Народна банка Србије

2018

новембар

ИЗВЕШТАЈ О ИНФЛАЦИЈИ

2018

новембар

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.

Новембарски *Извештај о инфлацији* размотрен је и усвојен на седници Извршног одбора 8. новембра 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

Жељко Јовић, вицегувернер

Ана Ивковић, вицегувернер

Драгана Станић, вицегувернер

СКРАЋЕНИЦЕ КОРИШЋЕНЕ У ОВОМ ИЗВЕШТАЈУ

БДП – бруто домаћи производ
б.п. – базни поен
ДФО – друге финансијске организације
д.с. – десна скала
дсз. – десезонирано
EBRD – Европска банка за обнову и развој
ЕЦБ – Европска централна банка
ЕИБ – Европска инвестициона банка
EMBI – индекс обвезница тржишта у успону
ЕУ – Европска унија
ИПЦ – индекс потрошачких цена
л.с. – лева скала
МДТ – међубанкарско девизно тржиште
млн – милион
млрд – милијарда
мг. – међугодишње
ММФ – Међународни монетарни фонд
НДВ – непољопривредна додата вредност
NPL – проблематични кредити
OECD – Организација за економску сарадњу и развој
OPEC – Организација земаља извозница нафте
П – полугодиште
п.п. – процентни поен
РМТП – реални маргинални трошкови у производњи хране
СДИ – стране директне инвестиције
SDR – специјална права вучења
Т – тромесечје
ФАО – Организација Уједињених нација за храну и пољопривреду
ФЕД – Систем федералних резерви САД
FOMC – 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 11

IV. Детерминанте инфлације 15

1. Кретања на финансијском тржишту 15

2. Новац и кредити 21

Осврт 1: Кредитирање малих и средњих предузећа из угла нове статистике каматних стопа 26

3. Тржиште непокретности 28

4. Агрегатна тражња 28

Осврт 2: Унапређење спољнотрговинске позиције Србије у периоду 2012–2017. 33

5. Економска активност 36

Осврт 3: Ревизија података о БДП-у за период 2015–2017. 39

6. Кретања на тржишту рада 41

7. Међународно окружење 43

Осврт 4: Заоштравање светских трговинских односа и утицај на светска економска кретања и Србију 53

V. Пројекција инфлације 57

Списак графикона и табела 79

Седнице Извршног одбора Народне банке Србије и промене референтне каматне стопе 82

Саопштења са седница Извршног одбора Народне банке Србије 83

I. Резиме

Економски показатељи и даље указују на стабилан **глобални привредни раст**, али су изгледи од претходног извештаја благо кориговани наниже, тако да се сада очекује да и ове и наредне године има исти темпо раста као и у 2017. години (од 3,7%). Раст зоне евра, нашег најзначајнијег спољнотрговинског партнера, настављен је и у 2018, мада нешто споријим темпом него 2017, пре свега услед нешто слабије екстерне тражње, што се одразило и на ревизију наниже пројекције њеног раста за ову и наредну годину. Нешто нижа су и очекивања у погледу привредног раста у југоисточној Европи, при чему су све релевантне међународне институције ревидирале навише прогнозу за Србију. **Глобална инфлација**, под утицајем раста светске цене нафте, од почетка 2018. налази се на вишем нивоу, али је у већини земаља и даље умерена. Слично се очекује и за наредни период. Настављена је нормализација **монетарних политика** водећих централних банака, док су глобални финансијски услови, иако и даље повољни, пооштрени, што се доводи у везу и с трговинским и геополитичким тензијама.

Кретања у међународном окружењу од претходног извештаја карактеришу нешто слабији изгледи за глобални привредни раст од претходно очекиваних, умерена глобална инфлација, као и благо пооштравање финансијских услова, на које утиче наставак нормализације монетарне политике Система федералних резерви.

Домаћи макроекономски услови спровођења монетарне политике остали су повољни, о чему сведочи кретање главних макроекономских показатеља. И у условима снажног привредног раста инфлаторни притисци су остали ниски. Током трећег тромесечја, **међугодишња инфлација је наставила да се креће у границама циља** и у септембру је износила 2,1%, при чему се више од половине доприноса инфлацији односило на две групе производа – нафтне деривате и воће и поврће. То показује да су инфлаторни притисци у основи и даље ниски, што потврђују и ниска и стабилна базна инфлација, која се у Т3 кретала на нивоу око 1% међугодишње, и око циља усидрена инфлациона очекивања финансијског сектора и привреде и за годину, и за две године унапред. Усидреност њихових инфлационих очекивања указује на кредибилитет монетарне политике и изостанак секундарних ефеката виших цена нафтних деривата и непрерађене хране на остале цене.

У складу с нашим очекивањима, међугодишња инфлација је наставила да се креће у границама циља. Инфлаторни притисци по основу већине фактора и даље су ниски, што потврђује базна инфлација на међугодишњем нивоу око 1%, као и инфлациона очекивања усидрена око централне вредности циља од 3,0%.

Приликом доношења одлука о **референтној каматној стопи** у периоду од претходног извештаја, Извршни одбор Народне банке Србије имао је у виду очекивано кретање инфлације у границама циља и у наредне две године, за колико се пројектује инфлација, као и

Референтна каматна стопа налази се на непромењеном нивоу од априла ове године, на 3,0%, што је њен најнижи ниво у режиму инфлационог циљања.

ефекте претходног ублажавања монетарне политике, који доприносе убрзању привредног раста по највишој стопи у последњих десет година. Поред тога, опрезност у вођењу монетарне политике налагала је пре свега неизвесност на међународном робном и финансијском тржишту. Повећана је светска цена нафте, а неизвесно је њено кретање у наредном периоду. Такође, очекивана је даља нормализација монетарних политика водећих централних банака, Система федералних резерви и Европске централне банке. Опрезност је била потребна и због раста протекционизма у међународној трговини између водећих привреда света. Ипак, Извршни одбор је истицао да је отпорност наше привреде на евентуалне негативне утицаје из међународног окружења повећана захваљујући повољним макроекономским показатељима и изгледима за наредни период.

Расту кредитне активности (7,7% међугодишње у септембру) 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 у укупним кредитима, на 6,4% у септембру, што је најнижи ниво од 2008, откад се прати овај показатељ квалитета портфолија банака.

Захваљујући претходном ублажавању монетарне политике, ниској премији ризика земље и задржавању ниских каматних стопа на међународном тржишту новца, **услови финансирања приватног сектора и државе су повољни**. О томе сведоче каматне стопе на нове динарске кредите привреди и становништву, које су се током трећег тромесечја кретале близу минимума забележених претходних месеци. Уз ефекте раста економске активности, праћеног опоравком тржишта рада и појачаном конкуренцијом међу банкама, то доприноси наставку **раста кредитне активности**. На такве закључке упућују и оцене банака изнете у анкети Народне банке Србије о кредитној активности, према којима расту кредите активности доприносе и повољнији кредитни услови, као и раст тражње за кредитима. Упркос активностима на решавању проблематичних кредита, које су резултирале њиховим знатним отписом и продајом, међугодишњи раст укупних кредита (искључујући ефекат девизног курса) убрзан је од почетка године и у септембру је износио 7,7% (11,9% међугодишње по искључењу ефекта отписа и продаје проблематичних кредита). Да Стратегија за решавање питања проблематичних кредита наставља да даје одличне резултате, говори и податак да је, за нешто више од три године откако је усвојена, износ проблематичних кредита смањен за преко 67%, а њихово учешће у укупним кредитима за близу 16 процентних поена, на 6,4% у септембру. То је најнижи ниво од 2008, откад се прати овај показатељ квалитета портфолија банака.

Захваљујући успешној фискалној консолидацији и пуној координацији монетарне и фискалне политике, што је резултирало суфицитом буџета и свођењем

И у условима знатног раста капиталних издатака државе, **буџет државе на консолидованом нивоу наставио је да бележи суфицит**, који је, посматрано

од почетка године закључно са августом, износио 41,1 милијарду динара, а ако се изузму расходи за камате, остварен је примарни суфицит од 123 милијарде динара. Расту консолидованих прихода од 3,4% међугодишње доприноси, пре свега, раст домаће тражње и позитивни трендови на тржишту рада, док су виши расходи за 6,9% у највећој мери вођени растом капиталних издатака. Трошкови отплате камата додатно су снижени захваљујући смањеним потребама државе за финансирањем, као и ефектима претходног ублажавања монетарне политике и пада премије ризика земље. Јавни дуг централне државе на крају септембра износио је 23,9 милијарди евра, а његов удео у пројектованом бруто домаћем производу 55,9% (наспрам 57,9% крајем 2017). Као резултат опредељења државе да се у већој мери задужује на домаћем тржишту емитовањем динарских дугорочних хартија од вредности и тако додатно смањи валутни ризик и допринесе одрживости јавног дуга – учешће дуга у динарима повећано је са 23,0% крајем 2017. на 25,9% у септембру 2018.

јавног дуга у одрживе оквире, фискална политика све више стимулише привредни раст. Раст капиталних издатака државе доприноси расту инвестиција, а раст плата у јавном сектору и пензија један је од извора за раст потрошње, али не у мери у којој би то изазвало веће инфлаторне притиске.

Кретања **на текућем рачуну платног биланса** у девет месеци 2018, у односу на исти период претходне године, карактерише раст дефицита у трговини робе, који је углавном компензован вишим суфицитом у размени услуга и секундарног дохотка, као и мањим дефицитом на рачуну примарног дохотка. Извоз прерађивачке индустрије наставља да бележи релативно високу стопу раста, вођен вишим извозом готово свих њених области, и поред успоравања екстерне тражње из зоне евра. Истовремено, текући инвестициони циклус, подстакнут и приливима страних директних инвестиција, утицао је на то да се повећа увоз опреме и репроматеријала за потребе индустрије, што је у највећој мери определило и раст укупног увоза. На бржи раст увоза деловале су и више светске цене нафте. На **финансијском рачуну**, посматрано од почетка године, остварен је нето прилив капитала од 2,2 милијарде евра, пре свега по основу пројектно распрострањеног прилива страних директних инвестиција, који је био претежно усмерен у размењиве секторе. Тај прилив, у нето износу од 1,8 милијарди евра (раст од 3,2% међугодишње), више него у пуној мери покрио је дефицит текућег рачуна (са 122,3%). Процењујемо да ће нето прилив страних директних инвестиција у овој, као и у претходне три године, обезбедити пуну покривеност дефицита текућег рачуна. То очекујемо и за наредни период, што ће бити један од фактора екстерне одрживости у средњем року.

Наставља се висок раст извоза прерађивачке индустрије (9,8% међугодишње), док се раст увоза (13,1% међугодишње) дугује пре свега повећаним потребама привреде за опремом и средствима за репродукцију, које прате текући инвестициони циклус.

Упркос успоравању раста екстерне тражње, пре свега из зоне евра, домаћи фактори су снажно погурали привредни раст, који је у првој половини године превазишао наша очекивања и задржао снажан темпо и у трећем тромесечју.

Раст бруто домаћег производа је у првој половини године био изнад очекивања изнетих у претходном извештају и виши је за 4,9% него у истом периоду претходне године. Према првој процени Републичког завода за статистику, снажан темпо раста задржан је и у трећем тромесечју (3,7% међугодишње). Упркос успоравању раста екстерне тражње, пре свега из зоне евра, домаћи фактори (инвестиције из претходног периода, реализација инфраструктурних пројеката, унапређење пословног амбијента, повољни финансијски услови и позитивни трендови на тржишту рада) снажно су погурали раст. Највећи допринос и у трећем тромесечју наставили су да пружају услужни сектори, на које се позитивно одражава опоравак домаће тражње, као и грађевинарство, захваљујући наставку реализације инфраструктурних пројеката и постепеном опоравку тржишта непокретности. Одлични резултати бележе се и у пољопривредној производњи, на шта указују прелиминарни подаци о оствареним приносима јесењих пољопривредних култура. Позитиван допринос привредном расту дала је и прерађивачка индустрија, док је допринос укупне индустрије био негативан због ремонта у енергетском сектору и ниског водостаја река, услед чега је производња у рударству и енергетици привремено смањена. Континуирани десезонирани раст бруто домаћег производа присутан је четрнаесто тромесечје заредом и, према нашој процени, у трећем тромесечју износио је 0,3%.

О поправљању пословног и инвестиционог амбијента у Србији сведочи и напредак у областима које се прате у оквиру оцене међународне конкурентности.

Да је **пословни и инвестициони амбијент у Србији поправљен**, потврђује и најновији *Извештај о конкурентности Светског економског форума за 2018. годину*, према коме је Србија, трећу годину заредом, поправила своју конкурентску позицију и тренутно заузима 65. место у групи од 140 земаља. Као и у претходној години, напредак је постигнут у оквиру показатеља макроекономског окружења, чему доприносе ниска и стабилна инфлација, као и смањење јавног дуга и повољнији кредитни рејтинг земље. Србија је знатно напредовала и у оквиру показатеља који се односе на финансијски систем, пре свега захваљујући знатном смањењу учешћа проблематичних кредита у укупним кредитима, високој адекватности капитала и већој доступности средстава финансирања за мала и средња предузећа. И према новом извештају Светске банке (*Doing Business*), Србија је наставила да се приближава најбољој светској пракси према условима пословања – повећала је укупан број бодова у односу на прошлу годину и налази се и даље у првих 50 земаља према лакоћи пословања (од укупно 190 земаља), иако је

њена позиција (48. место), релативно посматрано, незнатно неповољнија.

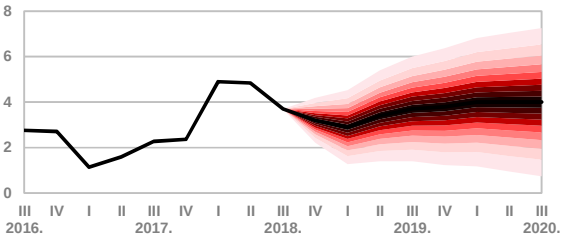
Тржиште рада карактерише раст формалне запослености, смањење броја незапослених на најнижи ниво у последњих четврт века и раст зарада.

Снажан раст економске активности, преко раста тражње за радном снагом, доприноси даљем **опоравку тржишта рада**, које карактерише раст запослености, смањење броја незапослених у свим групама занимања и раст зарада. Као и у претходним тромесечјима, повећање формалне запослености у трећем тромесечју било је опредељено већим запошљавањем у приватном сектору, док је у јавном сектору настављен процес рационализације броја запослених. Посматрано по делатностима, у односу на претходну годину, формална запосленост је највише порасла у прерађивачкој индустрији, при чему се бржи раст економске активности од раста броја запослених одражава и на раст продуктивности укупне привреде. Број незапослених је на најнижем нивоу у последњих четврт века.

Прогнозу раста бруто домаћег производа за ову годину повећали смо на 4,2%, док је за 2019. остала непромењена (3,5%), делом и због високе базе по основу бржег раста у овој години.

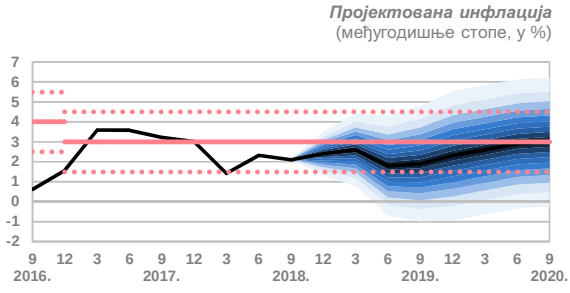
Бржи раст грађевинарства и пољопривреде од почетка године од процењеног, посматрано с производне стране, а раст инвестиција, посматрано с расходне стране, које смо као позитивне ризике истицали и у августовској пројекцији, утицали су на то да **ревидирамо навише прогнозу раста бруто домаћег производа** за 2018. на 4,2%, са 4% у августовској пројекцији. Прогноза раста бруто домаћег производа у 2019. остала је непромењена (3,5%), делом и због високе базе по основу бржег раста у 2018. Очекујемо да наставак спровођења реформи обезбеди да динамика раста бруто домаћег производа од око 4% остане одржива и у средњем року. Према нашој оцени, раст бруто домаћег производа ове и наредне године биће вођен домаћом тражњом, тј. инвестицијама и потрошњом домаћинстава. Повољан макроекономски амбијент и изгледи за раст, наставак интензивног улагања у инфраструктуру и повољни финансијски услови требало би да наставе позитивно да делују на инвестиције. Поред тога, повољни услови финансирања, уз даљи раст расположивог дохотка по основу очекиваног даљег раста зарада и запослености, као и постепени опоравак поверења потрошача, наставиће позитивно да делују на раст потрошње. Позитиван допринос очекујемо и од извоза по основу наставка динамичног раста извоза прерађивачке индустрије. Ипак, допринос нето извоза требало би и у 2018. да остане негативан због бржег раста увоза, пре свега опреме и репроматеријала, а у одређеној мери и потрошне робе. У наредној години очекујемо да ће раст извоза бити бржи од раста увоза, чему ће допринети инвестиције из претходног периода, раст екстерне тражње и високе извозне

Пројекција раста бруто домаћег производа
(међугодишње стопе, у %)



залихе пољопривредних производа након одличне сезоне. Према нашој процени, ризици пројекције економске активности су симетрични и односе се пре свега на кретања у међународном окружењу, тј. темпо раста економске активности у зони евра и код осталих важних спољнотрговинских партнера, као и на кретања на међународном робном и финансијском тржишту.

И према новој централној пројекцији, међугодишња инфлација ће остати ниска и стабилна у границама циља (3,0 ± 1,5%) до краја периода пројекције, при чему ће се током 2019. највероватније задржати испод централне вредности циља.



Према **новембарској централној пројекцији инфлације, која је готово непромењена у односу на августовску пројекцију**, очекујемо да ће међугодишња инфлација и у наредне две године бити ниска и стабилна. Она ће наставити да се креће у границама циља – до краја 2019. највероватније испод централне вредности циља, с тим да ће јој се привремено приближити у првим месецима наредне године због ефекта ниске базе с почетка ове године. Главни фактор који ће у средњем року определити кретање инфлације јесте агрегатна тражња. У наредном периоду постепено ће слабити и дезинфлаторни притисци по основу апрецијације динара у претходном периоду. У кратком року дезинфлаторно ће деловати ниски трошкови у производњи хране, а током наредне године, на нижу инфлацију утицаће и овогодишња висока база код воћа и поврћа и нафтних деривата, док ће у супротном смеру деловати претпостављени раст регулисаних цена од 4%. Процењујемо да су ризици остварења пројекције инфлације симетрични и односе се пре свега на даља кретања на међународном робном и финансијском тржишту, а у одређеној мери и на раст регулисаних цена.

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

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 пројекције долазе из међународног окружења, Народна банка Србије наставиће 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, монетарна политика биће предвидива и доследна у остваривању ниске и стабилне инфлације у средњем року, што ће, уз очување финансијске стабилности, доприносити одрживом привредном расту и јачању отпорности на неизвесности из међународног окружења.

II. Монетарна политика у периоду од претходног Извештаја о инфлацији

Од августовског Извештаја о инфлацији, референтна каматна стопа је задржана на нивоу од 3,0%. Одлучујући да не мења њену висину, Извршни одбор Народне банке Србије имао је у виду очекивано кретање инфлације и њених фактора у наредном периоду, као и ефекте досадашњег ублажавања монетарне политике. Према оцени Извршног одбора, инфлација ће се кретати у границама циља и у наредне две године, за колико се пројектује инфлација, при чему ће до краја 2019. највероватније остати испод циља од 3,0%.

Извршни одбор је оценио да ефекти претходног ублажавања монетарне политике, уз висок ниво поверења у решеност и способност Народне банке Србије да одржи ниску и стабилну инфлацију, доприносе снажном расту привреде Србије – посматрано од почетка године, по највишој стопи у последњих десет година. Раст бележе пре свега инвестиције, подржане повољним условима финансирања, као и приливом СДИ, које више него у пуној мери покривају дефицит текућег рачуна платног биланса и доприносе његовом смањењу у средњем року утицајем на раст извоза.

Опрезност у вођењу монетарне политике и даље је била потребна, пре свега због неизвесности у међународном окружењу. Повећана је светска цена нафте, при чему је неизвесно њено кретање у наредном периоду. Такође, очекује се даља нормализација монетарних политика водећих централних банака, што би, уз раст протекционизма у међународној трговини и по том основу повећану неизвесност на међународном финансијском тржишту, могло да се одрази на токове капитала према земљама у успону. Ипак, Извршни одбор је истицао да је отпорност наше привреде на евентуалне негативне утицаје из међународног окружења повећана захваљујући повољним макроекономским показатељима и изгледима за наредни период.

У периоду од августовског Извештаја о инфлацији, Извршни одбор Народне банке Србије задржао је висину референтне каматне стопе на 3,0%, што је њен најнижи ниво у режиму циљања инфлације. Основу за доношење одлука о монетарној политици у посматраном периоду представљала је августовска пројекција инфлације, која је предвиђала да ће се инфлација и у наредне две године кретати у границама циља – до краја 2019. испод централне вредности циља, с тим да ће јој се привремено приближити у првим месецима наредне године због ефекта ниске базе с почетка ове године. Главни фактори који ће, према оцени Извршног одбора, утицати на такво кретање инфлације у средњем року јесу раст агрегатне тражње и постепено слабљење дезинфлаторних притисака по основу апрецијације динара у претходном периоду. У кратком року дезинфлаторно ће деловати ниски трошкови у производњи хране, а у супротном смеру регулисане цене. Неизвесност у погледу остварења августовске пројекције инфлације односила се пре свега на кретања на међународном робном и финансијском тржишту, а у одређеној мери и на раст регулисаних цена.

Када је у питању економска активност, пројекција раста БДП-а за ову годину у августу је повећана за 0,5 п.п., на око 4%. На ревизију навише утицао је виши раст грађевинарства и пољопривреде од пројектованог, посматрано с производне стране, односно бржи раст инвестиција, посматрано с расходне стране. Прогноза раста за 2019. остала је непромењена (3,5%), делом и због високе базе у овој години, при чему се очекује да ће наставак спровођења реформи обезбедити основу да динамика раста БДП-а од око 4% буде одржива у средњем року.

Инфлација се током Т3 кретала у складу са очекивањима из августовске пројекције и у септембру је износила 2,1% мг. Притом, допринос непрерађене хране био је нижи него што смо претпоставили у

августу, док је због наставка раста светске цене нафте повећан допринос нафтних деривата мг. инфлацији. У исто време, базна инфлација је била ниска и стабилна (1,1% мг. у септембру), што је указивало на и даље ниске инфлаторне притиске. То су потврђивала и инфлациона очекивања финансијског сектора и привреде, која су усидрена око циља од 3,0% и за годину, и за две године унапред.

Задржавајући референтну каматну стопу на непромењеном нивоу, Извршни одбор је имао у виду да ће кретање инфлације у наредном периоду у великој мери бити опредељено постепеним растом домаће тражње, чему доприноси и претходно ублажавање монетарне политике. Раст економске активности, по највишој стопи у последњих десет година, допринеће слабљењу дезинфлаторних притисака по том основу и постепеном затварању негативног производног јаза. Извршни одбор је у октобру саопштио да очекује да ће привредни раст у овој години бити и већи од 4%, што значи да домаћа тражња од почетка године расте нешто брже него што се то процењивало у августовској пројекцији инфлације.

Раст бележе првенствено инвестиције, подржане повољним пословним амбијентом, инфраструктурним пројектима и растом кредитне активности. Раст кредитне активности подстакнут је претходним ублажавањем монетарне политике, као и већом конкуренцијом међу банкама, ниском премијом ризика земље и ниским каматним стопама на тржишту новца у зони евра. Поред тога, висок и пројектно распрострањен прилив СДИ, као и реализација инфраструктурних пројеката, према оцени Извршног одбора, требало би и даље позитивно да делују на инвестиције, које ће остати један од носилаца раста економске активности. Такође, капиталне инвестиције државе су у осам месеци ове године биле реално веће за близу 70% него у истом периоду претходне године.

Расту домаће тражње доприносе и потрошња домаћинстава, пре свега захваљујући повољним кретањима на тржишту рада – расту зарада и запослености, као и расту партиципације и паду стопе незапослености близу минимума из Т2 2017. Поред тога, раст пензија и очекивани раст плата у јавном сектору додатно ће подстаћи раст тражње домаћинстава. Расту расположивог дохотка домаћинстава доприносе и нижи ниво каматних стопа и, као резултат тога, нижи трошкови кредита, који су постигнути досадашњим ублажавањем монетарне политике.

Извршни одбор је узео у обзир и то да ће буџет и ове године исказати бољи резултат него што је Фискалном стратегијом било планирано. Бољи резултат од планираног обезбедиће наставак силазне путање учешћа јавног дуга у БДП-у, што би требало позитивно да се одрази на премију ризика земље и кредитни рејтинг. Уз висок прилив СДИ, који више него у пуној мери покрива дефицит текућег рачуна платног биланса и доприноси његовом смањењу у средњем року, то ће доприносити даљој релативној стабилности на девизном тржишту.

Извршни одбор је констатовао да је јачање динара у претходном периоду деловало дезинфлаторно путем нижих увозних цена изражених у динарима, али да се у наредном периоду очекује постепено исцрпљивање дезинфлаторних притисака по овом основу. Ипак, с обзиром на очекивани умерени раст цена у зони евра, нашем најважнијем трговинском партнеру, Извршни одбор је истакао да би раст увозних цена изражених у динарима и даље требало да остане релативно низак.

Поред домаће тражње, Извршни одбор је очекивао и даљи опоравак екстерне тражње. Привредни раст зоне евра, као и региона централне и југоисточне Европе, требало би позитивно да делује на извоз, пре свега прерађивачке индустрије, и задржавање његових високих стопа раста и у наредном периоду. Ипак, опрезност је налагао ризик од трговинских тензија и могућих негативних ефеката не само на раст светске економије, па и зоне евра, већ и на волатилност на робним и финансијским тржиштима.

Међународна робна тржишта обележила је неизвесност, пре свега, у погледу кретања светске цене нафте, која је у октобру достигла 86 долара по барелу и у просеку је била виша за 40% него пре годину дана. Иако се, према фјучерсима, не очекује њен даљи раст, већ стабилизација до краја 2018, а затим и нешто нижи ниво до краја 2019. године, Извршни одбор је истицао неопходну опрезност по овом основу.

Поред тога, настављена је постепена нормализација монетарних политика водећих централних банака, ФЕД-а и ЕЦБ-а. Након повећања у јуну, ФЕД је и у септембру повећао циљани распон за референтну каматну стопу на 2,00–2,25%, док је ЕЦБ потврдила своје одлуке из јуна: да ће програм квантитативног попуштања спроводити у смањеном месечном износу од 15,0 млрд евра од октобра до краја године, те да ће га потом окончати, али и да ће референтну каматну стопу задржати на непромењеном нивоу најмање до краја лета 2019. Непромењена висина референтне

каматне стопе, као и најава ЕЦБ-а да ће наставити да реинвестира главнице доспелих ХоВ и након завршетка програма квантитативног попуштања, требало би да допринесе и даље повољним условима финансирања у зони евра.

Опрезност Извршног одбора приликом одлучивања о монетарној политици налагао је и раст протекционизма у међународној трговини. Он је утицао на мању спремност инвеститора за улагања и повећану неизвесност на међународном финансијском тржишту. Ипак, Извршни одбор је истицао да је отпорност наше привреде на евентуалне негативне утицаје из међународног окружења повећана захваљујући повољнијим макроекономским показатељима и изгледима за наредни период.

Полазећи од новембарске пројекције, која је готово непромењена у односу на августовску, Извршни одбор је на седници у новембру одлучио да референтну каматну стопу задржи на непромењеном нивоу. Оцењујући да кључни ризици у вођењу монетарне политике долазе из међународног окружења, Извршни одбор је истакао да ће се и даље пажљиво пратити и анализирати кретања на међународном финансијском тржишту и на тржишту примарних производа, посебно сирове нафте и примарних пољопривредних производа. Као и до сада, монетарна политика биће предвидива и доследна у остваривању ниске и стабилне инфлације у средњем року, што ће, уз очување финансијске стабилности, доприносити одрживом привредном расту и јачању отпорности на неизвесности из међународног окружења.

III. Кретање инфлације

Мг. инфлација је током Т3 наставила да се креће у границама циља и у септембру је износила 2,1%, при чему је више од половине доприноса потицало од само две групе – цена нафтних деривата и цена воћа и поврћа. То указује на и даље у основи ниске инфлаторне притиске, што потврђују и ниска и стабилна базна инфлација, као и у границама циља усидрена инфлациона очекивања финансијског сектора и привреде.

Кретање инфлације у Т3

Инфлација је током Т3 наставила да се креће у границама циља и у септембру је износила 2,1% мг. Као и у већини земаља у међународном окружењу, највећи допринос мг. инфлацији у септембру потиче од цена нафтних деривата и цена воћа и поврћа (1,2 п.п., заједно посматрано). Динамику мг. инфлације унутар тромесечја определило је кретање цена воћа и поврћа, као и свежег меса, које је у највећој мери утицало на то да инфлација крајем Т3 буде нижа него у Т2. Нижи допринос инфлацији него у јуну потекао је и од прерађене хране и других индустријских производа. Ниске инфлаторне притиске потврђује и ниска и стабилна базна инфлација, која је у Т3 у просеку износила 1,0%, што је у складу са очекивањима изнетим у августовском Извештају о инфлацији и кретањима од почетка године.

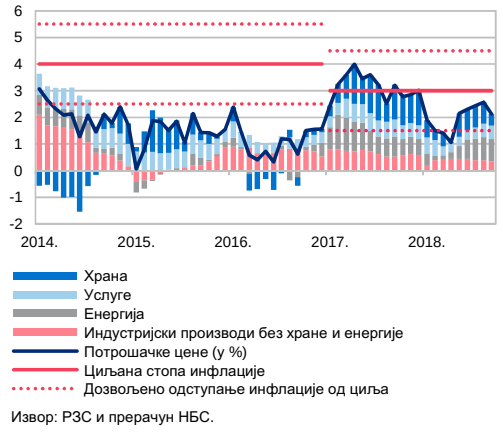
Табела III.0.1. **Допринос мг. стопи раста потрошачких цена**
(у п.п.)

	2018.		Разлика
	Јун	Септ.	
Потрошачке цене (ИПЦ)	2,3	2,1	-0,2
Непрерађена храна	0,5	0,3	-0,2
Воће и поврће	*0,7*	*0,5*	*-0,2*
Свеже месо	*-0,1*	*-0,2*	*-0,1*
Прерађена храна	0,2	0,1	-0,1
Индустријски производи без хране и енергије	0,4	0,3	-0,1
Енергија	0,7	0,8	0,1
Нафтни деривати	*0,4*	*0,6*	*0,2*
Услуге	0,4	0,5	0,1

Извор: РЗС и прерачун НБС.

