. Дугорочна тржишна инфлациона очекивања у зони евра* (у %)



Извор: Thomson Reuters.

* The five-year, five-year breakeven forward.

²¹ ECB Survey of Professional Forecasters (SPF).

²² The five-year, five-year breakeven forward.

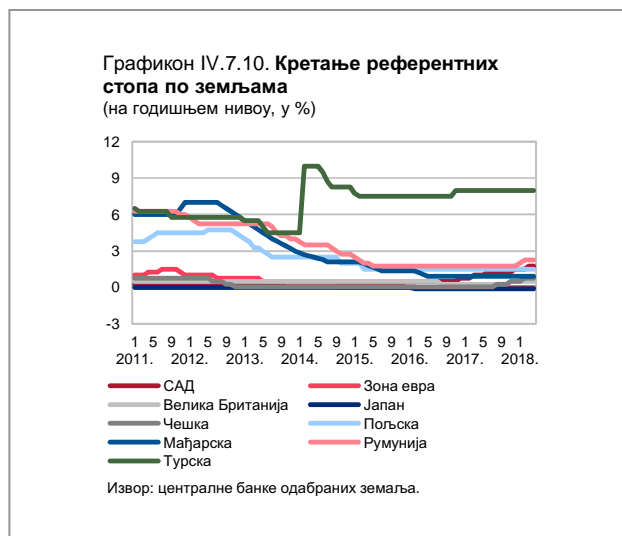
цена хране и енергената, базна инфлација је, након 1,8% м. у јануару и фебруару, у марту достигла 2,1% м.г., што је њен највиши ниво од фебруара прошле године. Раст инфлације добрим делом је последица ниског базног ефекта код цена услуга мобилне телефоније. Притом, инфлација мерена индексом издатака за личну потрошњу, коју циља ФЕД, такође је порасла и у марту је износила 1,9%. Услед раста произвођачких цена, као и добрих података с тржишта рада, оцењује се да је раст цена одржив. Такође, процењује се да је могућ и бржи раст инфлације у САД због уведених трговинских баријера.

Монетарна политика

Мере монетарних политика ЕЦБ-а и ФЕД-а донете током Т1 биле су у складу са очекивањима, а њихова дивергентност додатно је повећана.

ЕЦБ је током Т1, као и на састанку у априлу 2018, задржала каматне стопе на рекордно ниским нивоима (референтну на 0%, а стопе на депозитне и кредитне олакшице на -0,4% и 0,25%, респективно), при чему ЕЦБ очекује да ће оне на том нивоу остати још неко време, а свакако и након завршетка програма квантитативног попуштања. Што се тиче нестандартних мера монетарне политике, потврђена је одлука о спровођењу месечних нето куповина активе у смањеном износу од 30 млрд евра до краја септембра 2018. године, тј. све док се Монетарни одбор не увери да се инфлација налази на одрживој путањи ка циљу. Ипак, почевши од марта, у саопштењима се више не наводи да ће, у случају евентуалног погоршања изгледа за раст или финансијских услова, Монетарни одбор бити спреман да повећа обим и/или дужину трајања програма куповине активе.

Како су сви чланови *FOMC*-а позитивно оценили изгледе за даљи привредни раст и раст инфлације у САД, у марту је донета одлука о повећању циљаног распона референтне каматне стопе **ФЕД-а** на 1,50–1,75%. Таква одлука је била у потпуности у складу са очекивањима тржишних учесника, а као главна неизвесност остала је динамика повећања референтне стопе током 2018. и 2019. године. Према мартовским пројекцијама ФЕД-а, референтна стопа ће у 2018. достићи вредност од 2,1%, што значи да ФЕД до краја године очекује још два њена повећања. Међутим, повећан је број чланова *FOMC*-а који сматрају да би референтна стопа у 2018. требало да



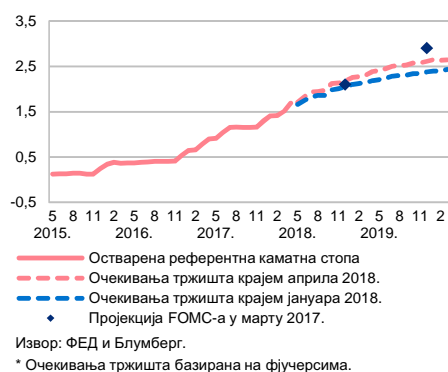
буде повећана укупно четири пута, с обзиром на ревидиране пројекције раста и већу увереност у враћање инфлације на циљани ниво. За 2019. очекују се три повећања референтне каматне стопе (на 2,9%), док су се према децембарским пројекцијама очекивала два повећања (на 2,7%). Очекивања тржишта за текућу годину не одступају битније од мартовске пројекције ФЕД-а, при чему се очекује повећање референтне стопе на састанку средином јуна 2018. Насупрот томе, путања референтне стопе на бази тржишних очекивања налази се нешто испод пројекције ФЕД-а за 2019. годину.

Креатори монетарне политике у САД сматрају да ће повољна кретања на тржишту рада, слабење долара, као и фискални подстицаји у виду смањења пореза и повећаних јавних инвестиција, тек да испоље своје ефекте на економску активност. Према процени ФЕД-а, настављена нормализација биланса, започета у октобру, није се значајније одразила на тржишна кретања. Поједини представници ФЕД-а истакли су потребу за прилагођавањем комуникације о мерама монетарне политике на начин који ће сигнализирати њен будући неутралан или умерено рестриктиван карактер.

На карактер монетарних политика већине централних банака земаља **централне и источне Европе** пресудно су утицала домаћа економска кретања. Након фебруарског повећања на 0,75%, централна банка Чешке није мењала висину референтне каматне стопе, при чему је истакла могућност још једног повећања током 2018. године. Централна банка Румуније задржала је референтну стопу на 2,25% у априлу, након повећања за по 0,25 п.п. на претходна два састанка, имајући у виду да је инфлација током Т1 била изнад горње границе дозвољеног одступања од циља и на највишем нивоу од јуна 2013. Каматне стопе централне банке Турске током Т1 остале су непромењене, с референтном стопом на нивоу од 8%, при чему је истакнута могућност даљег поштравања монетарне политике ради смањења инфлације на циљани ниво од $5,0 \pm 2\%$.

Банка Русије је у Т1 2018. наставила да смањује референтну каматну стопу, за по 0,25 п.п. у фебруару и марту, на ниво од 7,25%. У саопштењу се наводи да ће се наставити са смањењем референтне стопе у наредном периоду, уз очекивања да ће до краја 2018. године монетарна политика попримити неутралан карактер. Монетарну релаксацију током Т1 спроводила је и централна банка Мађарске, уз

Графикон IV.7.11. **Остварена и очекивана референтна каматна стопа ФЕД-а*** (на годишњем нивоу, у %)



коришћење проширеног сета неконвенционалних мера уведених у јануару, док је референтна каматна стопа остала непромењена (0,9%). Међу посматраним централним банкама земаља региона, централна банка Пољске најдуже није мењала монетарну политику, с референтном каматном стопом на трогодишњем минимуму од 1,5%.

Финансијска и робна тржишта

Глобални финансијски услови још увек су повољни, упркос повећаној волатилности на међународном финансијском тржишту, која је, мерено имплицитном мером **волатилности финансијских тржишта (VIX)**, с нивоа од 10% у јануару, почетком фебруара повећана на 37%, што је њен највиши ниво од августа 2015. године. Раст волатилности је приписиван објави података о расту зарада у САД, који је био не само већи од очекиваног већ и највећи од 2009. године, што је указивало на могућност бржег раста инфлације и повећало вероватноћу бржег раста каматних стопа у САД. Поред тога, неизвесна је била и светска трговинска политика, као и могуће поштравање регулације појединих водећих технолошких фирми у САД. У наредним недељама опала је волатилност на међународном финансијском тржишту, али је она и даље била виша него на почетку године, делом и због геополитичких тензија. С друге стране, иако је у фебруару и она повећана, мера волатилности валута земаља у успону (*EM-VXY*) знатно стабилније се кретала и крајем априла износила је 8,3%.



Наставак нормализације монетарне политике ФЕД-а, уз повећање понуде државних ХоВ, у складу са споразумом о буџету постигнутим почетком фебруара, утицао је и на раст приноса на америчке државне ХоВ током Т1. Притом, смањена је разлика између приноса на десетогодишње и двогодишње хартије, тако да је нагиб криве приноса достигао најнижи ниво од почетка економске кризе. Смањење распона дугује се бржем расту приноса на двогодишње ХоВ под утицајем очекивања да би ФЕД, због повољнијих изгледа у погледу привредног раста и раста инфлације, као и охрабрујућих података с тржишта рада, могао да убрза процес нормализације монетарне политике. Приноси на десетогодишње америчке ХоВ повећани су са 2,4% крајем 2017. на 3,0% крајем априла 2018. године, чиме је разлика између њих и приноса на немачке државне ХоВ повећана са 2 п.п. на 2,4 п.п. У условима повећане волатилности на финансијским тржиштима и слабљења долара, цена злата је током Т1 порасла за 2,5%.

Упркос нормализацији монетарне политике ФЕД-а и повећаној неизвесности на светском тржишту, која најчешће води расту улагања у долар као „сигурно уточиште“, америчка валута је наставила да слаби према другим водећим светским валутама. Током Т1 евро је ојачао према долару за 2,7%, чему су допринели бољи изгледи за привредни раст зоне евра, што је потврђено и у пројекцијама ЕЦБ-а, које су у марту ревидиране навише. Такође, на раст вредности евра позитивно је утицао и раст улагања у дужничке хартије појединих земаља зоне евра, услед повећања њиховог кредитног рејтинга. Крајем тромесечја курс се кретао на нивоу од око 1,23 долара за евро. Услед показатеља да су економске перформансе зоне евра умереније него што се очекивало, крајем априла тренд је преокренут, при чему је евро ослабио према долару за 2,0% у поређењу с крајем марта.

Раст **цене нафте на светском тржишту**, започет током прошле године, настављен је и у јануару, када се цена кретала око 70 долара по барелу, да би, уз знатне флукуације, у фебруару у просеку износила 65 долара по барелу. Како је на цену нафте утицао велики број фактора, од којих су неки деловали у смеру раста, а други у смеру пада, флукуације су се наставиле и током марта и априла. Цена нафте је у Т1 у просеку била за 9,1% виша него у Т4, да би крајем априла достигла највиши ниво од 2014. године – преко 74 долара по барелу. У смеру раста цене нафте деловали су слабљење долара, спровођење споразума о ограничавању производње земаља *OPEC*-а и других водећих извозника, као и пад глобалних залиха нафте, пре свега у САД (први пут испод петогодишњег просека од 2014. године). Такође, појачане су геополитичке тензије на Блиском истоку, а смањена је и производња нафте у Венецуели и Африци. С друге стране, повећана је производња нафте у САД. Такође, постоји бојазан да би царине које су најавиле САД и Кина могле успорити светску трговину и тиме утицати на мању тражњу за нафтом, а последично и на пад њене цене.

Према индексу цена примарних производа Светске банке, почетком 2018. године раст **цене метала** додатно је успорио, са 1,7% у Т4 2017. на 0,4% у Т1 2018. године. Међутим, посматрано на мг. нивоу, раст цена метала на светском тржишту крајем марта износио је 9,2%, чему је допринело убрзање глобалног привредног раста.

Након пада током Т4 2017, **светске цене хране** су у Т1 2018. године, мерено *ФАО* индексом, повратиле

Графикон IV.7.14. Кретање курсева одређених националних валута према долару* (дневни подаци, 31. 12. 2013 = 100)



Графикон IV.7.15. Кретање цена нафте и бакра (просечне месечне цене, у USD)



Графикон IV.7.16. Индекс цена примарних производа (2010 = 100)





део своје вредности (2,2%). Највише су порасле цене житарица (8,6%). На раст цене пшенице утицали су неповољни временски услови у САД и делу Европе. Раст цена кукуруза био је још израженији услед очекиване лошије жетве, пре свега у Аргентини, као и услед раста тражње. Након оштрог пада у претходном тромесечју, повећане су и цене млечних производа (7,0%) због повећане тражње и мање производње млека од очекиване на Новом Зеланду, иако су залихе биле високе, а глобална производња повећана. Цена меса је најпре пала у јануару, а затим повећана у фебруару и марту, тако да је на нивоу Т1 остала готово непромењена (раст од 0,1%). Од осталих прехранбених производа које улазе у ФАО индекс, током Т1 смањене су цене шећера (8,9%) и уља (3,5%).

Осврт 3: Кретање светских цена примарних производа у наредном периоду

Као и друге централне банке којима је ценовна стабилност основни циљ монетарне политике, и Народна банка Србије посебну пажњу посвећује праћењу кретања цена примарних производа на светском тржишту, које су важан показатељ инфлаторних/дезинфлаторних притисака на домаће цене. Светске цене примарних производа, пре свега нафте и примарних пољопривредних производа, утичу на домаћу инфлацију преко ефекта на трошкове у производњи, који се потом, у већој или мањој мери, преливају и на цене потрошних добара. Тако се цена сирове нафте на светском тржишту, преко утицаја на трошкове у производњи нафтних деривата, прелива на њихове цене, као и на цене других потрошних добара и услуга (попут превоза, комуналних услуга и др.) у мери у којој се овај енергент користи у њиховој производњи. Цене примарних пољопривредних производа на домаћем тржишту (кукуруз, пшеница и соја), с обзиром на то да је реч о разменљивим добрима, прате кретања ових цена на светском тржишту и, иако не улазе директно у потрошачку корпу, важан су инпут у производњи хране. На тај начин индиректно утичу на цене хране на домаћем тржишту, које имају значајно учешће у ИПЦ-у. Поред тога, оне утичу и на кретање економске активности, с обзиром на то да је Србија нето извозник пољопривредних производа, пре свега житарица. У последње време значајно је и кретање цене меса на светском тржишту, а посебно у ЕУ, чија је волатилност у последње две године повећана. Цене примарних производа на светском тржишту могу и секундарно утицати на инфлацију, јер се преко утицаја на инфлациона очекивања могу пренети и на цене осталих производа и услуга.

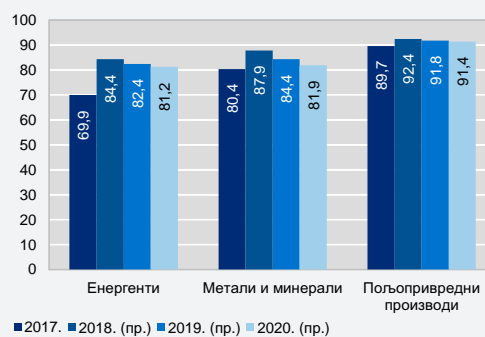
Са становишта монетарне политике, кретање светских цена примарних производа посебно је важно, због њиховог утицаја на домаћу инфлацију. С обзиром на то да монетарна политика утиче на инфлацију с временским помаком, централне банке користе процену могуће путање будућег кретања цена примарних производа на светском тржишту, као један од важних елемената пројекције укупне инфлације. Народна банка Србије, као и друге централне банке, у својим проценама ослања се на фјучерсе и процене водећих светских институција у овој области.

Притом, пројектовање кретања светских цена примарних производа у дужем временском хоризонту (конкретно, хоризонт наше пројекције инфлације је две године) повезано је с бројним изазовима. На те цене делује велики број сложених фактора, често са супротним дејством. Оне показују и волатилност у кретању – реагују промтно на промене економских услова, и општих и специфичних, за конкретни примарни производ. Поред тога, њихова волатилност битније је повећана током последњих десет година. Конкретно, са избијањем светске економске кризе, цене примарних производа повећане су током 2008, да би потом почетком 2009, са успоравањем глобалног раста, уследио њихов нагли пад. Опоравак од последица кризе утицао је и на постепени раст цена примарних производа, од којих је већина достигла максимум током 2011. године. Иако су након тога смањене, светске цене примарних производа и даље су више него у годинама пре почетка кризе.

Графикон О.3.1. Кретање цена примарних производа (у USD, 2010 = 100)



Графикон О.3.2. Пројекција цена примарних производа (сталне цене, у USD, 2010 = 100)



Ако се имају у виду фјучерси, као и актуелне пројекције релевантних институција, раст цена примарних производа очекује се у кратком року, а потом стабилизација и њихов пад у средњем року.

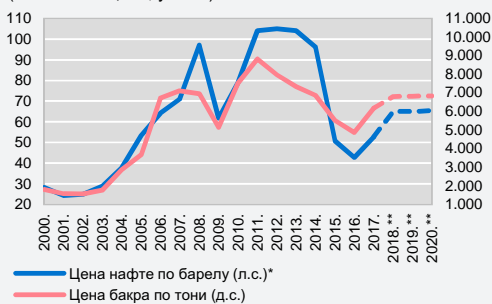
За 2018. очекује се да ће **светске цене примарних производа** бити више него 2017. године за више од половине примарних производа. Ипак, за око четири петине тих производа цене ће и даље остати испод максимума достигнутог 2011. године.

Тако су од почетка године највише повећане **светске цене енергената**, а пре свега светска цена нафте и природног гаса. Светска цена нафте у априлу је достигла 74 долара по барелу и тиме је више него двоструко виша од минимума с почетка 2016. На такво кретање цене нафте утицали су пре свега снажан раст тражње за нафтом, подстакнут убрзањем глобалног раста, ограничавање производње од стране чланица *OPEC*-а и других великих извозника, као и геополитичке тензије. Виша светска цена нафте подстакла је раст производње у САД од почетка године. Ипак, према пројекцијама Светске банке¹, очекује се да светска цена нафте у овој години буде виша него претходне, што ће се пренети и на светску цену природног гаса. Требало би да светска цена угља настави да пада, што је у складу с померањем тражње ка изворима енергије који емитују мање загађења. Полазећи од тога, Светска банка очекује да ће се светске цене енергената повећати за око 20% током 2018, што је ревизија нагоре за 16 п.п. у односу на претходну пројекцију из октобра 2017. Ипак, стабилизацију цена енергената очекује 2019. и 2020. године, пре свега по основу стабилизације цене нафте. Процењује се да би додатни барели на светско тржиште требало да дођу из САД, Бразила, Канаде и Норвешке. Према мартовској пројекцији Међународне агенције за енергетику (*IEA*)², раст производње сирове нафте у овим земљама биће више него довољан да задовољи раст тражње до 2020. Међутим, упркос опадајућим трошковима производње, након 2020. биће потребан већи раст инвестиција како би се задовољила већа тражња, јер се нафтна индустрија још увек опоравља од пада инвестиција у 2015. и 2016. години. Према процени Међународне агенције за енергетику, понуду на светском тржишту нафте у наредном периоду обележиће раст производње у САД, а тражњу ће подстаћи привредни раст земаља Азије. Када је у питању производња земаља *OPEC*-а, ова агенција очекује да ће даљи пад производње у Венецуели (која је више него преполовљена у последњих 20 година) бити надокнађен растом производње у Ираку, тако да ће укупна производња ове групације расти, али благо.

Ако се посматрају примарни производи без енергената, Светска банка очекује и њихов раст, за више од 4% у 2018, а затим стабилизацију у 2019. Процене за обе године повећане су за више од 2 п.п. у односу на претходну пројекцију из октобра 2017. Очекује се раст **цена метала** од 9% у 2018. услед даљег раста тражње. Притом, пројектовани пад цене руде гвожђа од 11%, због раста производње у Кини, требало би да буде више него надокнађен растом цена свих осталих основних метала. Тако се очекује раст светске цене бакра од око 10% у 2018, а затим њена стабилизација у 2019. и 2020.

Графикон О.3.3. Кретање цена сирове нафте и бакра

(номиналне цене, у USD)



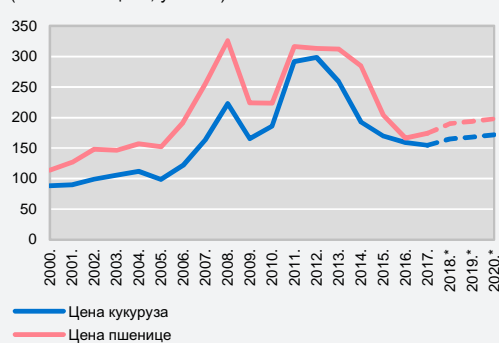
Извор: *Commodity Markets Outlook*, Светска банка, април 2018.

* Просечна цена *Brent, Dubai* и *West Texas*.

** Пројекција.

Графикон О.3.4. Кретање цена житарица

(номиналне цене, у USD/t)



Извор: *Commodity Markets Outlook*, Светска банка, април 2018.

* Пројекција.

¹ *Commodity Markets Outlook*, Светска банка, април 2018.

² *Market Report Series: Oil 2018, Analysis and Forecasts to 2023*, *IEA*, март 2018.

За Србију важне, цене пољопривредних производа током Т1 највише су тромесечно порасле у последње две године. Ове цене су током 2016. и 2017. углавном биле релативно стабилне, захваљујући добрим производним резултатима у већини земаља главних произвођача, што је утицало и на раст залиха на светском нивоу. Током Т1 2018, цене пољопривредних производа, мерене индексом Светске банке, на нивоу просека тромесечја порасле су за 4,0%, пре свега због виших цена житарица (8,8%). На такво кретање у највећој мери је утицала мања површина засејана кукурузом и сојом у САД, као и неповољни временски услови за производњу соје у Јужној Америци. Раст цена житарица настављен је и у априлу (5,1%) и био је у највећој мери резултат више цене пшенице, чији су изгледи производње у САД погоршани због суше. Ипак, очекивана већа производња у осталим регионима, посебно у Русији, Украјини и Индији, требало би да надокнади очекивано смањење у САД. На нивоу просека године, у 2018, према процени Светске банке, очекује се раст цене пшенице од 9,1%, а у 2019. благи раст од 2,1%, захваљујући и релативно високим прелазним залихама. Мања производња кукуруза на светском нивоу очекује се првенствено услед неповољних временских прилика у Аргентини, као и због мање засејаних површина у САД. Слично као и код пшенице, цена кукуруза би требало да забележи нешто виши раст у 2018. (6,8%) а да потом успори раст на 1,8% у 2019.

Иако је кретање светских цена примарних производа и даље волатилно, ако се имају у виду фјучерси, као и актуелне пројекције релевантних институција, раст цена примарних производа очекује се у кратком року, а потом стабилизација и њихов пад у средњем року. То значи да очекивано кретање цена примарних производа на светском тржишту, посматрано у дужем хоризонту (у наредне две године), не указује на могућност знатнијих инфлаторних притисака на домаће цене по том основу. Ипак, нужна је опрезност у погледу оцене њиховог утицаја преко свих описаних канала, на шта указују и кретања од почетка године.

V. Пројекција инфлације

Према мајској централној пројекцији, очекујемо да ће се мг. инфлација, након овогодишњег минимума у априлу, постепено кретати ка циљу, при чему ће до краја ове године остати ближе доњој граници циља. Њено приближавање централној вредности циља од 3,0% очекујемо у П2 2019, а потом стабилно кретање око те вредности до краја периода пројекције. Главни фактори који би требало да услове такво кретање инфлације јесу ниска база код појединих производа, ишчезавање ефекта апрецијације динара из претходног периода и раст агрегатне тражње. Неизвесност у погледу остварења пројекције инфлације односи се пре свега на кретања на међународном робном и финансијском тржишту, а у одређеној мери и на раст регулисаних цена и успешност овогодишње пољопривредне сезоне.

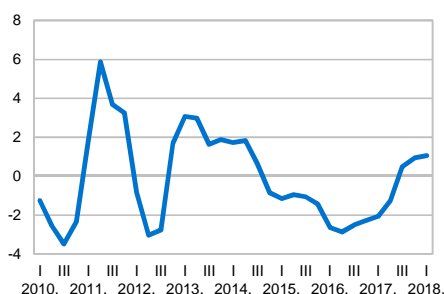
Захваљујући предузетим реформама које обезбеђују услове за одржив привредни раст у средњем року, БДП Србије би у 2018. требало да убрза свој раст на око 3,5% и да сличну динамику задржи и у 2019. Раст БДП-а биће вођен домаћом тражњом, тј. инвестицијама и потрошњом домаћинства, захваљујући даљем унапређењу пословног амбијента, повољним монетарним условима, наставку реализације инфраструктурних пројеката и наставку повољних кретања на тржишту рада. Очекујемо да ће извоз и у 2018. години имати двоцифрене стопе раста, вођен инвестицијама из претходног периода и растом екстерне тражње, док, због текућег инвестиционог циклуса, очекујемо и раст увоза опреме и репроматеријала. Ценимо да су ризици остварења пројекције БДП-а у текућој години асиметрични навише, на шта упућују повољнија кретања макроекономских показатеља на почетку године од очекиваних, пре свега у области грађевинарства, посматрано с производне стране, односно инвестиција, посматрано с расходне стране.

Циљ средњорочне пројекције инфлације је да прикаже пројектовано кретање инфлације (ИПЦ) у наредном периоду, основне факторе који ће одређивати то кретање, као и ризике њеног остварења. Пројекција инфлације приказује се у виду распона и централне пројекције. Претпоставка пројекције је да монетарна политика својим мерама активно делује тако да инфлација у средњем року буде у границама дозвољеног одступања од циља, што је у садашњем оквиру монетарне политике њена основна улога.

Почетни услови

У складу са очекивањима Народне банке Србије, инфлација је у првим месецима 2018. године снажно опала. Притом, у односу на децембар, допринос мг. инфлацији смањиле су све компоненте, а због изласка једнократних поскупљења с почетка прошле године из обрачуна, инфлација се кретала око доње границе циља. Ипак, успоравање инфлације било је веће од очекиваног, на 1,4% мг. у марту, пре свега због нижих увозних цена и задржавања ниских трошкова у производњи хране. Ниске инфлаторне притиске потврђује и кретање базне инфлације, која је у марту успорена на 0,8% мг., што је њен најнижи ниво откад се инфлација мери променом ИПЦ-а. Такође, на ниске инфлаторне притиске указују и инфлациона очекивања финансијског сектора и привреде, која су додатно снижена и налазе се испод 3%.