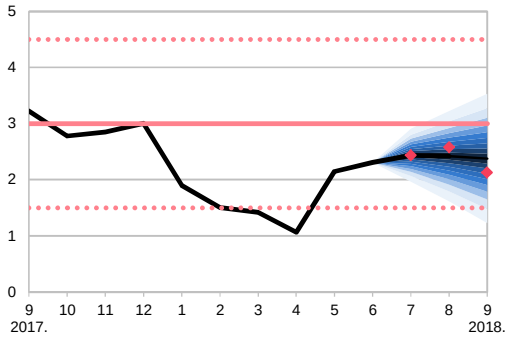
Потрошачке цене су у Т3 смањене за 0,3%, што је пад нешто већи од наших очекивања из августовског Извештаја о инфлацији. Највећи допринос смањењу потрошачких цена потекао је од категорије **хране и безалкохолних пића** (–0,6 п.п.). Смањење цена **непрерађене хране** од 4,3% у највећој мери резултат је појефтињења свежег поврћа за 11,1% (допринос инфлацији од –0,5 п.п.), које је било веће од очекиваног, као и смањења цена свежег воћа (0,6%), што је неуобичајено за овај период године. И цене **прерађене хране** благо су опале (0,5%, уз допринос инфлацији од –0,1 п.п.), на шта су у највећој мери утицали ниски трошкови у производњи хране услед пада цена примарних пољопривредних производа на домаћем тржишту. Позитиван допринос инфлацији потекао је од раста цена свежег меса (0,2%), али је он био нижи од уобичајеног за овај период године.

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



Извор: РЗС и прерачун НБС.

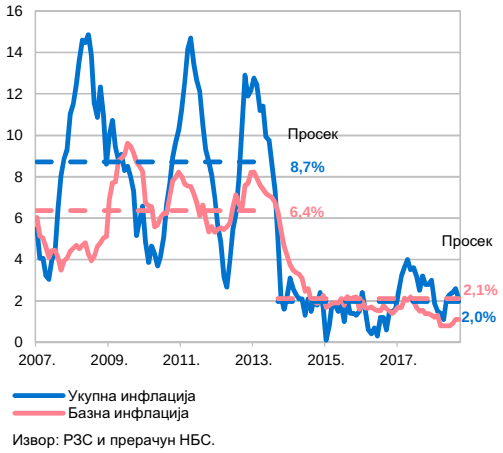
Графикон III.0.2. **Краткорочна пројекција инфлације из августа 2018. и остварена инфлација**
(мг. стопе, у %)



◆Остварена инфлација

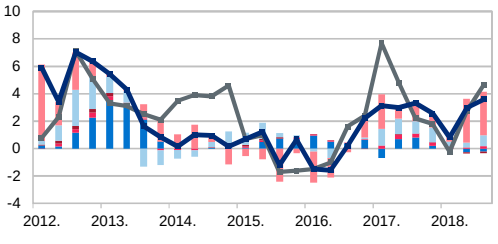
Извор: РЗС и прерачун НБС.

Графикон III.0.3. **Укупна и базна инфлација**
(мг. стопе, у %)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

Графикон III.0.4. **Допринос мг. стопи раста произвођачких цена***
(у п.п.)



Енергија
Интермедијарни производи, осим енергије
Трајни производи за широку потрошњу
Капитални производи
Нетрајни производи за широку потрошњу
Цене елемената и материјала у грађевинарству (у %)
Произвођачке цене (у %)

Извор: РЗС и прерачун НБС.

* Произвођачке цене индустријских производа за домаће тржиште.

Цене **енергије** у Т3 су благо порасле (0,7%), при чему се то повећање највише дугује расту цена **нафтних деривата** (1,3%, уз допринос инфлацији од 0,1 п.п.), под утицајем раста светске цене нафте. У истом смеру деловало је и повећање цене чврстих горива (угаљ и дрво за огрев) од 1,1%, уз незнатан допринос инфлацији.

На тромесечну инфлацију утицао је и раст цена у **категорији услуга** (0,7%, уз допринос инфлацији од 0,2 п.п.). Остварени раст резултат је виших цена услуга одржавања и коришћења возила (тј. услуга техничког прегледа возила) за 6,9%, као и повећања цена станарина за 4,5%, с доприносима инфлацији од по 0,1 п.п.

Цене индустријских производа без хране и енергије у Т3 остале су готово непромењене. Корекција цена цигарета из јула (3,9%, уз допринос инфлацији од 0,2 п.п.) неутралисана је сезонским појефтињењем обуће и одеће, с доприносима инфлацији од по –0,1 п.п., као и нижим ценама аудио и ТВ уређаја. На мг. нивоу, цене индустријских производа успориле су раст, са 1,6% у јуну на 1,2% у септембру.

Цене у оквиру базне инфлације (без цена енергије, хране, алкохола и цигарета) **током Т3 су готово стагнирале**. Такво њихово кретање резултат је, с једне стране, сезонског појефтињења одеће и обуће, као и нижих цена аудио и ТВ уређаја, и с друге стране, виших цене услуга одржавања и оправке возила и станарина. Мг. посматрано, базна **инфлација је остала ниска и стабилна**, и с нивоа од 1% у јулу и августу незнатно је повећана на 1,1% у септембру.

Регулисане цене у Т3 порасле су за 1,1% (допринос инфлацији од 0,2 п.п.), што је скоро у потпуности последица повећања акциза на цигарете у јулу. Њихов мг. раст је непромењен у односу на претходно тромесечје и на крају Т3 износио је 2,9%.

Произвођачке и увозне цене

Цене произвођача индустријских производа за домаће тржиште у Т3 наставиле су раст, који је на мг. нивоу износио 3,6%. Као и у претходном тромесечју, највећи допринос том расту потекао је од раста **цена у производњи енергије** (допринос од око 3,2 п.п.), услед повећања цена домаће сирове нафте и нафтних деривата. Повећане су и цене **интермедијарних производа** под утицајем раста цена металних производа, као и цене **капиталних**

производа због виших цена грађевинског материјала. У супротном смеру деловало је смањење цена **трајних производа за широку потрошњу**, као и **цена нетрајних производа за широку потрошњу**, вођено мањим трошковима пре свега у производњи хране. У Т3 порасле су **цене елемената и материјала за уграђивање у грађевинарству** за 4,6% мг., што је делом последица ефекта ниске базе.

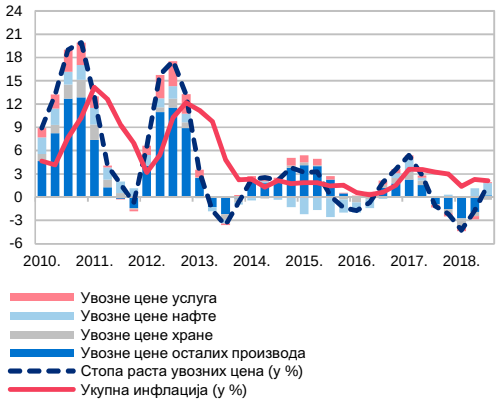
Увозне цене изражене у динарима[1] у Т3 су стагнирале. С једне стране, светска цена нафте изражена у доларима наставила је да расте и у просеку је у Т3 била за око 1,1% виша него у Т2, под утицајем смањене понуде, као и даље присутних трговинских и геополитичких тензија. Порасле су и извозне цене Немачке (0,2%), које служе као апроксимација цена увезене опреме и репроматеријала, као и потрошачке цене у зони евра, које служе као апроксимација цена увоза услуга. С друге стране, смањене су светске цене хране исказане у доларима (4,2%), чиме је у највећој мери неутралисан раст цена осталих компонената увоза на нивоу тромесечја. Након што су се четири тромесечја заредом кретале у негативној зони, мг. посматрано, увозне цене изражене у динарима су у Т3 у просеку порасле за 1,6%.

Инфлациона очекивања

Финансијски сектор и привреда очекују да ће постигнута ценовна стабилност бити очувана и у средњем року. Усидреност њихових очекивања око циља од 3,0% и за годину, и за две године унапред већ дуже време указује на поверење у мере које предузима Народна банка Србије и показатељ су раста кредибилитета монетарне политике.

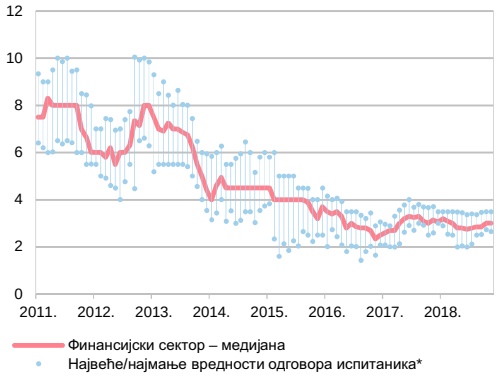
Према резултатима анкете агенције Ипсос, **финансијски сектор** очекује да ће се мг. инфлација током Т3 2019. кретати близу 3,0%. Нижа мг. инфлација у септембру одразила се на пад ових очекивања у октобру на 2,8%. На сличне закључке указују и резултати анкете агенције Блумберг, према којима су се инфлациона очекивања финансијског сектора за годину дана унапред током Т3 кретала у распону од 2,8% до 3,0%, колико су износила у октобру и новембру. Посматрано у дужем временском

Графикон III.0.5. **Допринос појединих компоненти мг. стопи раста увозних цена у динарима**
(у п.п.)



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

Графикон III.0.6. **Инфлациона очекивања финансијског сектора за годину дана унапред**
(мг. стопе, у %)



Извор: Блумберг.

* У распону од 10. до 90. перцентила.

Графикон III.0.7. **Текућа инфлација и инфлациона очекивања 12 месеци унапред**
(мг. стопе, у %)

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

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

[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.

хоризонту, финансијски сектор већ пет година (од октобра 2013) очекује стабилност цена и кретање инфлације у оквиру граница циља Народне банке Србије. На већу усидреност инфлационих очекивања указује и знатно смањена дисперзија појединачних очекивања представника финансијског сектора.

Графикон III.0.8. **Перципирана и очекивана инфлација становништва***
(у индексним поенима)

Извор: Ипсос/Нинамедија и НБС.

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

Резултати анкете агенције Ипсос показују да су **инфлациона очекивања привреде** за годину дана унапред ниска, стабилна и усидрена – у октобру су снижена на 2,4% (са 2,7% крајем Т2).

Инфлациона очекивања становништва уобичајено су виша и волатилнија од очекивања осталих сектора. У Т3, очекивања становништва за годину дана унапред кретала су се у распону од 5% до 7%, при чему се раст на 8% у октобру највероватније дугује и бројним вестима у медијима о поскупљењу меса, поврћа и нафтних деривата. С друге стране, према резултатима квалитативне анкете, индекс перципиране инфлације наставио је да се креће изнад вредности индекса очекиване инфлације, што показује да становништво очекује да ће инфлација у наредних 12 месеци бити нижа него у претходних 12 месеци[2].

Графикон III.0.9. **Очекивана инфлација за две године унапред***
(мг. стопе, у %)

Извор: Ипсос/Нинамедија и НБС.

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

Инфлациона очекивања финансијског сектора **за две године унапред** усидрена су у границама циља Народне банке Србије откада се прате (март 2014) и током Т3 кретала су се у распону између 3,0% и 3,2%. Нешто нижа средњорочна очекивања забележена су код сектора привреде, где су снижена са 2,8% у јулу, преко 2,6% у августу и септембру, на 2,5% у октобру. Инфлациона очекивања становништва за две године унапред од фебруара су била стабилна на нивоу од 5,0%, да би у октобру порасла на 7,0%.

Очувана стабилност цена у протеклих пет година и поверење финансијског сектора и привреде у мере које предузима Народна банка Србије позитивно доприносе и очекивањима у погледу раста привредне активности. Поред тога, у односу на Т2, повећан је оптимизам у погледу унапређења пословних услова. Истовремено, повећан је и број становника који у наредној години дана очекује повећање животног стандарда[3].

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

[3] Нето проценат становништва који је очекивао раст животног стандарда у наредних 12 месеци крајем Т2 износио је 11,5%, док је крајем Т3 повећан на 15,5%.

IV. Детерминанте инфлације

1. Кретања на финансијском тржишту

Каматне стопе на међубанкарском тржишту новца минимално су осциловале током Т3, док је мања потреба државе за финансирањем утицала на даљи пад каматних стопа на државне ХоВ. Цена нових динарских кредита привреди и становништву и током Т3 била је близу минимума достигнутог претходних месеци.

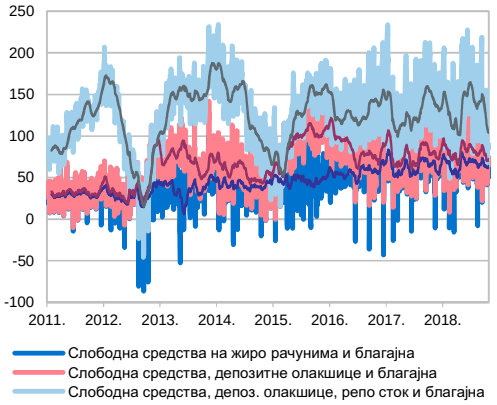
Каматне стопе

Каматне стопе на **међубанкарском тржишту новца** минимално су осцилирале током Т3. Тако је просечна репо стопа[4] крајем Т3 износила 2,35% и била је готово непромењена у односу на крај јуна. И каматне стопе *BELIBOR* свих рочности током Т3 биле су исте као у јуну и крајем тромесечја кретале су се у распону од 2,3% за најкраћу рочност до 3,1% за рочност од шест месеци. Једино је каматна стопа *BEONIA* током Т3 била смањена, и то за 0,2 п.п., на 2,0% крајем септембра. Како је током Т3 просечан дневни промет био готово исти као у Т2 (2,4 млрд динара), смањење каматне стопе *BEONIA* може се објаснити мањом потребом банака за задуживањем.

У октобру су просечне вредности каматних стопа *BELIBOR* свих рочности биле готово непромењене у односу на септембар, док је једино каматна стопа *BEONIA* крајем месеца благо порасла, тако да је у просеку у односу на септембар повећана за 0,1 п.п., на 2,1%.

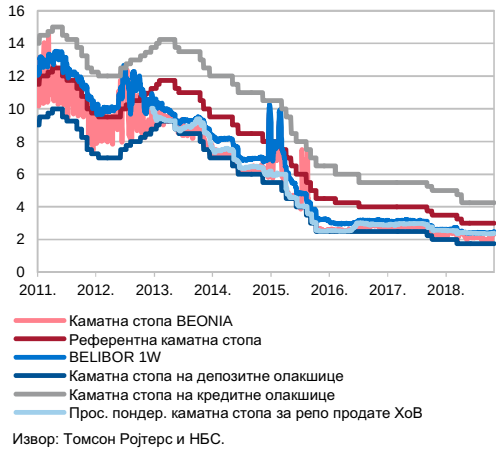
Остварени бољи резултати фискалне политике од планираних определили су кретања на тржишту **државних динарских ХоВ**. Наиме, држава је услед мање потребе за финансирањем смањила обим аукција током Т3, што је резултирало даљим смањењем каматних стопа. Тако су на примарном тржишту динарских ХоВ, каматне стопе за рочност од

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



Извор: НБС.

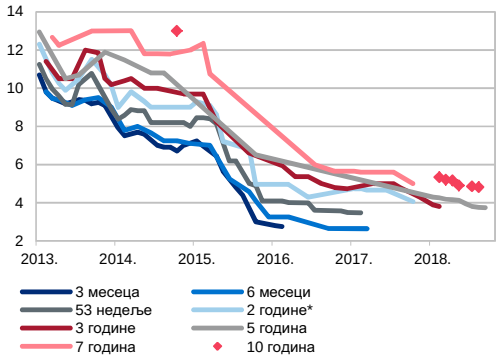
Графикон IV.1.2. **Кретање каматних стопа**
(дневни подаци, на годишњем нивоу, у %)



Извор: Томсон Рojтерс и НБС.

[4] Стопа остварена на репо аукцијама пондерисана износом продатих ХоВ.

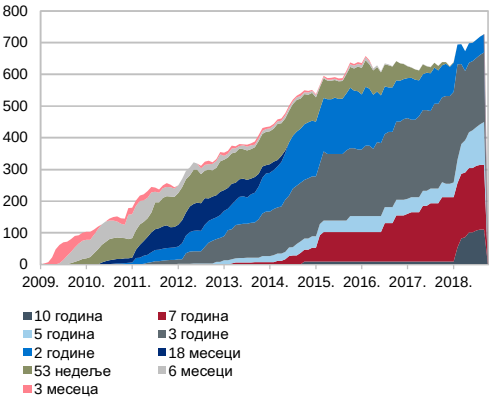
Графикон IV.1.3. **Каматне стопе на примарном тржишту државних ХоВ**
(на годишњем нивоу, у %)



Извор: Министарство финансија.

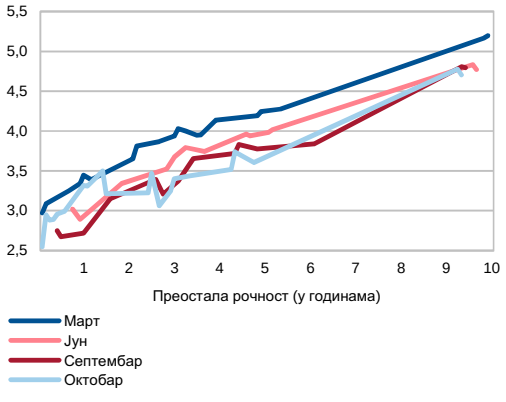
* Искључене купонске ХоВ чија је каматна стопа везана за референтну каматну стопу НБС.

Графикон IV.1.4. **Стање продатих динарских државних ХоВ**
(у млрд RSD)



Извор: Министарство финансија.

Графикон IV.1.5. **Крива приноса на секундарном тржишту државних ХоВ у 2018.**
(просечне вредности, на годишњем нивоу, у %)



Извор: Централни регистар, депо и клиринг ХоВ.

пет година смањене за 0,2 п.п., на 3,7% у септембру, док су каматне стопе за рочност од десет година смањене за 0,1 п.п., на 4,8% у августу, када је и одржана последња аукција за ову рочност.

Током Т3 одржано је пет аукција на којима су продате динарске бенчмарк ХоВ рочности од пет и десет година у укупном номиналном износу од 27,4 млрд динара. Како су у истом периоду доспеле динарске ХоВ у номиналном износу од 0,4 млрд динара, стање продатих динарских ХоВ током Т3 повећано је на 726,2 млрд динара.

Нерезиденти су на примарном тржишту куповали само десетогодишње бенчмарк обвезнице, па се у њиховом власништву налази око 78% укупно продатих десетогодишњих обвезница емитованих у 2018. години. На секундарном тржишту нерезиденти су учествовали нешто више на страни продаје него на страни куповине ХоВ, тако да је стање продатих динарских ХоВ у њиховом власништву крајем септембра било готово исто као на крају јуна. Учешће динарских ХоВ у власништву нерезидената у септембру је износило 30,4%.

Мања понуда ХоВ од стране државе на примарном тржишту утицала је и на нижи **промет на секундарном тржишту**, који је у Т3 износио 49,5 млрд динара. Настављен је пад стопа приноса на динарске ХоВ, тако да су се оне крајем септембра кретале у распону од 2,7% за рочност од шест месеци и годину дана до 4,8% за рочност од десет година.

У октобру је повећана активност инвеститора на секундарном тржишту, која је резултирала благим растом каматних стопа за преосталу рочност до две године, док су стопе приноса за дуже рочности углавном остале непромењене.

Током Т3 држава није организовала ниједну аукцију **ХоВ изражених у еврима**. Како су у истом периоду доспеле ХоВ у еврима у номиналном износу од 128,5 млн евра, стање продатих ХоВ у еврима током Т3 смањено је на 3.059 млн евра.

Услед добрих фискалних резултата у досадашњем периоду године, држава током Т4 неће продавати ХоВ на примарном тржишту. Поред тога, за новембар је планирана прва аукција за превремени откуп ХоВ које доспевају у фебруару наредне године. Исти тип аукција планиран је и за децембар, при чему је планирани износ откупа на свакој аукцији 10 млрд динара.

Каматне стопе на нове динарске кредите привреди и становништву биле су готово исте као у јуну и у

септембру су износиле 5,05% за кредите привреди односно 10,2% за кредите становништву, што је близу минимума који су забележени претходних месеци.

У структури нових динарских кредита привреди, у односу на јун смањена је каматна стопа на инвестиционе кредите за 0,6 п.п., на 5,3%. С друге стране, навише су кориговане камате на остале некатегорисане кредите, и то за 0,2 п.п., на 5,3%, док су каматне стопе на кредите за обртна средства биле исте као у јуну и у септембру су износиле 4,9%.

Код динарских кредита становништву, просечна каматна стопа на готовинске кредите, који имају највеће учешће у новим динарским кредитима становништву, повећана је за 0,2 п.п., на 10,6%, док су каматне стопе на потрошачке и остале некатегорисане кредите смањене за 0,2 п.п., на 8,2%, односно за 0,4 п.п., на 8,5%.

Каматне стопе **на евроиндексиране кредите и кредите у еврима привреди и становништву** током Т3 минимално су се промениле. Наиме, просечна каматна стопа на кредите у евро знаку привреди незнатно је смањена – за 0,1 п.п., на 2,7%, чему је допринело смањење камата на кредите за увоз од 0,4 п.п., на 1,7%, и камата на инвестиционе кредите, које су смањене за 0,1 п.п., на 3%. С друге стране, каматна стопа на кредите становништву у евро знаку благо је повећана – за 0,2 п.п., на 4% у септембру, услед раста камата на остале некатегорисане кредите и потрошачке кредите у еврима, док су каматне стопе на стамбене кредите остале на истом нивоу и износе 2,8%.

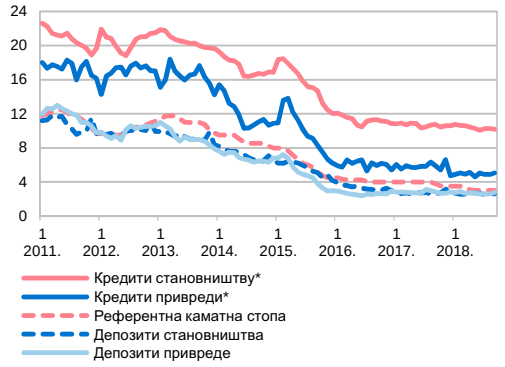
Заустављен је пад каматних стопа на штедњу и оне су током Т3 биле непромењене или су благо расле. Каматне стопе на девизну штедњу становништва повећане су за 0,2 п.п., на 0,8%, док су за орочене депозите привреде у еврима повећане за 0,1 п.п., такође на 0,8%. Повећане су и каматне стопе на динарске депозите приведе за 0,2 п.п., на 2,7%, док су каматне стопе на динарске орочене депозите становништва биле исте као у јуну и у септембру су износиле 2,6%.

Премија ризика

Композитна мера премије ризика земаља у успону, *EMBI Global*, у просеку је у Т3 порасла за 27 б.п., а *EMBI Europe* за 38 б.п.

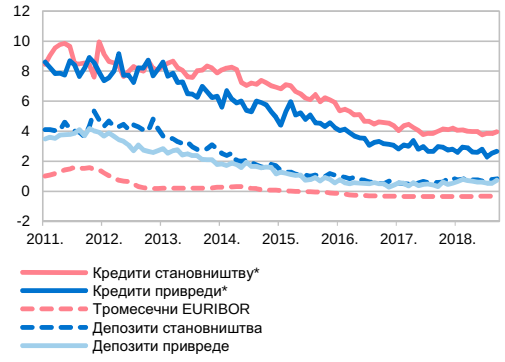
Глобални фактори, као што су раст протекционизма у међународној трговини, геополитичке тензије и нестабилност на међународним финансијским

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



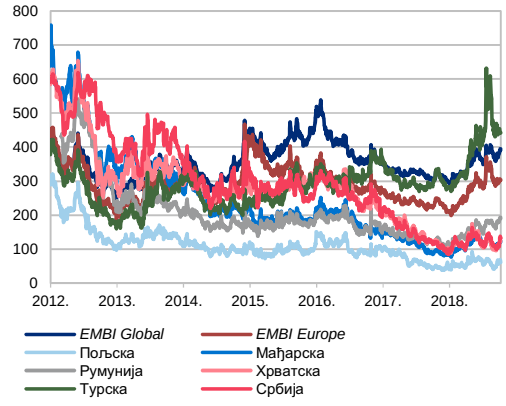
Извор: НБС.
* Искључени револвинг кредити, прекорачења по текућем рачуну и дуг по кредитним картицама.

Графикон IV.1.7. **Кретање каматних стопа на нове евро и евроиндексиране кредите и депозите**
(просечне пондерисане вредности, на год. нивоу, у %)



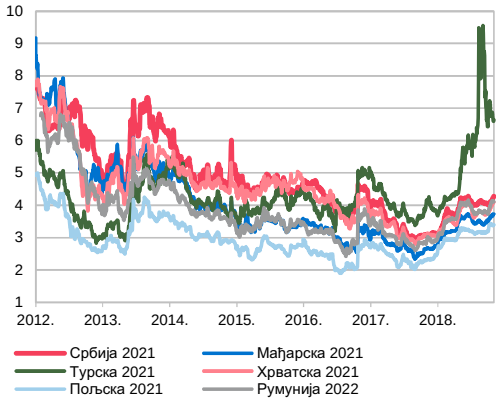
Извор: Европска банкарска федерација и НБС.
* Искључени револвинг кредити, прекорачења по текућем рачуну и дуг по кредитним картицама.

Графикон IV.1.8. **Показатељ премије ризика – *EMBI* по земљама**
(дневни подаци, у б.п.)



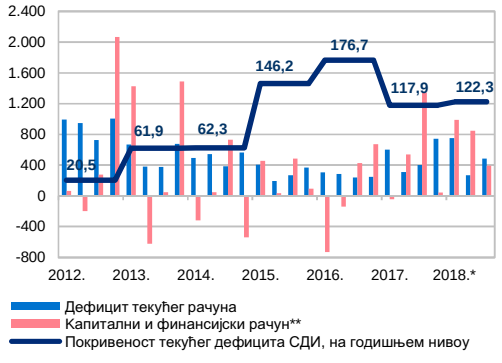
Извор: *JP Morgan.*

Графикон IV.1.9. **Приноси на еврообвезнице земаља у региону**
(у %)



Извор: Блумберг.

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



Извор: НБС.

* Прелиминарни подаци за Т3 2018.
** Искључујући промене девизних резерви НБС.

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

Извор: НБС.

* Прелиминарни подаци за Т3 2018.

тржиштима деловали су у смеру повећања премије ризика земаља у успону као групе. Поред тога, погоршани макроекономски показатељи у појединим земљама Латинске Америке и Турској довели су до одлива капитала из тих земаља и знатног раста њихових премија ризика.

За разлику од *EMBI Global* и *EMBI Europe*, премија ризика Србије је у просеку у Т3 била нижа него у Т2 и била је међу најнижима у региону услед повољних домаћих макроекономских показатеља и изгледа за наредни период. У просеку у Т3 је износила 123 б.п., што је близу премија ризика Мађарске и Хрватске. Од почетка године до краја Т3, просечна вредност *EMBI* за Србију била је нижа за око 50 б.п. него у истом периоду прошле године. То, такође, потврђује да је премија ризика земље, иако нешто изнад рекордно ниских вредности које је бележила у јануару, и даље релативно ниска. Домаћи фактори који делују у смеру смањења премије ризика Србије јесу пре свега знатно смањена унутрашња и спољна неравнотежа, која је смањила потребу за задуживањем, и повољни изгледи за привредни раст у наредном периоду. Тиме је истовремено повећана отпорност Србије на евентуалне потресе из међународног окружења.

Услед раста приноса на америчке десетогодишње државне ХоВ, премије ризика земаља у региону у октобру су у просеку биле ниже него у Т3. Премија ризика Србије, мерена *EMBI*, у октобру је у просеку износила 114 б.п.

Прилив капитала из иностранства

Као и у претходном периоду, прилив СДИ је и током Т3 у потпуности покривао дефицит текућег рачуна. Поред тога, прилив је остварен и по основу кредитног задужења резидената, највише банака, док је по основу портфолио инвестиција забележен незнатан одлив.

Према прелиминарним подацима, нето прилив **СДИ** у Т3 износио је 503,2 млн евра. Тиме је нето прилив СДИ од почетка године премашио 1,8 млрд евра и за 3,2% био виши него у истом периоду претходне године. Улагања је и ове године карактерисала висока пројектна и географска распрострањеност, а највећи део је, као и раније, био усмерен ка извозно оријентисаним секторима. Посматрано по делатностима, у П1 превладавала су улагања у прерађивачку индустрију (32,0%), за којима следе улагања у финансијски сектор (27,6%), трговину (16,9%) и грађевинарство и некретнине (15,9%).

Највећи део прилива чинила су улагања из земаља ЕУ (око 74%), док се на улагања из азијских земаља односило око 11% СДИ.

По основу **портфолио инвестиција**, у Т3 је забележен нето одлив од 32,4 млн евра, пошто су нерезиденти на секундарном тржишту државних ХоВ више учествовали на страни продаје, док су на примарном тржишту куповали динарске ХоВ само у јулу. Таква кретања могу се довести у везу с наставком нормализације монетарне политике ФЕД-а и очекиваним завршетком програма квантитативног попуштања ЕЦБ-а, с једне стране, као и побољшаном фискалном позицијом Србије и мањом потребом државе за финансирањем, с друге стране.

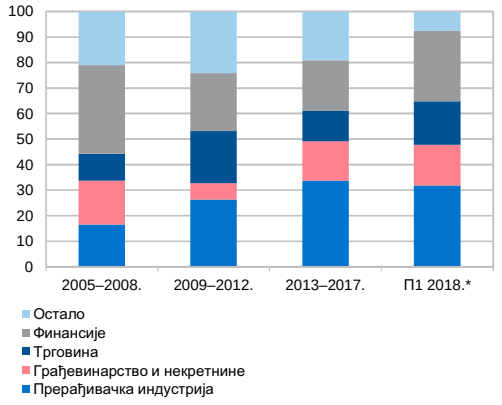
По основу **финансијских кредита**, у Т3 је остварен нето прилив од 192,0 млн евра. Томе је пре свега допринео раст нето задужења банака (286,2 млн евра), које се претежно односило на краткорочне кредите, а у мањој мери и веће задуживање предузећа (55,9 млн евра). С друге стране, држава и Народна банка Србије смањиле су обавезе према иностраним кредиторима за 146,0 млн евра и 4,1 млн евра, респективно.

Кретања на девизном тржишту и курс динара

И поред номиналног слабљења динара према евру за 0,3%, посматрано крајем периода, током Т3 преовладавали су апрецијацијски притисци, који су били присутни од фебруара ове године, као и током већег дела претходне године. Пошто је вредност евра према долару у Т3, посматрано крајем периода, била готово непромењена, динар је у Т3 ослабио и према долару за 0,3%.

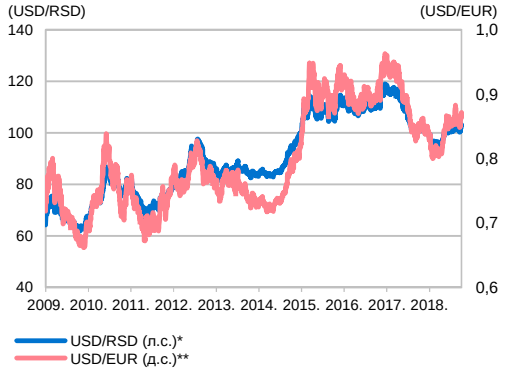
Апрецијацијски притисци су били присутни пре свега у јулу и августу, чему су доприносили наставак динамичног раста извоза и висок прилив СДИ. Током септембра ови притисци су ослабили, а у појединим данима забележени су и блажи депрецијацијски притисци. Посматрано по факторима домаћег девизног тржишта, апрецијацијским притисцима су доприносили висок нето откуп ефективног страног новца, повећан износ плаћања платним картицама нерезидената у Србији, уобичајен за летње месеце услед прилива девиза по основу туризма, као и раст валутно индексираног кредитирања привреде. Поменути приливи знатно су надмашили тражњу домаћих предузећа и нерезидената за девизама у јулу и августу, док су у септембру понуда и тражња за девизама биле готово уравнотежене.

Графикон IV.1.12. **Структура СДИ по секторима**
(у %)



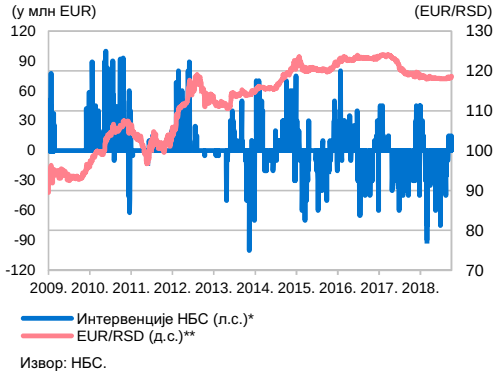
Извор: НБС.
* Прелиминарни подаци.

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



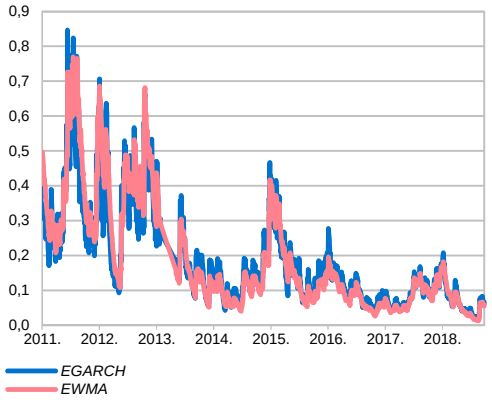
Извор: НБС.
* 1 USD у RSD.
** 1 USD у EUR.

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



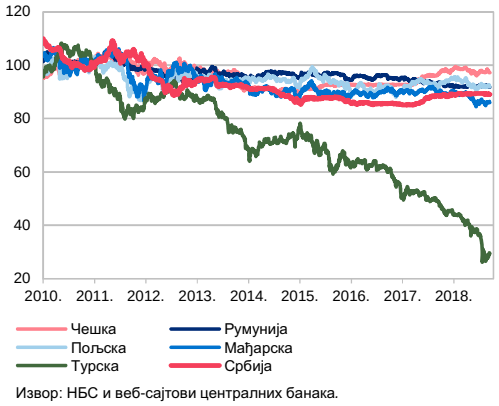
Извор: НБС.
* + продаја; - куповина.
** 1 EUR у RSD.

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



Извор: НБС.

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



Извор: НБС и веб-сајтови централних банака.
* Раст представља апрецијацију.

Како би ублажила прекомерне краткорочне осцилације курса динара према евру, Народна банка Србије је у Т3 интервенисала на МДТ-у нето куповином 405,0 млн евра. Притом, у јулу и августу интервенисала је само на страни куповине, укупно са 410,0 млн евра. У септембру је интервенисала, по једном, на страни куповине и на страни продаје, при чему је интервенција на страни продаје од 15,0 млн евра била прва после јануара 2018.

И у октобру су понуда и тражња за девизама биле готово уравнотежене, при чему су у појединим данима забележени блажи депрецијацијски притисци. Посматрано крајем периода, динар је у октобру ојачао за 0,1%, док је Народна банка Србије интервенисала два пута на страни продаје, у укупном износу од 30,0 млн евра.

Промет на МДТ-у[5] у Т3 у просеку је дневно износио 22,1 млн евра, што је за 1,5 млн евра мање него у Т2. Притом, просечна дневна вредност промета, која је током јула и августа износила 21,0 млн евра, у септембру је повећана на 24,4 млн евра. У складу с растом промета у септембру, благо су повећане и осцилације курса динара према евру, мерене методама *EWMA*[6] и *EGARCH*[7].

Народна банка Србије је током Т3 и на двонедељним и на тромесечним своп аукцијама од банака купила и банкама продала по 27,0 млн евра, што је за 1,0 млн евра мање него у Т2 у случају тромесечних, а за 24,0 млн евра више у случају двонедељних свопова.

Остале валуте земаља у региону са сличним режимом девизног курса показале су различита кретања током Т3. Међу валутама које су ојачале били су пољски злот (2,1%), мађарска форинта (1,5%) и чешка круна (1,2%). Румунски леј је незнатно ослабио (0,1%), док је турска лира ослабила за 25,1%.

[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.

2. Новац и кредити

Раст економске и кредитне активности наставио је позитивно да доприноси расту монетарних агрегата и током Т3. Домаћи кредити су, и поред наставка активности у погледу решавања NPL, убрзали мг. раст на 7,7% у септембру.

Монетарни агрегати

Захваљујући расту економске и кредитне активности, мг. раст монетарних агрегата М1, М2 и М3 убрзан је у односу на крај 2017. и у септембру је износио 15,1%, 13,5% и 8,2%, респективно. У супротном смеру деловао је раст депозита државе код Народне банке Србије, захваљујући оствареном суфициту и успешним аукцијама петогодишњих и десетогодишњих ХоВ.

Посматрано од почетка године, позитиван допринос расту укупног новца потиче и од динарске и девизне компоненте, при чему је захваљујући оствареној макроекономској стабилности, а пре свега ниској и стабилној инфлацији и релативној стабилности девизног курса, повећано учешће динарских депозита привреде и становништва у укупним депозитима на 31,0%, што је за 0,2 п.п. више него крајем 2017.

Депозити по виђењу су од почетка године повећани за 16,8 млрд динара, највише због раста трансакционих депозита становништва (23,1 млрд динара). Убрзан раст економске активности допринео је томе да трансакциони депозити привредних друштава имају узлазни тренд већ скоро годину дана, као и да у девет месеци порасту за 6,5 млрд динара. С друге стране, првенствено због уплате добити појединих јавних предузећа у буџет државе, трансакциони депозити ових предузећа смањени су за 15,0 млрд динара.

Орочени динарски депозити су од почетка године повећани за 21,2 млрд динара, највише захваљујући расту депозита привреде (9,7 млрд динара), и то предузећа из области трговине. Поред тога, и динарска штедња становништва[8] од почетка године константно расте (за 6,4 млрд динара) и у септембру је достигла свој нови максимум – 55,9 млрд динара.

Раст девизних депозита у девет месеци 2018. године (од 559,3 млн евра) вођен је првенствено растом девизне штедње становништва (396,4 млн евра), која је у септембру достигла максимум – 9,5 млрд евра.

Табела IV.2.1. **Монетарни агрегати**
(номиналне мг. стопе, у %)

	2017.	2018.			Учешће у М3 септ. 2018. (у %)
	Дец.	Март	Јун	Септ.	
М3	3,6	3,3	7,9	8,2	100,0
Девизни депозити	1,1	0,5	4,6	5,2	61,6
М2	7,9	8,5	13,7	13,5	38,4
Динарски орочени и штедни депозити	0,9	6,0	14,4	8,7	9,4
М1	10,2	9,4	13,5	15,1	29,1
Депозити по виђењу	12,7	11,3	14,9	14,6	21,9
Готов новац у оптицају	2,9	3,8	9,5	16,5	7,2

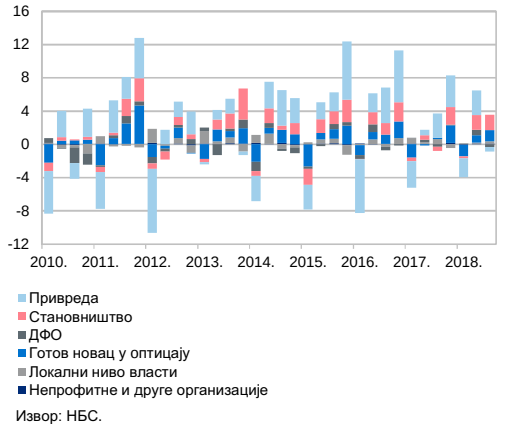
Извор: НБС.

Графикон IV.2.1. **Домаћи кредити немонетарном сектору и М3**
(номиналне мг. стопе, у %)

Извор: НБС.

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

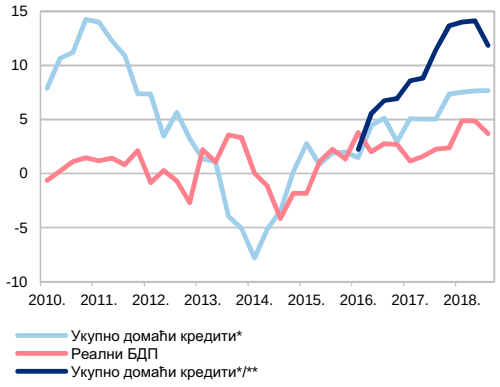
Графикон IV.2.2. **Доприноси тромесечном расту М2, секторска структура**
(у п.п.)



Извор: НБС.

[8] Обухвата само средства резидената.

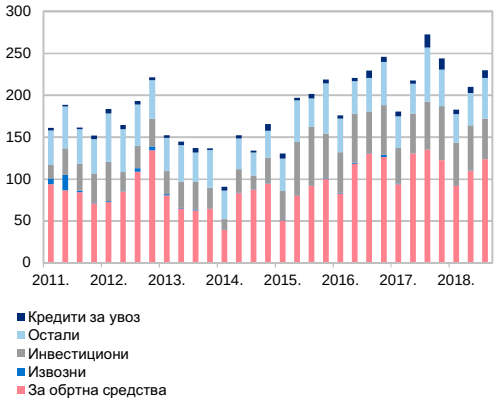
Графикон IV.2.3. **Кредитна активност и БДП**
(мг. стопе, у %)



Извор: НБС и РЗС.

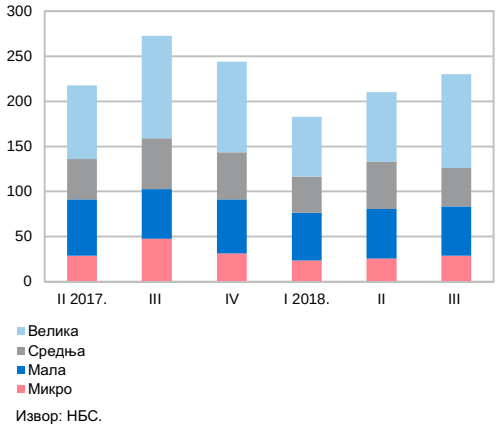
* Искључен ефекат промене девизног курса.
** Искључен ефекат отписа и продаје *NPL* од почетка 2016.

Графикон IV.2.4. **Структура новоодобрених кредита привреди, по наменама**
(у млрд RSD)



Извор: НБС.

Графикон IV.2.5. **Структура новоодобрених кредита привреди, по величини предузећа**
(у млрд RSD)



Извор: НБС.

Захваљујући приливу девиза по основу извоза, СДИ и задуживања предузећа у иностранству, девизни депозити привреде од почетка године повећани су за 114,1 млн евра, док су у супротном смеру деловала већа плаћања по основу увоза опреме и сировина за потребе текућег инвестиционог циклуса.

Кредити

Ако се искључи ефекат промене девизног курса[9], домаћи кредити брже су мг. расли него на крају 2017, на 7,7% у септембру. У структури, кредити становништву већи су за 12,3% мг., а привреди за 4,1% мг. Притом, наведени раст је остварен у условима наставка активности на решавању питања *NPL*, што је, посматрано од почетка године, резултирало отписом 26,5 млрд динара и продајом лицима ван банкарског сектора директно из биланса банака 26,4 млрд динара *NPL*. Ако се искључи ефекат отписа и продаје *NPL*[10], мг. раст домаћих кредита у септембру износио је 11,9%, од чега становништву 13,9%, а привреди 10,7%.

Кредити привреди у Т3, по искључењу ефекта промене девизног курса, порасли су за 10,8 млрд динара. Укупно повећање дугује се расту кредита привредним друштвима, док су кредити јавним предузећима задржани на готово истом нивоу као на крају Т2. **Посматрано по делатностима**, раст кредита привреди вођен је, пре свега, растом кредитирања предузећа из области трговине, пољопривреде и грађевинарства, а у мањој мери и пословања некретнинама и енергетике, док су се продаја *NPL* и висока доспећа у августу одразила на ниже стање кредита у прерађивачкој индустрији и саобраћају него на крају Т2. **Посматрано по наменама**, кредити за финансирање обртних средстава и даље чине највећи део кредита привреди (49,0%), а за њима следе инвестициони кредити, са учешћем од 31,4%.

Обим нових кредита привреди у Т3 (229,9 млрд динара) већи је за 9,4% него у Т2. Као и у претходним периодима, и у Т3 највећи део одобрених кредита

[9] Обрачунато по курсу динара према евру, швајцарском франку и долару на дан 30. септембра 2014. (тзв. програмски курс који се користи за потребе праћења аранжмана с ММФ-ом), ако се узиме у обзир валутна структура потраживања по основу кредита.

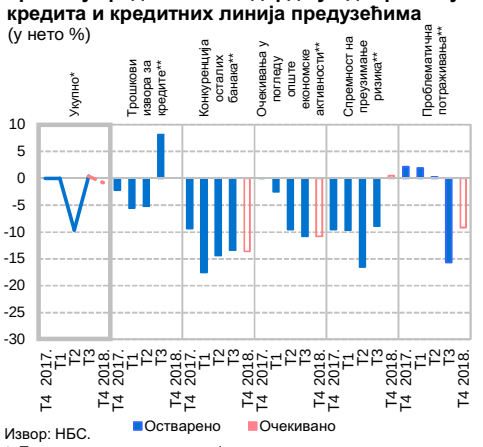
[10] Искључен је ефекат отписа и продаје *NPL* од почетка 2016. године. Закључно са септембром 2018, банке су отписале 172,8 млрд динара *NPL* (од чега 130,8 млрд динара од привреде, а 37,2 млрд динара од становништва), а продале 80,4 млрд динара *NPL*, који су се у том тренутку налазили у њиховим билансима.

односио се на кредите за обртна средства (53,8%) и инвестиционе кредите (21,1%). Посматрано од почетка године, одобрено је 153,6 млрд динара инвестиционих кредита, што је за 3,4% више него у истом периоду 2017. године и указује на то да кредити, у приближној мери као СДИ, представљају извор финансирања инвестиција и у овој, и у претходне три године. **Посматрано по величини предузећа**, скоро 60% укупних новоодобрених кредита за обртна средства и скоро 75% нових инвестиционих кредита у Т3 односило се на сегмент који чине микропредузећа, мала и средња предузећа, што указује на то да се повећава доступност финансијских средстава за ову групу предузећа.[11]

Резултати **октобарске анкете Народне банке Србије о кредитној активности банака**[12] показују да банке сматрају да су кредитни стандарди по којима су **одобравани кредити привреди** током Т3 остали непромењени, што је у складу са очекивањима изнетим у претходној анкети. Ипак, оцена банака је да је и током Т3 већина фактора деловала у смеру ублажавања стандарда, при чему су *NPL*, конкуренција у банкарском сектору и позитивна очекивања у погледу опште економске ситуације препознати као најдоминантнији фактори који су деловали у том смеру. То ће, према њиховој оцени, резултирати и ублажавањем кредитних стандарда у Т4. Према резултатима анкете, банке су током Т3 ублажиле ценовне услове кредита привреди, повећале максималну рочност и износ кредита, а код девизних кредита смањиле су и захтеве у погледу колатерала. Банке су оциниле да је током Т3 порасла тражња привреде за кредитима, а да је тај раст био вођен потребом за финансирањем обртних средстава и капиталних инвестиција. Очекују да исте потребе наставе да буду главни покретачи раста тражње привреде за кредитима и у Т4.

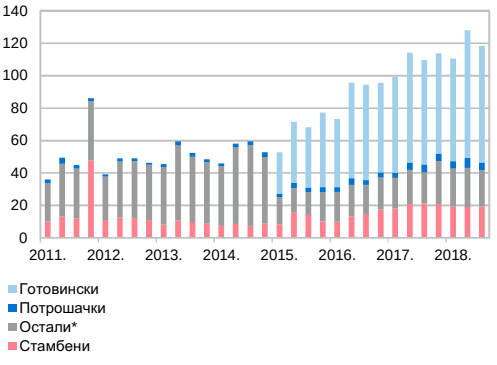
Кредити становништву су у Т3, без ефекта промене курса, повећани за 32,6 млрд динара. Највећи део кредита односио се на готовинске кредите (укључујући и кредите за рефинансирање) и стамбене кредите, који су у Т3 повећани за 19,2 млрд динара и 8,3 млрд динара, респективно. Посматрано од почетка године, стамбени кредити су повећани за 20,7 млрд динара, што је премашило раст остварен у целој претходној години и што доприноси опоравку

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



Извор: НБС.
* Позитивне вредности указују на пооштравање, а негативне на ублажавање кредитних стандарда у односу на претходно тромесечје.
** Позитивне вредности указују на допринос датог фактора пооштравању, а негативне ублажавању кредитних стандарда.

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

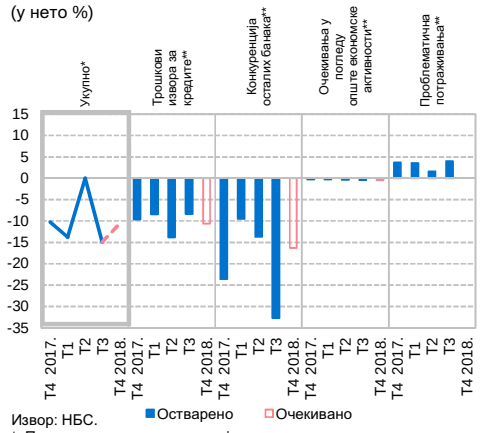


Извор: НБС.
* До децембра 2014. године у категорији „Остали кредити" подразумевали су се готовински и остали кредити заједно.

[11] Видети Осврт 1, стр. 26.

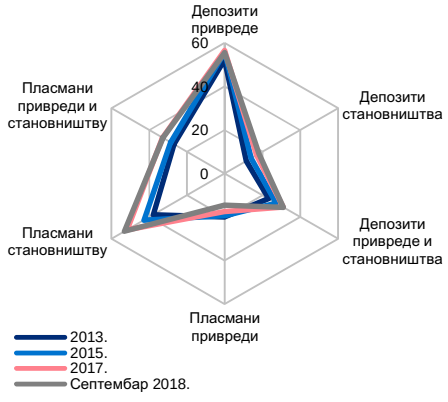
[12] Поменуту анкету Народна банка Србије спроводи од почетка 2014. године.

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



Извор: НБС.
* Позитивне вредности указују на пооштравање, а негативне на ублажавање кредитних стандарда у односу на претходно тромесечје.
** Позитивне вредности указују на допринос датог фактора пооштравању, а негативне ублажавању кредитних стандарда.

Графикон IV.2.9. **Динаризација депозита и пласмана привреде и становништва**
(стања, у %)



Извор: НБС.

тржишта некретнина. Расту економске активности доприноси и веће кредитирање предузетника, чији су инвестициони кредити у Т3 повећани за 2,4 млрд динара.

Обим кредита одобрених становништву у Т3 (118,3 млрд динара) био је за 7,5% мањи него у Т2, али за 8,0% виши него у истом периоду претходне године. Становништво је и у Т3 највише користило готовинске кредите и кредите за рефинансирање, који су чинили око 60% новоодобрених кредита становништву, при чему је преко 99,0% тих кредита у динарима (и скоро три четвртине с роком отплате преко пет година). Обим новоодобрених стамбених кредита (19,5 млрд динара) већи је за 1,9% него у Т2.

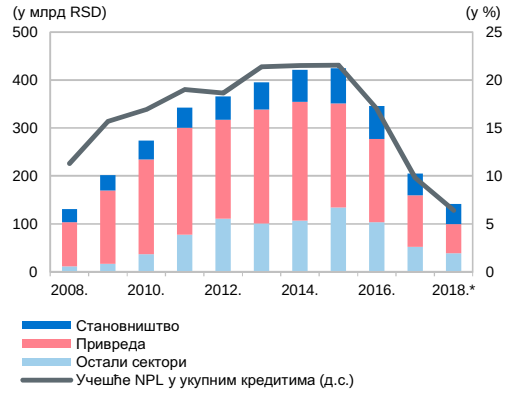
Резултати **октобарске анкете о кредитној активности** показују да су, према оцени банака, кредитни стандарди становништву током Т3 били ублажени првенствено за динарске готовинске кредите и кредите за рефинансирање, као и за девизне стамбене кредите. Конкуренција међу банкама, већа спремност на преузимање ризика и нижи трошкови извора за кредите главни су фактори који су допринели ублажавању кредитних стандарда. Банке су оциниле да су услови задуживања становништва били повољнији по основу нижих каматних маржи и осталих пратећих трошкова за све кредите, док су код динарских кредита смањени захтеви у погледу колатерала и продужени рокови отплате. Банке очекују даље ублажавање кредитних стандарда и током Т4, под дејством конкуренције у банкарском сектору и нижих трошкова извора кредита. Поред тога, услови по којима ће се нудити кредити становништву биће повољнији и у погледу цене и у погледу захтева за колатерал. Банке су оциниле да је у Т3 порасла тражња становништва за динарским готовинским и потрошачким кредитима, као и девизним стамбеним кредитима. Тражња је била вођена потребом за рефинансирањем и куповином непокретности, коју је додатно подржала позитивна ситуација на тржишту некретнина. Према резултатима анкете, банке очекују да ће исти фактори, уз потребу за куповином трајних потрошачких добара, наставити да утичу на раст тражње и у Т4.

Учешће динарских пласмана у укупним пласманима **привреди и становништву крајем**

септембра износило је 32,8% (раст од 0,5 п.п. у односу на јун). Притом, динаризација пласмана становништву у септембру повећана је на максимална 53,2%, а привреди задржана на истом нивоу као на крају Т2, на 14,6%.

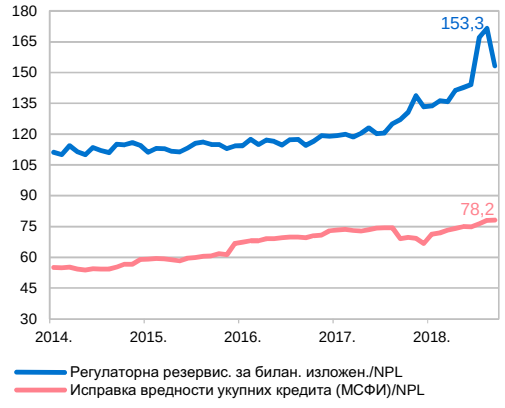
Стратегија за решавање питања *NPL* даје одличне резултате, јер је, за нешто више од три године откако је усвојена, износ *NPL* смањен за преко 67%, а учешће *NPL* у укупним кредитима за 16,0 п.п. **Овакви резултати су, уз очувану финансијску стабилност захваљујући макропруденцијалној политици Народне банке Србије, допринели напретку Србије на међународној листи конкурентности Светског економског форума за 2018. годину у оквиру показатеља финансијског здравља банака**. Посматрано од почетка године, учешће *NPL* у укупним кредитима смањено је за 3,4 п.п., на 6,4% у септембру, од чега је учешће *NPL* у сектору привреде смањено за 4,7 п.п., на 5,7%[13], а становништва за 0,9 п.п., на 4,7%.[14] Покривеност *NPL* и даље је на високом нивоу – исправка вредности укупних кредита у септембру износила је 78,2% *NPL*, а регулаторна резервисања за билансну изложеност и даље у потпуности покривају износ бруто *NPL* и у септембру су износила 153,3%. Такође, након увођења стандарда Базел III[15], показатељ адекватности капитала додатно је повећан и крајем Т3 износио је 22,8%, што указује на високу капитализованост домаћег банкарског сектора.

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



Извор: НБС.
* Септембар 2018.

Графикон IV.2.11. **Одабрани показатељи за банкарски сектор**
(у %)



Извор: НБС.

[13] Обухвата привредна друштва и јавна предузећа. Ако посматрамо само привредна друштва, учешће *NPL* у укупним кредитима у септембру је износило 5,8% и за 5,1 п.п. ниже је него у децембру 2017.

[14] Ако се укључе предузетници и приватна домаћинства, то учешће је смањено за 1,0 п.п., на 4,9%.

[15] Регулаторни оквир стандарда Базел III примењује се од 30. јуна 2017.

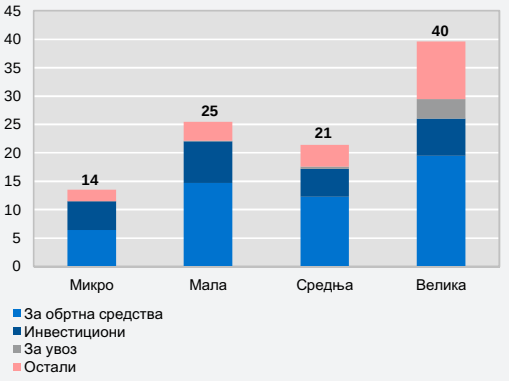
Осврт 1: Кредитирање малих и средњих предузећа из угла нове статистике каматних стопа

Мала и средња предузећа највиталнији су део привреде у готово свим земљама, с највећим доприносом расту запослености и БДП-а. Мала и средња предузећа препозната су и у Србији као носилац привредног раста, јер су флексибилна и иновативна, а тиме и лакше прилагодљива променама на домаћем и међународном тржишту. Раст и развој ових предузећа у највећој мери зависе од могућности финансирања из повољних извора, па се њихов приступ банкарским изворима финансирања пажљиво прати и анализира у Народној банци Србије. Подаци потребни за те анализе добијају се из различитих извора – званичних статистика, анкета и у директном контакту с банкама и другим релевантним институцијама. У том контексту, нова статистика Народне банке Србије, која се објављује од септембра, доноси додатну вредност, пошто је постојећа статистика каматних стопа за новоодобрене кредите и новоположене депозите проширена прикупљањем података по критеријуму величине предузећа, као и по врсти индексације каматних стопа за динарске кредите. Проширивањем постојеће статистике омогућава се лакше праћење и оцена деловања трансмисионог механизма монетарне политике, а пре свега доступност извора финансирања и услова задуживања приватног сектора код банака и допринос привредном расту по том основу.

Објављена серија података по величини предузећа, која обухвата период од марта 2017. до септембра 2018, показује да у структури нових кредита привреди микро, мала и средња предузећа у просеку учествују са око 60%, а велика са 40%. На релативно високо учешће категорије великих предузећа утичу високи износи појединачних кредитних партија, који су у складу и с већим финансијским потребама таквих предузећа. С друге стране, микросегмент[1], у коме је регистрован највећи број привредних субјеката, заступљен је са око 14% у новоодобреним кредитима привреди. На то утиче чињеница да се ови клијенти углавном посматрају као ризичнији пошто се често ради о стартап предузећима, која немају кредитну историју и често не могу да понуде адекватан колатерал, као и о иновативним предузећима с већим ризиком пословања. С друге стране, у случају малих и средњих предузећа, која у новом кредитирању привреде учествују са 25% и 21%, респективно, превазиђена је већина фактора која отежава кредитирање микросегмента. Ова предузећа већ имају развијене односе с банком, кредитну историју, довољно средстава која би могла да се користе као колатерал, разрађене пословне планове и позицију на тржишту.

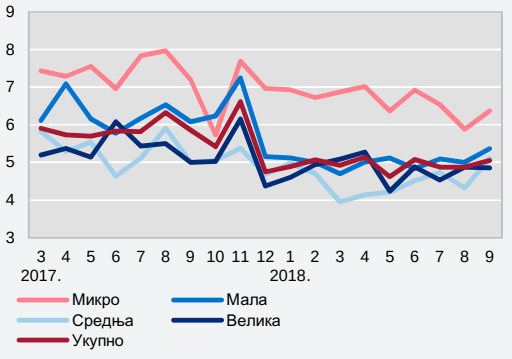
Посматрано по величини предузећа, скоро две трећине (63%) укупних новоодобрених кредита за обртна средства и скоро три четвртине (73%) нових инвестиционих кредита у посматраном периоду односило се на сегмент који чине микро, мала и средња предузећа. Посматрано по структури задуживања сегмента предузећа, кредити за обртна средства чине највећи део новог задуживања малих и средњих предузећа (око 57%), док су нешто мање заступљени у новом задуживању великих предузећа и микропредузећа (са 49% и 47%, респективно). Инвестициони кредити највише

Графикон О.1.1. **Структура новоодобрених кредита по величини предузећа и наменама у периоду март 2017 – септембар 2018.**
(у %)



Извор: НБС.

Графикон О.1.2. **Кретање каматних стопа на динарске кредите привреди, по величини предузећа**
(просечне пондерисане вредности, на годишњем нивоу, у %)



Извор: НБС.

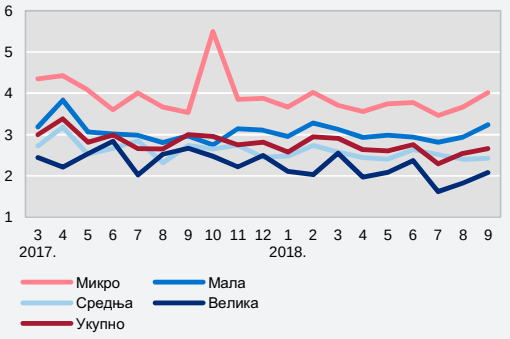
[1] Предузетници и пољопривредни произвођачи, који се често посматрају заједно с микросегментом, нису обухваћени овом статистиком пошто, према стандардима ЕЦБ с којима је усаглашена ова статистика, спадају у сектор становништва.

су заступљени у задуживању микропредузећа и малих предузећа, који чине 37% и 29% њиховог новог задужења. Притом, износ новоодобрених инвестиционих кредита микропредузећима у периоду март 2017 – септембар 2018. године (71,8 млрд динара) виши је од износа одобреног средњим предузећима (69,5 млрд динара). Кредите за увоз, чије је коришћење повећано од прошле године, користе пре свега велика предузећа, мада ти кредити учествују са свега 9% у њиховом кредитном задужењу.

Око 18% нових кредита привреди је у динарима, при чему је највећи степен динаризације код кредита великим предузећима (око 22%), која, уз средња предузећа, имају и најповољније каматне стопе на задуживање у динарима – у септембру су се средња предузећа задуживала по стопи од 5,1%, а велика предузећа по стопи од 4,9%. Цена динарског задуживања малих предузећа од почетка 2018. креће се око просека за сектор привреде, мада је у појединим месецима била нижа од каматне стопе на кредите великим предузећима. Каматне стопе за микросегмент и даље су изнад просека, иако у посматраном периоду бележе највећи пад (за 1,1 п.п., на 6,4% у септембру), док је просечна каматна стопа на динарске кредите привреди снижена за 0,9 п.п., на 5,05%.

Микропредузећа се задужују по нешто вишој стопи и када узимају кредите у еврима, 4,0% у септембру, што је за 1,1 п.п. изнад просечне каматне стопе на нивоу сектора привреде[2]. Каматне стопе на кредите у еврима малим предузећима (3,2% у септембру) близу су просека, али углавном изнад њега, док су за средња предузећа (2,4% у септембру) незнатно испод просека. Најповољније услове задуживања имају велика предузећа, чија је цена задуживања готово током целог периода била најнижа и у септембру је износила 2,1%.