Графикон V.0.1. Индекс монетарних услова* (у %)



Извор: НБС.

* Индекс монетарних услова представља комбиновани показатељ јаза реалне каматне стопе и јаза реалног девизног курса. Вредност >0 указује на рестриктивне монетарне услове, а вредност <0 на експанзивне.



Апрецијацијски притисци на домаћем тржишту настављени су током Т1 и у априлу. Апрецијацијским притисцима доприносили су висок прилив СДИ, даљи раст извоза, као и портфолио инвестиције. Посматрано на месечном нивоу, почетком године били су забележени умерени депрецијацијски притисци, пре свега због сезонски веће тражње предузећа за девизама, првенствено увозника енергената, и веће тражње нерезидената за девизама, да би од фебруара, са знатним растом улагања нерезидената у дугорочне државне ХоВ, преовладали апрецијацијски притисци. Истовремено, смањена је тражња предузећа за девизама, повећан је откуп ефикативне од мењача, а од марта је повећана и валутно индексирана актива банака.



Индекс монетарних услова, који се користи за оцену комбинованог утицаја јаза реалне каматне стопе и јаза реалног девизног курса, креће се од средине 2017. благо изнад неутралног нивоа, у највећој мери због номиналне апрецијације динара. С друге стране, ублажавање монетарне политике референтном каматном стопом било је праћено смањењем тренда реалне каматне стопе услед пада премије ризика земље, па је разлика између реалне камате и њеног неутралног нивоа остала готово непромењена у односу на Т4.



Наставак унапређења пословног окружења, убрзана реализација инфраструктурних пројеката, снажан прилив СДИ, већа профитабилност привредних друштава и задржавање повољних финансијских услова главни су фактори раста фиксних инвестиција. Оне су, уз потрошњу домаћинстава, подстакнуту наставком повољних кретања на тржишту рада, у највећој мери допринеле расту БДП-а од 1,8% дсз. у Т1. Док је извоз позитивно допринео расту БДП-а у Т1, допринос нето извоза остао је негативан услед бржег раста увоза. Посматрано на мг. нивоу, убрзању раста БДП-а на 4,5%²³ у Т1 допринели су бржи раст приватних и државних инвестиција, као и приватне потрошње. Убрзање раста НДВ-а²⁴ постепено је смањило производни јаз, који је негативан од почетка 2009. године.

Позитивна фискална кретања настављена су и почетком 2018. године, на шта указује остварени суфицит консолидованог буџета опште државе од 3,7 млрд динара (0,4% БДП-а) у Т1. Ако се изузму

²³ Прелиминарна процена Републичког завода за статистику.

²⁴ Производни јаз рачунат је на основу НДВ-а, а као апроксимација производног потенцијала привреде коришћен је тренд НДВ-а оцењен Калмановим филтером.

расходи за камате, остварен је суфицит на консолидованом нивоу од 45,7 млрд динара (4,3% БДП-а).²⁵ Консолидовани приходи су у Т1 били реално већи за 3,6% м.г., што је вођено већим приходима од акциза услед раста наплате акциза на нафтне деривате, затим више издвојеним доприносима за социјално осигурање услед опоравка формалног тржишта рада, као и приходима од пореза на добит. Консолидовани расходи су у Т1 реално виши за 5,6% м.г., а на њихов раст највише су утицали знатно виши капитални расходи и виши расходи за запослене, док је пад забележен код расхода за камате и расхода за активирани гаранције. Када је у питању учешће јавног дуга Србије, његова опадајућа путања је настављена и на крају Т1 оно је износило 59,0% пројектованог БДП-а.

Претпоставке пројекције

Екстерне претпоставке

Убрзање глобалног раста у овој и наредној години (према пројекцијама Светске банке, на 3,9%, са 3,8%, колико је износио у 2017) требало би да буде подржано позитивним тржишним сентиментом, још увек повољним глобалним финансијским условима и очекиваним позитивним ефектима експанзивне фискалне политике у САД. У средњем року, очекујемо нешто ниже стопе глобалног раста (према Светској банци – 3,7%), имајући у виду процене да ће, након што се циклично убрзање оконча, као и фискални стимулациони у САД, раст развијених земаља вероватно бити нешто спорији због споријег раста потенцијалног производа.

У нашој текућој пројекцији, **економски изгледи најважнијих трговинских партнера Србије** повољнији су него што је то претпостављено у претходној пројекцији. У зони евра, нашем најважнијем трговинском партнеру, очекује се да висок раст остварен у 2017. буде настављен и у овој години. Све релевантне институције повећале су своје прогнозе раста зоне евра у 2018. Тако је ЕЦБ, у поређењу с пројекцијама из децембра, у марту ревидирала стопу раста са 2,3% на 2,4%. Исту стопу раста очекују и ММФ и *Consensus Forecast*, што је за 0,2 п.п. више од њихове претходне пројекције. Главни покретач раста и даље би требало да буде приватна

Табела V.0.1. Најважније претпоставке пројекције

	2018.		2019.		2020.
	Феб.	Мај	Феб.	Мај	Мај
Екстерне претпоставке					
Раст БДП-а у зони евра	2,2%	2,4%	1,8%	1,9%	1,7%
Инфлација у зони евра (годишњи просек)	1,4%	1,5%	1,6%	1,5%	1,7%
Тромесечни <i>EURIBOR</i>	-0,3%	-0,3%	-0,1%	-0,1%	0,4%
Цене примарних пољопривредних производа на светском тржишту (Т4 на Т4)*	14,3%	15,9%	4,8%	2,0%	-1,1%
Цена нафте типа брент по барелу (крај године, у USD)	66	71	62	66	62
Интерне претпоставке					
Регулисана цена (дец. на дец.)	4,1%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
Трендови					
Аpreciјацијски тренд реалног курса (просек)	0,5%	0,4%	0,6%	0,5%	0,6%
Тренд реалне камате (просек)	0,4%	0,4%	0,3%	0,3%	0,2%

* Композитни индекс цена соје, пшенице и кукуруза.
Извор: НБС, ЕЦБ, *Consensus Forecast*, *BSE*, *CBOT*.

²⁵ Фискалном стратегијом за период од 2018. до 2020. предвиђено је да дефицит опште државе у 2018. износи 0,7% БДП-а, а у средњем року 0,5% БДП-а.



потрошња, с обзиром на раст запослености, ниске каматне стопе и већу расположивост кредита, као и смањење пореског оптерећења у појединим земљама чланицама. Процењује се да ће допринос нето извоза остати позитиван у 2018, али да ће бити нешто мањи него прошле године, јер ће раст домаће тражње утицати на раст увоза. У 2019. и 2020. години очекује се успоравање раста зоне евра, с обзиром на то да ће динамика приватне потрошње постепено опасти због постепеног ишчежавања ефеката ублажавања монетарне политике ЕЦБ-а кроз програм квантитативног попуштања. ЕЦБ очекује, као и у децембру, стопе раста зоне евра у 2019. и 2020. години од 1,9% и 1,7%, респективно. Исту стопу раста зоне евра у 2019. очекује и *Consensus Forecast*, тј. за 0,1 п.п. више него што је то претпоставио у пројекцији од пре три месеца. ММФ очекује успоравање раста зоне евра на 2,0% у 2019, што је у складу с претходном прогнозом. Када су у питању наши најзначајнији трговински партнери у зони евра, *Consensus Forecast* је повећао прогнозу раста Немачке у односу на прогнозу пре три месеца, за по 0,1 п.п. за ову и наредну годину, на 2,4% и 1,9%, респективно. За Италију је задржао прогнозу раста од 1,4% у 2018, а повећао са 1,1% на 1,2%. у 2019. години. Раст зоне евра и повољни изгледи за наредни период преливају се и на бржи раст земаља у региону, које су такође важни спољнотрговински партнери Србије.

У пројекцији смо такође претпоставили умерен раст **инфлације у зони евра**. Иако очекујемо њен раст, она би до краја периода пројекције требало да се креће испод нивоа који циља ЕЦБ. Аналитичари процењују да ће и базна инфлација у зони евра и даље бити релативно ниска, чему доприносе још увек релативно високе стопе незапослености у појединим чланицама. Поред тога, евентуално даље јачање евра могло би да ограничава раст инфлације. Према *Consensus Forecast*-у, инфлација у зони евра ће у 2018. и 2019. години износити 1,5%. Према мартовским пројекцијама, ЕЦБ очекује да инфлација достигне 1,7% у 2020, након 1,4% у 2018. и 2019. години. У односу на децембарску пројекцију, очекивање ЕЦБ-а за инфлацију једино је за 2019. благо ревидирано наниже. ЕЦБ очекује да ће постепено раст инфлације и њено приближавање циљу бити подстакнуто мерама монетарне политике, снажнијим привредним растом, постепеним смањењем неискоришћених привредних капацитета и растом зарада. Знатније инфлаторне притиске не очекујемо ни у земљама региона. Иако је инфлација у овим земљама повећана током прошле године, вођена растом економске активности и зарада, али и привременим растом цена хране (због

ограничења на страни понуде на тржишту појединих пољопривредних производа), очекујемо да ће се у већини земаља региона кретати испод дугорочног просека.

Дивергентност **монетарних политика водећих централних банака** додатно је повећана од почетка године. С обзиром на још увек умерене инфлаторне притиске у зони евра, упркос убрзању економске активности, очекује се да би ЕЦБ могла, као што је најавила, да задржи референтну каматну стопу око нуле, а депозитну стопу у негативној зони још неко време, а свакако и након завршетка програма квантитативног попуштања. У складу с тим, очекује се и да краткорочне каматне стопе на међубанкарске позајмице још неко време остану негативне – према фјучерсима с краја априла, тромесечни *EURIBOR* биће негативан током 2018. и 2019, да би почетком 2020. прешао у позитивну зону. Истовремено, очекује се да ће ЕЦБ спроводити нето куповине активе до краја септембра 2018, у месечном износу од 30,0 млрд евра. Неизвесност постоји у вези с наставком спровођења тог програма, при чему су повећана очекивања тржишта да би он могао бити окончан у септембру. С друге стране, очекује се да ФЕД настави с постепеном нормализацијом монетарне политике, у складу с побољшањем ситуације на тржишту рада и изгледа за стабилизацију инфлације око циља.

Под утицајем фактора и на страни тражње и на страни понуде, **светске цене примарних производа** повећане су почетком 2018. године, али су за већину примарних производа још увек испод максимума из 2011. године. Убрзани привредни раст на глобалном нивоу повећао је тражњу за примарним производима, док су истовремено постојала ограничења на страни понуде у случају већег броја производа. Тако је раст **цене нафте** на светском тржишту, започет током прошле године, настављен, па је цена нафте почетком 2018. достигла виши ниво него што се према фјучерсима могло претпоставити за крај године приликом израде претходне пројекције. Поред веће тражње, на раст цене нафте утицало је пре свега то што су земље *ОПЕС*-а и други важни произвођачи ограничили производњу, као и поремећаји у производњи и транспорту изазвани геополитичким тензијама. Иако је наша претпоставка о цени нафте на светском тржишту сада виша него у претходној пројекцији, у складу с кретањем фјучерса, и даље очекујемо постепено смањење светске цене нафте током периода пројекције, тј. у наредне две године. И према анализама релевантних институција, светска цена нафте ће опасти, упркос томе што су земље

Графикон V.0.6. Претпоставка о кретању светске цене нафте типа брент (USD/барел)





OPEC-a ограничиле производњу због очекиваног знатног повећања производње у САД. Аналитичари процењују да су произвођачи нафте у САД, након великих финансијских проблема, сада профитабилнији, тако да је цена нафте, која расте од лета прошле године, довољно подстицајна да повећају инвестиције у производњу. Према последњим расположивим фјучерсима, светска цена нафте би крајем ове године требало да се креће око 71 долар за барел, а крајем 2019. и 2020. око 66 и 62 долара за барел, респективно.

Када су у питању **други примарни производи**, на светском тржишту очекују се повећања цена метала и, након готово три године релативне стабилности, цена примарних пољопривредних производа. Према мартовској пројекцији Међународног комитета за житарице (IGC), очекује се да производња житарица на светском нивоу благо опадне у обе сезоне 2017/2018. и 2018/2019. Међутим, иако ће глобална жетва 2017/2018. бити испод рекордне претходне, процењује се да ће она још увек бити изнад петогодишњег просека. Смањење производње у односу на претходну сезону углавном се односи на кукуруз и јечам, док је производња пшенице, према последњим проценама, повећана на нови рекордни ниво због високе производње у Русији, Индији и ЕУ. Смањење производње кукуруза последица је пада производње у Бразилу и Украјини, али због трошења претходних залиха, цена кукуруза није знатније повећана упркос све већој тражњи. Очекивани раст светских и европских цена житарица приписује се у највећој мери сталном повећању тражње за житарицама. Притом, раст тражње за пшеницом и јечмом требало би да остане стабилан, док ће раст тражње за кукурузом бити додатно подстакнут његовом употребом у индустријске сврхе, пре свега у производњи биогорива. Међутим, не очекује се већи раст цена житарица, јер ће га ограничавати понуда, за коју се цени да ће ипак бити задовољавајућа.