Графикон О.1.3. **Кретање каматних стопа на девизне кредите привреди, по величини предузећа***
(просечне пондерисане вредности, на годишњем нивоу, у %)

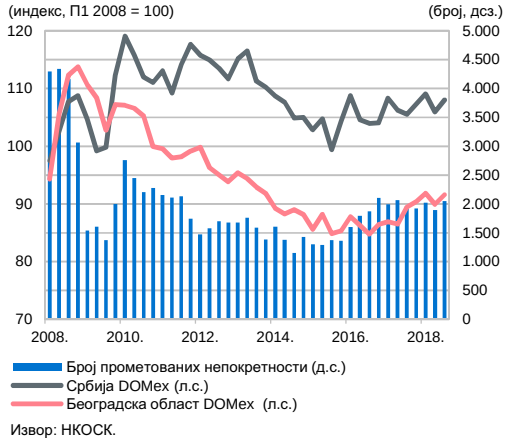


Извор: НБС.
* У еврима и евроиндексирани.

На сличне закључке у погледу динамике кредитне активности и услова задуживања малих и средњих предузећа упућују резултати анкета о кредитној активности, који указују на то да овај сегмент привреде највише доприноси расту тражње за кредитима, као и да је ублажавање кредитних стандарда банака било најизраженије за овај сегмент. Истовремено, резултати анкета показују да је квалитет кредитних захтева сегмента малих и средњих предузећа знатно побољшан и да се даље побољшање очекује и у наредном периоду. Повољнији услови финансирања малих и средњих предузећа потврђени су и на међународној листи конкурентности Светског економског форума за 2018, где је напредак остварен и у оквиру показатеља који се односе на финансијски систем, у показатељу доступности средстава финансирања за мала и средња предузећа. Све то заједно пружа основ за очекивање да ће овај сегмент привреде наставити да се развија, као и да доприноси привредном расту и опоравку тржишта рада. Са своје стране, Народна банка Србије наставиће да развија статистичко извештавање ради лакшег праћења и оцене кредитних услова, транспарентног информисања јавности, као и јачања конкуренције међу банкама.

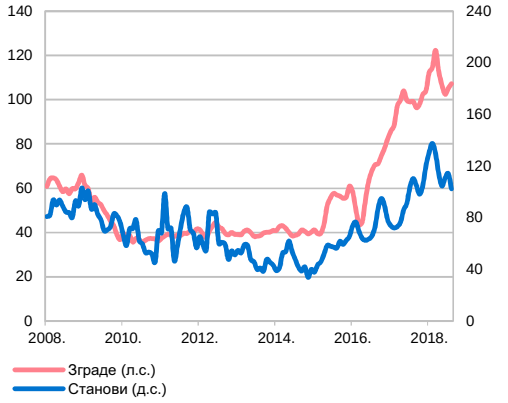
[2] Евроиндексирани кредити и кредити у еврима чине 99% новоодобрених девизно индексираних кредита и кредита привреди у девизама, док преостао 1% чине кредити одобрени у америчким доларима или везани за амерички долар. Статистика је расположива и за укупне девизне и девизно индексиране кредите.

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



Извор: НКОСК.

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



Извор: РЗС и прерачун НБС.

3. Тржиште непокретности

Тржиште некретнина у Т3 карактерисали су раст цена и повећање промета. Показатељи понуде и тражње указују на то да се наставак опоравка тржишта некретнина може очекивати и у наредном периоду.

Просечна цена некретнина у Србији, мерена индексом *DOMex*[16], у Т3 повећана је за 2,0%, при чему су цене расле у свим регионима. Поред тромесечног раста, просечна цена некретнина у Србији повећана је и на мг. нивоу (2,3%). Расту цена допринела је већа тражња, на коју указује и повећан промет од 8,2% дсз. у Т3. Промет некретнина био је највиши у последњих пет тромесечја и забележен је у свим регионима изузев у јужној и источној Србији.

Просечна цена некретнина у Србији у Т3 износила је 895,5 евра по квадратном метру, при чему је највиша цена, уобичајено, забележена у београдском региону (1.193,1 евро по квадратном метру). Однос цена у београдском и осталим регионима остао је исти као у претходном тромесечју и износио је 1,83.

Задржавање повољних кретања на тржишту некретнина очекујемо и у наредном периоду, и по основу веће тражње, и по основу раста понуде. У смеру веће тражње за некретнинама требало би да делује наставак раста зарада и запослености у приватном сектору и повољни услови стамбеног кредитирања, који би, према резултатима анкете о кредитној активности, требало да се задрже и у наредном периоду. На већу понуду на тржишту некретнина указује наставак раста броја издатих грађевинских дозвола за изградњу зграда у јулу и августу (8,3% мг.) и предвиђене вредности радова на основу тих дозвола (20,9% мг.).

4. Агрегатна тражња

Наставак снажног раста фиксних инвестиција, подржан интензивном реализацијом инфраструктурних пројеката и повољним финансијским условима, у највећој мери је допринео задржавању снажног темпа раста БДП-а у Т3 (3,7% мг., према прелиминарној процени Републичког завода за статистику). Поред тога, снажну подршку расту БДП-а наставила је

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

да пружа и потрошња домаћинстава, којој су, поред финансијских услова, погодовале и позитивне тенденције на тржишту рада, као и раст поверења потрошача, у складу с најављеним повећањем пензија и плата у јавном сектору и минималне цене рада. Допринос нето извоза кретању БДП-а остао је негативан у Т3 због бржег раста увоза од извоза робе и услуга.

Домаћа тражња

Потрошња домаћинстава наставила је да расте и у Т3, захваљујући позитивним кретањима на тржишту рада, повољним финансијским условима и расту поверења потрошача, на које утиче најављено повећање пензија и плата у јавном сектору, као и минималне цене рада. Према нашој процени, потрошња домаћинстава је у Т3 убрзала раст на 3,3%, посматрано на мг. нивоу, и позитивно је допринела расту БДП-а са 2,4 п.п. На такво кретање указује даљи реални раст промета у трговини на мало, који је додатно убрзан у Т3 (на 4,8% мг.), као и доступни показатељи из области туризма – већи број домаћих туриста (8,6% мг.) и њихових ноћења (10,2% мг.) у истом периоду. Посматрано у односу на Т2, потрошња домаћинстава је у Т3 повећана за 0,7% дсз. и позитивно је допринела расту БДП-а од 0,5 п.п.

На раст ове компоненте домаће тражње указује и кретање њених главних извора у Т3. Укупна номинална маса зарада наставила је да расте и у Т3, тако да је у јулу и августу у просеку била виша за 10,3% на мг. нивоу, захваљујући наставку раста запослености у приватном сектору, као и вишим просечним зарадама. У Т3 наставио је да расте и прилив дознака из иностранства и био је виши за 35,5% на мг. нивоу. Позитивна кретања забележена су и код новоодобрених кредита намењених потрошњи.

Поред потрошње домаћинстава, позитиван допринос кретању БДП-а у Т3, према нашој процени, дала је **финална државна потрошња** (0,7 п.п.), која је порасла за 4,0% мг. На такво кретање указује повећање расхода за зараде током јула и августа, као резултат повећања зарада у јавном сектору почетком године, док је запосленост наставила да се смањује у складу с рационализацијом јавног сектора. Поред тога, у јулу и августу забележени су и већи издаци за куповину робе и услуга него у истом периоду претходне године. Финална потрошња државе била је за 0,5% дсз. виша него у Т2 и позитивно је допринела кретању БДП-а са 0,1 п.п.

Графикон IV.4.1. **Доприноси мг. стопи раста БДП-а – расходна страна***
(у п.п.)

Извор: РЗС и прерачун НБС.
* Процена НБС за Т3 2018.

Табела IV.4.1. **Кретање главних показатеља и извора потрошње домаћинстава**
(реалне мг. стопе раста, у %)

	2017.	2018.		
	Т4	Т1	Т2	Т3
Потрошња домаћинстава	**1,8**	**3,1**	**3,1**	**3,3***
Показатељи				
Промет у трговини на мало	2,2	3,3	3,3	4,8
Промет у угоститељству	-1,5	9,6	10,7	10,6**
Број домаћих туриста	9,8	10,1	8,7	8,6
Број ноћења домаћих туриста	11,3	9,2	13,6	10,2
Увоз потрошне робе (*BEC* класификација), номинално	6,0	13,0	5,7	10,4
Извори				
Маса укупних зарада, номинално	5,9	7,5	8,9	10,3**
Нето прилив дознака, номинално	21,5	12,0	15,6	35,5
Новоодобрени потрошачки и готовински кредити, номинално	13,6	8,3	17,5	10,8

Извор: РЗС и прерачун НБС.
* Процена НБС.
** Јул–август.

Графикон IV.4.2. **Кретање инвестиција у основне фондове***
(мг. раст, у п.п.)

Извор: РЗС и прерачун НБС.
* Процена НБС за Т3 2018.

Табела IV.4.2. **Показатељи кретања инвестиција**

	2017.		2018.		
	III	IV	I	II	III
Реалне мг. стопе раста (у %)					
Фиксне инвестиције (нац. рачуни)*	6,2	12,4	15,1	12,1	11,0
Грађевинарство (нац. рачуни)*	6,0	17,9	28,2	22,9	15,0
Инвестиције државе*	-22,9	3,4	135,5	7,8	58,2
Број издатих грађевинских дозвола**	32,2	31,3	46,1	6,9	8,2
Производња грађевинског материјала	-2,0	10,2	7,9	7,0	11,0
Вредност изведених радова	10,4	23,4	30,0	24,9	7,0
Увоз опреме, номинално	8,1	20,9	29,3	13,2	15,8
Производња домаћих машина и опреме	33,6	16,2	7,8	14,1	3,5
Залихе готових производа у индустрији	9,7	14,3	10,3	9,7	13,7

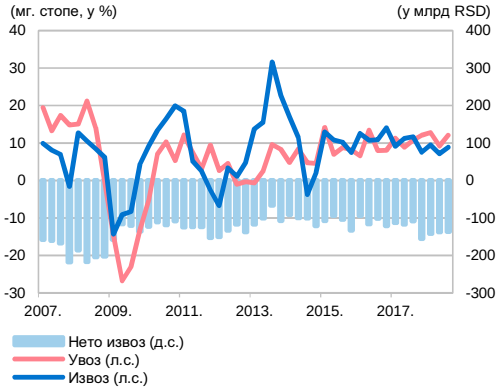
Извор: РЗС и прерачун НБС.
* Процена НБС за Т3.
** Јул–август.

Унапређен пословни амбијент, повољни финансијски услови и наставак интензивног улагања у инфраструктуру повољно су се одразили на раст фиксних инвестиција и у Т3 (11,0% мг., допринос 2,4 п.п.). На раст фиксних инвестиција утицале су, пре свега, **инвестиције државе**, као резултат убрзане реализације инфраструктурних пројеката, на шта указује реални раст капиталних издатака буџета од чак 112,0% мг. у јулу и августу. Позитивна кретања настављена су и **код приватних инвестиција**, што, између осталог, потврђују и кретања у станоградњи, подстакнута постепеним опоравком тржишта непокретности. Такође, порасла је и производња грађевинског материјала (11,0% мг.), као и вредност изведених радова (7,0% мг.). Повољни трендови настављени су код инвестиција у опрему, чији је увоз наставио да расте (15,8% мг.) петнаесто узастопно тромесечје, а у Т3 повећана је и домаћа производња машина и опреме (3,5% мг.). Посматрано на тромесечном нивоу, фиксне инвестиције су у Т3 задржале тренд раста из претходних седам тромесечја и, према нашој процени, биле су за 0,8% дсз. више него у Т2.

На позитивне трендове у погледу инвестиција указује и кретање главних извора за њихово финансирање. Тако је прилив СДИ у Т3 износио 503,2 млн евра, а слично као у претходном периоду, део инвестиција финансиран је новим инвестиционим кредитима.

Позитиван допринос кретању БДП-а у Т3 потекао је и од промена у залихама, на шта указује пре свега повећање залиха готових производа у индустрији (13,7% мг.) у посматраном периоду. Поред тога, вишим залихама допринела је и изузетна пољопривредна сезона, која је утицала на раст залиха пољопривредних производа.

Графикон IV.4.3. **Извоз и увоз робе и услуга**
(у сталним ценама претходне године, реф. 2010)



Извор: РЗС и прерачун НБС.
* Процена НБС за Т3 2018.

Нето екстерна тражња

Извоз робе и услуга је у Т3 убрзао реални раст (8,9% мг.), чему је допринео и раст извоза пољопривреде услед одличне пољопривредне сезоне и раст извоза прерађивачке индустрије. Ипак, реални раст увоза робе и услуга био је бржи (12,1% мг.), највећим делом због вишег увоза опреме и репроматеријала за потребе индустрије и грађевинарства, тако да је допринос нето извоза кретању БДП-а и у Т3 био негативан (3,4 п.п.).

Извоз робе изражен у еврима, према подацима спољнотрговинске размене, повећан је у Т3 за 8,4% мг., вођен извозом прерађивачке индустрије, који петнаесто тромесечје заредом расте. У Т3 раст је износио 8,0% мг. и остао је широко распрострањен (у 19 од 23 области). Највећи позитиван допринос том расту потекао је од извоза основних метала, који је и у Т3 био виши за 12,9% мг., као и од извоза нафтних деривата. Настављен је и раст извоза моторних возила (7,8% мг.), при чему је нижи извоз компаније „Фијат" (за 30,9 млн евра, или 18,0% мг.) више него надокнађен повећањем извоза осталих произвођача из области ауто-индустрије (за 50,4 млн евра, или 35,3% мг.). Уобичајено висок допринос дао је извоз хемијских производа, машина и опреме и производа од гуме и пластике, као и металних производа. С друге стране, у Т3 нижи је био извоз прехрамбених и фармацеутских производа, а у мањој мери и дуванских производа и електричне опреме.

Изузетна пољопривредна сезона и већа производња главних пољопривредних култура створили су добру извозну базу за П2 2018. и П1 2019. Позитивне тенденције забележене су током Т3, када је, након нешто слабијих перформанси током П1, извоз пољопривредних производа повећан за 18,3% мг. Томе је, пре свега, допринео раст извоза пшенице, који је у Т3 забележио највиши тромесечни ниво у последњих пет година (око 550.000 тона).

Повољне тенденције настављене су и у извозу услуга, који је у Т3 убрзао раст на 16,3% мг. Највећи позитиван допринос том расту наставио је да пружа снажан раст извоза информационо-комуникацијских услуга, од преко 30% мг. у Т3, и који ће, уколико настави да расте сличном динамиком, премашити износ од 1,0 млрд евра у 2018. Поред тога, висок допринос потекао је и од извоза пословних услуга, док су у нешто мањој мери позитивним кретањима допринели и извоз туристичких, транспортних и грађевинских услуга.

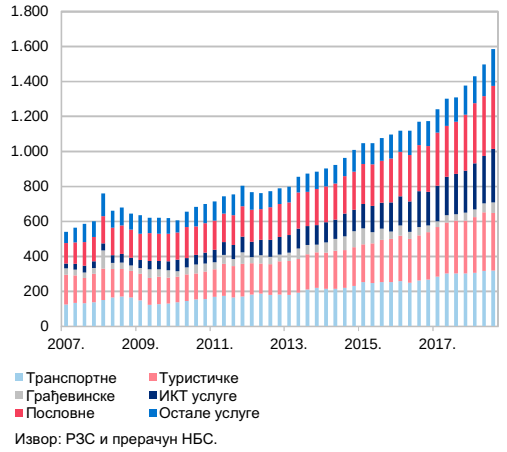
Наставак инвестиционог циклуса и повећане потребе индустрије и грађевинарства за увозним сировинама и репроматеријалом подстакли су даљи раст робног увоза. Према подацима спољне трговине, робни увоз изражен у еврима у Т3 повећан је за 16,0% мг., при чему је раст увоза опреме износио 15,8% мг., а репроматеријала 11,6% мг. У складу са очекивањима,

Графикон IV.4.4. **Кретање показатеља екстерне тражње за извозом Србије**
(тромесечни покретни просек дсз.)

Извор: Европска комисија, РЗС и НБС.

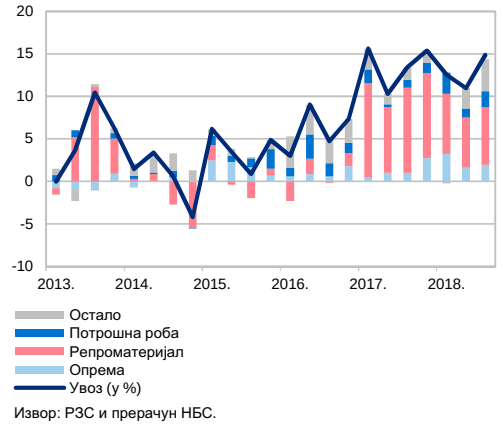
* Базни извоз се добија након што се од укупног извоза искључи извоз пољопривредних производа, основних метала, моторних возила, деривата нафте и електричне енергије.

Графикон IV.4.5. **Извоз услуга**
(дсз. подаци, у млн EUR)



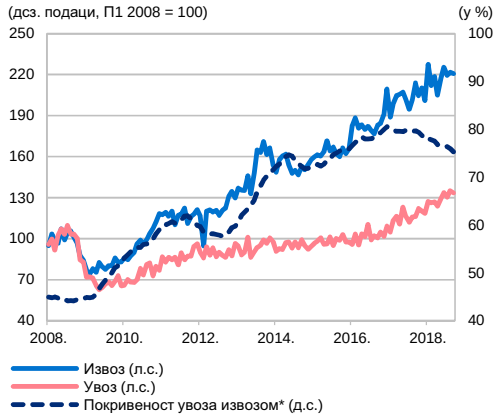
Извор: РЗС и прерачун НБС.

Графикон IV.4.6. **Кретање главних компоненти увоза**
(доприноси мг. расту, у п.п.)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

Графикон IV.4.7. **Робна размена у еврима**



Извор: РЗС и прерачун НБС.
* 12-месечни покретни просек.

расту увоза допринео је већи увоз потрошне робе (10,4% мг.), што је резултат опоравка домаће тражње. Слична кретања потврђује и структура увоза посматрано по намени ЕУ, према којој је највећи допринос увозу потекао од енергената, интермедијарних и капиталних производа, а у мањој мери и од нетрајних и трајних потрошних добара.

Покривеност робног увоза његовим извозом, мерено дванаестомесечним покретним просеком, у септембру је износила 75,3%, а по укључењу услуга 84,5%, што је нешто ниже него у јуну. Извоз робе је у септембру био за 120,7% виши од свог преткризног нивоа[17], док је робни увоз надмашио свој преткризни ниво за 33,5%.

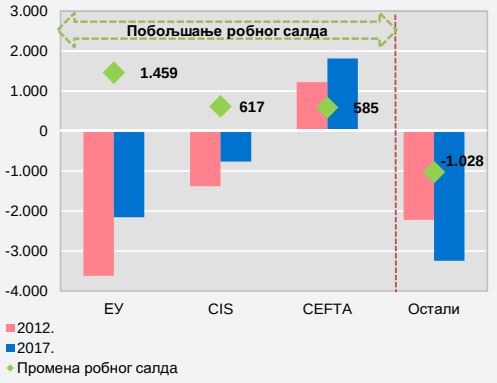
[17] Ниво из П1 2008.

Осврт 2: Унапређење спољнотрговинске позиције Србије у периоду 2012–2017.

Захваљујући постигнутој макроекономској стабилности и побољшању пословног окружења у протеклих шест година, привреда Србије је постала конкурентнија, на шта указује унапређење њене спољнотрговинске позиције. То доприноси и знатно повољнијим изгледима за раст за наредни период. **Побољшање позиције Србије видљиво је у свим кључним аспектима робне размене са иностранством**: смањен је дефицит, извоз интензивно расте, уз ширу понуду која обухвата технолошки захтевније производе, док у структури увоза доминира набавка средстава за рад, неопходних сировина и репроматеријала за потребе производње. Наведено и географска распрострањеност робне размене потврђују одрживост спољнотрговинске позиције Србије, а, самим тим, и извора раста њене привреде.

Полазећи од тога, анализирали смо кретање и карактеристике робне размене Србије с нашим традиционално најзначајнијим спољнотрговинским партнерима, а то су **ЕУ**, ***CEFTA***[1] и **Заједница независних држава** (***CIS***)[2], на које се у 2017, заједно посматрано, односило 91% извоза и 76% вредности увоза робе који је остварила привреда Србије.

Графикон О.2.1. **Салдо робне размене с главним спољнотрговинским партнерима**
(у млн EUR)

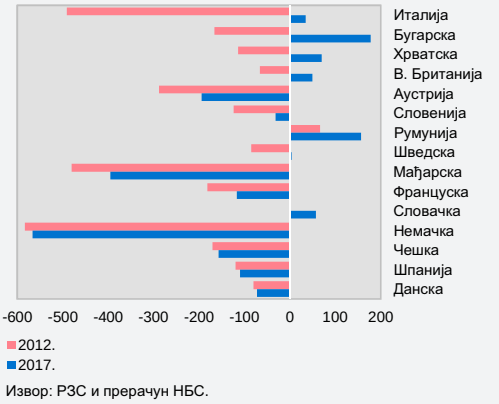


Извор: РЗС и прерачун НБС.

Србија је у размени са овим економским групацијама у 2017, у односу на 2012. годину, остварила повољнији робни салдо за преко 2,6 млрд евра (Графикон О.2.1). Побољшање спољнотрговинског салда резултат је смањења дефицита Србије у размени са ЕУ (за 1,5 млрд евра) и земљама *CIS*-а (за 0,6 млрд евра), као и повећања суфицита са земљама *CEFTA* (0,6 млрд евра). Унапређење спољнотрговинске позиције Србије у 2017, у односу на 2012, остварено је уз повећање обима робне размене с наведеним групацијама[3] од 41,4%, а захваљујући знатно бржем расту извоза робе од 67,2%.

Бржи раст извоза робе у 2017. остварен је **у размени са земљама ЕУ** – у односу на 2012. већи је за 85,6%, или 4,6 млрд евра, а повећање је забележено код свих земаља изузев Кипра и Малте. Захваљујући томе, **Србија је успела да у размени робе са одређеним бројем земаља уместо дефицита оствари суфицит** (Италија, Бугарска, Хрватска, Велика Британија и Шведска), **смањи дефицит** (Аустрија, Словенија, Мађарска, Француска, Немачка и др.) **или повећа суфицит** (Румунија и Словачка) (Графикон О.2.2). У посматраном периоду извоз робе расте и у земље *CIS*-а, посебно у Руску Федерацију (за 30,4%). Специфично за размену са овом економском групацијом јесте смањење вредности увоза робе, што је резултат и нижих цена сирове нафте. Поред тога, извоз је порастао и према земљама *CEFTA* (за 36,5%), што је резултирало тиме да се суфицит из 2012, који бележимо и у размени с појединачним чланицама ове групације, у 2017. даље повећа.

Графикон О.2.2. **Нето извоз у земље ЕУ према доприносу побољшању робног салда**
(у млн EUR)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

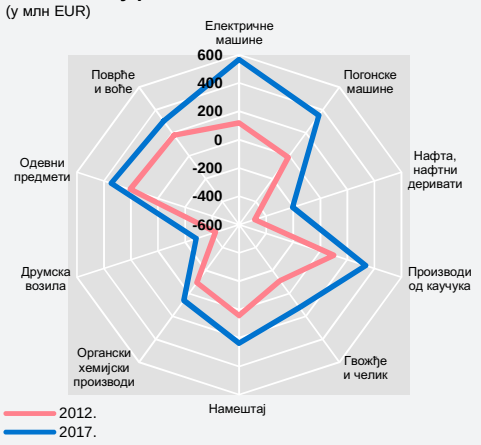
[1] *CEFTA* обухвата Молдавију и земље Западног Балкана (Србија, Албанија, БиХ, Црна Гора, Македонија). Молдавија је анализирана у оквиру *CIS*-а.

[2] Заједницу независних држава (*CIS*) чине Руска Федерација, Јерменија, Азербејџан, Белорусија, Киргистан, Казахстан, Молдавија, Тајикистан, Туркменистан, Украјина и Узбекистан.

[3] Повећању и географској распрострањености робне размене с наведеним економским групацијама позитивно доприносе и закључени споразуми о слободној трговини.

Посматрано по групама производа, најзначајнији допринос смањењу спољнотрговинског дефицита у размени са ЕУ у посматраном периоду потекао је од повећања суфицита у размени електричних машина, апарата и уређаја и погонских машина и уређаја, за око 820 млн евра, што је 56% укупног унапређења спољнотрговинске позиције према ЕУ. Повећање извоза ових двеју група производа, са око 660 млн евра у 2012. на скоро 1.780 млн евра у 2017, указује на то да су у структури извозне понуде Србије све заступљенији производи виших технолошких перформанси. У истом периоду, повећан је и извоз друмских возила у ЕУ, и то за 720 млн евра. Знатан раст робног извоза, а тиме и унапређење спољнотрговинске позиције, остварен је и код гвожђа и челика, производа од каучука, намештаја и делова за намештај, индустријских машина за општу употребу, обојених метала, поврћа и воћа (Графикон О.2.3). С друге стране, повећању увоза из ЕУ за 35% допринеле су куповине друмских возила, електричних машина, апарата и уређаја, индустријских машина за општу употребу и неразврстане робе, што је у складу с растућим значајем инвестиционих набавки. Ако се наведено узме у обзир, **извоз је у посматраном периоду повећан код 57 од укупно 65 група производа**[4] **у којима се врши робна размена са ЕУ**. То говори о израженој распрострањености и растућој динамици извозне понуде, као и то да је раст увоза вођен набавкама средстава за рад и неопходних репроматеријала за производњу, што доприноси томе да привредни раст буде одржив.

Графикон О.2.3. **Нето извоз у ЕУ – топ 10 производа према доприносу побољшању робног салда**
(у млн EUR)



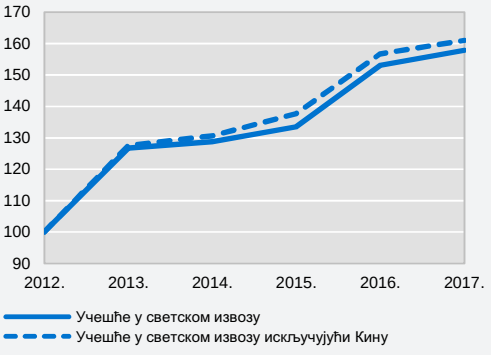
Извор: РЗС и прерачун НБС.

Поправљање спољнотрговинске позиције Србије **у односу на земље *CIS***-а резултат је у највећој мери смањених вредности увоза нафте и гаса (што је допринело смањењу дефицита за преко 620 млн евра), с тим да се знатно повећао извоз поврћа и воћа, хартије, картона и производа од целулозе, одеће, производа од каучука, млечних производа, индустријских машина за општу употребу, ђубрива и др. С друге стране, код одређеног броја производних одсека извоз се благо смањио, што је компензовано снажним растом извоза тих производних одсека у земље ЕУ. У структури увоза, знатније повећање се бележи код металних руда и отпадака метала, као и пластичних материјала у примарним облицима (за око 267 млн евра у 2017. у односу на 2012. годину), што је у складу с растућим потребама домаће производње за сировинама у оквиру црне металургије и хемијске индустрије.

У робној размени са земљама *CEFTA* позиција Србије у посматраном периоду додатно је ојачана – покривеност увоза извозом повећана је са 277% на 324%. Најзначајније повећање извоза и унапређење спољнотрговинске позиције остварено је код гвожђа и челика, нафте и нафтних деривата, друмских возила, житарица и производа на бази житарица, чврстих биљних масти и уља, меса и месних прерађевина и др. Од 64 одсека у којима је евидентирана размена, раст суфицита бележи се код 47 одсека. С друге стране, дефицит је у посматраном периоду повећан код каменог угља, кокса и брикета, али је он више него у пуној мери компензован појачаним извозом гвожђа и челика.

У прилог побољшању спољнотрговинске позиције Србије говоре и подаци о **учешћу робног извоза Србије у светском робном извозу, које је у 2017, у поређењу са 2012. годином, повећано за 58%**, а ако се из светског изузме робни извоз Кине, тај раст је износио 61% (Графикон О.2.4). Остварени

Графикон О.2.4. **Учешће робног извоза Србије у светском робном извозу**
(индекс, 2012 = 100)



Извор: *International Trade Centre* и прерачун НБС.

[4] Двоцифрен ниво агрегације према *СМТК* (одсеци Стандардне међународне трговинске класификације).

резултати додатно добијају на значају ако се има у виду да су постигнути у условима заоштравања конкуренције на међународном тржишту и присутних геополитичких и трговинских тензија на глобалном плану.

Позитивне тенденције у робној размени резултат су повољнијег пословног амбијента у Србији, што се одразило на раст инвестиција у размењиве секторе и повећање конкурентности домаће привреде. На растућу конкурентност домаће привреде указују и најновији резултати *Индекса глобалне конкурентности* Светског економског форума за 2018. годину, према којима је Србија напредовала за пет места, заузевши 65. позицију на листи од 140 земаља. Напредак је остварен у домену макроекономске стабилности, као резултат ниске и стабилне инфлације и смањења јавног дуга, као и унутар финансијског система, захваљујући макропруденцијалној политици Народне банке Србије и очуваној финансијској стабилности у земљи. Поред тога, конкурентност је повећана и у већини осталих области – робном тржишту, тржишту рада, инфраструктуре, способности за иновирањем. Повољнији резултат у области развоја људских ресурса (образовање и вештине) и иновационих технологија, као и здравствене заштите, нарочито је важан за раст производног потенцијала. И према новом извештају Светске банке (*Doing Business*), Србија је наставила да се приближава најбољој светској пракси према условима пословања – повећала је укупан број бодова у односу на прошлу годину и налази се и даље у првих 50 земаља према лакоћи пословања (од укупно 190 земаља), иако је њена позиција (48. место), релативно посматрано, незнатно неповољнија. Притом, треба имати у виду да многе важне области које утичу на квалитет пословног окружења и конкурентност земље нису обухваћене овом оценом, као што то и Светска банка истиче у овом извештају. Међу њима су макроекономска стабилност и развијеност финансијског система, које су у домену активности Народне банке Србије, а у којима је Република Србија остварила знатан напредак.[5]

[5] Светска банка оцењује 11 области пословања: покретање посла, издавање грађевинских дозвола, увођење електричне енергије, упис власништва, добијање кредита, заштиту мањинских инвеститора, плаћање пореза, прекограничну трговину, спровођење уговора, решавање несолвентности и регулацију тржишта рада.

5. Економска активност

Наставак позитивних кретања у грађевинарству и услужним секторима, којима доприноси интензивна реализација инфраструктурних пројеката и опоравак домаће тражње, уз одличне резултате у овогодишњој пољопривредној сезони, допринео је наставку раста БДП-а у Т3, који је, према прелиминарној процени Републичког завода за статистику, износио 3,7% мг. Према нашој процени, тромесечни дсз. раст БДП-а у Т3 износио је 0,3%, што је четрнаесто узастопно тромесечје његовог раста, чему је допринео и опоравак у прерађивачкој индустрији.