Према фјучерсима на берзи у Чикагу, које користимо за потребе пројекције, наша нова претпоставка о расту цена пољопривредних производа у 2018. од 15,9% виша је него у фебруарској пројекцији, док је за 2019. нижа (2,0% према 4,8%).

Интерне претпоставке

Цене кукуруза и пшенице на домаћем тржишту смањене су током јануара и фебруара, да би се, с растом екстерне тражње, у марту оне постепено опоравиле. Пад цена током већег дела Т1 додатно је

снизио трошкове у производњи хране испод неутралног нивоа, тако да је јаз РМТП поново ушао у негативну зону. Ипак, кретања забележена крајем марта и у априлу у складу су с кретањем цена примарних пољопривредних производа на светском тржишту, тако да од Т2 очекујемо најпре престанак дезинфлаторног деловања, а потом и благе инфлаторне притиске по основу трошкова у производњи хране. Очекујемо да ће цене на домаћем тржишту, као и до сада, у великој мери следити динамику светских цена примарних производа и да ће, након раста у текућој години, порастити и у 2019, али знатно мање.

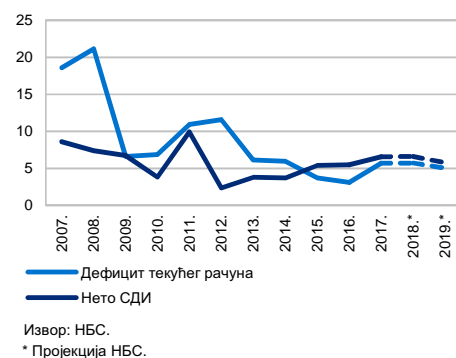
У складу с текућом пројекцијом, **производни јаз**, који је негативан од 2008. године, вероватно ће бити затворен до краја 2018. Негативан производни јаз је отворен од 2008. године и последица је преливања светске финансијске кризе на Србију. Међутим, већ дуже од две године има тренд затварања услед побољшања на тржишту рада, досадашњег ублажавања монетарне политике Народне банке Србије, као и раста екстерне тражње. Процењујемо да би до краја периода пројекције, тј. у Т1 2020, производни јаз требало да достигне око 1,0%. Очекујемо да ће расту тражње наставити да доприносе **позитивни трендови на тржишту рада**, пре свега даљи раст зарада и запослености.

Слично претходној, и у новој пројекцији претпоставили смо да ће **раст регулисаних цена** у 2018, као и у наредне две године, износити око 4%. Притом, највећи допринос ове године требало би да потекне од очекиване даље корекције цена цигарета у јулу, по основу повећања акциза, што ће заједно с повећањем из фебруара представљати раст цене цигарета од 8,0% у 2018. Искључиво за потребе пројекције, претпоставили смо да ће електрична енергија ове године поскупети за око 4,0%, као и да ће, услед раста светске цене нафте у претходном периоду, поскупети и гас за домаћинства.

Претпоставку пројекције о **инфлационим очекивањима** нисмо мењали – очекујемо да ће инфлациона очекивања финансијског сектора и привреде остати релативно стабилна и у наредном периоду, те да ће се кретати благо испод централне вредности циља.

У текућој пројекцији претпоставили смо да ће **фискална кретања** у периоду 2018–2020. бити у складу с Фискалном стратегијом, којом је предвиђено да ће дефицит опште државе у средњем року

Графикон V.0.8. Дефицит текућег рачуна и нето прилив СДИ (у % БДП-а)



Табела V.0.2. Фискална стратегија 2018–2020. (у % БДП-а)

	2018.	2019.	2020.
Јавни приходи	42,4	41,8	41,1
Порески приходи	37,3	37,0	36,6
Непорески приходи	4,7	4,5	4,2
Јавни расходи	43,1	42,3	41,6
Расходи за запослене	9,8	9,7	9,6
Пензије	11,1	11,0	11,0
Камате	2,5	2,3	2,1
Капитални расходи	3,6	3,7	3,7
Укупни биланс	-0,7	-0,5	-0,5
Примарни биланс	1,9	1,8	1,6

Извор: Министарство финансија.

износити 0,5% БДП-а. Такав циљани средњорочни ниво дефицита обезбедиће силазну путању јавног дуга у наредном периоду и позитивно би требало да се одрази на премију ризика земље и кредитни рејтинг. Штавише, ако се имају у виду повољна кретања од почетка ове године, могуће је да буџет на консолидованом нивоу ове године забележи и бољи резултат од дефицита од 0,7% који је планиран Фискалном стратегијом.

Очекујемо да ће извоз и у 2018. години имати двоцифрене стопе раста, вођен инвестицијама из претходног периода и растом екстерне тражње, а због наставка инвестиционог циклуса, очекујемо и раст увоза опреме и репроматеријала. Узимајући то у обзир, процењујемо да ће **учешће текућег дефицита** у БДП-у ове године бити на сличном нивоу као и претходне. С обзиром на то да се већи утицај текућег инвестиционог циклуса на раст извоза очекује у наредним годинама, учешће дефицита текућег рачуна платног биланса требало би постепено да се смањује и да у средњем року износи око 4–5% БДП-а. Притом, као и до сада, СДИ ће бити више него довољне да покрију дефицит текућег рачуна, што ће допринети релативно стабилним кретањима на девизном тржишту у наредном периоду.

С обзиром на очекивано задржавање позитивних макроекономских трендова у наредном периоду, домаћи фактори би требало да имају повољан утицај на кретање **премије ризика земље** до краја периода пројекције, док би утицај глобалних фактора могао бити волатилнији, што је тренутно тешко проценити.

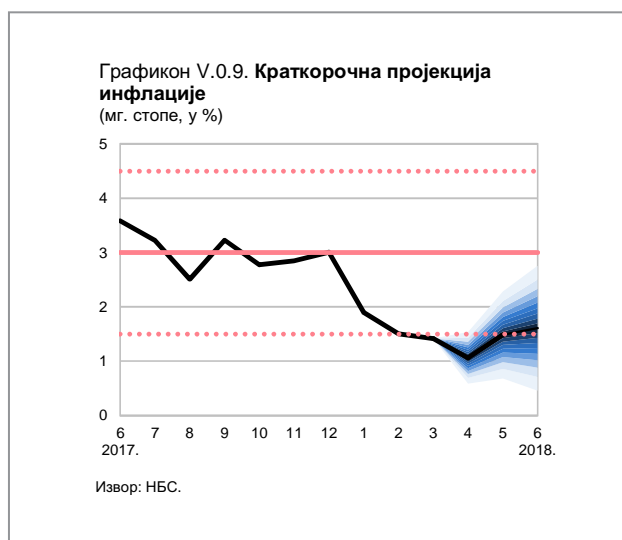
Пројекција

Пројекција инфлације

Према нашој текућој пројекцији, очекујемо да ће се мг. инфлација, након овогодишњег минимума у априлу, постепено кретати ка циљу, пре чему ће до краја ове године остати ближе доњој граници циља. Њено постепено приближавање централној вредности циља од 3,0% очекујемо у П2 2019, а потом стабилно кретање око те вредности до краја периода пројекције.

Краткорочна пројекција инфлације

На кретање мг. инфлације током Т2 у највећој мери ће утицати ефекат базе. Очекујемо да ће се мг. инфлација у априлу спустити испод мартовског нивоа због



изласка из обрачуна једнократних поскупљења појединих производа и услуга (свежег меса и поврћа) из претходне године. Након тога, утицај базе ће променити смер, што би, уз недавни пораст светских цена нафте, требало инфлацију да врати у границе циља до краја Т2. Истовремено, очекујемо да базна инфлација (тј. промена ИПЦ-а по искључењу цена хране, енергије, алкохола и цигарета) остане ниска и да се током Т2 креће испод 1,0%.

Посматрано **на тромесечном нивоу**, очекујемо нешто нижи раст потрошачких цена у Т2 него у Т1. Раст цена ће у највећој мери бити последица раста цена воћа, који ће, према нашој процени, бити нижи од сезонски уобичајеног, као и од цена меса и туристичких пакет-аранжмана. У супротном смеру деловаће пад цена свежег поврћа.

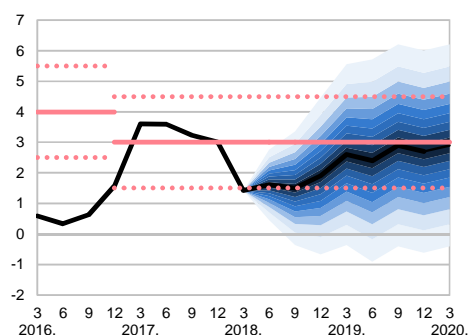
Ризици ове пројекције тичу се пре свега кретања цена непрерађене хране и кретања на светским робним и финансијским тржиштима.

Средњорочна пројекција инфлације

Полазећи од претпоставки пројекције, очекујемо да ће се м.г. инфлација током ове године кретати око доње границе циља, а затим постепено приближити централној вредности циља током наредне године. Главни фактори који би требало да услове такво кретање инфлације јесу ниска база код појединих производа, ишчезавање ефеката апрецијације динара из претходног периода и раст агрегатне тражње.

Очекујемо да ће домаћа тражња наставити да се опоравља током периода пројекције, а дезинфлаторни притисци по основу негативног производног јаз да слабе, те да крајем ове године ишчезну. Од 2019. године очекујемо да ће се производни јаз кретати у позитивној зони. Такво кретање производног јаз биће подржано позитивним трендовима на тржишту рада, као и растом плата у јавном сектору и пензија, преко позитивног утицаја на расположив доходак становништва. Раст расположивог дохотка очекујемо и по основу нижег нивоа каматних стопа и резултирајућих нижих трошкова кредита, који су постигнути досадашњим ублажавањем монетарне политике Народне банке Србије. Такође, експанзивна монетарна политика ЕЦБ-а позитивно ће утицати на раст економске активности у Србији преко подстицања екстерне тражње, као и преко ниских каматних стопа на евроиндексиране кредите.

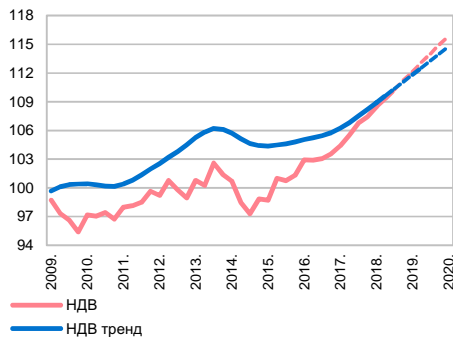
Графикон V.0.10. Пројекција инфлације (м.г. стопе, у %)



Извор: НБС.

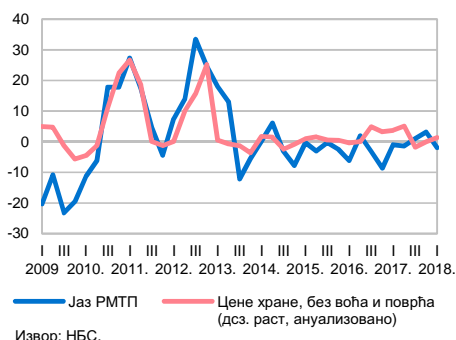
Овај тип графикона приказује различите вероватноће остварења пројекције инфлације у наредних осам тромесечја. Централна пројекција је у најтањем делу графикона и вероватноћа да ће пасти у овај распон износи 10%. Свака следећа нијанса укључује такође 10% вероватноће, тако да цео распон обухвата 90% вероватноће остварења пројекције. Другим речима, вероватноћа да ће инфлација у наредних осам тромесечја бити изван распона на графикону износи 10%.

Графикон V.0.11. Пројектовано кретање производног јаз (ТЗ 2008 = 100)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

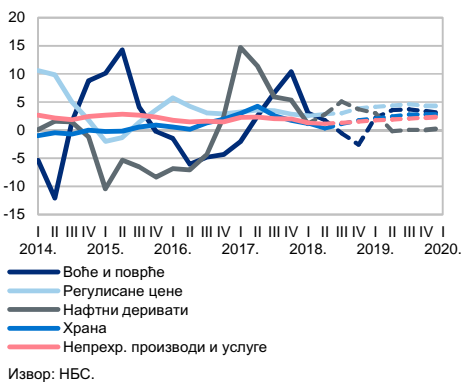
Графикон V.0.12. Утицај РМТП на кретање цена хране (у %)



Процењујемо да се трошкови сировина у производњи хране (мерено јазом РМТП²⁶) налазе испод неутралног нивоа и да ће се ту задржати у кратком року. Након тога, очекујемо раст цена примарних пољопривредних производа, који ће бити одређен растом тражње у условима повољнијих изгледа глобалног привредног раста. Имајући у виду повезаност ових цена с ценама примарних пољопривредних производа на домаћем тржишту, током ове године очекујемо раст трошкова у производњи хране на домаћем тржишту, који ће бити настављен и у наредној години, али знатно умеренијим темпом.