С обзиром на то да је раст економске активности од почетка године био већи од процена изнетих у претходном извештају и највећи у последњих десет година, пројекцију раста БДП-а за 2018. поново смо ревидирали навише, на 4,2%.

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

	2017.		2018.		
	Т3	Т4	Т1	Т2	Т3*
БДП (у %, мг.)	**2,3**	**2,4**	**4,9**	**4,8**	**3,7**
Пољопривреда	-1,2	-0,8	0,7	1,0	1,4
Индустрија	1,3	0,6	1,1	0,6	-0,3
Грађевинарство	0,3	0,8	0,9	1,0	0,7
Услуге	1,4	1,3	1,7	1,9	1,8
Нето порези	0,4	0,3	0,5	0,5	0,4

Извор: РЗС и прерачун НБС.
* Процена НБС.

Релативно снажан раст БДП-а настављен је и у Т3 и, према прелиминарној процени Републичког завода за статистику, износио је 3,7% мг. Притом, раст је остао широко распрострањен и **забележен у већини привредних сектора**, а највећи позитиван допринос, као и у претходном тромесечју, потекао је од услужних сектора (1,8 п.п.). Раст активности настављен је и у пољопривреди и грађевинарству, који су такође позитивно допринели кретању БДП-а (1,4 п.п. и 0,7 п.п., респективно). Производња је порасла и у прерађивачкој индустрији, али је, услед привременог пада производње у секторима рударства и енергетике, допринос укупне индустрије кретању БДП-а у Т3 био благо негативан (–0,3 п.п.).

Графикон IV.5.1. **Кретање показатеља економске активности**
(дсз. подаци, П1 2008 = 100)

Извор: РЗС и прерачун НБС.

Посматрано на тромесечном нивоу, раст БДП-а, према нашој процени, у Т3 износио је 0,3% дсз., што је четрнаесто узастопно тромесечје у коме економска активност расте. У односу на преткризни период, економска активност је у Т3 била виша за 8,3% мерено БДП-ом, а за 10,1% мерено НДВ-ом.

Поред наставка позитивних кретања у грађевинарству, услужним секторима и пољопривреди, позитиван допринос кретању БДП-а потекао је и од раста прерађивачке индустрије. Ипак, привремени пад активности у рударству и енергетици за последицу је имао смањење укупне **индустријске производње** за 0,3% дсз. На раст прерађивачке индустрије указивао је раст њеног физичког обима производње од 1,8% дсз., уз позитиван допринос укупној индустрији од 1,3 п.п. Највећи допринос тромесечном расту прерађивачке индустрије потекао је од производње

нафтних деривата, а у нешто мањој мери и од производње производа од гуме и пластике, металних производа и грађевинског материјала. С друге стране, највећи пад у односу на Т2 исказан је у производњи фармацеутских производа, моторних возила и електричне опреме. **Посматрано на мг. нивоу, физички обим производње у прерађивачкој индустрији у Т3, петнаесто тромесечје заредом, наставио је да расте (1,1%)** и позитивно допринео кретању физичког обима производње укупне индустрије са 0,8 п.п.

Привремени пад физичког обима производње у секторима рударства и снабдевања електричном енергијом, гасом и паром (6,6% дсз. и 8,0% дсз., респективно) повезан је с капиталним ремонтима у термоелектранама и ниским водостајем река. На привремени карактер ниже производње у поменутим секторима указује и месечна динамика током Т3, тј. чињеница да се, након пада у јулу и августу, производња у септембру опоравила. Пад физичког обима производње у овим секторима забележен је и на мг. нивоу, делом и због високе базе из претходне године.

Позитиван допринос кретању БДП-а у Т3 наставио је да пружа **сектор грађевинарства** (0,1 п.п.), који је, према нашој процени, порастао за 2,7% дсз. Томе су допринели наставак убрзане реализације улагања у инфраструктуру, као и даљи опоравак на тржишту непокретности. На позитивна кретања указивао је и раст производње грађевинског материјала од 2,2% дсз., као и даљи раст броја формално запослених у грађевинарству, који је захваљујући, између осталог, и предузетим напорима да се смањи сива економија, у Т3 достигао највиши ниво у последњих шест година. На то да се наставак позитивних тенденција у грађевинарству може очекивати и у наредном периоду, указује и раст броја издатих грађевинских дозвола и предвиђене вредности радова на основу њих током јула и августа. Посматрано на мг. нивоу, сектор грађевинарства је и у Т3 наставио да бележи двоцифрени раст, који је, према нашој процени, износио 15,0%.

Поред грађевинарства, позитиван допринос кретању БДП-а у Т3 потекао је и од раста активности у **секторима услуга** (0,3 п.п.), који је, збирно посматрано, износио 0,6% дсз. Повољна кретања настављена су у трговини, на шта указује реални раст промета у трговини на мало од 1,2% дсз. у Т3, захваљујући, у највећој мери, наставку повољних кретања на тржишту рада. Поред трговине, активност расте и у сектору услуга смештаја и исхране, на шта

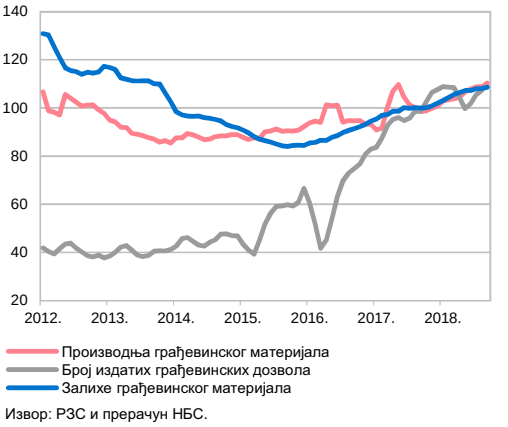
Графикон IV.5.2. **Физички обим производње по гранама прерађивачке индустрије**
(дсз. подаци, П1 2008 = 100)

Извор: РЗС и прерачун НБС.

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

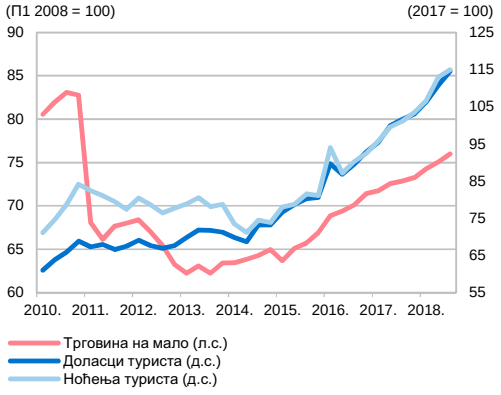
Извор: РЗС и прерачун НБС.

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



Извор: РЗС и прерачун НБС.

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



Извор: РЗС и прерачун НБС.

Табела IV.5.2. **Очекивана пољопривредна производња у 2018.**

Пољоривредне културе	Површине (у хиљ. хектара)	Просечни принос (тона/хектар)	Очекивана производња у 2018. (хиљ. тона)	Годишњи раст у 2018. (у %)
Пшеница	648,1	4,5	2.941,6	29,3
Кукуруз	906,8	7,7	6.964,8	73,3
Соја	196,5	3,3	645,6	40,0
Сунцокрет	239,1	3,1	733,7	35,7
Шећерна репа	51,3	50,3	2.583,3	2,8
Малина	22,4	5,5	122,3	11,5
Вишња	18,2	6,9	126,0	37,5
Јабука	25,1	18,3	460,4	21,6
Шљива	72,0	6,0	430,2	30,1
Виногради	21,2	7,3	151,0	91,2

Извор: РЗС.

указује и већи број долазака (3,3% дсз.) и ноћења туриста (3,8% дсз.) у Т3. Такође, на већу активност у секторима услуга указује и наставак раста броја запослених у већини сектора током Т3. Посматрано на мг. нивоу, услужни сектори су у Т3, збирно посматрано, забележили раст од 3,5%, уз позитиван допринос расту БДП-а (1,8 п.п.).

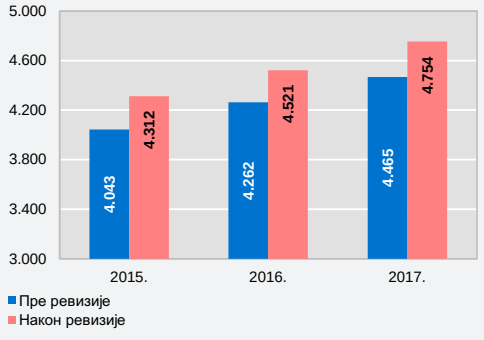
Одлични резултати у пољопривредној производњи забележени су и у Т3, на шта указују прелиминарни подаци о оствареним приносима јесењих пољопривредних култура. Тако је производња кукуруза, упркос мањим засејаним површинама, повећана за чак 73,3% у односу на претходну годину, а висок раст производње забележен је и код соје (40,0%) и сунцокрета (35,7%). Оваквим кретањима су, у највећој мери, допринели повољни агрометеоролошки услови од почетка године, али и ниска база узрокована прошлогодишњом сушом. Поред ратарских култура, позитиван допринос расту пољопривредне производње потекао је и од добрих резултата у производњи главних воћарских култура (јабуке, шљиве и малине). Посматрано на годишњем нивоу, раст пољопривреде би, према нашој процени, требало да износи око 14%, уз очекивани позитиван допринос расту БДП-а од 0,9 п.п.

Захваљујући, пре свега, одличним резултатима у пољопривреди и грађевинарству од почетка године, који су надмашили наша претходна очекивања, **пројекцију раста БДП-а за 2018. поново смо ревидирали навише, на 4,2%**. Осим пољопривреде, и грађевинарство би у 2018. требало да забележи двоцифрену стопу раста од око 15%. Поред тога, даљи опоравак домаће тражње наставиће да подржава раст активности у услужним секторима, а позитиван допринос, сличан прошлогодишњем, требало би да настави да пружа и индустрија.

Осврт 3: Ревизија података о БДП-у за период 2015–2017.

Републички завод за статистику почетком октобра објавио је нове ревидиране податке о годишњем БДП-у и његовој структури с производне и расходне стране за период 2015–2017, уз најаву да би до краја 2018. требало да буду објављени ревидирани подаци уназад до 2005. године, а до краја 2019. и комплетна серија од 1995. године[1]. Ревизија података о БДП-у укључила је нове изворе података и методолошка унапређења, што би за резултат требало да има већи степен обухватности, прецизности и поузданости података. Знатно унапређење односи се на укључивање података из базе централног регистра обавезног социјалног осигурања, које је омогућило бољу процену формалне запослености, а тиме и бољу процену неформалне запослености и сиве економије. Поред тога, у обрачун БДП-а први пут су укључени економски рачуни пољопривреде, који омогућују прецизније мерење додате вредности у сектору пољопривреде. Такође, обрачун БДП-а у сталним ценама побољшан је увођењем индекса цена индустријских произвођача из увоза.

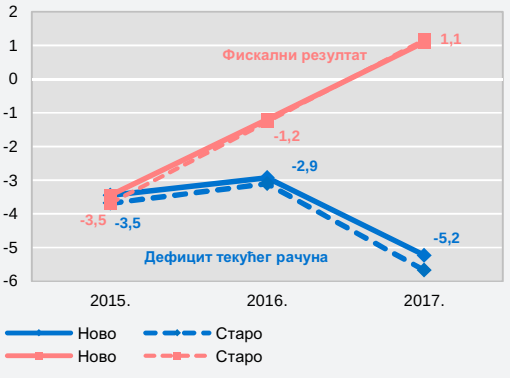
Графикон О.3.1. **Ревизија нивоа номиналног БДП-а**
(у млрд RSD)



Извор: РЗС.

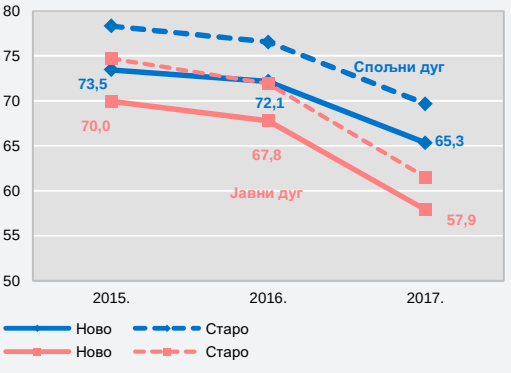
Према ревидираним подацима, ниво номиналног БДП-а у периоду 2015–2017. виши је у свим посматраним годинама (Графикон О.3.1). Конкретно, у 2017. ниво номиналног БДП-а виши је за 6,5%, а у апсолутном износу за 290 млрд динара, тј. за 2,4 млрд евра. Виши ниво номиналног БДП-а утицао је и на учешћа релевантних макроекономских показатеља у БДП-у у посматраном периоду (Графикон О.3.2. и Графикон О.3.3). Тако је учешће јавног дуга централне државе у БДП-у на крају 2017, према новим подацима, износило 57,9% у односу на 61,5%, колико је износило пре ревизије. Имајући у виду очекивану отплату еврообвезнице до краја године из фискалних уштеда, тј. без новог задуживања, очекујемо да се учешће јавног дуга у БДП-у почетком следеће године нађе на нивоу од око 50%. Поред јавног дуга, ниже је и учешће спољног дуга у БДП-у и оно је, према ревидираним подацима, на крају 2017. износило 65,3%, према ранијих 69,7%. Такође, смањено је и учешће дефицита текућег рачуна (са 5,7% на 5,2% у 2017), чему су, поред вишег номиналног БДП-а, допринела и методолошка побољшања у обрачуну увоза.

Графикон О.3.2. **Ревизија учешћа макроекономских показатеља у БДП-у**
(у %)



Извор: Министарство финансија и НБС.

Графикон О.3.3. **Ревизија учешћа макроекономских показатеља у БДП-у**
(у %)

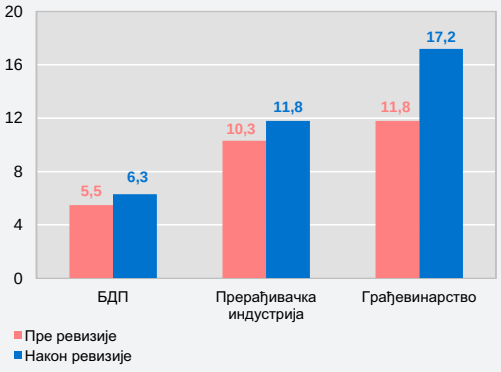


Извор: Министарство финансија и НБС.

[1] http://publikacije.stat.gov.rs/G2018/Pdf/G20181271.pdf

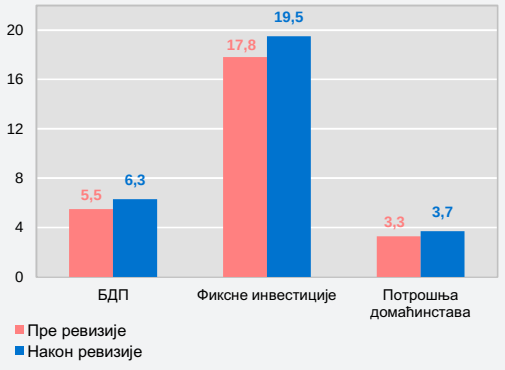
Када је реч о динамици реалног БДП-а, стопе раста су ревидиране навише за 0,5 п.п. у 2016. години (са 2,8% на 3,3%) и за 0,1 п.п. у 2017. години (са 1,9% на 2,0%). Кумулативно посматрано, реални раст БДП-а је у периоду 2015–2017, према новим подацима, износио 6,3%, што је за 0,8 п.п. више од података пре ревизије (Графикон О.3.4. и Графикон О.3.5). Поред бржег реалног раста, знатно је и побољшање структуре раста, који је сада с расходне стране у већој мери био вођен растом фиксних инвестиција, а с производне стране вишим растом прерађивачке индустрије и грађевинарства.

Графикон О.3.4. **Кумулативне стопе реалног раста за период 2015–2017 – производна страна**
(у %)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

Графикон О.3.5. **Кумулативне стопе реалног раста за период 2015–2017 – расходна страна**
(у %)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

Ревизија података о БДП-у указује на то да су показатељи екстерне и интерне неравнотеже претходно били прецењени. Како је реч о показатељима које прате инвеститори, међународне финансијске институције и кредитне рејтинг агенције, тј. показатељима на основу којих се доносе одлуке о инвестирању, оцењује кредитни рејтинг земље и одређује позиција на светским листама конкурентности, очекујемо да ће оцене за Србију у наредном периоду бити реалније и повољније.

6. Кретања на тржишту рада

Снажан привредни раст, преко раста тражње за радном снагом, наставља да доприноси позитивним трендовима на тржишту рада, које у Т3 карактерише даљи раст формалне запослености у приватном сектору праћен растом партиципације, смањењем броја незапослених и вишим просечним зарадама у свим привредним делатностима. Притом, у условима бржег привредног раста, и продуктивност укупне привреде наставља да расте.

Зараде и продуктивност рада

Номинална нето зарада у приватном сектору у јулу и августу порасла је за 6,9% мг., као резултат наставка раста економске активности и више минималне цене рада. Уз повећање зарада у јавном сектору од 8,5% мг. у истом периоду, које је омогућено захваљујући одличним резултатима фискалне политике у овој и претходне три године, то је допринело расту укупне номиналне зараде за 7,3% мг.

Номинална нето зарада је порасла у свим привредним делатностима, што указује на то да је опоравак тржишта рада, као и привредни раст, секторски распрострањен. Притом, највећи раст зарада евидентиран је у трговини, грађевинарству и услугама смештаја и исхране, а затим у прерађивачкој индустрији, саобраћају и информисању и комуникацијама, тј. делатностима које истовремено карактерише и повећање запослености. У оквиру делатности у којима доминира јавни сектор, зарада је повећана у области здравствене и социјалне заштите, образовања и државне управе.

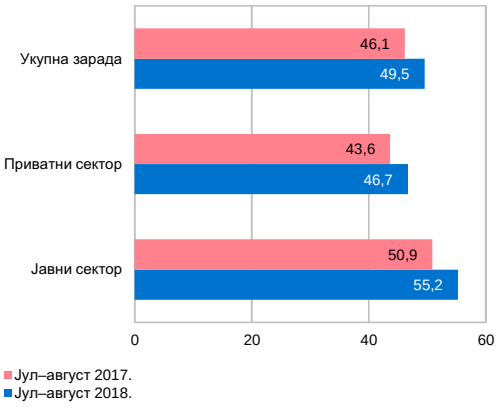
Наставак раста формалне запослености и повећање просечних зарада у привреди утицали су на то да номинална маса зарада у јулу и августу порасте за 10,3% мг.

Под утицајем бржег раста БДП-а од повећања броја запослених, у Т3 је настављен раст продуктивности укупне привреде, који је, према нашој процени, износио 0,4% мг.

Запосленост

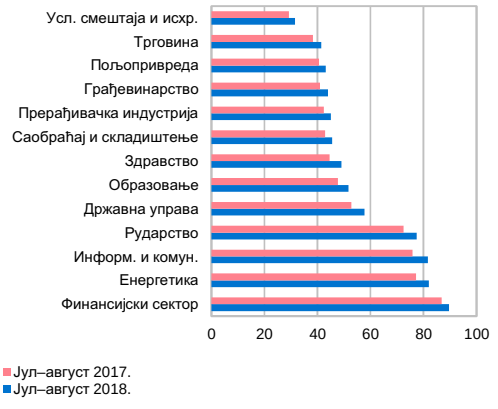
Убрзање привредног раста допринело је даљем расту укупне формалне запослености, која је у Т3 у просеку повећана за 3,3% мг. Према подацима Републичког

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



Извор: РЗС.

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



Извор: РЗС.

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

	2017.	2018.		
	Т4	Т1	Т2	Т3
Укупан број формално запослених	2,8	3,3	3,2	3,3
Запослени код правних лица	2,7	3,3	3,1	3,2
Приватни предузетници и запослени код њих	5,5	6,2	6,2	6,7
Индивидуални пољопривредници	-5,9	-7,3	-7,7	-8,2
Незапослени	-10,7	-10,1	-10,1	-10,5
Први пут траже запослење	-11,5	-10,7	-10,8	-10,9
Били у радном односу	-10,4	-9,8	-9,7	-10,3

Извор: РЗС и Национална служба за запошљавање.

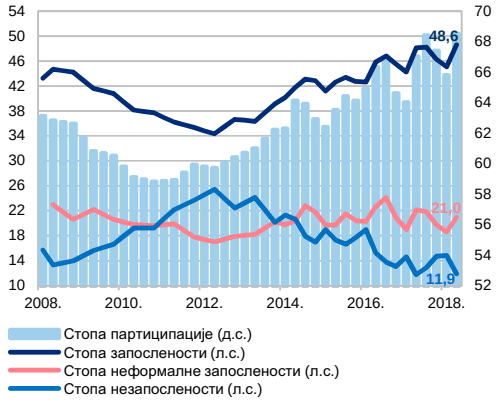
Графикон IV.6.3. **Структура мг. раста укупне формалне запослености**
(у п.п., просек периода)

Извор: РЗС и прерачун НБС.

Графикон IV.6.4. **Допринос мг. расту укупне формалне запослености по делатностима**
(у п.п., просек периода)

Извор: РЗС и прерачун НБС.

Графикон IV.6.5. **Показатељи тржишта рада према Анкети о радној снази**
(у %)



Извор: РЗС.

завода за статистику, добијеним из базе Централног регистра обавезног социјалног осигурања, раст формалне запослености резултат је даљег раста запослености код правних лица, као и повећања броја предузетника и запослених код њих, док је број индивидуалних пољопривредника наставио да се смањује.

И током Т3, раст формалне запослености био је вођен запошљавањем у приватном сектору, а најизраженији раст на мг. нивоу остварен је у прерађивачкој индустрији. Број запослених повећан је у већини привредних делатности, пре свега у грађевинарству, трговини и саобраћају, као и у делатностима услужног сектора. Насупрот томе, мањи број запослених забележен је у делатностима пољопривреде и рударства, као и у делатностима државне управе, снабдевања електричном енергијом и водоснабдевања услед рационализације броја запослених у јавном сектору.

Повољнији пословни амбијент и растуће потребе привреде за запошљавањем доприносе даљем смањењу броја незапослених. Томе доприноси и спровођење активних мера и програма запошљавања на тржишту рада[18]. Према евиденцији Националне службе за запошљавање, **незапосленост је на најнижем нивоу откад су доступни упоредиви подаци (четврт века)**, ако се узме у обзир то да је број незапослених на крају Т3 износио 553.962, што је за 69.009 незапослених мање него у истом периоду прошле године. На мг. нивоу, незапосленост је смањена у свим групама занимања, с тим што је највеће смањење забележено код занимања повезаних с прерађивачком индустријом. Поред тога, мањи број незапослених бележе и трговина, угоститељство и туризам, као и делатности саобраћаја и грађевинарства, што је резултат повећања запослености у тим областима. У Т3, незапосленост је наставила да опада и у занимањима повезаним с пољопривредом и производњом и прерадом хране.

У складу с подацима из формалних извора, на даљи опоравак тржишта рада упућују и резултати Анкете о радној снази, која укључује и оцену о кретањима на неформалном делу тржишта рада. Стопа партиципације становништва радног узраста (15–64

[18] Активне мере и програми запошљавања укључују: услуге посредовања у запошљавању, каријерно вођење и саветовање, субвенције за запошљавање, подршку самозапошљавању, додатно образовање и обуке, посебне програме за младе у процесу транзиције из система образовања на тржиште рада и др.

године) у Т2 износи 68,5%, што је за 1,5 п.п. више него у истом периоду прошле године. У Т2 настављен је и даљи раст укупне запослености, и то за 0,5 п.п., на 48,6%, који је у потпуности резултат раста формалне запослености. На повољне тенденције на тржишту рада указује пад стопе незапослености на 11,9%, чиме се нашла близу историјског минимума из истог периода претходне године. Поред тога, стопа дугорочне незапослености у Т2 остала је иста као пре годину дана (7,4%), што је њен најнижи ниво откад су доступни упоредиви подаци. Напредак је остварен и међу младом популацијом (15–24 године) – стопа незапослености младих у Т2 смањена је за 1,4 п.п., на 27,5%.

7. Међународно окружење

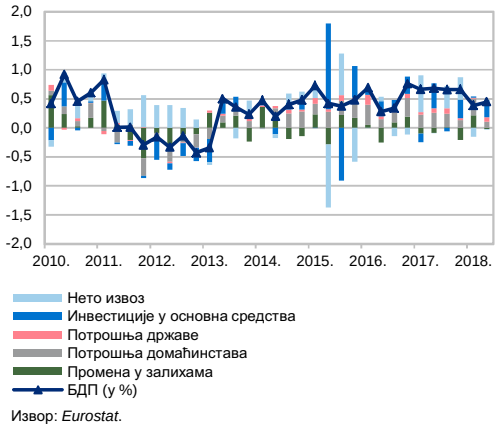
У периоду од претходног извештаја, изгледи за привредни раст на светском нивоу благо су кориговани наниже, тако да се сада очекује да он у наредне две године буде задржан на прошлогодишњем нивоу од око 3,7%. Раст зоне евра, нашег најзначајнијег спољнотрговинског партнера, настављен је и у 2018, иако нешто спорије темпом него 2017, пре свега услед нешто слабије екстерне тражње, што се одразило и на благу ревизију наниже пројекције њеног раста за ову и наредну годину. У односу на прогнозу Consensus Forecast-а из јула, нешто нижа су и очекивања у погледу привредног раста региона југоисточне Европе, док је прогноза за Србију знатно ревидирана навише.

На раст инфлације у међународном окружењу током Т3 утицала је пре свега виша светска цена нафте, али се очекује да ће инфлација и у наредном периоду остати умерена. У складу са очекивањима, настављена је нормализација монетарних политика водећих централних банака, док су глобални финансијски услови, иако и даље повољни, благо пооштрени. Услед бржег привредног раста САД и раста каматног диференцијала између САД и других развијених земаља, долар је током Т3 наставио да јача према водећим светским валутама.

Економска активност

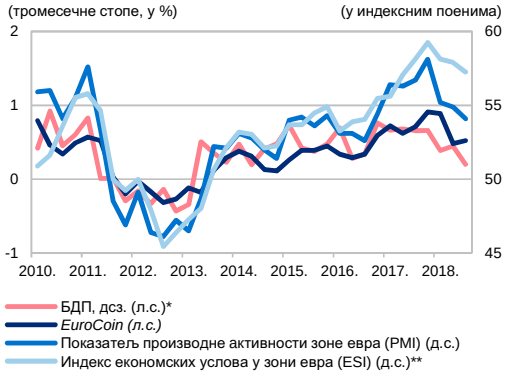
Светска економија је задржала стабилан темпо раста током П1 2018, али су изгледи глобалног раста у периоду од претходног извештаја благо кориговани наниже. Тако је ММФ у октобру ревидирао пројекције глобалног раста, па се више не очекује

Графикон IV.7.1. **Доприноси дсз. стопи раста БДП-а зоне евра**
(у п.п.)



Извор: *Eurostat*.

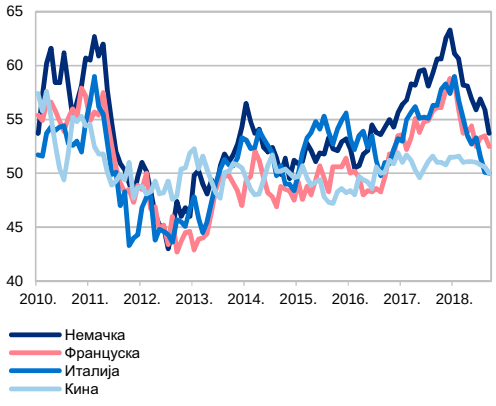
Графикон IV.7.2. **Кретање БДП-а и показатеља економске активности зоне евра**



Извор: *Eurostat, Markit Group, Banca d'Italia* и Европска комисија.

* Прелиминарна процена *Eurostat*-а за Т3 2018.
** *ESI* је стандардизован у односу на *PMI*.

Графикон IV.7.3. **Водећи показатељи сектора производње по земљама – *PMI Manufacturing***
(у индексним поенима)



Извор: *Markit Group*.

његово убрзање (на 3,9% у 2018. и 2019), као према јулској пројекцији, већ задржавање на прошлогодишњем нивоу од 3,7% и у 2018, и у 2019. години. Пројекције су ревидиране наниже услед слабије економске активности у појединим развијеним земљама почетком године, протекционистичких мера, слабијих изгледа за раст у појединим земљама у успону условљених домаћим факторима, геополитичким тензијама, пооштреним финансијским условима и растом цене нафте.

Иако нешто споријим темпом него 2017, **зона евра** је, према оценама ЕЦБ-а, и у 2018. наставила да расте по стопама које су изнад тренда. Раст зоне евра у Т2 износио је 0,4% дсз., као и у Т1, при чему је остао широко распрострањен по земљама и био је вођен пре свега инвестицијама у основна средства. Позитиван допринос потекао је и од потрошње домаћинстава због повољних кретања на тржишту рада – смањења незапослености и раста зарада. Успоравање привредног раста у зони евра у П1 последица је пре свега слабије екстерне тражње. Када је реч о економској активности најважнијих спољнотрговинских партнера Србије, привредни раст Италије у Т2 успорио је на 0,2% дсз., док је у Немачкој убрзан на 0,5% дсз.

Према прелиминарној процени *Eurostat*-а, раст БДП-а у зони евра у Т3 износио је 0,2% дсз. На успоравање раста указивали су и водећи показатељи економске активности, који су били на нижем нивоу него у Т2, али су и даље у зони привредне експанзије. Композитни индекс економске активности (*PMI Composite*) за зону евра у Т3 у просеку је износио 54,3 поена[19], а индекс економских услова (*Economic Sentiment Indicator*) 111,5 поена[20]. Поред тога, стопа незапослености је у Т3 пала на најнижи ниво од новембра 2008. године (8,1%), при чему се, према оцени ЕЦБ-а, очекује да ће повољни трендови с тржишта рада наставити да подржавају раст потрошње домаћинстава.

Септембарска пројекција ЕЦБ-а указује на то да се и у наредном периоду очекује наставак стабилног и широко распрострањеног привредног раста. Раст зоне евра за 2018. и 2019. благо је ревидиран наниже, с обзиром на слабију екстерну тражњу, за по 0,1 п.п., на 2,0% и 1,8%, респективно, док је пројекција за 2020. остала непромењена, на 1,7%. Иако истиче да

[19] Вредност индекса изнад 50 поена указује на експанзију, а испод 50 поена на смањење економске активности.
[20] Индекс је конструисан тако да дугорочни просек износи 100 поена.

се ризици по пројекцију и даље могу сматрати уравнотеженима, ЕЦБ оцењује да су недавно порасли ризици због раста протекционизма, веће нестабилности на међународним финансијским тржиштима и наставка неповољних кретања у појединим тржиштима у успону.

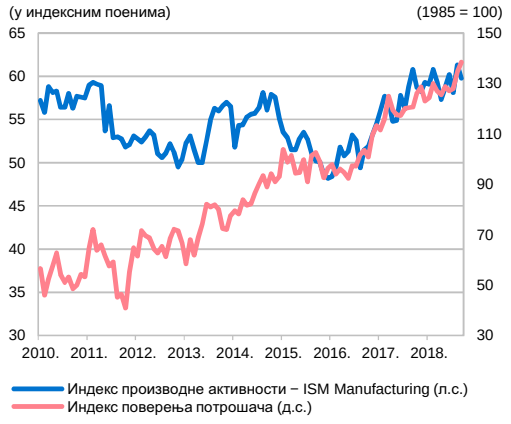
Услед нижег раста зоне евра у П1 него што је првобитно очекивано, ревидиране су и октобарске пројекције ММФ-а и *Consensus Forecast*-а за 2018, за 0,2 п.п. у односу на пројекције из јула, на 2,0%. За 2019. ММФ очекује раст на нивоу од 1,9%, а *Consensus Forecast* раст од 1,8%, што је непромењено у односу на претходне прогнозе.

Снажан привредни раст **САД** настављен је и у Т2, када је достигао највиши ниво у последње скоро четири године (1,0% дсз., или 4,2% на годишњем нивоу). Највећи допринос расту потекао је од личне потрошње услед раста запослености и зарада, док је смањење пореза на добит предузећа подстакло раст инвестиција. Нето извоз је такође позитивно допринео расту, са 1,2 п.п., одражавајући веће наруџбине, првенствено соје, пре него што је Кина увела царине. Протекционистичке мере су у готово истој мери деловале на раст и у Т3, али у супротном смеру, па је он, према прелиминарној оцени Бироа за економске анализе, успорен на 0,9% дсз. (3,5% на годишњем нивоу). Изузетно повољна кретања на тржишту рада настављена су и током Т3, па је стопа незапослености у септембру пала на најнижи ниво у претходних скоро 49 година (3,7%), а број нових радних места ван пољопривреде остао је на релативно високом нивоу, у просеку од близу 200.000 месечно.

Имајући у виду боља остварења од претходно очекиваних, ФЕД је у септембру ревидирао навише очекивања у погледу привредног раста у односу на јунску пројекцију, за 0,3 п.п. у 2018. години (на 3,1%) и за 0,1 п.п. у 2019. (на 2,5%). Као и према јунској пројекцији, очекује се успоравање на 2,0% у 2020. и на 1,8% у 2021, услед исцрпљивања ефеката фискалних подстицаја, нормализације монетарне политике итд. Према октобарској прогнози *Consensus Forecast*-а, очекивани привредни раст САД за 2018. износи 2,9%, а за 2019. годину – 2,6%, као и у јулској пројекцији. ММФ је у октобру задржао пројекцију раста САД за 2018. на 2,9%, док је пројекцију за 2019. ревидирао наниже за 0,2 п.п. у односу на јулску, на 2,5%.

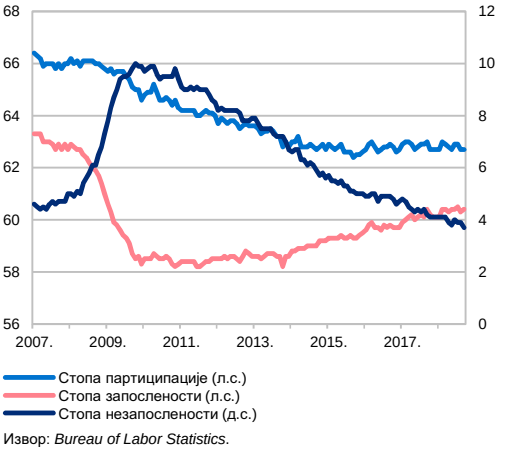
Раст економске активности **региона централне Европе** у Т2 био је пре свега вођен домаћом тражњом услед ниске незапослености, повољних извора финансирања и коришћења средстава из фондова ЕУ.

Графикон IV.7.4. **Водећи економски показатељи у САД**



Извор: *Institute for Supply Management*, *Conference Board*.

Графикон IV.7.5. **Кретања на тржишту рада у САД**
(месечне стопе, у %)



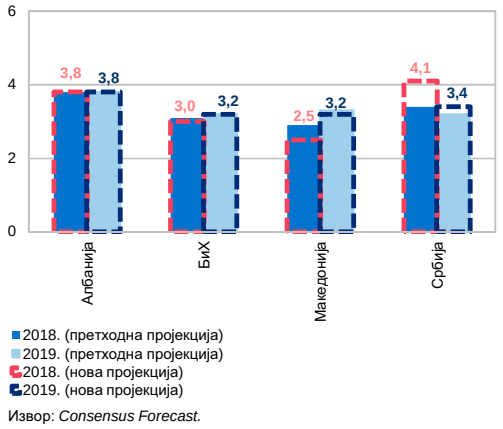
Извор: *Bureau of Labor Statistics*.

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

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

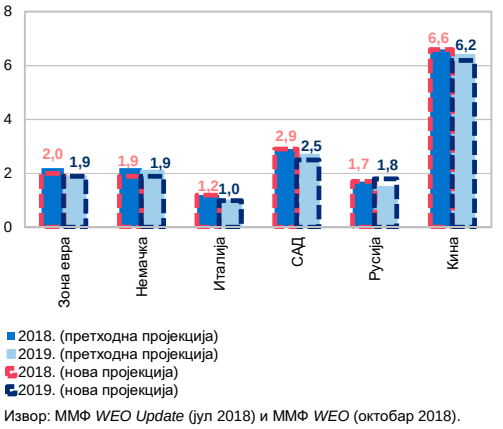
Извор: *Consensus Forecast*.

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



Извор: *Consensus Forecast.*

Графикон IV.7.7. **Ревизија прогноза реалног раста БДП-а за 2018. и 2019. ММФ-а**
(у %)



Извор: ММФ *WEO Update* (јул 2018) и ММФ *WEO* (октобар 2018).

Према оцени октобарског *Consensus Forecast*-а, ревизије глобалног раста наниже нису се одразиле на очекивања у погледу раста региона централне Европе за 2018, с обзиром на то да је неизвесност из међународног окружења добрим делом компензована растом домаће тражње. У поређењу с јулском прогнозом, раст региона централне Европе ревидиран је навише за по 0,1 п.п., на 4,2% у 2018. и 3,5% у 2019. Успоравање привредног раста у 2019. у складу је са очекиваним кретањима у зони евра и последично нижом екстерном тражњом.

Према октобарском *Consensus Forecast*-у, раст региона **југоисточне Европе** благо је ревидиран наниже у односу на јул (за по 0,1 п.п.), на 3,5% за 2018. и на 3,3% за 2019, у највећој мери као последица успоравања привредне активности Румуније, након њеног снажног раста у 2017. Прогноза за Србију знатно је ревидирана навише, са 3,4% на 4,1% за 2018. и са 3,2% на 3,4% за 2019.

Привредни раст већине земаља **Западног Балкана** убрзан је у П1, вођен пре свега приватном потрошњом услед повољних кретања на тржишту рада, као и наставком раста инвестиција. Према најновијем извештају Светске банке, пројекције привредног раста већине земаља Западног Балкана ревидиране су навише у односу на пројекције из априла, па се очекује да у 2018. регион расте по стопи од 3,5%.

Привредни раст **Русије**, вођен растом индустрије, убрзан је са 1,3% мг. на 1,9% мг. у Т2. Како добар део буџетских прихода Русије потиче од извоза нафте и гаса, раст цене нафте допринео је већој отпорности привреде на геополитичке тензије. Прогнозе *Consensus Forecast*-а и ММФ-а за 2018. исте су као у јулу и износе 1,8% и 1,7%, респективно, што упућује на највиши раст у последњих пет година. Према *Consensus Forecast*-у, раст у 2019. ревидиран је наниже у односу на прогнозе из јула, са 1,8% на 1,6%, услед нових санкција САД, док су пројекције ММФ-а ревидиране навише, са 1,5% на 1,8%, услед очекиваног наставка опоравка домаће тражње и више цене нафте.

Стопа раста **БДП-а Кине** у Т3 износила је 6,5% мг., што је испод стопе раста из Т2 (6,7% мг.) и најнижи ниво од Т1 2009. године. Успоравање раста дугује се пре свега мањем инвестирању у инфраструктурне пројекте, што је у складу с неопходним ребалансирањем економије од инвестиција ка потрошњи. ММФ је задржао прогнозу привредног раста Кине за 2018. годину на нивоу од 6,6% и

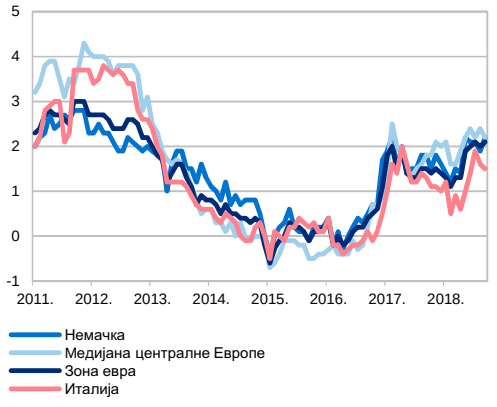
смањио прогнозу за 2019. годину са 6,4% на 6,2%, узимајући у обзир ефекте новоуведених царина, за које се очекује да буду делом ублажени пакетом стимулативних мера владе. Поред ниже екстерне тражње, успоравање раста у 2019. очекује се и по основу неопходног пооштравања регулативе у финансијском сектору.

Кретање инфлације

Просечна мг. инфлација у **зони евра** порасла је са 1,7% у Т2 на 2,1% у Т3 и тиме достигла највиши ниво од краја 2012, првенствено као последица раста цене нафте на светском тржишту и раста цена хране. За разлику од укупне, базна инфлација је остала готово непромењена и у просеку је износила 1,0% мг. у Т3, наспрам 0,9% мг. у Т2. Ипак, ЕЦБ оцењује да се базна инфлација налази на узлазној путањи, чему доприносе ефекти експанзивне монетарне политике, наставак привредног раста и побољшање услова на тржишту рада. На побољшање услова рада утицало је смањење стопе незапослености и постизање споразума о платама у појединим земљама, што се одражава на секторски распрострањен раст зарада, који ће се, према очекивањима, наставити и у наредном периоду. Када је реч о главним спољнотрговинским партнерима Србије, просечна мг. инфлација, мерена хармонизованим индексом потрошачких цена, у Немачкој је порасла са 1,9% у Т2 на 2,1% у Т3, а у Италији са 1,0% на 1,7%, при чему, након три месеца раста, од августа бележи успоравање.

Када је реч о укупној инфлацији, ЕЦБ очекује да ће она остати релативно стабилна у наредном периоду. Пројекције у септембру нису мењане у односу на јун, па се и даље очекује инфлација на нивоу од 1,7% током целог периода пројекције. Према октобарској анкети стручних прогнозера[21], очекује се стабилан раст инфлације у наредном периоду, такође на нивоу од 1,7% у 2018, 2019. и 2020. години, што је исто као у анкети из јула. Дугорочна инфлациона очекивања која се односе на 2023. годину задржана су на 1,9%. Дугорочна тржишна очекивања, као и дугорочна очекивања добијена на основу анкете, остала су стабилна и крајем октобра су износила 1,67%.[22]

Графикон IV.7.8. **Кретање хармонизованог индекса потрошачких цена по земљама**
(мг. стопе, у %)



Извор: *Eurostat.*

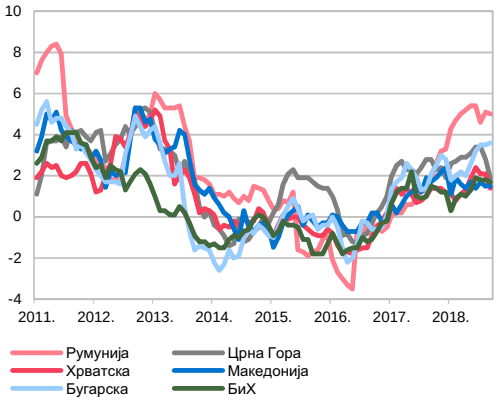
Графикон IV.7.9. **Дугорочна тржишна инфлациона очекивања у зони евра***
(мг. стопе, у %)

Извор: *Thomson Reuters.*
* *Five-year, five-year breakeven forward.*

[21] *ECB Survey of Professional Forecasters* (*SPF*).
[22] *The five-year, five-year breakeven forward.*

Међу **земљама региона**, просечна мг. инфлација у Т3 кретала се од 1,6% у Македонији до 4,9% у Румунији. У односу на Т2, инфлација је у Т3 била виша у Бугарској, БиХ и Македонији, а након достизања петогодишњег максимума смањена је у Румунији и Црној Гори, док је у Хрватској остала непромењена. Иако испод циља, инфлација у **Русији** је током Т3 расла услед депрецијације рубље и најављеног повећања ПДВ-а и у просеку је износила 3,0% мг. Услед даље депрецијације лире, инфлација у **Турској** порасла је на 19,4% мг. у просеку у Т3, при чему је у септембру достигла највиши ниво у претходних 15 година (24,5% мг.).

Графикон IV.7.10. **Кретање индекса потрошачких цена за изабране земље**
(мг. стопе, у %)



Извор: Статистички заводи појединих земаља.

Мерено индексом издатака за личну потрошњу, инфлација у **САД** је у просеку у Т3 износила 2,2%, а по искључењу цена хране и енергије 2,0%, као и у Т2. Кључни фактори који су утицали на раст инфлације у претходном периоду (раст цене нафте, запослености, реалног расположивог дохотка и поверења потрошача) наставили су да јој доприносе и у Т3. Према оцени чланова *FOMC*-а, кретање инфлације је у складу са очекивањима и конзистентно са одржавањем инфлације у оквиру симетричног инфлационог циља у периоду пројекције. Пројекција није битније промењена у септембру у односу на прогнозу из јуна, па се очекује да ће инфлација, мерена индексом издатака за личну потрошњу, крајем 2018. бити на нивоу циља од 2% или благо изнад њега, где ће се задржати до краја 2021. године. Мерено ИПЦ-ом, након 2,7% мг. у Т2, инфлација у Т3 је у просеку износила 2,6% мг.

Монетарна политика

Према оцени ЕЦБ-а, привредни раст зоне евра, иако спорији од почетка године у односу на 2017, наставиће да доприноси постепеном расту инфлације и након завршетка програма квантитативних олакшица. У септембру и октобру поновљен је став да је и даље потребан монетарни подстицај, који подразумева: нето куповину активе од 15,0 млрд евра месечно до краја године, када је планирано да овај програм буде окончан, реинвестирање главнице доспелих ХоВ које су купљене у оквиру програма и у дужем периоду након тога, као и смернице о очекиваном кретању каматних стопа ЕЦБ-а. С тим у вези, потврђено је и очекивање из јуна да ће каматне стопе остати на рекордно ниским нивоима најмање до краја лета 2019, а у сваком случају, колико год је потребно да се обезбеди одрживо кретање инфлације ка циљу од испод, али близу 2%.

Као што је и било очекивано, **ФЕД** је у септембру повећао референтну каматну стопу за 25 б.п., на 2,00–2,25%, једногласном одлуком чланова *FOMC*-а, што је треће повећање од почетка године. Према оцени ФЕД-а, очекује се наставак постепеног повећања референтне стопе, у условима снажног привредног раста, повољних кретања на тржишту рада и инфлације која је близу циљаног нивоа. У односу на пројекције из јуна, повећан је број представника који очекује још једно повећање каматне стопе ФЕД-а до краја године. За 2019. очекују се три повећања референтне каматне стопе, а за 2020. још једно њено повећање.

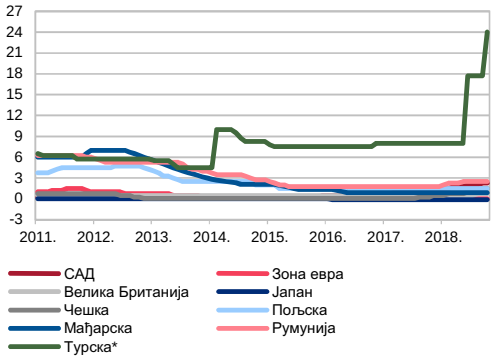
ФЕД је навео да ће наставити са смањењем свог биланса стања, при чему је у септембру реинвестирање доспеле главнице смањено за 40 млрд долара, а почев од октобра смањује се за 50 млрд долара месечно.

Домаћи фактори, а пре свега убрзање привредног раста и раст зарада, уз повећање светске цене нафте, условили су даљи раст инфлаторних притисака у појединим земљама **централне и југоисточне Европе** и опрезно подизање њихових каматних стопа током Т3.

Централна банка Чешке је, у складу са очекивањима аналитичара, током Т3 повећала каматне стопе два пута, и то референтну стопу за укупно 50 б.п., на 1,5%, стопу на кредитне олакшице такође за 50 б.п., на 2,5%, а стопу на депозитне олакшице за укупно 45 б.п., на 0,5%. Од почетка циклуса заоштравања монетарне политике у 2017, референтна стопа је подигнута шест пута, од чега четири пута у 2018. Пооштравање монетарне политике у претходном периоду последица је вишег раста инфлације од очекиваног и премашивања циља услед знатног раста зарада и слабљења круне према евру у претходном периоду. На састанку 1. новембра, централна банка Чешке је повећала референтну каматну стопу за још 25 б.п., на 1,75%, каматну стопу на кредитне олакшице на 2,75% и стопу на депозитне олакшице на 0,75%.

Након што је у П1 повећала референтну стопу три пута, како би успорила раст инфлације подстакнут динамичним привредним растом, централна банка Румуније је није мењала током Т3 (2,5%). Иако се инфлација у Румунији тренутно налази изнад циља, нешто лошије економске перформансе и пооштравање монетарних услова условили су

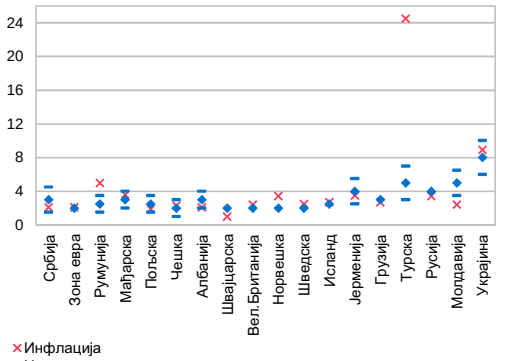
Графикон IV.7.11. **Кретање референтних стопа по земљама**
(на годишњем нивоу, у %)



Извор: централне банке одабраних земаља.

* Од јуна 2018. једнонедељна репо стопа, након годину и по дана, поново постаје референтна каматна стопа.

Графикон IV.7.12. **Инфлација и циљ по земљама у септембру 2018.**
(на годишњем нивоу, у %)



Извор: *Eurostat* и веб-сајтови централних банака.

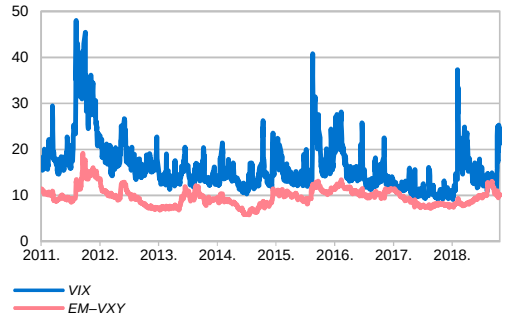
ревизију пројекције инфлације наниже, која сада подразумева спуштање инфлације на 3,5% до краја године, што је горња граница циљаног коридора.

Монетарна политика централне банке Мађарске и даље је експанзивна, при чему је референтна каматна стопа и током Т3 остала непромењена (0,9%). Ипак, носиоци монетарне политике истакли су спремност да постепено и опрезно нормализују монетарну политику, без прецизирања када ће то отпочети. Такође, централна банка Мађарске најавила је да ће, ради поједностављивања инструмената монетарне политике, до краја године постепено смањивати тромесечне депозитне олакшице, након чега ће главни инструмент монетарне политике бити обавезна резерва. Централна банка Пољске задржала је референтну стопу на нивоу од 1,5%, на ком се налази од марта 2015. године.

Насупрот очекивањима, централна банка Турске током јула није мењала референтну стопу. Међутим, у септембру ју је повећала за 625 б.п., на 24,0%, што је премашило очекивања аналитичара. Одлука је донета у условима знатног раста инфлације, условљеног пре свега слабљењем лире. Како би се ублажило слабљење лире, председник Турске је потписао указ који обавезује да се трансакције у вези с некретнинама извршавају искључиво у лирама.

Централна банка Русије је у септембру, први пут од 2014, повећала каматну стопу за 25 б.п., на 7,50%, и задржала је на том нивоу на састанку у октобру. У саопштењу се наводи да би инфлација у кратком року могла да премаши циљ, с обзиром на слабљење рубље у претходном периоду и утицај најављеног повећања пореза на додату вредност, које ступа на снагу почетком 2019, на стопу инфлације и инфлациона очекивања. Како би ублажила притиске на слабљење рубље, централна банка Русије је донела одлуку да до краја 2018. не купује девизе.

Графикон IV.7.13. **Имплицитна волатилност међународног финансијског тржишта***
(у %)



Извор: Блумберг.

* *VIX* (*Chicago Board Options Exchange Market Volatility Index*) мера је имплицитне волатилности *S&P* 500 индекса опција; *EM–VXY* (*JPMorgan emerging markets implied volatility index*) мера је агрегатне волатилности валута земаља у успону на бази тромесечних форвард опција.

Финансијска и робна тржишта

Имплицитна мера **волатилности финансијских тржишта** (*VIX*) налазила се током лета на релативно ниском нивоу, да би почетком октобра забележила највећи раст од фебруара и достигла 25%, а до краја месеца пала на 21%. Раст волатилности може се у одређеној мери приписати повећаној забринутости у погледу раста трошкова задуживања, зарада и цена сировина, који ће се одразити и на профитабилност компанија у САД. Тржишта су додатно забринута услед даљег продубљивања несугласица између САД

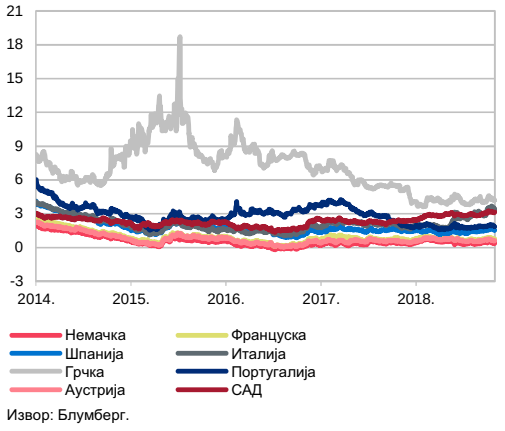
и Кине око трговине. Кризе у Аргентини и Турској, избори у Бразилу, као и поменути раст трговинских тензија, утицали су на раст волатилности валута земаља у успону, која је, мерено *EM–VXY*, током Т3 достигла 13%. Међутим, према овом показатељу, волатилност се крајем септембра спустила на 10,4%, што је благо изнад нивоа с краја јуна (9,8%).

Услед раста очекивања да ће нормализација монетарне политике у САД бити бржа него што се првобитно претпостављало и релативно бољих изгледа за привредни раст САД него зоне евра, разлика између приноса на десетогодишње државне америчке и немачке ХоВ достигла је током Т2 вишедеценијски максимум (2,6 п.п.) и током Т3 задржала се приближно на том нивоу. Притом, приноси на десетогодишње државне америчке ХоВ порасли су у Т3 за 0,2 п.п. (на 3,1%), а на немачке обвезнице исте рочности на 0,5%. Међу земљама чланицама ЕУ, у Т3 су највише порасли приноси на државне обвезнице Италије (за 0,5 п.п.) услед политичке неизвесности, па је и разлика између приноса на италијанске и немачке обвезнице, које се сматрају сигурном активом, повећана на 2,7 п.п.

Добри подаци у реалном сектору и с тржишта рада у САД, као и даља нормализација монетарне политике ФЕД-а, определили су **наставак јачања долара према већини водећих светских валута и током Т3**. Према долару јачао је једино швајцарски франак и тиме добрим делом надоместио слабљење из П1. Иако је вредност **долара према евру** током Т3 бележила волатилно кретање, додатно подржано неизвесним преговорима око Брегзита, на нивоу тромесечја она није битније промењена (долар је ојачао према евру за 0,7%). Током октобра, долар није знатније мењао своју вредност према евру и кретао се на нивоу од око 1,15 долара за један евро. У условима даљег јачања долара, цена злата је и током Т3 наставила да пада (за 5,1%).

Цена нафте на светском тржишту мењала се и током Т3, крећући се у распону од 70 до 83 долара по барелу и, посматрано крајем периода, била је за 5,5% виша него у Т2. Током прве половине тромесечја, цена нафте је имала силазни тренд због страховања да ће трговинске размирице знатније успорити глобални привредни раст и тиме смањити тражњу за нафтом, као и услед јунског договора чланица *OPEC*-а и других земаља извозница нафте да постепено повећавају производњу почевши од јула. Међутим, иако су неке земље, попут Саудијске Арабије, Либије и Русије, повећале производњу, она је наставила да се

Графикон IV.7.14. **Принос на десетогодишње обвезнице по земљама**
(дневни подаци, 31. 12. 2013 = 100)

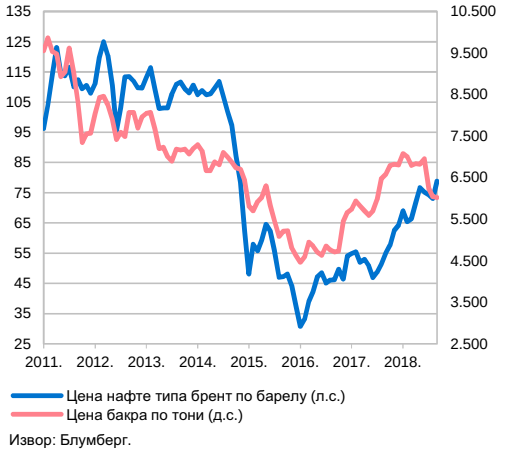


Извор: Блумберг.

Графикон IV.7.15. **Кретање курсева одређених националних валута према долару***
(дневни подаци, 31. 12. 2013 = 100)

Извор: ММФ.
* Раст представља апрецијацију.

Графикон IV.7.16. **Кретање цена нафте и бакра**
(просечне месечне цене, у USD)



Извор: Блумберг.

Графикон IV.7.17. **Индекс цена примарних производа**
(2010 = 100)

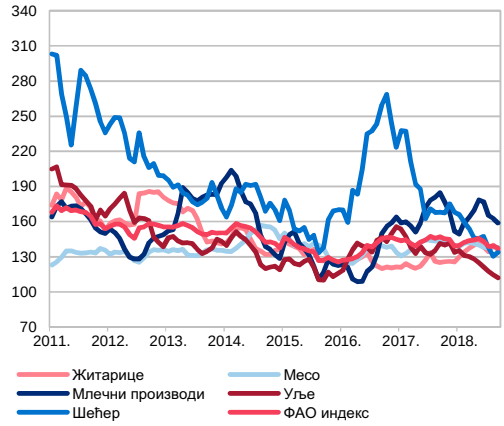
Извор: Светска банка.

* Сирова нафта, природни гас и угаљ.
** Бакар, алуминијум, руда гвожђа, олово, никл, цинк, челик и калај.

смањује у Венецуели и Анголи, па је цена нафте од средине августа поново почела да расте. Уз то, и предстојеће ступање на снагу америчких санкција према Ирану допринело је томе да цена нафте крајем септембра достигне највиши ниво у претходне скоро четири године и порасте за 47% мг. Почетком октобра цена нафте је наставила да расте и достигла је 86 долара по барелу, да би крајем месеца била смањена на 74 долара по барелу. Тиме је у октобру забележен највећи месечни пад цене нафте од јула 2016, под утицајем и веће понуде (због раста производње у Саудијској Арабији и САД), и мање тражње на светском тржишту (због успоравања глобалног привредног раста).

Према индексу цена примарних производа Светске банке, **цене метала и минерала** су у Т3 пале за 11,0%, а као разлог наводе се пре свега слабија глобална тражња и неизвесност утицаја трговинских тензија на привредни раст Кине. Након испуњавања захтева синдиката чилеанских рудара, производња у највећем светском извознику бакра је повећана, што је подстакло пад цене бакра на најнижи ниво од јула прошле године. Након раста у П1, у Т3 је пала и цена алуминијума. Она је била волатилна од почетка године услед неизвесне понуде руде алуминијума, санкција САД према руском произвођачу алуминијума и трговинских тензија. Једино је цена руде гвожђа, главног инпута за производњу челика, од јула порасла, упркос слабијим изгледима за глабални привредни раст.

Графикон IV.7.18. **Индекс светских цена хране**
(реално, 2002−2004 = 100)



Извор: ФАО, УН.

Светске цене хране су, мерено ФАО индексом, у Т3 пале за 4,2%, чему су допринели сви прехрамбени производи који улазе у овај индекс. Цене житарица су преокренуле тренд раста из П1, пре свега услед добре жетве кукуруза у САД и веће глобалне понуде, као и већег извоза пшенице из Русије, али су и даље биле више за 8,8% мг. Цена уља је пала на најнижи ниво у претходне три године (–20,9% мг.), услед великих залиха палминог уља у водећим земљама извозницама и веће понуде сунцокретовог уља од стране Црноморског региона. Цена шећера је крајем Т3 била нижа за 20,4% мг. и током Т3 је достигла најнижи ниво од почетка 2009, док су цене млечних производа, након знатног осцилирања у претходној години дана, биле ниже за 13,9% мг. Од осталих прехрамбених производа који улазе у ФАО индекс, цена меса се није битније променила током Т3 и крајем тромесечја је била нижа за 3,7% мг.

Осврт 4: Заоштравање светских трговинских односа и утицај на светска економска кретања и Србију

Након неколико декада либерализације светске трговине, заокрет је направљен ове године увођењем и најавом нових царина од стране САД, као и контрамера погођених земаља (Кине, Канаде, Мексика, ЕУ, Индије, Турске и Русије). Ипак, ограничени су економски ефекти иницијалног трговинског конфликта, са изузетком специфичних сектора. То поткрепљују и подаци о динамици светске трговине од почетка године – иако је успорена у односу на 2017, када је забележила једну од највећих реалних стопа раста у периоду након кризе (4,6%), стопа раста је и даље релативно висока (4% мг. у П1). Такође, раст светске привреде још увек је висок, упркос томе што је изложен ризицима.

Графикон О.4.1. **Обим светске трговине и индустријска производња**
(индекс, 2015 = 100)

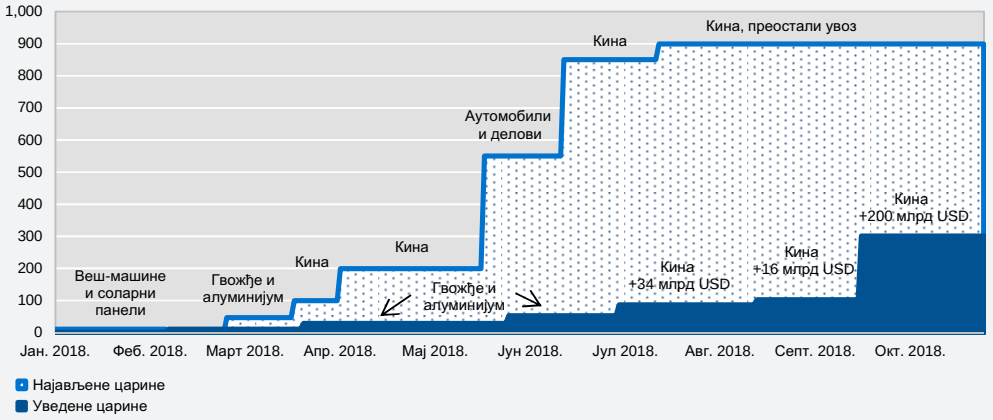
Извор: *World Economic Outlook*, октобар 2018.