Јачање динара у претходном периоду деловало је дезинфлаторно кроз ниже увозне цене изражене у динарима. По том основу, још неко време очекујемо дезинфлаторне притиске, али ће се они постепено исцрпљивати. Ипак, с обзиром на очекивани умерени раст цена у зони евра, нашем најважнијем трговинском партнеру, као и на очекивану релативну стабилност курса динара, раст увозних цена изражених у динарима требало би да остане релативно низак.

Графикон V.0.13. Пројекција компонента инфлације (просечна мг. стопа, у %)



Посматрано по компонентама инфлације, мг. раст **цена прехранбених производа** (без воћа и поврћа) успораваће се током П1, пре свега услед високе базе код цена свињског меса. Након тога, очекујемо умерен раст прехранбене инфлације због пројектованог раста цена примарних пољопривредних производа, као и слабљења дезинфлаторних притисака по основу домаће тражње и јачања динара у претходном периоду. Слично кретање очекујемо и у случају **непрехранбене инфлације**, која би, након изласка појединих једнократних поскупљења из мг. обрачуна, у априлу требало да се спусти на најнижи ниво. Од средине ове године, раст агрегатне тражње, уз постепено ишчезавање ефекта апresiasi динара у претходном периоду, требало би да доведе до постепеног раста непрехранбене инфлације, при чему би она требало да остане испод 3% током периода пројекције. Процењујемо да се **цене воћа и поврћа**, због изузетно повољних прилика у овој и високе базе у прошлој години, сада налазе испод свог неутралног нивоа, те се може очекивати њихов постепени раст у наредном периоду. То ће се наредне године одразити на мг. стопе инфлације, док ће у току ове године допринос ових цена инфлацији осцилирати око нуле,

²⁶ Реални маргинални трошкови произвођача прерађене хране (РМТП) рачунају се као однос цена примарних пољопривредних производа и цена хране. Када су ови трошкови нижи од нивоа тренда, отворен је негативан јаз РМТП.

у зависности од базе. Очекујемо да ће **цене нафтних деривата** у овој години бити под утицајем актуелног пораста цене нафте на светском тржишту, што ће, уз ниску базу од маја, бити један од фактора који ће допринети враћању инфлације у границе циља у кратком року. Према фјучерсима, у 2019. и 2020. години очекује се нешто нижа светска цена нафте, која би требало да се пренесе на цене нафтних деривата на домаћем тржишту. Када су у питању **регулисане цене**, очекујемо да ће оне расти по стопи од око 4% у овој, као и у наредне две године, уз допринос укупној инфлацији од око 0,5 п.п.

Неизвесност у погледу остварења пројекције инфлације односи се пре свега на кретања на међународном робном и финансијском тржишту, а у одређеној мери и на раст регулисаних цена и успешност овогодишње пољопривредне сезоне.

У складу с последњим расположивим информацијама с тржишта фјучерса, претпоставили смо да ће светске цене нафте до краја периода пројекције бити у благом паду у односу на текући ниво. Како су ове цене по природи врло променљиве и под утицајем великог броја фактора и на страни понуде и на страни тражње, врло је могуће да кретање цене нафте у периоду пројекције одступи од претпостављеног. Ризици у правцу раста цене нафте на светском тржишту односе се пре свега на евентуалне проблеме у понуди због геополитичких тензија, као и могућег споразума земаља *OPEC*-а и других великих произвођача нафте о већем и/или временски дужем ограничавању понуде. С друге стране, слабије спровођење тог споразума и већи раст производње нафте у САД од очекиваног деловали би на пад цене нафте на светском тржишту. На страни тражње, бржи глобални раст од очекиваног деловао би на раст светске цене нафте, и обрнуто. Имајући све то у виду, ценимо да су ризици пројекције по овом основу асиметрични навише. Када је реч о ценама примарних пољопривредних производа на светском тржишту, очекује се да ће оне расти у овој и наредне две године, чему ће допринети раст тражње у земљама у успону. Међутим, као и у случају нафте, могуће је одступање стварног кретања цена примарних пољопривредних производа од њихове пројекције. С обзиром на то да су у претходних неколико година цене примарних пољопривредних производа на светском тржишту расле мало, или су се чак смањивале, док су фјучерси предвиђали раст, процењујемо да су ризици пројекције по овом основу асиметрични наниже.

Ризици пројекције односе се и на кретања на међународном финансијском тржишту, пре свега у погледу карактера монетарних политика ФЕД-а и ЕЦБ-а, а последично и односа између евра и долара. Ако би ФЕД убрзао нормализацију монетарне политике, а ЕЦБ смањила експанзивност монетарне политике у односу на тржишна очекивања, могао би се смањити прилив капитала, пре свега портфолио инвестиција, у земљама у успону, укључујући и Србију. С друге стране, могућа је и спорија нормализација монетарних политика водећих централних банака, будући да су инфлаторни притисци још увек умерени, упркос убрзању економске активности. Чак и ако у септембру оконча програм квантитативног попуштања, ЕЦБ је најавила да ће референтну каматну стопу задржати око нуле, а депозитну стопу у негативној зони још неко време, а свакако и након завршетка програма квантитативног попуштања. Према нашој оцени, ризици пројекције по овом основу су симетрични. У пројекцији смо користили претпоставку да ће регулисане цене ове и наредне године расти по стопи од око 4%. Међутим, имајући у виду то да су регулисане цене у претходне две године расле мање од пројектованог нивоа, сматрамо да су по овом основу ризици пројекције благо асиметрични наниже.

Ризик пројекције се у одређеној мери односи и на успешност пољопривредне сезоне, која је у великој мери изложена деловању временских услова. Евентуалне неповољне временске прилике (суша, поплава) могле би негативно да се одразе на пољопривредну производњу. С друге стране, уколико временске прилике буду у већој мери погодивале пољопривредној производњи, могуће је да њен раст буде изнад вишегодишњих просека, које смо користили као претпоставку пројекције.

Ако узмемо све наведено у обзир, оцењујемо да су ризици у погледу остварења пројекције инфлације симетрични.

Одлуке о монетарној политици и у наредном периоду зависиће од процене утицаја домаћих фактора и фактора из међународног окружења на кретање инфлације у Србији. С обзиром на то да кључни ризици долазе из међународног окружења, Народна банка Србије ће наставити да пажљиво прати и анализира кретања на међународном финансијском тржишту и на тржишту примарних производа, посебно сирове нафте и примарних пољопривредних производа, као и да оцењује њихов утицај на економска кретања у Србији. Као и до сада, Народна банка Србије користиће све расположиве инструменте

како би инфлација у средњем року остала ниска и стабилна, што ће, уз очување финансијске стабилности, доприносити одрживом привредном расту и јачању отпорности на екстерне неизвесности.

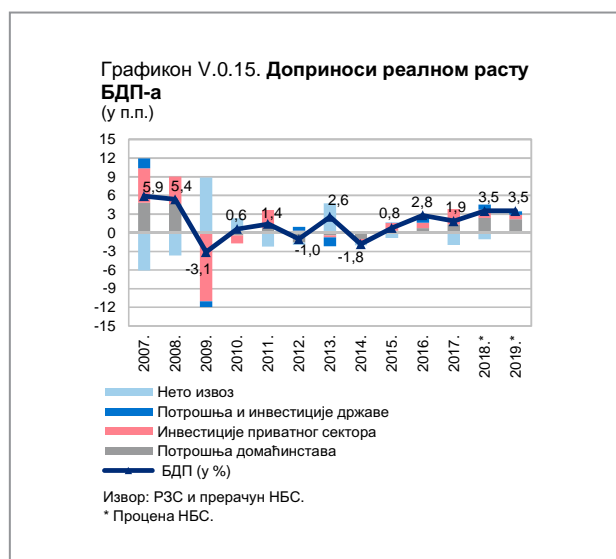
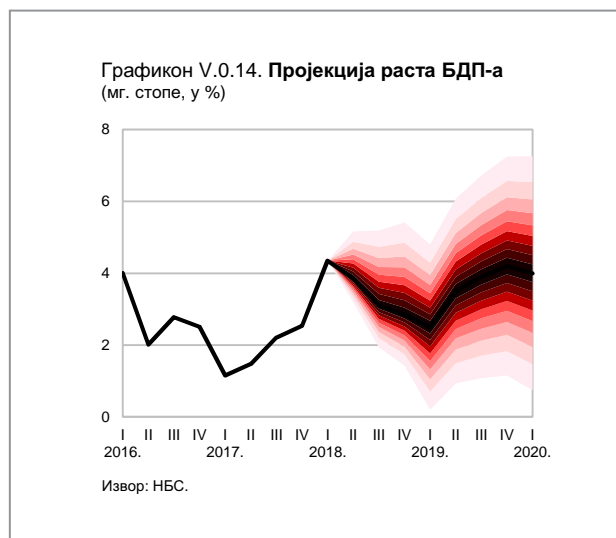
Пројекција БДП-а

Захваљујући предузетим реформама и поправљању пословног амбијента створена је основа за одржив привредни раст у средњем року. У складу с тим, процењујемо да ће се раст БДП-а Србије ове године убрзати на око 3,5%, да ће сличну динамику задржати и у 2019, а затим достићи 4%.

Убрзање раста БДП-а у 2018, на које указује и кретање макроекономских показатеља на почетку године, који остварују раст изнад очекиваног, требало би да буде вођено домаћом тражњом, тј. инвестицијама и потрошњом домаћинства. Даље унапређење пословног амбијента, уз повољне монетарне услове и наставак реализације инфраструктурних пројеката, требало би да и у наредном периоду обезбеди наставак одвијања текућег инвестиционог циклуса, кога карактерише пројектно распрострањен раст инвестиција, претежно у извозно оријентисане области. Поред тога, раст расположивог дохотка домаћинства пре свега по основу веће запослености и зарада и постепени опоравак потрошачког поверења требало би да утичу на даљи раст потрошње домаћинства.

Као резултат реализације инвестиција из претходног периода и високе екстерне тражње по основу наставка привредног раста у зони евра и земљама у окружењу, позитиван допринос расту БДП-а у 2018. очекујемо и од извоза робе и услуга. Ипак, допринос нето извоза биће највероватније негативан, због очекиваног раста увоза опреме и репроматеријала за потребе текућег инвестиционог циклуса у индустрији, као и већег увоза потрошне робе по основу опоравка потрошње домаћинства.

Посматрано са стране понуде, раст БДП-а у 2018. требало би да буде претежно подстакнут наставком позитивних кретања у индустрији, грађевинарству и услужним секторима, а у одређеној мери и опоравком пољопривреде. Поред повољних тенденција у прерађивачкој индустрији по основу реализације ранијих инвестиција и наставка раста у зони евра, на раст укупне индустрије требало би да се одрази и даљи опоравак у секторима рударства и енергетике, на који указују и кретања забележена од почетка године. Раст броја издатих грађевинских дозвола и предвиђене





вредности радова на основу њих, као и интензивна реализација инфраструктурних пројеката, указују на то да је раст грађевинске активности од П2 2017. знатно убрзан. Наставак позитивних кретања очекујемо и у већини услужних сектора, захваљујући даљем опоравку домаће тражње. Такође, због ниске базе, позитиван допринос расту БДП-а очекује се и од пољопривреде.

Очекујемо да ће фактори који позитивно утичу на економску активност у текућој години наставити позитивно да делују и у наредној години, тако да би БДП и у 2019. требало да задржи динамику раста од око 3,5%, а затим да се додатно убрза на 4% у 2020. Даље унапређење пословног и макроекономског окружења, наставак процеса придруживања ЕУ и очекивано висока екстерна тражња требало би да наставе позитивно да делују на раст инвестиција и извоза, а даљи опоравак на тржишту рада и на већу потрошњу домаћинстава. Такође, очекујемо да даљи раст увоза буде вођен пре свега повећаним увозом опреме за потребе нових инвестиција, као и репроматеријала по основу раста активности у индустрији, услужним секторима и грађевинарству, тј. у секторима који би требало да остану покретачи раста БДП-а, посматрано с производне стране.

Према нашој процени, ризици пројекције БДП-а у текућој години асиметрични су навише, на шта упућује бржи раст грађевинарства од почетка године од очекиваног, посматрано с производне стране, односно бржи раст инвестиција, посматрано с расходне стране. Ценимо да су ризици пројекције БДП-а који потичу из међународног окружења симетрични и тичу се темпа раста у зони евра и код осталих важних спољнотрговинских партнера, као и кретања на међународном финансијском тржишту и тржиштима примарних производа. У мањој мери, ризик пројекције представља успешност домаће пољопривредне сезоне, где такође ценимо да су подједнако могућа одступања у оба смера.