Иако досадашње протекционистичке мере нису имале знатније негативне ефекте, могућност заоштравања трговинских тензија постала је један од главних ризика макроекономских пројекција, због чега је и потребна опрезност у вођењу монетарних политика централних банака, па и Народне банке Србије. Значај ризика по овом основу појачава чињеница да је тешко проценити правац и величину будућих мера, као и ефекте проширења протекционизма, с обзиром на то да је трансмисиони механизам овог поремећаја изузетно комплексан.

Почетком године, САД су прво повећале царине на увоз соларних панела (30%) и веш-машина (20%), чиме су у највећој мери биле погођене Кина и Јужна Кореја. Следило је увођење додатних царина на увоз челика (25%) и алуминијума (10%), као и контрамере земаља извозница, међу њима и ЕУ. Потом су САД увеле додатне царине на увоз робе из Кине, на које је Кина реаговала контрамерама. Део трговине који је погођен протекционистичким мерама знатније је повећан у септембру, с новим таласом царина које су САД увеле на увоз кинеских производа. Кина је најавила контрамере, а САД у том случају нове царине, чијим би увођењем целокупан увоз из Кине био оптерећен додатним царинама (Графикон О.4.2).

Истичући да је смањење спољнотрговинског дефицита и заштита интелектуалне својине америчких компанија приоритет трговинске политике, САД су до сада увеле царине на око 300 млрд долара увоза (према подацима о увозу у 2017. години). Такође, најавиле су да би царинама у наредном периоду могло да буде обухваћено додатних

Графикон О.4.2. **Увоз САД који је обухваћен уведеним и најављеним царинама**
(у млрд USD)



Извор: *USITC, Department of Commerce, Goldman Sachs Global Investment Research.*

600 млрд долара увоза, укључујући и увоз аутомобила и ауто-делова. Донете и најављене мере су у највећој мери усмерене на робну размену с Кином, у којој САД имају највећи и растући дефицит. Он је у 2017. износио 375,2 млрд долара (од 796,2 млрд долара укупног дефицита) и био је већи за 8,1% него у 2016. години.

Са становишта могућег утицаја на светску трговину, битно је истаћи да је додатним царинама свих земаља, за сада, обухваћено око 2,5% укупних токова, а уколико САД уведу све до сада најављене царине, то учешће би се могло повећати на око 4%.

Ако би раст протекционистичких мера био претежно ограничен на САД и Кину, на које се досадашње уведене и најављене мере у највећој мери и односе, поставља се питање какве би биле последице на ове две земље, треће земље и светску привреду. С обзиром на то да трговински протекционизам утиче на цене, економску активност, запосленост, зараде и добит, последице могу бити комплексне и тешко их је проценити.

Економисти су готово сагласни да би продубљивање трговинског конфликта између САД и Кине имало негативне последице на обе земље, посебно на секторе електронске опреме, машина и пољопривреде. Колики ће бити трошкови прилагођавања, зависи од тога у којој мери ће извозници (односно увозници) погођених земаља у релативно кратком року наћи алтернативна тржишта продаје (односно снабдевања) под непромењеним тржишним условима. Тако ће, на пример, у Кини смањена тражња из САД приморати извознике да траже алтернативна тржишта, али је мало вероватно да ће их наћи под непромењеним тржишним условима, што ће смањити њихову профитабилност, производњу, запосленост и инвестиције. Такође, мало је вероватно да ће контрамера Кине, тј. повећана заштита домаћег тржишта од увоза из САД, моћи да компензује ове губитке. На могуће успоравање раста извоза и економске активности Кина је реаговала лабављењем монетарне политике и слабљењем домаће валуте, што би требало да ублажи негативне ефекте повећања увозних тарифа од стране САД.

Веће царине могу да воде не само мањем извозу земље према којој су уведене већ и мањем извозу земље која их је увела. Растући протекционизам у САД могао би да помери тражњу ка домаћим фирмама, што му је и циљ, али је тешко проценити у којој мери је то могуће постићи и у ком року. Последице увозног шока зависе од степена у којем увозни производи конкуришу домаћим производима, као и од расположивости капацитета. Код увозних производа који немају директне супституте у домаћој производњи, што је чест случај када се ради о високоспецијализованим производима, нема ефекта супституције између домаће и стране производње, барем не у кратком и средњем року, што изазива раст њихових цена. Ако се ради о потрошним добрима, то погађа потрошаче, а ако се ради о производима који се користе у производњи, то умањује конкурентност домаћих предузећа, што може да има негативне последице на њихов извоз и економску активност. Поред тога, раст цена би могао да захтева реакцију монетарне политике, која би довела до бржег раста каматних стопа и јачања долара, што би додатно погодило извоз, производњу и запосленост.

Веће царине у трговини између САД и Кине могу се одразити и на спољнотрговинску позицију трећих земаља. С једне стране, ако САД и Кина мање међусобно тргују, могле би повећати трговину с трећим земљама, чији би извоз постао конкурентнији и у САД и у Кини. Поред тога, треће земље би могле постићи и повољније услове при увозу, јер би имале повољнију тржишну позицију. Међутим, треће земље би могле бити и негативно погођене вишим царинама у трговини између САД и Кине, у мери у којој су њихова предузећа интегрисана у ланце производње производа којима тргују САД и Кина, а који могу бити уздрмани заоштравањем трговинских тензија. Нето ефекат на треће земље је неизвестан, с обзиром на то да зависи и од њихове повезаности са земљама које примењују трговинске рестрикције.

Заоштравање трговинског конфликта, у који би био укључен знатно већи број земаља, имала би негативне ефекте на светском нивоу. На то већ дуже време указују готово све међународне институције, истичући да ограничавање међународне трговине негативно утиче на продуктивност, а тиме и на светски привредни раст и у кратком, и у дугом року. Полазећи од различитих претпоставки, тј. хипотетичких сценарија, међународне институције су дале процене утицаја раста протекционизма на глобални привредни раст. Према процени *OECD*-а[1],

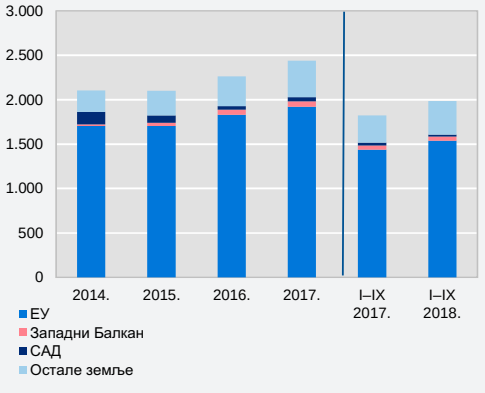
[1] OECD, *Trade, Policy and Economic Crisis*, мај 2010.

ако би све земље повећале царине на максимуме којима се не крше споразуми са Светском трговинском организацијом, светска трговина би пала за 809 млрд долара, а БДП на светском нивоу за 0,65%. Слично је и према оцени организације *JP Morgan*[2] – уколико се примене све протекционистичке мере које су САД најавиле и друге земље уведу контрамере, БДП на светском нивоу био би нижи за 0,4%. Илустративне симулације ЕЦБ-а[3], ММФ-а[4] и Банке Енглеске[5], које су рађене под претпоставком да ће царине бити повећане за 10 п.п. на целокупан увоз САД и да ће истим контрамерама прибећи земље које оне погађају, варирају и упућују на то да би БДП на светском нивоу могао бити нижи за између 0,5% и 1%. Ипак, овај сценарио је за сада мало вероватан. Као што истиче ММФ, ризици су изражени и пројекције раста светске привреде су у октобру кориговане наниже (за 0,2 п.п.), али је тај раст још увек снажан (3,7% у овој и наредној години). Као факторе који су утицали на то да изгледи буду неповољнији него пре шест месеци, ММФ наводи делом раст протекционизма, а делом и неповољније глобалне услове финансирања него у претходном периоду, геополитичке тензије и раст светске цене нафте.

Сви аналитичари се слажу да би ризик по светски раст могао постати већи уколико заоштравање трговинских тензија наруши пословну климу и тиме изазове негативан ефекат на инвестиције и потрошњу. Протекционизам се ослања на дискрециono одлучивање, што пословање и инвестирање чини ризичнијим, а изгледе светског раста слабијим. Реакција финансијских тржишта могла би додатно појачати ове негативне ефекте. Ипак, протекционистичке мере за сада нису озбиљније нарушиле поверење америчке привреде. Индекс *S&P 500* указује на то да је оптимизам о највећој светској привреди више него надокнадио забринутост због протекционизма.

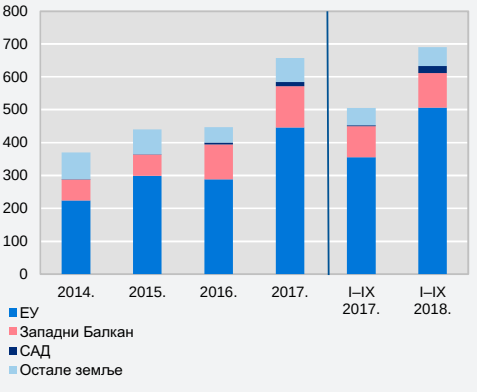
Потенцијални утицај на Србију. У случају Србије, трговинске рестрикције и њихови директни и индиректни ефекти за сада су занемарљиво мали. Протекционистичким мерама САД Србија је директно погођена једино у погледу извоза челика, али је тај утицај веома ограничен. Око 1,3% извоза Србије иде у САД, при чему се на извоз челика односи свега 0,2%. Највише гвожђа и челика је извезено у земље ЕУ – у Италију, Бугарску, Аустрију, Мађарску, Немачку и Чешку (преко 70%), у земље у окружењу – Македонију, БиХ и Црну Гору (око 15%) и у САД (3,2%). У случају да САД уведу царине на моторна возила, директни ефекти на Србију такође би били мали, јер наш извоз моторних возила у САД није велик (чини око 0,1% укупног извоза Србије). Ипак, потенцијални утицај могао би да буде индиректан због смањеног извоза домаћих предузећа које извозе ауто-компоненте за водеће светске произвођаче аутомобила (и заједно са извозом аутомобила чине око 16% укупног извоза Србије). Највећи

Графикон О.4.3. **Извоз аутомобилске индустрије Србије**
(у млн EUR)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

Графикон О.4.4. **Извоз гвожђа и челика из Србије**
(у млн EUR)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

[2] JP Morgan, *Global Data Watch*, јун 2018.

[3] *The consequences of protectionism*, говор Беное Кареа, члана извршног одбора ЕЦБ-а, одржан 6. априла 2018. поводом радионице „Економски и финансијски изгледи".

[4] Lindé, J. and Pescatori, A. (2017), „The Macroeconomic Effects of Trade Tariffs: Revisiting the Lerner Symmetry Result", *IMF Working Paper*, 17/151.

[5] From Protectionism to Prosperity, говор Марка Карнеја, гувернера централне банке Велике Британије, одржан 5. јула 2018, *Northern Powerhouse Business Summit – Great Exhibition of the North*.

део извоза ауто-компоненти Србије усмерен је на тржиште ЕУ, која је прошле године пласирала моторна возила на тржиште САД у вредности од 38 млрд долара, што представља 8,7% укупног извоза ЕУ у САД.

Потенцијални индиректни утицај протекционистичких мера на Србију могао би да потекне од евентуалног успоравања раста ЕУ и зоне евра, које би, преко канала извозне тражње, могло утицати на успоравање привредног раста Србије. Комплексни трговински односи ЕУ са САД и Кином отежавају предвиђање ефеката на ЕУ, чак и у случају да трговинске тензије остану претежно билатералног карактера између САД и Кине. Процењује се да би ЕУ, с једне стране, могла имати користи с обзиром на то да су њена предузећа специјализована за производњу више од половине производних категорија које су обухваћене царинама, што их кандидује за попуњавање „празнина" на тржиштима САД и Кине.[6] Колико ће у томе успети, зависи од могућности да супституишу производе оптерећене царинама. С друге стране, процењује се да би део производа из Кине и САД који су оптерећени билатералним царинама могао да заврши на европском тржишту и да врши притисак на смањење цена и профитабилност европских фирми и тиме утиче на одлагање неких одлука о инвестирању у повећање производње. Поред тога, негативан ефекат за ЕУ могао би потећи и од нижих инвестиција у САД и Кини, што би се одразило на мању тражњу за капиталним добрима из ЕУ. У сваком случају, ефекти би се разликовали по секторима и земљама ЕУ, али је тешко проценити да ли би коначно били нето позитивни или негативни.

У овом тренутку тешко је проценити у ком смеру би се могли даље развијати односи између светских привреда када је реч о овом питању и какви би били потенцијални ефекти. На састанку председника Европске комисије и америчког председника крајем јула тензије су смирене и постигнут је договор о сарадњи у погледу трговинских односа. САД су средином октобра најавиле да ће преговори о трговини са ЕУ бити отворени у наредном периоду. Оно што је важно јесте то да Србију карактерише висока производна и географска распрострањеност извоза, као и да Србија повећава своју извозну понуду и пласман и на друга тржишта, а не само на тржишта ЕУ. На тај начин Србија постаје отпорнија на потресе који могу настати по овом основу.

[6] „Opportunities and threats for EU firms in the US-China trade war", *Economic and Financial Analysis*, ING, октобар 2018.

V. Пројекција инфлације

Према новембарској централној пројекцији инфлације, која је готово непромењена у односу на пројекцију из августа, очекујемо да ће се мг. инфлација и у наредне две године кретати у границама циља – до краја 2019. испод централне вредности циља, с тим да ће јој се привремено приближити у првим месецима наредне године због ефекта ниске базе с почетка ове године.

Када су у питању фактори инфлације, у кратком року дезинфлаторно ће деловати ниски трошкови у производњи хране. Током наредне године, на нижу инфлацију утицаће и овогодишња висока база код воћа и поврћа и нафтних деривата, док ће у супротном смеру деловати претпостављени раст регулисаних цена од 4%. У наредном периоду постепено ће слабити дезинфлаторни притисци по основу апрецијације динара у претходном периоду, док ће агрегатна тражња бити главни фактор који ће у средњем року одређивати кретање инфлације.

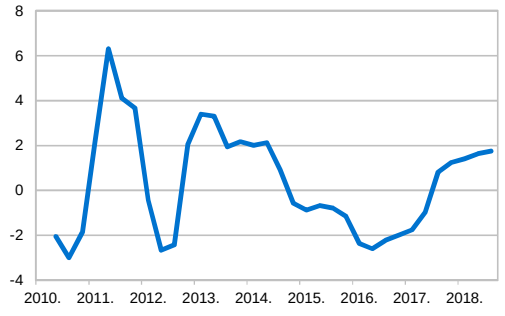
Процену раста БДП-а за 2018. поново смо ревидирали навише, на око 4,2%, с обзиром на бржи раст грађевинарства и пољопривреде од почетка године од процењеног, посматрано с производне стране, а раст инвестиција, посматрано с расходне стране, које смо као позитивне ризике истицали и у августовској пројекцији. Прогнозу раста за 2019. задржали смо непромењену (3,5%), имајући у виду и високу базу у овој години. Раст БДП-а ће и у наредном периоду бити претежно вођен домаћом тражњом, при чему ће бити настављен и динамичан раст извоза. Очекујемо да наставак раста домаће тражње позитивно делује на већу активност у услужним секторима, а убрзање извоза на бржи раст прерађивачке индустрије, који би, посматрано с производне стране, требало да буду главни покретачи раста БДП-а у наредном периоду.

Циљ средњорочне пројекције инфлације јесте 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

Макроекономски услови спровођења монетарне политике били су повољни и током Т3, о чему сведочи кретање главних макроекономских показатеља. У складу с нашим очекивањима, инфлација је током Т3 наставила да се креће у границама циља и у септембру је износила 2,1% мг. Притом, више од половине доприноса инфлацији потицало је од само две групе цена – нафтних деривата и воћа и поврћа, што указује на то да су инфлаторни притисци у основи и даље ниски. Допринос цена нафтних деривата био је већи него крајем Т2, јер је раст тих цена настављен услед даљег раста цене нафте на светском тржишту. Цене воћа и поврћа, иначе најволатилнија компонента инфлације, након што су од априла неочекивано порасле, у Т3 су смањене у

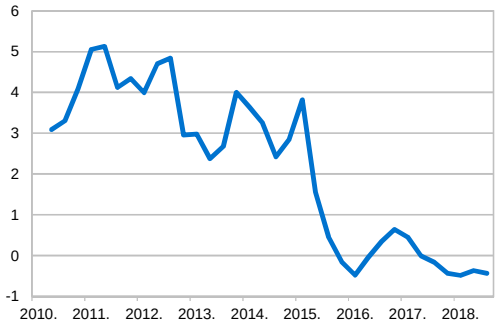
Графикон V.0.1. **Индекс монетарних услова***
(у %)



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.

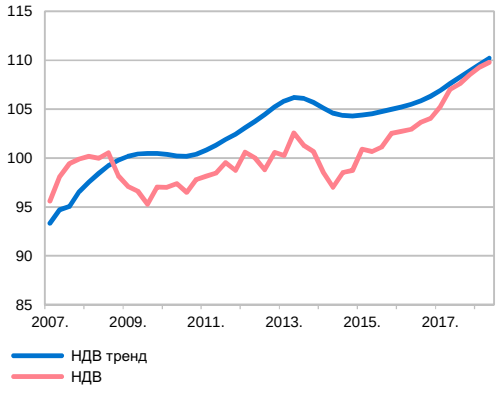
Графикон V.0.2. **Реална каматна стопа**
(у %)



Извор: НБС.

Напомена: Реална каматна стопа је добијена као разлика између једнонедељног *BELIBOR*-а и инфлационих очекивања финансијског сектора за наредну годину дана према анкети агенције Блумберг.

Графикон V.0.3. **Производни јаз**
(Т3 2008 = 100)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

већој мери него што је то уобичајено за овај период године, тако да је њихов допринос инфлацији био нижи него крајем Т2. Ниске инфлаторне притиске потврђује и базна инфлација, која је и даље ниска и стабилна на нивоу од око 1% мг. Такође, на ниске инфлаторне притиске указују и инфлациона очекивања финансијског сектора и привреде и за годину, и за две године унапред, која су већ дуже време усидрена око централне вредности циља од 3,0%.

Апрецијацијски притисци на домаћем девизном тржишту преовладавали су и током највећег дела Т3, чему су доприносили наставак динамичног раста извоза и висок прилив СДИ. Током септембра и октобра ови притисци су ослабили, а у појединим данима забележени су и блажи депрецијацијски притисци. Посматрано по факторима домаћег девизног тржишта, апрецијацијским притисцима доприносили су висок нето откуп ефективног страног новца и повећан износ плаћања платним картицама нерезидената у Србији, уобичајен за летње месеце услед прилива девиза по основу туризма, као и раст валутно индексираног кредитирања привреде. Поменути приливи знатно су надмашили тражњу домаћих предузећа и нерезидената за девизама у јулу и августу, док су у септембру и октобру понуда и тражња за девизама биле готово уравнотежене. Посматрано крајем периода, динар је током Т3 ослабио према евру за 0,3%, а исто толико и према долару, због готово непромењене вредности евра према долару.

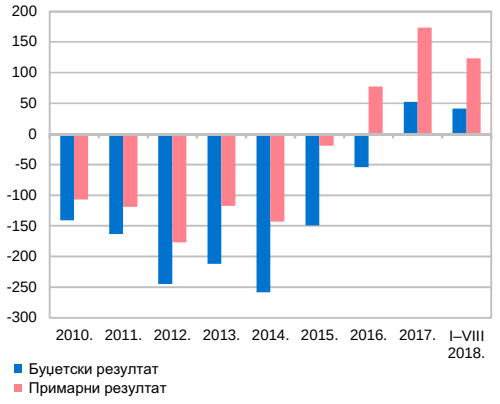
Од априла ове године референтна каматна стопа налази се на непромењеном нивоу од 3,0%, што је њен најнижи ниво у режиму циљања инфлације. Индекс монетарних услова, који се користи за оцену комбинованог утицаја јаза реалне каматне стопе и јаза реалног девизног курса, наставио је током Т3 да се креће изнад неутралног нивоа због реалне апрецијације динара. С друге стране, реална камата остала је испод неутралног нивоа, тако да је по том основу задржан исти степен експанзивности монетарне политике као у Т2.

Процењујемо да се економска активност током Т3 кретала близу свог потенцијалног нивоа. Упркос успоравању раста екстерне тражње, пре свега, из зоне евра, што се у последњих неколико месеци неповољно одразило на производњу прерађивачке индустрије, домаћи фактори су снажно погурали раст. У П1, он је био и изнад очекивања изнетих у претходном извештају (4,9% мг.), а према нашој процени, снажан темпо раста задржан је и у Т3.

Процењујемо да је он у Т3 износио 3,7% мг. и да је био вођен услужним секторима, пољопривредом и грађевинарством, док је негативан допринос потекао од индустрије, пре свега због ремонта у енергетском сектору и ниског водостаја на рекама, што се одразило на пад производње у рударству и енергетици.

И у условима знатног раста капиталних издатака државе, буџет државе на консолидованом нивоу наставио је да бележи суфицит, који је, посматрано од почетка године закључно са августом, износио 41 млрд динара, а ако се изузму расходи за камате, остварен је примарни суфицит од 123 млрд динара. Консолидовани приходи су у осам месеци ове године били реално већи за 3,4% мг., што је вођено више издвојеним доприносима за социјално осигурање и порезом на доходак због опоравка формалног тржишта рада, као и већим непореским приходима и приходима од акциза. Истовремено, консолидовани расходи су били реално виши за 6,9% мг. због знатно виших капиталних расхода, а у одређеној мери и расхода за куповину робе и услуга, као и расхода за запослене, док су расходи за камате, буџетске позајмице и активиране гаранције смањени. Јавни дуг централне државе на крају септембра износио је 23,9 млрд евра, а његов удео у пројектованом БДП-у 55,9% (наспрам 57,9% БДП-а крајем 2017). Као резултат опредељења државе да се у већој мери задужује на домаћем тржишту емитовањем динарских дугорочних ХоВ и тако додатно смањи валутни ризик и допринесе одрживости јавног дуга, учешће дуга у динарима повећано је са 23,0% крајем 2017. на 25,9% у септембру 2018.

Графикон V.0.4. **Фискални и примарни резултат буџета опште државе**
(у млрд RSD)



Извор: Министарство финансија.

Претпоставке пројекције

Екстерне претпоставке

Економски показатељи стања светске економије и даље указују на њен стабилан раст, али ће он вероватно бити нешто спорији од првобитно очекиваног. Један од главних показатеља – светска трговина – ове године је успорена, након снажног раста у 2017. Иако се, према последњим расположивим подацима, у јулу бележи њен скок, оцењује се да је он привремен, с обзиром на то да су у септембру опале глобалне поруџбине за извозом.[23] Већина релевантних институција смањила је своје пројекције глобалног привредног раста, па је он за ову и наредну годину углавном на нивоу

[23] *Global Monthly*, Светска банка, октобар 2018.

Табела V.0.1. **Најважније претпоставке пројекције**

	2018.		2019.		2020.	
Екстерне претпоставке	Авг.	Нов.	Авг.	Нов.	Авг.	Нов.
Раст БДП-а у зони евра	2,1%	2,0%	1,9%	1,8%	1,7%	1,7%
Инфлација у зони евра (просек)	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%
Референтна каматна стопа ЕЦБ-а (просек)*	0,0%	0,0%	0,14%	0,11%	0,53%	0,48%
Цене примарних пољопривредних производа на светском тржишту (Т4 на Т4)**	11,3%	6,0%	6,0%	9,0%	4,0%	5,0%
Цена нафте типа брент по барелу (крај године, у USD)	74	77	71	75	68	72
Интерне претпоставке						
Регулисане цене (дец. на дец.)	4,0%	2,6%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
Трендови						
Апрецијацијски тренд реалног курса (просек)	0,5%	0,3%	0,6%	0,4%	0,6%	0,5%
Тренд реалне камате (просек)	0,4%	0,5%	0,3%	0,4%	0,2%	0,3%

* *ECB Survey of Professional Forecasters (SPF).*
** Композитни индекс цена соје, пшенице и кукуруза.
Извор: НБС, ЕЦБ, *CBOT* и Блумберг.

Графикон V.0.5. **Претпоставка о расту БДП-а у зони евра**
(мг. раст, у %)

Извор: ЕЦБ.

прошлогодишњег. Тако је ММФ у октобру смањио процену раста светске економије за 2018. и 2019. на 3,7%, што је за 0,2 п.п. ниже од процене изнете у јулској пројекцији. ММФ је истакао да су ризици асиметрични надоле због повећане неизвесности у погледу економских политика у наредном периоду. Забринутост се односи пре свега на раст протекционизма у спољној трговини, евентуални заокрет у токовима капитала ка земљама у успону са слабијим показатељима и веће геополитичке тензије. Притом, ММФ истиче да ће раст развијених земаља у наредном периоду бити изнад потенцијалног, уз успоравање у средњем року, док ће раст земаља у успону као групе бити стабилан и у средњем року, али ће разлике постојати по регионима.

Када је у питању **привредни раст зоне евра, нашег најважнијег трговинског партнера**, он је благо коригован наниже за ову и наредну годину, с тим да ће наставити да се креће изнад потенцијалног. У нашој текућој пројекцији, а у складу с последњом расположивом пројекцијом ЕЦБ-а (септембар 2018), смањили смо стопу раста зоне евра у 2018. и 2019. за 0,1 п.п., на 2,0% и 1,8%, док смо је за 2020. задржали на 1,7%, као и у претходној пројекцији. Иако нове информације указују на то да ће раст зоне евра бити нешто слабији него што се првобитно очекивало, ЕЦБ је у октобру истакла да су оне и даље конзистентне са основним сценаријем економске експанзије, која има широку основу, подржана домаћом тражњом и даљим побољшањима на тржишту рада. ЕЦБ је такође навела да ће својим мерама наставити да подупире домаћу тражњу. Приватна потрошња биће додатно ојачана растом запослености и зарада, а инвестиције солидном домаћом тражњом, повољним финансијским условима и профитабилношћу предузећа. Поред тога, ЕЦБ очекује да ће раст глобалне активности и даље позитивно утицати на извоз зоне евра, мада ће он имати спорију динамику. Као и у претходним пројекцијама, ЕЦБ очекује успоравање раста у 2019. и 2020. по основу постепеног ишчезавања утицаја претходног ублажавања монетарне политике, као и деловања фактора на страни понуде, попут високе искоришћености капацитета и недостатка радне снаге у појединим чланицама. ЕЦБ сматра да се ризици за раст зоне евра још увек могу оценити као уравнотежени, али је истакла да су посебно изражени они који се односе на протекционизам, рањивост земаља у успону и нестабилност на финансијским тржиштима. Услед нижег раста зоне евра од почетка

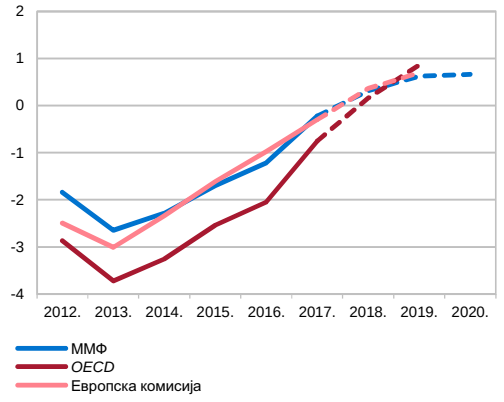
године него што је првобитно очекивано, смањене су и октобарске пројекције ММФ-а и *Consensus Forecast*-а за 2018. годину, на 2,0%, што је за 0,2 п.п. мање од пројекција из јула. Пројекције за 2019. нису мењане: ММФ очекује раст од 1,9%, а *Consensus Forecast*, као и ЕЦБ, раст од 1,8%.

Када су у питању **наши најзначајнији трговински партнери у зони евра**, *Consensus Forecast* је, у односу на прогнозу од пре три месеца, смањио прогнозу раста Немачке за ову годину за 0,1 п.п., на 1,9%, док је прогнозу за 2019. задржао на 1,7%. У 2020. години предвиђа привредни раст Немачке од 1,6%. Знатан ризик за извозно оријентисану немачку привреду представља заоштравање трговинских тензија, а посебно најава САД да ће увести и царине на увоз аутомобила и резервних делова. *Consensus Forecast* је кориговао благо наниже и пројекцију раста Италије у овој и наредној години, за по 0,1 п.п., на 1,1% и 1,0%. За 2020. очекује стопу раста у Италији од 0,9%.

Иако су пројекције глобалног раста и раста зоне евра ревидиране наниже, пројекције **раста већине земаља нашег региона**, које су такође наши важни трговински партнери, нису смањене. Разлог за такву одлуку јесте опоравак домаће тражње, који делује као противтежа утицајима из међународног окружења. Према октобарском *Consensus Forecast*-у, раст региона југоисточне Европе као целине благо је ревидиран наниже у односу на јул, за по 0,1 п.п. за 2018. и 2019, на 3,5% и 3,3%, респективно, пре свега као последица успоравања привредног раста Румуније након изузетно високе стопе остварене у 2017. годину. За већину других земаља и даље се очекује убрзање раста, као и то да ће инвестиције и приватна потрошња и даље бити његови главни покретачи. Прогноза за Србију ревидирана је знатно навише за ову годину, са 3,4% на 4,1%, а за 2019. са 3,2% на 3,4%.

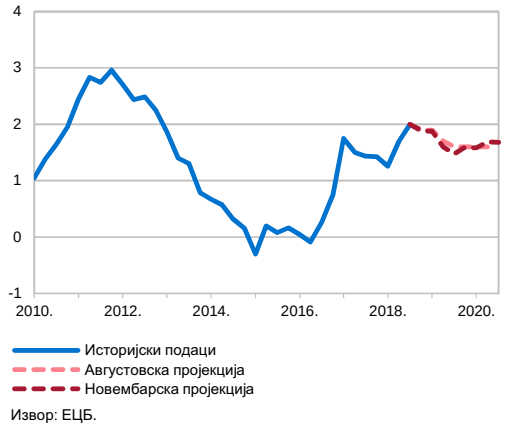
Раст економске активности још увек није проузроковао знатније инфлаторне притиске ни у развијеним земљама, ни у земљама у успону. ЕЦБ у септембру није мењала пројекцију инфлације у односу на јун – и даље очекује да ће инфлација бити благо испод циља, на нивоу од 1,7%, у свим годинама током хоризонта пројекције 2018–2020. Пројектована путања стабилних годишњих стопа инфлације резултат је постепеног раста базне инфлације, који ће бити ублажен пројектованим падом цена енергената због ефекта високе базе и, према фјучерсима,

Графикон V.0.6. **Претпоставка о кретању производног јаза у зони евра**
(у % потенцијалног БДП-а)



Извор: ММФ, *OECD* и Европска комисија.

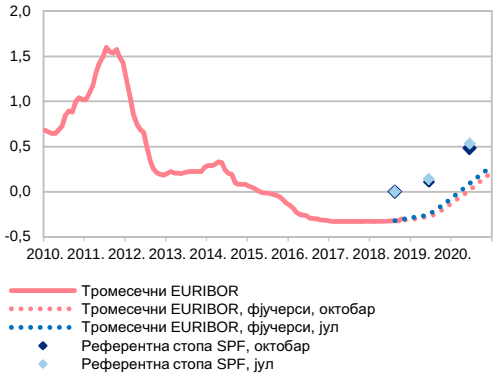
Графикон V.0.7. **Претпоставка о инфлацији у зони евра**
(мг. раст, у %)



Извор: ЕЦБ.