Уколико би повољна кретања у грађевинарству забележена на почетку године била настављена и у наредним тромесечјима, на шта упућује и наставак снажног раста броја издатих грађевинских дозвола и предвиђене вредности радова, раст БДП-а могао би бити изнад очекиваних 3,5%. Посматрано с расходне стране, то би за резултат имало и бржи раст укупних инвестиција у основне фондове од очекиваног и повећање њиховог учешћа у БДП-у на око 22% већ у 2018, што ствара основе за бржи привредни раст и у наредној години, као и уопште у средњем року.

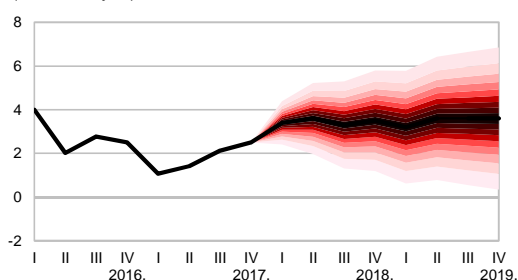
Снажан допринос расту БДП-а Србије у претходном периоду потицао је и од наставка раста извоза, коме су, поред ранијих инвестиција, погодовала и повољна екстерна кретања, тј. висок раст тражње из зоне евра и земаља централне и источне Европе. Захваљујући очекиваном наставку раста активности код главних спољнотрговинских партнера, у пројекцији смо претпоставили да ће екстерна тражња у средњем року наставити битно да подстиче раст БДП-а. Евентуални бржи раст у зони евра и код осталих важних спољнотрговинских партнера по основу повољнијих изгледа за глобални раст пружио би додатан подстрек расту тражње за извозом Србије и бржем расту БДП-а. С друге стране, од почетка године економски показатељи у зони евра указују на постепено успоравање раста, које се у овом тренутку оцењује као привремено. Ако би темпо раста у зони евра наставио да успорава и у наредним тромесечјима, то би, уз евентуални пораст протекционизма у међународној трговини и евентуално заоштравање геополитичких тензија, могло да успори глобални раст и да се прелије на мању екстерну тражњу и спорији раст БДП-а Србије.

Поред трговинског канала, Србија је као мала и отворена економија изложена и деловању фактора који утичу на кретања на међународном финансијском тржишту, а која су у последње време колебљива, пре свега услед различитог карактера монетарних политика водећих централних банака. И поред очекивања да ће се програм квантитативног попуштања завршити у септембру 2018, очекује се да ЕЦБ још неко време неће мењати референтну каматну стопу, тако да ће и каматне стопе на тржишту новца у зони евра остати ниске.

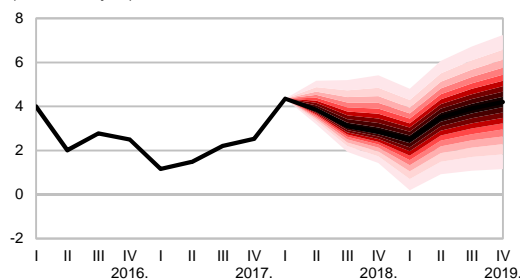
На раст БДП-а Србије, у одређеној мери, утиче и кретање светских цена примарних производа, пре

Графикон V.0.17. Поређење текуће с претходном пројекцијом раста БДП-а

Фебруарска пројекција
(мг. стопе, у %)



Мајска пројекција
(мг. стопе, у %)



Извор: НБС.

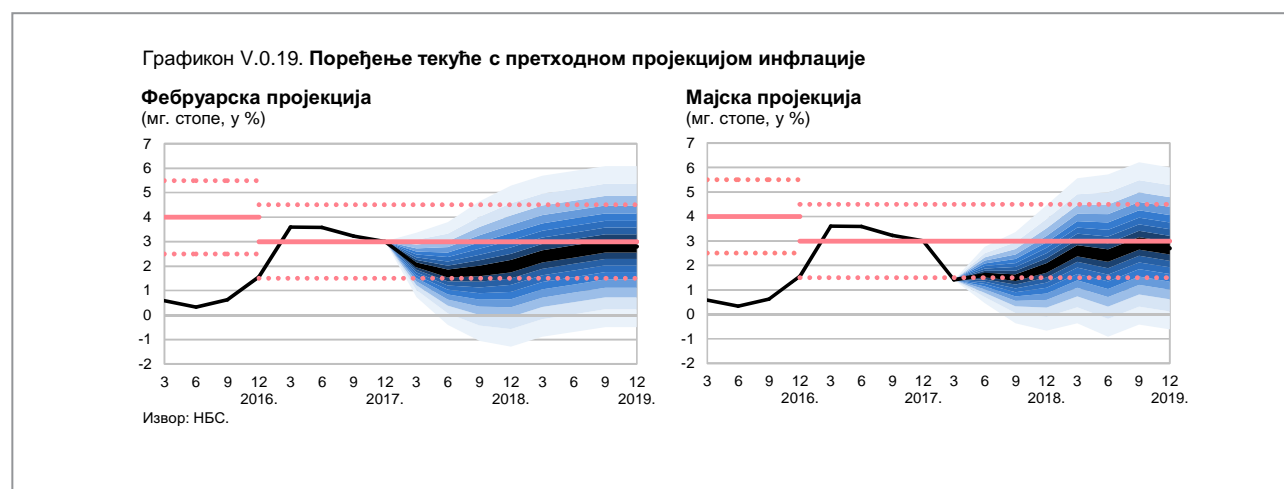


свега нафте, житарица и основних метала, које од почетка године расту.²⁷ С обзиром на то да је Србија нето увозник нафте, евентуални даљи раст њене цене на светском тржишту вероватно би се одразио на мањи расположиви доходак становништва и веће трошкове пословања привреде, и последично на успоравање привредног раста. С друге стране, наставак раста цена житарица и основних метала, чији је Србија нето извозник, деловао би у супротном смеру, тј. утицао би на то да раст извоза буде бржи него што се очекује.

Један од ризика за остварење пројекције БДП-а у 2018. тиче се и успешности пољопривредне сезоне. Како у овом делу године још увек не располажемо детаљним подацима о одвијању пољопривредне производње, у пројекцији смо претпоставили да ће приноси главних пољопривредних култура у овогодишњој сезони бити на нивоу вишегодишњих просека. Под том претпоставком, а имајући у виду лошу прошлогодишњу сезону и последично ниску базу, у 2018. очекујемо позитиван допринос пољопривреде кретању БДП-а. С обзиром на то да је пољопривредна сезона тек на почетку и да је тешко проценити какви ће услови, пре свега метеоролошки, преовладавати у наредним месецима, могуће је одступање од претпоставке о просечним вишегодишњим приносима у оба смера.

Поређење и остварење пројекција инфлације

Инфлаторни притисци у новој пројекцији слабији су него у претходној, па је **нова средњорочна пројекција инфлације нижа од пројекције објављене у фебруарском Извештају о инфлацији**



²⁷ Видети Осврт 3, стр. 53.

до краја периода пројекције. То је првенствено резултат нижег раста потрошачких цена током Т1 од очекиваног, чему доприносе ефекти апрецијације динара из претходног периода, ниска инфлација у међународном окружењу и задржавање ниских трошкова у производњи хране. С друге стране, у поређењу с претходном пројекцијом, очекујемо нешто брже затварање негативног производног јаза због бржег раста зоне евра од претходно очекиваног, као и већег раста агрегатне тражње у Србији у Т1 2018. од очекиваног. Такође, цене нафте су на вишем нивоу него у претходној пројекцији.

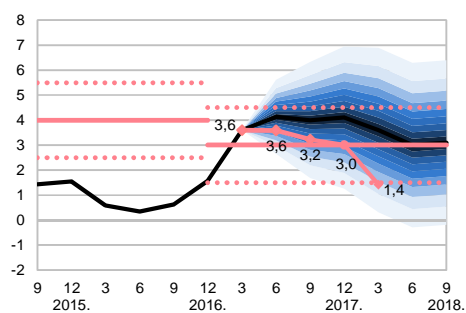
Инфлација се у протеклој години дана кретала у границама пројектованог распона из Извештаја о инфлацији објављеног у мају 2017, али испод централне вредности пројекције, пре свега у Т1 2018. Остварени раст потрошачких цена био је испод наших очекивања пре годину дана, у највећој мери због нижих увозних цена изражених у динарима и ниских трошкова у производњи хране.

Пројекције других институција

Пројекције кључних макроекономских показатеља Србије које су дале релевантне међународне институције блиске су у великој мери нашим пројекцијама. Тако, на пример, све институције процењују да ће раст БДП-а у 2018. и 2019. бити у распону 3,0–3,5%, што је близу наше пројекције од 3,5% у обе године. Такође, консолидовани буџетски дефицит који су прогнозирали Светска банка, ММФ у априлском издању *World Economic Outlook*-а и Блумберг близак је прогнози садржаној у Фискалној стратегији од 0,7% БДП-а у 2018. и 0,5% БДП-а у 2019, за разлику од процене Европске комисије, која очекује да у обе године буде остварен буџетски суфицит.

Међународне институције процењују да ће инфлација остати ниска и стабилна у средњем року и у границама циља Народне банке Србије.

Графикон V.0.20. Остварење пројекције инфлације из маја 2017.
(мг. стопе, у %)



Извор: НБС.

Табела V.0.3. Пројекције главних макроекономских показатеља за Србију

	2018.	2019.	2020.
Инфлација (годишњи просек, у %)			
ММФ	2,7	3,0	3,0
Светска банка	3,0	3,0	3,0
Европска комисија	1,7	2,7	-
<i>Consensus Forecast</i>	2,5	3,4	-
<i>Moody's*</i>	3,0	3,0	-
Блумберг	2,3	3,0	3,2
БДП (%)			
ММФ	3,5	3,5	4,0
Светска банка	3,0	3,5	4,0
Европска комисија	3,3	3,5	-
<i>Consensus Forecast</i>	3,0	3,2	-
<i>Moody's</i>	3,0	3,5	-
Блумберг	3,0	3,3	3,5
Фискални резултат (% БДП-а)			
ММФ	-0,3	-0,2	-0,4
Светска банка	-0,6	-0,5	-0,5
Европска комисија	0,6	0,5	-
<i>Consensus Forecast</i>	-	-	-
<i>Moody's</i>	0,0	0,0	-
Блумберг	-0,5	-0,5	-0,5

Извор: ММФ (*WEO* април 2018), Светска банка (*RER* март 2018), Европска комисија (*Spring Forecast 2018*), *Consensus Forecast* (април 2018), *Moody's (Annual credit analysis* март 2018) и *Bloomberg Quarterly Survey* (април 2018).

* Крај године.

** Израчунато на основу пројекције доларског БДП-а НБС.

Табела А
Индикатори екстерне позиције Србије

	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.	2016.	2017.	I 2018.
ПОКАЗАТЕЉИ ЕКСТЕРНЕ ЛИКВИДНОСТИ (у %)														
Девизне резерве / увоз робе и услуга (у месецима)	6,1	9,0	7,5	5,4	9,7	8,4	8,8	7,7	7,6	6,6	6,7	6,2	5,3	5,3 ²⁾
Девизне резерве / краткорочни дуг	177,0	265,1	250,6	162,6	220,6	191,2	299,8	237,4	268,6	294,0	256,4	239,7	234,1	
Девизне резерве / БДП	23,3	36,9	32,7	24,2	34,6	33,6	36,1	34,5	32,7	29,7	31,0	29,5	27,1	27,1
Отплата дуга / БДП	5,0	10,3	10,3	10,7	12,8	12,0	12,4	13,0	13,4	14,2	12,1	12,8	11,4	
Отплата дуга / извоз робе и услуга	19,8	36,2	37,5	37,5	48,8	37,5	37,3	36,0	33,0	32,7	25,7	25,6	21,7 ²⁾	
ПОКАЗАТЕЉИ ЕКСТЕРНЕ СОЛВЕНТНОСТИ (у %)														
Спољни дуг / БДП	59,3	58,5	59,0	62,3	72,7	79,0	72,2	80,9	74,8	77,1	78,3	76,5	69,9	
Краткорочни дуг / БДП	13,2	13,9	13,1	14,9	15,7	17,6	12,0	14,5	12,2	10,1	12,1	12,3	11,6	
Спољни дуг / извоз робе и услуга	234,9	205,7	214,3	218,9	276,9	247,1	216,5	223,6	184,0	177,7	166,8	152,4	133,1	
ПОКАЗАТЕЉИ ИЗЛОЖЕНОСТИ ФИНАНСИЈСКОМ РИЗИКУ (у %)														
Девизне резерве / М1	290,3	356,1	306,7	300,4	393,4	416,6	429,6	402,1	330,4	278,1	250,2	207,3	176,2	191,4
Девизне резерве / примарни новац	169,8	179,5	173,8	140,7	190,5	196,4	207,6	197,9	199,9	196,6	193,7	196,6	185,0	202,1
СТЕПЕН ОТВОРЕНОСТИ ЕКОНОМИЈЕ (ИЗВОЗ + УВОЗ) / БДП														
	70,8	77,4	80,1	82,6	69,0	79,8	82,7	89,8	92,6	97,7	102,6	106,8	113,3	119,3 ²⁾
МЕМОРАНДУМ (у млн евра)														
БДП ¹⁾	21.103	24.435	29.452	33.705	30.655	29.766	33.424	31.683	34.263	33.319	33.491	34.617	36.795	8.883 ²⁾
Спољни дуг	12.520	14.291	17.382	20.982	22.272	23.509	24.123	25.645	25.644	25.679	26.234	26.494	25.735	
Сервисирање спољног дуга	1.054	2.513	3.039	3.594	3.922	3.564	4.154	4.130	4.595	4.728	4.043	4.442	4.198	
Девизне резерве НБС	4.922	9.020	9.634	8.162	10.602	10.002	12.058	10.915	11.189	9.907	10.378	10.205	9.962	10.235
Краткорочни дуг ³⁾	951	968	1.044	1.832	1.852	1.758	612	455	196	99	303	676	889	
Биланс текућих трансакција	-1.778	-2.356	-5.474	-7.125	-2.032	-2.037	-3.656	-3.671	-2.098	-1.985	-1.234	-1.075	-2.090	-650 ²⁾
КРЕДИТНИ РЕЈТИНГ (промена рејтинга и изгледа)														
	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.	2016.	2017.	2017.
	Јул/Мај	Феб.	Јул	Март/Дец.	Дец.	Нов.	Март	Авг.	Јул	Јан.	Дец.	Јан/Март/Јун/Дец.	Март	Дец.
S&P	BB-	BB-	BB-	BB-	BB-		BB	BB-				BB-		BB
	/стабилан	/позитиван	/стабилан	/негативан	/стабилан		/стабилан	/негативан				/позитиван		/стабилан
Fitch	BB-			BB-		BB-		BB-		B+	B+	BB-		BB
	/стабилан			/негативан		/стабилан		/негативан		/стабилан	/позитиван	/стабилан		/стабилан
Moody's									B1			B1	Ba3	
									/стабилан			/позитиван	/стабилан	

Методолошка објашњења:

Девизне резерве / увоз робе и услуга (у месецима) – однос девизних резерви на крају посматраног периода и просечног месечног увоза робе и услуга током тог периода
Девизне резерве / краткорочни дуг (у %) – однос стања девизних резерви и стања краткорочног дуга по преосталој рочности на крају посматраног периода
Девизне резерве / БДП (у %) – стање девизних резерви на крају посматраног периода у односу на БДП
Отплата дуга / БДП (у %) – однос отплате дуга (без превремене отплате дела дуга према Лондонском клубу) и БДП-а током посматраног периода
Отплата дуга / извоз (у %) – однос отплате дуга (без превремене отплате дела дуга према Лондонском клубу) и извоза робе и услуга током посматраног периода
Спољни дуг / БДП (у %) – однос стања дуга на крају посматраног периода и БДП-а
Краткорочни дуг / БДП – однос стања краткорочног дуга по преосталој рочности на крају посматраног периода и БДП-а
Спољни дуг / извоз (у %) – однос стања дуга на крају посматраног периода и вредности годишњег извоза робе и услуга
Девизне резерве / М1 (у %) – однос стања девизних резерви и новчане масе на крају посматраног периода
(Извоз + увоз) / БДП (у %) – однос вредности извоза и увоза робе и услуга и БДП-а током посматраног периода

¹⁾ Према методологији ESA 2010.

²⁾ Процена НБС.

³⁾ По оригиналној рочности.

Напомене:

1. Подаци су подложни кориговању према званичним изворима.

2. Од 2007. подаци о извозу и увозу робе и услуга усклађени су са смерницама садржаним у Приручнику за израду платног биланса и међународне инвестиционе позиције бр. 6 ММФ-а (ВРМБ). Подаци за 2005. и 2006. приказани су према претходној методологији.

3. Од 1. јануара 2010. РЗС региструје извоз и увоз према општем систему трговине, који представља шири концепт и обухвата сву робу која улази на економску територију земље или је напушта, са изузетком робе која је у транзиту. Упоредиве податке РЗС је објавио за 2007., 2008. и 2009. годину. Претходне године су дате према специјалном систему трговине. Размена са Црном Гором регистрована је према припадајућим трансакцијама од 2003. године.

4. Од септембра 2010. измењена је методологија статистике спољног дуга тако да се у спољни дуг јавног сектора укључују обавезе по основу алокације SDR (461,6 млн евра), искоришћене у децембру 2009, док су из спољног дуга приватног сектора искључени кредити закључени пре 20. децембра 2000. по којима се не врше плаћања (934,8 млн евра, од чега се 402,0 млн евра односи на домаће банке, а 532,8 млн евра на домаћа предузећа).

5. Отплата спољног дуга не укључује отплате по основу краткорочних кредита и превремену отплату дуга.

Табела Б
Основни макроекономски индикатори

	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.	2016.	2017.	I 2018.
Реални раст БДП-а (у %)¹	5,5	4,9	5,9	5,4	-3,1	0,6	1,4	-1,0	2,6	-1,8	0,8	2,8	1,9	4,5
Потрошачке цене (у % у односу на исти месец претходне године)²	17,7	6,6	11,0	8,6	6,6	10,3	7,0	12,2	2,2	1,7	1,5	1,6	3,0	1,4
Девизне резерве НБС (у млн евра)	4.922	9.020	9.634	8.162	10.602	10.002	12.058	10.915	11.189	9.907	10.378	10.205	9.962	10.235
Извоз робе и услуга (у млн евра)³	5.329	6.948	8.110	9.583	8.043	9.515	11.145	11.469	13.937	14.451	15.728	17.385	19.330	4.845⁶
- стопа раста у % у односу на претходну годину	19,1	30,4	-	18,2	-16,1	18,3	17,1	2,9	21,5	3,7	8,8	10,5	11,2	10,5⁶
Увоз робе и услуга (у млн евра)³	9.612	11.970	15.468	18.267	13.099	14.244	16.487	16.992	17.782	18.096	18.643	19.597	22.365	5.751⁶
- стопа раста у % у односу на претходну годину	0,7	24,5	-	18,1	-28,3	8,7	15,7	3,1	4,7	1,8	3,0	5,1	14,1	13,0⁶
Текући рачун платног биланса³ (у млн евра)	-1.778	-2.356	-5.474	-7.125	-2.032	-2.037	-3.656	-3.671	-2.098	-1.985	-1.234	-1.075	-2.090	-650⁶
у % БДП-а	-8,4	-9,6	-18,6	-21,2	-6,6	-6,8	-10,9	-11,6	-6,1	-6,0	-3,7	-3,1	-5,7	-7,3⁶
Незапосленост по Анкети (у %)⁷	20,8	20,9	18,1	13,6	16,1	19,2	23,0	23,9	22,1	19,2⁷)	17,7	15,3	13,5	
Зараде (просечне за период, у еврима)⁸	210,4	257,8	347,1	402,0	337,8	331,8	372,5	366,1	388,5	379,8	367,9	374,5	383,9	412,9
Републички буџетски суфицит/дефицит (у % БДП-а)⁴	0,5	-1,7	-1,6	-1,7	-3,2	-3,4	-4,0	-5,9	-5,2	-6,3	-2,8	-0,2	0,8	0,6
Консолидовани фискални резултат (у % БДП-а)⁴	1,2	-1,5	-1,9	-2,6	-4,4	-4,6	-4,8	-6,8	-5,5	-6,6	-3,7	-1,3	1,2	0,4
Јавни дуг Републике Србије (централни ниво државе, у % БДП-а)	50,2	35,9	29,9	28,3	32,8	41,8	45,4	56,2	59,6	70,4	74,7	71,9	61,5	59,0
Курс динара према долару (просек у периоду)	66,87	67,03	58,39	55,76	67,47	77,91	73,34	88,12	85,17	88,54	108,85	111,29	107,50	96,34
Курс динара према долару (крај периода)	72,22	59,98	53,73	62,90	66,73	79,28	80,87	86,18	83,13	99,46	111,25	117,14	99,12	96,08
Курс динара према евр у (просек у периоду)	82,99	84,11	79,96	81,44	93,95	103,04	101,95	113,13	113,14	117,31	120,73	123,12	121,34	118,43
Курс динара према евр у (крај периода)	85,50	79,00	79,24	88,60	95,89	105,50	104,64	113,72	114,64	120,96	121,63	123,47	118,47	118,39
МЕМОРАНДУМ:														
БДП (у млн евра)⁵	21.103	24.435	29.452	33.705	30.655	29.766	33.424	31.683	34.263	33.319	33.491	34.617	36.795	8.883⁶

¹) У сталним ценама претходне године.

²) Цене на мало до 2006. године.

³) Од 2007. подаци о извозу и увозу робе и услуга усклађени су са смерницама садржаним у *Приручнику за израду платног биланса и међународне инвестиционе позиције* бр. 6 ММФ-а (ВРМБ). Подаци за 2005. и 2006. приказани су према претходној методологији. Због прекида серије, за 2007. стопе раста извоза и увоза робе и услуга нису приказане. Од 1. јануара 2010. РЗС региструје извоз и увоз према општем систему трговине, који представља шири концепт и обухвата сву робу која улази на економску територију земље или је напушта, са изузетком робе која је у транзиту. Упоредиве податке РЗС је објавио за 2007, 2008. и 2009. годину. Претходне године су дате према специјалном систему трговине. Размена са Црном Гором регистрована је према припадајућим трансакцијама од 2003. године.

⁴) Консолидовани (од 2005) и републички (од 2008) дефицит укључују плаћање активираних гаранција, докапитализације банака и преузимања дуга, према методологији ММФ-а.

⁵) Према методологији *ESA 2010*.

⁶) Процена НБС.

⁷) Нова методологија *Анкете о радној снази* од 2014. године.

⁸) До 2017. године зараде се приказују по старој методологији. Од 2017. године зараде се објављују према новој методологији и на основу података Пореске управе. Зараде за Т1 2018. представљају просек два расположива месеца. За прерачун динарских зарада у евре коришћен је просечни курс RSD/EUR у посматраном периоду.

Напомене:

1. Подаци су подложни кориговању према званичним изворима.
2. Извор за податак о стопи незапослености је *Анкета о радној снази* РЗС-а.
3. Извор за податак о јавном дугу је Министарство финансија.

Списак графикана и табела

Графикони

III.0.1.	Краткорочна пројекција инфлације из фебруара 2018.	9
III.0.2.	Кретање цена	10
III.0.3.	Допринос мг. стопи раста потрошачких цена	10
III.0.4.	Допринос тромесечној стопи раста произвођачких цена	15
III.0.5.	Домаћа инфлација и увозне цене	15
III.0.6.	Текућа инфлација и инфлациона очекивања 12 месеци унапред	16
III.0.7.	Перципирана и очекивана инфлација становништва	16
III.0.8.	Очекивана инфлација за две године унапред	17
IV.1.1.	Динарска ликвидност	19
IV.1.2.	Кретање каматних стопа	19
IV.1.3.	Крива приноса на међубанкарском тржишту новца	20
IV.1.4.	Каматне стопе на примарном тржишту државних ХоВ	20
IV.1.5.	Стање продатих динарских државних ХоВ	20
IV.1.6.	Кретање каматних стопа на динарске кредите и депозите привреди и становништву	21
IV.1.7.	Кретање каматних стопа на девизне кредите и депозите привреди и становништву	21
IV.1.8.	Показатељ премије ризика – <i>EMBI</i> по земљама	22
IV.1.9.	Приноси на еврообвезнице земаља у региону	22
IV.1.10.	Дефицит текућег биланса и нето прилив капитала	23
IV.1.11.	Структура финансијског биланса	23
IV.1.12.	Финансијски кредити резидената – промена нето задужења	23
IV.1.13.	Кретање курса динара и евра према долару	24
IV.1.14.	Кретање курса динара и интервенције Народне банке Србије на девизном тржишту	24
IV.1.15.	Краткорочна волатилност курса динара према евр	24
IV.1.16.	Кретање курсева одређених националних валута према евр	25
IV.1.17.	Индекс <i>BELEX15</i> и промет на Београдској берзи	25
IV.1.18.	Кретање берзанских индекса у региону	26
IV.2.1.	Монетарни агрегати и потрошачке цене	27
IV.2.2.	Доприноси мг. расту М2, секторска структура	27
IV.2.3.	Домаћи кредити немонетарном сектору и М3	27
IV.2.4.	Кредитна активност и БДП	28
IV.2.5.	Структура новоодобрених кредита привреди	28
IV.2.6.	Утицај појединих фактора на промену кредитних стандарда у одобравању кредита и кредитних линија предузећима	29
IV.2.7.	Структура новоодобрених кредита становништву	29
IV.2.8.	Утицај појединих фактора на промену кредитних стандарда у одобравању кредита и кредитних линија становништву	30
IV.2.9.	Учешће динарских пласмана у укупним пласманима банака привреди и становништву	30
IV.2.10.	Учешће <i>NPL</i> у укупним кредитима, бруто принцип	31
IV.3.1.	Индекси цена непокретности <i>DOMex</i> и број прометованих непокретности	31
IV.3.2.	Индекси броја издатих дозвола новоградње	31
IV.4.1.	Доприноси мг. стопи раста БДП-а – расходна страна	32
IV.4.2.	Потрошња домаћинстава	32
IV.4.3.	Потрошња државе	33
IV.4.4.	Извоз и увоз робе и услуга	34
IV.4.5.	Кретање показатеља екстерне тражње за извозом Србије	34
IV.4.6.	Извоз услуга	35
IV.4.7.	Увоз енергената	35
IV.4.8.	Робна размена у еврима	36

IV.5.1.	Кретање показатеља економске активности	36
IV.5.2.	Физички обим производње по гранама прерађивачке индустрије	37
IV.5.3.	Физички обим производње у енергетици и рударству	37
IV.5.4.	Показатељи грађевинске активности	37
IV.5.5.	Показатељи активности сектора услуга	38
IV.6.1.	Просечна номинална нето зарада	39
IV.6.2.	Номиналне нето зараде по делатностима	39
IV.6.3.	Структура мг. раста формалне запослености	42
IV.6.4.	Показатељи тржишта рада према <i>Анкети о радној снази</i>	42
IV.7.1.	Доприноси дсз. стопи раста БДП-а зоне евра	43
IV.7.2.	Кретање БДП-а и показатеља економске активности зоне евра	43
IV.7.3.	Водећи показатељи сектора производње по земљама – <i>PMI Manufacturing</i>	44
IV.7.4.	Водећи економски показатељи у САД	44
IV.7.5.	Кретања на тржишту рада у САД	44
IV.7.6.	Ревизија прогноза реалног раста БДП-а за 2018. и 2019. ММФ-а	45
IV.7.7.	Инфлација и циљ по земљама у марту 2018.	46
IV.7.8.	Кретање хармонизованог индекса потрошачких цена по земљама	46
IV.7.9.	Дугорочна тржишна инфлациона очекивања у зони евра	47
IV.7.10.	Кретање референтних стопа по земљама	48
IV.7.11.	Остварена и очекивана референтна каматна стопа ФЕД-а	49
IV.7.12.	Имплицитна волатилност међународног финансијског тржишта	50
IV.7.13.	Принос на десетогодишње обвезнице по земљама	50
IV.7.14.	Кретање курсева одређених националних валута према долару	51
IV.7.15.	Кретање цена нафте и бакра	51
IV.7.16.	Индекс цена примарних производа	51
IV.7.17.	Индекс светских цена хране	52
V.0.1.	Индекс монетарних услова	57
V.0.2.	Реална каматна стопа	58
V.0.3.	Производни јаз	58
V.0.4.	Фискална кретања	58
V.0.5.	Претпоставка о инфлацији у зони евра	60
V.0.6.	Претпоставка о кретању светске цене нафте типа брент	61
V.0.7.	Претпоставка о кретању светских цена примарних пољопривредних производа	62
V.0.8.	Дефицит текућег рачуна и нето прилив СДИ	63
V.0.9.	Краткорочна пројекција инфлације	64
V.0.10.	Пројекција инфлације	65
V.0.11.	Пројектовано кретање производног јаза	65
V.0.12.	Утицај РМТП на кретање цена хране	66
V.0.13.	Пројекција компоненти инфлације	66
V.0.14.	Пројекција раста БДП-а	69
V.0.15.	Доприноси реалном расту БДП-а	69
V.0.16.	Претпоставка о кретању производног јаза за зону евра	70
V.0.17.	Поређење текуће с претходном пројекцијом раста БДП-а	71
V.0.18.	Пројекција кретања цена примарних производа	72
V.0.19.	Поређење текуће с претходном пројекцијом инфлације	72
V.0.20.	Остварење пројекције инфлације из маја 2017.	73

Табеле

III.0.1.	Допринос мг. стопи раста потрошачких цена	9
III.0.2.	Раст потрошачких цена по компонентама	10
III.0.3.	Показатељи раста цена	15
IV.2.1.	Монетарни агрегати	26
IV.4.1.	Кретање главних показатеља и извора потрошње домаћинства	32
IV.4.2.	Показатељи кретања инвестиција	33
IV.5.1.	Доприноси тромесечном расту БДП-а	36
IV.6.1.	Кретања формалне запослености и незапослености	42
IV.7.1.	Процена привредног раста по земљама	45
V.0.1.	Најважније претпоставке пројекције	59
V.0.2.	Фискална стратегија 2018–2020.	63
V.0.3.	Пројекције главних макроекономских показатеља за Србију	73
	Табела А. Индикатори екстерне позиције Србије	74
	Табела Б. Основни макроекономски индикатори	75

Графикони у освртима

O.1.1.	Мг. раст цена појединих производа и услуга	12
O.1.2.	Дистрибуција мг. стопа раста ИПЦ-а у децембру 2017.	13
O.1.3.	Дистрибуција мг. стопа раста ИПЦ-а у марту 2018.	13
O.1.4.	Инфлација и циљ по земљама у марту 2018.	14
O.1.5.	Централна пројекција инфлације за 2018.	14
O.2.1.	Кретање просечних номиналних нето зарада	41
O.3.1.	Кретање цена примарних производа	53
O.3.2.	Пројекција цена примарних производа	53
O.3.3.	Кретање цена сирове нафте и бакра	54
O.3.4.	Кретање цена житарица	54

Седнице Извршног одбора Народне банке Србије и промене референтне каматне стопе

2017. година

Датум	Референтна каматна стопа (на годишњем нивоу, у %)	Промена (у базним поенима)
12. јануар	4,00	0
14. фебруар	4,00	0
14. март	4,00	0
11. април	4,00	0
12. мај	4,00	0
8. јун	4,00	0
10. јул	4,00	0
10. август	4,00	0
7. септембар	3,75	-25
9. октобар	3,50	-25
9. новембар	3,50	0
7. децембар	3,50	0

2018. година

Датум	Референтна каматна стопа (на годишњем нивоу, у %)	Промена (у базним поенима)
11. јануар	3,50	0
8. фебруар	3,50	0
8. март	3,25	-25
12. април	3,00	-25
10. мај	3,00	0
7. јун		
12. јул		
9. август		
6. септембар		
8. октобар		
8. новембар		
6. децембар		

Саопштења са седница Извршног одбора Народне банке Србије

Саопштење са седнице Извршног одбора, 14. 3. 2018.

Извршни одбор Народне банке Србије одлучио је, на данашњој седници, да референтну каматну стопу смањи на 3,25 одсто. Доносећи такву одлуку, Извршни одбор је имао у виду пре свега пројекцију инфлације и њених фактора у наредном периоду.

У складу са очекивањима Народне банке Србије, инфлација је у фебруару смањена на 1,5% међугодишње, пре свега због високе базе код производа који су једнократно поскупели почетком прошле године. На то да су инфлаторни притисци ниски, потврђује и базна инфлација у фебруару од 1,3% међугодишње. Према фебруарској централној пројекцији, успоравање инфлације по основу базног ефекта очекујемо и у наредним месецима, а затим њено постепено приближавање централној вредности циља у току наредне године, чему ће допринети и раст домаће тражње. На то да су инфлаторни притисци остали ниски, указују и усидрена инфлациона очекивања – финансијски сектор и привреда очекују да ће инфлација и за једну и за две године бити на централној вредности циља (3,0%). Смањењем референтне каматне стопе у условима ниских инфлаторних притисака, Народна банка Србије ће додатно подржати кредитну активност и привредни раст.

Извршни одбор је истакао да опрезност у вођењу монетарне политике и даље проистиче из дешавања у међународном окружењу, а првенствено из дешавања на међународном финансијском тржишту и кретања светских цена примарних производа. Неизвесност на међународном финансијском тржишту и даље је присутна по основу монетарних политика водећих централних банака, ФЕД-а и Европске централне банке, као и односа њихових валута. Иако је кретање светских цена примарних производа и даље волатилно, у наредном периоду се не очекује њихов знатнији раст. Извршни одбор истиче и да је отпорност наше привреде на евентуалне негативне утицаје из међународног окружења повећана захваљујући јачању домаћих макроекономских фундамената и повољнијим изгледима за наредни период.

Наредна седница Извршног одбора на којој ће бити донета одлука о референтној каматној стопи одржаће се 12. априла 2018.

Саопштење са седнице Извршног одбора, 12. 4. 2018.

Извршни одбор Народне банке Србије одлучио је на данашњој седници да референтну каматну стопу смањи на ниво од 3 одсто. Истовремено, донета је одлука о сужењу коридора каматних стопа, са $\pm 1,5$ на $\pm 1,25$ процентних поена, што значи да је каматна стопа на депозитне олакшице остала непромењена.

Доносећи такву одлуку, Извршни одбор је проценио да очекивано кретање инфлације и њених фактора у наредном периоду пружају могућност за додатно ублажавање монетарне политике.

Успоравање инфлације у протекла три месеца било је веће од очекиваног и међугодишња инфлација је у марту износила 1,4%, што указује на то да су инфлаторни притисци додатно снижени. Ниске инфлаторне притиске потврђује и кретање базне инфлације, која је у марту успорена на 0,8% међугодишње. То је њен најнижи ниво откад се инфлација мери променом индекса потрошачких цена. Извршни одбор је истакао да ће се, према пројекцији, инфлација и наредних месеци задржати око текућег нивоа. Приближавање централној вредности циља очекује се у току наредне године, чему ће допринети и раст домаће тражње. На то да су инфлаторни притисци остали ниски, указују и усидрена инфлациона очекивања финансијског сектора и привреде, који очекују да ће инфлација и за две године унапред бити на централној вредности циља (3,0%). Смањењем референтне каматне стопе, у условима ниских инфлаторних притисака, Народна банка Србије ће пружити додатну подршку кредитној активности и привредном расту.

Извршни одбор је истакао да опрезност у вођењу монетарне политике и даље проистиче из дешавања на међународном финансијском тржишту и кретања светских цена примарних производа. Неизвесност на међународном финансијском тржишту и даље постоји по основу монетарних политика водећих централних банака, ФЕД-а и Европске централне банке, као и односа њихових валута. Иако је кретање светских цена

примарних производа и даље волатилно, у наредном периоду се не очекује њихов знатнији раст. Извршни одбор истиче и да је отпорност наше привреде на евентуалне негативне утицаје из међународног окружења повећана захваљујући јачању домаћих макроекономских фундамената и повољнијим изгледима за наредни период.

Наредна седница Извршног одбора на којој ће бити донета одлука о референтној каматној стопи одржаће се 10. маја.

Саопштење са седнице Извршног одбора, 10. 5. 2018.

Извршни одбор Народне банке Србије одлучио је на данашњој седници да референтну каматну стопу задржи на нивоу од 3,0 одсто.

Доносећи такву одлуку, Извршни одбор је имао у виду пре свега очекивано кретање инфлације и њених фактора у наредном периоду, као и ефекте досадашњег ублажавања монетарне политике. Према мајској пројекцији, Извршни одбор очекује да ће се међугодишња инфлација, након овогодишњег минимума у априлу, постепено кретати ка циљу. До краја ове године инфлација би требало да остане ближе доњој граници циља, а приближавање централној вредности од 3,0 одсто очекује се у другој половини 2019. И финансијски сектор и привреда очекују да ће инфлација за годину дана унапред бити испод централне вредности циља, а за две године дана унапред на циљу од 3,0 одсто. На и даље ниске инфлаторне притиске указује и базна инфлација, која је на најнижем нивоу откад се инфлација мери променом индекса потрошачких цена.

Неизвесност на међународном робном тржишту, пре свега по основу кретања светске цене нафте, чији је раст настављен у овој години, и даље налаже опрезност у вођењу монетарне политике. Ипак, према фјучерсима и оценама релевантних међународних институција, не очекује се њен знатнији раст у наредном периоду, а у средњем року се чак пројектује пад цене нафте. Поред тога, опрезност је потребна и због додатно повећане дивергентности монетарних политика Система федералних резерви и Европске централне банке, као и раста неизвесности у погледу динамике њихове нормализације у наредном периоду. Извршни одбор истиче да је отпорност наше привреде на евентуалне негативне утицаје из међународног окружења повећана захваљујући смањеној интерној и екстерној неравнотежи и повољнијим макроекономским изгледима за наредни период.

На данашњој седници Извршни одбор је усвојио мајски Извештај о инфлацији, који ће јавности бити представљен 17. маја. Том приликом биће детаљно образложене одлуке монетарне политике и макроекономска кретања која их опредељују.

CIP - Каталогизација у публикацији
Народна библиотека Србије, Београд

33

ИЗВЕШТАЈ О ИНФЛАЦИЈИ / Народна
банка Србије. - 2006- . - Београд (Краља
Петра 12) : Народна банка Србије, 2006-
(Београд : Завод за израду новчаница и
кованог новца "Топчидер") . - 30 cm

Тромесечно
ISSN 1820-9408 = Извештај о инфлацији
(Народна банка Србије)
COBISS.SR-ID 154291980