очекиваног благог пада цене нафте. Постепен раст базне инфлације, са 1,1% у 2018. на 1,8% у 2020, очекује се пре свега због побољшања цикличне позиције економије и, тиме, убрзања раста зарада. Као и ЕЦБ, стабилну инфлацију у периоду пројекције, на нивоу од 1,7% у све три године, очекују и стручни прогнозери[24], који у октобру, у односу на јул, нису мењали своја очекивања. Дугорочна тржишна очекивања такође су остала стабилна у протекла три месеца, на нивоу од 1,67%.[25] У складу с пројекцијом ЕЦБ-а, у нашој новој пројекцији претпоставили смо стабилну инфлацију у зони евра од 1,7% у све три године.

Графикон V.0.8. **Очекивана референтна каматна стопа ЕЦБ-а* и фјучерси за тромесечни *EURIBOR***
(на годишњем нивоу, у %)

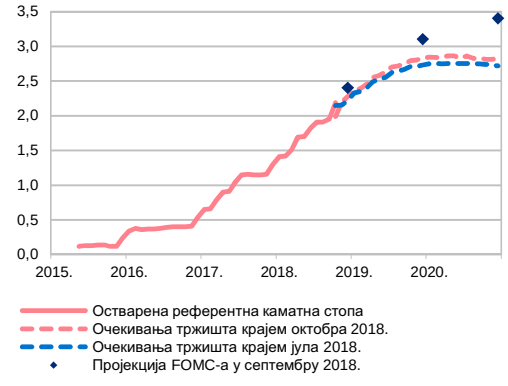


Извор: ЕЦБ и Блумберг.
* *ECB Survey of Professional Forecasters* (*SPF*).

Знатнији инфлаторни притисци не очекују се ни у земљама региона. *Consensus Forecast* је у октобру задржао прогнозу инфлације из јула за земље југоисточне Европе, на 3,4% у 2018, док је прогнозу за 2019. незнатно повећао (са 2,9% на 3,0%).

Услови на међународном финансијском тржишту и даље су повољни. **ЕЦБ** је од октобра смањила месечни износ нето куповина активе на 15,0 млрд евра (са 30,0 млрд евра) и потврдила да ће га окончати на крају године. ЕЦБ ће и након тога наставити да реинвестира доспелу главницу, тј. неће смањивати свој биланс „у дужем периоду" након завршетка програма. Тај „дужи период" аналитичари процењују да ће трајати две до три године. Такође, ЕЦБ је у октобру потврдила своју најаву из јуна да неће повећавати каматне стопе најмање до краја лета 2019. Према октобарској анкети ЕЦБ-а, стручни прогнозери очекују да ће референтна каматна стопа ЕЦБ-а остати на нули још неко време, а да ће се затим благо повећавати у 2019. и 2020, али нешто споријом динамиком него што су то очекивали пре три месеца. На благо споријој нормализацији монетарне политике ЕЦБ-а указују и фјучерси с краја октобра, према којима би тромесечни *EURIBOR* требало да остане негативан све до средине 2020. године (а не до почетка 2020, као што се очекивало крајем јула).

Графикон V.0.9. **Очекивана референтна каматна стопа ФЕД-а***
(на годишњем нивоу, у %)



Извор: ФЕД и Блумберг.
* Очекивања тржишта базирана на фјучерсима.

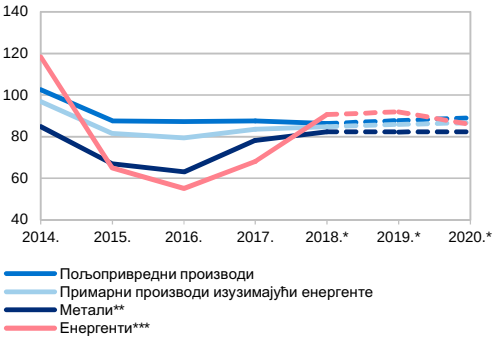
С друге стране, на глобалне финансијске услове, токове капитала према земљама у успону, односе између главних светских валута и робна тржишта одразиће се и даља нормализација монетарне политике **ФЕД**-а. ФЕД је у септембру, у складу са очекивањима, по трећи пут од почетка године повећао циљани распон референтне стопе, на

[24] *ECB Survey of Professional Forecasters* (*SPF*).
[25] *The five-year, five-year breakeven forward.*

2,0–2,25%. Такође, наставио је да смањује свој биланс према плану, при чему се реинвестирање доспеле главнице од октобра смањује за 50,0 млрд долара месечно (уместо претходних 40,0 млрд месечно). Очекује се да ће ФЕД и у наредном периоду наставити с нормализацијом монетарне политике, у складу с растом економске активности и инфлације, те повољним кретањима на тржишту рада. Пројекције ФЕД-а из септембра указују на још једно повећање референтне каматне стопе у децембру, као што су то указивале и у јуну, с тим што је повећан број чланова *FOMC*-а који то очекују. Према пројекцијама ФЕД-а, у наредној години могу се очекивати још три повећања референтне каматне стопе, а у 2020. још једно повећање. Тиме би референтна каматна стопа ФЕД-а достигла око 3,4%, колико би износила и 2021. године. Када су у питању тржишни учесници, они и даље очекују спорије повећање референтне стопе него што то указују пројекције ФЕД-а, што би могло у наредном периоду да изазове нестабилност на међународном финансијском тржишту.

Неизвесност у погледу будућих кретања у међународном окружењу односи се на кретање **светских цена примарних производа**, пре свега на светску цену **нафте**, која се више од годину дана налази на узлазној путањи. Прелазећи 80 долара по барелу, цена нафте је током Т3 повећана за 5,5%, у највећој мери због фактора на страни понуде. Током октобра, тржиште је смирено повећањем производње из Саудијске Арабије, што се одразило на пад цене. И у наредном периоду, цена нафте на светском тржишту у великој мери биће одређена факторима на страни понуде, при чему се очекује да ће притисак у смеру пада њене цене потицати од раста производње у САД. Процењује се да ће производња нафте у САД ове године вероватно прећи рекорд постављен 1970. године.[26] С друге стране, очекује се да глобални привредни раст остане релативно снажан, упркос регионалним разликама, што ће утицати на раст тражње за нафтом. У складу с нафтним фјучерсима с почетка новембра (узимајући просек у последње две недеље), у новој пројекцији смо претпоставили да ће крајем године светска цена нафте износити 77 долара по барелу, а да ће се након тога постепено смањивати, најпре на 75 долара по барелу до краја 2019, а затим на 72 долара по барелу до краја 2020. Очекује се да

Графикон V.0.10. **Пројекција кретања цена примарних производа**
(2010 = 100)



Извор: Светска банка.

* Пројекција Светске банке, октобар 2018.
** Основни метали и руда гвожђа.
*** Сирова нафта, природни гас и угаљ.

Графикон V.0.11. **Претпоставка о кретању светске цене нафте типа брент**
(USD/барел)

Извор: Блумберг.

[26] *Bloomberg Opinion,* 23. октобар 2018.

смањењу цене нафте у 2019. и 2020. години највише допринесе раст производње нафте из нафтних шкриљаца у САД.

Када су у питању други примарни производи на светском тржишту, тржиште **метала** карактерисала је изражена нестабилност, у највећој мери због протекционистичких мера, санкција САД према руском произвођачу алуминијума и раста неизвесности услед трговинских тензија. Према подацима Светске банке[27], цене метала су у Т3 ниже за 10% него у Т2. Због велике осетљивости цена метала на глобалне трговинске тензије, тражњу из Кине (на коју се односи више од половине светске потрошње метала) и курс долара, тешко је проценити кретање цена метала у наредном периоду. Светска банка очекује да ће се цене метала стабилизовати у наредном периоду. Према ММФ-у, очекује се да ће цене метала у 2018. години у просеку бити више за 5,3% него прошле године, а да ће затим у 2019. бити за 3,7% ниже од просека из 2018.[28] У основи, услови понуде и тражње на тржишту метала делују у смеру раста цена, које су знатно испод максимума од пре седам година, док би у супротном смеру могли да делују трговинске тензије, раст производње метала у Кини и успоравање кинеске привреде.

Графикон V.0.12. **Претпоставка о кретању светских цена примарних пољопривредних производа**
(Т4 2013 = 100)

Извор: *CBOT* и прерачун НБС.

Као и у случају метала, и цене **примарних пољопривредних производа** на светском тржишту смањене су у периоду од наше претходне пројекције, али је ситуација ипак стабилнија, упркос томе што су царине уведене на неке кључне пољопривредне производе. Према подацима Светске банке[29], цене пољопривредних производа пале су у Т3 за 7% у односу на Т2, пре свега због боље понуде већине житарица (осим пшенице), протекционистичких мера (које су се одразиле пре свега на цену соје) и депрецијације валута појединих земаља у успону (посебно бразилске валуте). Према октобарском извештају Међународног комитета за житарице (*IGC*)[30], очекује се да глобална производња житарица опадне за 1% мг. у 2018/2019, на трогодишњи минимум. С једне стране, очекује се боља жетва кукуруза, пре свега у САД, али лошија за остале житарице, посебно пшеницу и јечам. С друге стране, очекује се ограничен раст тражње, па би и раст цена требало да буде умерен. Умерен раст цена пољопривредних производа очекује и ММФ, а као главни ризик за њихов већи раст наводи временске

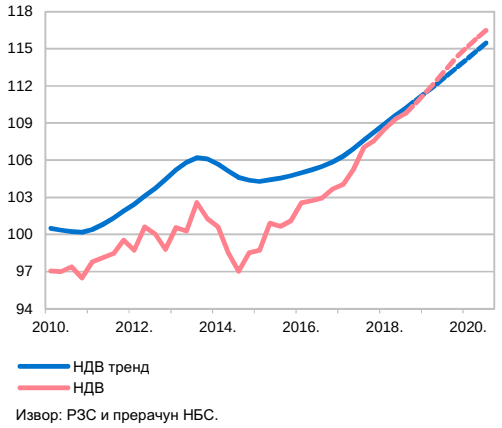
[27] *Commodity Markets Outlook,* Светска банка, октобар 2018.
[28] *World Economic Outlook,* октобар 2018.
[29] *Commodity Markets Outlook,* Светска банка, октобар 2018.
[30] *Grain Market Report, International Grains Council*, октобар 2018.

услове. Према ММФ-у, главни ризик за пад цена пољопривредних производа јесте продубљивање трговинског конфликта САД, највећег светског извозника хране, с кључним трговинским партнерима.[31] На основу фјучерса на берзи у Чикагу, наша претпоставка о расту примарних пољопривредних производа у 2018. снижена је и овог пута у односу на претходну средњорочну пројекцију (на 7,2% са 11,3%), пре свега због пада светских цена примарних пољопривредних производа у периоду од августовске пројекције. Када је у питању 2019. година, с обзиром на то да се очекује враћање ових цена с тренутно релативно ниских нивоа на неутралан ниво, претпостављен је нешто виши раст (од 9,0%, уместо 6,0%).

Интерне претпоставке

Цене примарних пољопривредних производа на домаћем тржишту смањене су у периоду од наше претходне пројекције, што је условило пад трошкова у производњи хране. Кретање ових цена углавном је било под утицајем светских робних берзи, које су реаговале на глобалне процене новог рода житарица и трговинске тензије. Поред тога, висок род и логистички проблеми приликом извоза због ниског водостаја на рекама такође су допринели паду цена. Према нашем композитном индексу, цене пољопривредних производа на домаћем тржишту смањене су у Т3 за 9,3%, при чему су највише смањене цене кукуруза и соје, док је цена пшенице повећана. Композитни индекс у октобру указује на то да су цене примарних пољопривредних производа повећане за 2,6%. У складу с тим кретањима, трошкови у производњи хране нашли су се током Т3 поново испод неутралног нивоа. У наредном периоду очекујемо да ће цене примарних пољопривредних производа на домаћем тржишту, као и до сада, у великој мери следити динамику светских цена ових производа. Након мањег раста у овој години од раста претпостављеног у претходној пројекцији, очекујемо да ће ове цене умерено порасти и у 2019. и у 2020. години. У складу с таквим кретањима цена примарних пољопривредних производа, трошкови у производњи хране остаће испод неутралног нивоа вероватно до средине 2019. године.

Графикон V.0.13. **Пројектовано кретање производног јаза**
(Т3 2008 = 100)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

Процењујемо да се економска активност и током Т3 кретала близу свог потенцијалног нивоа и да ће **производни јаз**, који је као последица преливања светске финансијске кризе на Србију негативан од

[31] *World Economic Outlook,* октобар 2018.

2008. године, вероватно бити затворен до краја 2018. Међутим, већ дуже од две године има тренд затварања захваљујући побољшању на тржишту рада, досадашњем ублажавању монетарне политике Народне банке Србије, као и расту екстерне тражње. Процењујемо да би до краја периода пројекције, тј. у Т3 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.

Мг. раст **регулисаних цена** стабилизовао се крајем Т3 на релативно скромном прошлогодишњем нивоу од 2,9%. Међутим, због изостанка раста цена електричне енергије и природног гаса ове године, раст регулисаних цена би у октобру требало да падне на 2,4% мг. и да близу тог нивоа остане до краја године. Такав раст регулисаних цена у 2018. биће мањи од раста претпостављеног у нашој августовској пројекцији (4,0%). Претпоставке о њиховом расту у 2019. и 2020. нисмо мењали – око 4,0% годишње.

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

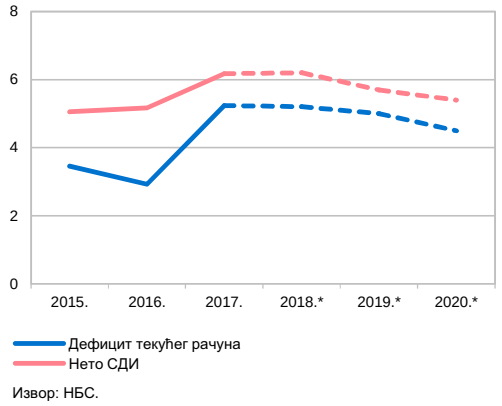
	2018.	2019.	2020.
Јавни приходи	42,4	41,8	41,1
Порески приходи	37,3	37,0	36,6
Непорески приходи	4,7	4,5	4,2
Јавни расходи	43,1	42,3	41,6
Расходи за запослене	9,8	9,7	9,6
Пензије	11,1	11,0	11,0
Камате	2,5	2,3	2,1
Капитални расходи	3,6	3,7	3,7
Укупни биланс	-0,7	-0,5	-0,5
Примарни биланс	1,9	1,8	1,6

Извор: Министарство финансија.

Када су у питању **инфлациона очекивања**, претпоставка пројекције је да ће она остати усидрена око централне вредности циља до краја периода пројекције.

И поред тога што је Фискалном стратегијом за 2018. пројектован дефицит опште државе од 0,7% БДП-а, досадашња кретања указују на то да ће **фискални биланс на нивоу године врло извесно бити у суфициту**. Важно је нагласити да се и при планираном дефициту од 0,7% БДП-а у 2018, односно 0,5% БДП-а у средњем року, пројектује наставак опадајуће путање учешћа јавног дуга у БДП-у. Будући да у децембру доспева ХоВ која је издата на међународном тржишту 2013. у износу од 1 млрд долара, очекујемо додатно смањење дуга крајем године и пад његовог учешћа у БДП-у по том основу за око 2 п.п. Поред тога, до краја године планиран је откуп трогодишњих динарских ХоВ пре рока доспећа, у износу од 20 млрд динара, што ће додатно допринети смањењу учешћа јавног дуга у БДП-у, а тиме и већој отпорности Србије на потресе из међународног окружења.

Графикон V.0.14. **Дефицит текућег рачуна и нето прилив СДИ**
(у % БДП-а)



Извор: НБС.
* Пројекција НБС.

Очекујемо да ће извоз и у 2018. години имати високу стопу 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 прошлогодишњем нивоу од 5,2% БДП-а, а да ће затим постепено опадати. С

обзиром на то да се већи утицај текућег инвестиционог циклуса на раст извоза очекује у наредним годинама, очекујемо да се учешће дефицита текућег рачуна платног биланса у 2020. смањи на 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, очекујемо да ће домаћи фактори имати повољан утицај на кретање **премије ризика земље** до краја периода пројекције. Међу њима, очекујемо да, пре свега, већа отпорност на екстерне потресе и повољни изгледи за наредни период превладају евентуални негативан утицај глобалних фактора услед заоштравања трговинских тензија, смањења глобалне ликвидности и раста волатилности на финансијским и робним тржиштима.

Пројекција

Пројекција инфлације

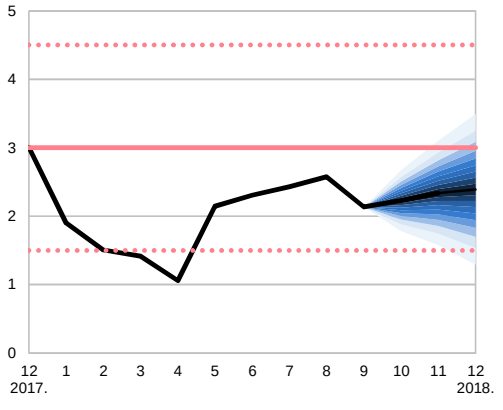
Према нашој текућој пројекцији инфлације, која је готово непромењена у односу на августовску пројекцију, очекујемо да ће мг. инфлација и у наредне две године бити ниска и стабилна. Она ће наставити да се креће у границама циља – до краја 2019. највероватније испод централне вредности циља, с тим да ће јој се привремено приближити у првим месецима наредне године због ефекта ниске базе с почетка ове године.

Краткорочна пројекција инфлације

Очекујемо да ће мг. инфлација током Т4 остати ниска и стабилна и да ће се кретати око просека из претходног тромесечја. Исто очекујемо и за базну инфлацију (промене ИПЦ-а по искључењу цена хране, енергије, алкохола и цигарета), која би требало да остане стабилна (око 1,0% мг.) и током Т4.

Посматрано **на тромесечном нивоу**, очекујемо да потрошачке цене благо расту у Т4 због нешто виших цена свежег поврћа и цена енергената. У супротном смеру деловаће ниже цене воћа и свежег меса, иако ценимо да ће ове групе производа вероватно појефтинити у нешто мањој мери него што је уобичајено за овај период године. Такође, процењујемо да ће раст регулисаних цена бити незнатан у Т4, имајући у виду да до краја године вероватно неће бити корекције цена електричне енергије и природног гаса.

Графикон V.0.15. **Краткорочна пројекција**
(мг. стопе, у %)

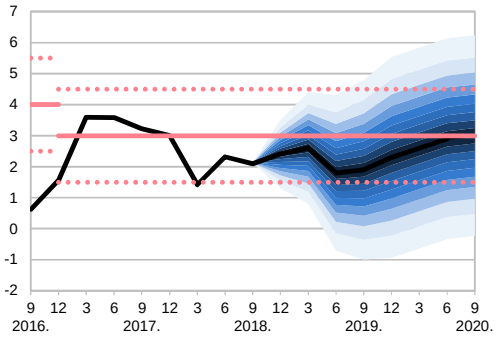


Извор: РЗС и прерачун НБС.

Ризици краткорочне пројекције инфлације односе се пре свега на кретање цена непрерађене хране, највише воћа и поврћа, као и на кретања на светским робним и финансијским тржиштима и њихове ефекте у кратком року на цене у Србији.

Средњорочна пројекција инфлације

Графикон V.0.16. **Пројекција инфлације**
(мг. стопе, у %)



Извор: НБС.
Овај тип графикона приказује различите вероватноће остварења пројекције инфлације у наредних осам тромесечја. Централна пројекција је у најтамнијем 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%.

Полазећи од претпоставки пројекције, очекујемо да ће се мг. инфлација и у наредне две године кретати у границама циља – до краја 2019. највероватније испод централне вредности циља, с тим да ће јој се привремено приближити у првим месецима наредне године због ефекта ниске базе с почетка ове године.

Релативно стабилна пројектована инфлација до краја периода пројекције, тј. у наредне две године, резултат је утицаја различитих фактора на инфлацију, од којих ће неки деловати током целог периода пројекције, а неки само у кратком року. Као и у претходној пројекцији, очекујемо да ће главни фактор инфлације током целог периода пројекције, тј. у средњем року, бити раст агрегатне тражње. У наредном периоду постепено ће слабити дезинфлаторни притисци по основу апрецијације динара у претходном периоду, уз нешто бржи раст регулисаних цена следеће године. У кратком року дезинфлаторно ће деловати ниски трошкови у производњи хране, а у току наредне године и висока база код воћа и поврћа и нафтних деривата, чији ће допринос инфлацији опадати.

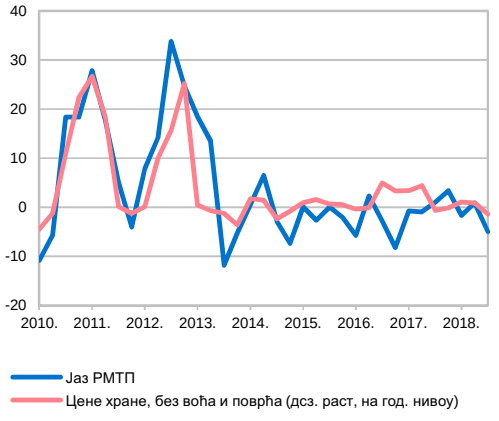
Очекујемо да ће се наставити раст **агрегатне тражње**, који готово непрекидно траје од краја 2014. године, тј. да ће дезинфлаторни притисци по основу негативног производног јаза слабити и, према нашој процени, ишчезнути крајем ове године. Од 2019. године очекујемо да ће се производни јаз кретати у позитивној зони. Такво кретање производног јаза биће подржано позитивним трендовима на тржишту рада, као и растом плата у јавном сектору и пензија, преко позитивног утицаја на расположив доходак становништва. На расположив доходак повољно делује и нижи ниво каматних стопа, а тиме и нижи трошкови отплате кредита, што је постигнуто досадашњим ублажавањем монетарне политике Народне банке Србије. На раст економске активности у Србији утицаће раст привреде зоне евра, мада је он нешто спорији него у ранијим пројекцијама, затим монетарна политика ЕЦБ-а, која је још увек изразито експанзивна, као и даље ниске каматне стопе на евроиндексиране кредите.

Јачање динара у претходном периоду деловало је дезинфлаторно путем нижих увозних цена изражених

у динарима. По том основу, још неко време очекујемо дезинфлаторне притиске, али ће се они постепено исцрпљивати. Ипак, с обзиром на то да се очекује релативна стабилност курса динара, као и да раст цена у зони евра, нашем најважнијем трговинском партнеру, буде стабилан на нивоу од 1,7%, раст увозних цена изражених у динарима требало би да остане релативно низак до краја периода пројекције.

Процењујемо да се **трошкови сировина у производњи хране** налазе испод неутралног нивоа. Наиме, од претходне средњорочне пројекције, цене примарних пољопривредних производа смањене су и у Србији и у свету, што је условило смањење трошкова у производњи хране. У наредне две године очекујемо да ће цене ових производа умерено расти, тако да би трошкови у производњи хране требало да остану испод неутралног нивоа до средине наредне године. Након тога, очекујемо њихов раст изнад неутралног нивоа, у складу с претпостављеним растом цена примарних пољопривредних производа на светском тржишту, с обзиром на то да оне у највећој мери утичу на кретање цена ових производа на домаћем тржишту.

Графикон V.0.17. **РМТП и цена хране**
(у %)

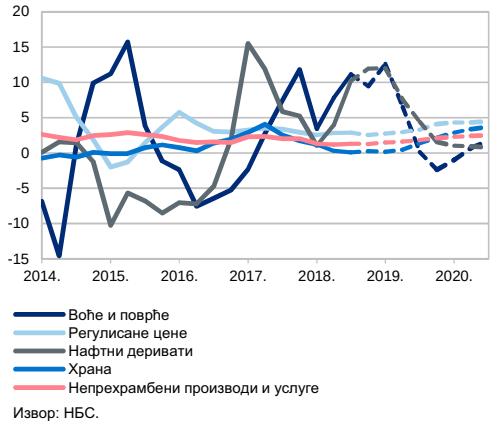


Извор: Продуктна берза у Новом Саду, РЗС и прерачун НБС.

Када су у питању **регулисане цене**, њихов раст у досадашњем делу године стабилизовао се на релативно ниском, прошлогодишњем нивоу (2,9%). Ако се има у виду да је изостао очекивани раст цена електричне енергије и природног гаса за ову годину, раст регулисаних цена би у октобру требало да падне на 2,4% мг. и да близу тог нивоа остане до краја године. Такав раст цена биће мањи од раста претпостављеног у нашој августовској пројекцији (4,0%), па би и допринос ових цена инфлацији требало да буде мањи него што смо очекивали (0,1 п.п., уместо 0,2 п.п.). За наредну годину претпоставили смо раст регулисаних цена од око 4%, па у пројекцији њихов допринос у току наредне године расте за 0,3 п.п.

Као што смо очекивали и у претходној пројекцији, главни дезинфлаторни утицај у наредној години доћи ће од високе базе код цена воћа и поврћа и нафтних деривата. **Цене воћа и поврћа** су протеклих месеци порасле и наставиле да се крећу изнад неутралног нивоа. Стога у наредном периоду очекујемо пад њиховог доприноса инфлацији, уз могућност да он пређе и у негативну зону у току наредне године. Због раста **светске цене нафте** у претходном периоду, нафтни деривати су поскупели и повећали свој допринос укупној инфлацији на 0,6 п.п. у септембру. Уколико се цена нафте буде стабилизовала у складу с

Графикон V.0.18. **Пројекција компонената инфлације**
(просечна мг. стопа, у %)



Извор: НБС.

претпоставкама пројекције, допринос нафтних деривата инфлацији требало би да се повећа на 0,7 п.п. до краја ове године (0,5 п.п. према августовској пројекцији), а затим да се постепено смањује и до краја 2019. падне близу нуле, услед изласка поменутог овогодишњег поскупљења из мг. обрачуна.

Када су у питању остале компоненте инфлације, мг. раст **цена прехрамбених производа** (без воћа и поврћа) требало би да буде на релативно ниском нивоу најмање до средине наредне године, будући да ће ниски трошкови сировина у производњи хране још неко време деловати дезинфлаторно, насупрот утицају раста домаће тражње и слабљења дезинфлаторних притисака по основу јачања динара у претходном периоду. Утицај јачања динара из претходног периода огледа се у релативно ниској **непрехрамбеној инфлацији**, на нивоу од око 1,2%. Као и у претходној пројекцији, у наредном периоду очекујемо њен умерен раст због раста агрегатне тражње и постепеног ишчезавања ефеката јачања динара у претходном периоду, али би она до краја периода пројекције требало да се креће испод 3,0%.

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.

Када је у питању **међународно робно тржиште**, цене примарних производа у наредном периоду могле би бити и ниже и више од претпостављених, и због фактора на страни тражње, и због фактора на страни понуде. Зато процењујемо да су ризици наше пројекције по основу кретања цена примарних производа на светском тржишту симетрични.

Када су у питању фактори на страни тражње, процењује се да су израженији ризици да раст светске економије буде нижи од процењеног, а тиме и раст тражње за примарним производима. Продубљивање трговинских тензија могло би да наруши пословни оптимизам и негативно се одрази на инвестиције, светску трговину и привредни раст, што би утицало на пад тражње за примарним производима, пре свега **нафтом**. Ипак, према процени Светске банке, негативан утицај протекционистичких мера на цене примарних производа био би вероватно више изражен у кратком него у средњем року. Он би у средњем року био умерен јер би произвођачи/потрошачи пронашли нова извозна/увозна тржишта.[32] На пад тражње за примарним производима посебно би се одразило успоравање раста Кине, будући да се тржиште ових производа знатно променило у последњих 20 година и да је привреда Кине постала главних покретач раста тражње за примарним производима на светском тржишту, посебно угља и метала. С друге стране, постоји могућност да ће се трговинске тензије смањити и да ће негативни ефекти на глобални раст и тражњу за примарним производима по овом основу изостати.

Када су у питању фактори на страни понуде, они су специфични за сваки примарни производ. На тржишту нафте неизвесност постоји због геополитичких тензија, пре свега због утицаја санкција САД на извоз нафте из Ирана, могућег даљег погоршања производње у Венецуели, као и немогућности или неспремности других земаља *OPEC*-а да знатније повећају производњу. С друге стране, већи раст производње нафте земаља *OPEC*-а и САД од очекиваног могао би да резултира падом светске цене нафте. Светска банка процењује да ће цене нафте вероватно расти у П1 2019, али да ће се након тога смањивати, како се буду отклањала уска грла у производњи САД. Евентуални раст цене нафте на светском тржишту одразио би се и на цене **примарних пољопривредних производа**, пре свега житарица, не само преко раста трошкова горива у пољопривредној производњи и раста цена ђубрива већ и преко подстицања производње биогорива. С друге стране, заоштравање трговинских тензија могло би да води даљем паду цена примарних пољопривредних производа. Такође, чињеница је да су у претходних неколико година цене примарних пољопривредних производа на светском тржишту расле мало, или су се чак смањивале, иако су фјучерси предвиђали раст.

Ризици пројекције односе се и на кретања на **међународном финансијском тржишту**, пре свега у погледу карактера монетарних политика ЕЦБ-а и ФЕД-а, а последично и услова на међународном финансијском тржишту и односа између евра и долара. Због веће неизвесности око изгледа за привредни раст и кретање инфлације, повећана је и неизвесност у погледу темпа нормализације монетарних политика водећих централних банака. У

[32] *Commodity Markets Outlook*, Светска банка, октобар 2018.

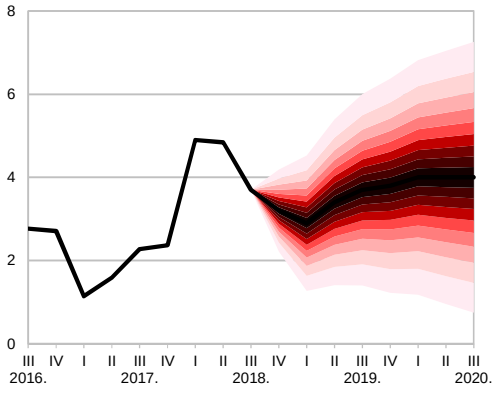
зони евра све је неизвеснije какве ће бити последице спора око буџетског дефицита и јавног дуга у Италији, уведених и најављених протекционистичких мера САД, као и Брегзита. С друге стране, привреда САД је изнад пуне запослености, а путања референтне каматне стопе коју тржиште очекује на нижем је нивоу од оне коју пројектује ФЕД. Иако су услови на међународном финансијском тржишту још увек повољни, повећана је могућност да би они могли бити заоштрени брже него што тржиште очекује. Виша инфлација у САД од очекиване могла би подстаћи раст каматних стопа и навести инвеститоре да поново процене ризике улагања, што би могло утицати на глобалне токове капитала, пре свега портфолио инвестиција према земљама у успону, укључујући и Србију. Због заоштравања трговинских тензија и даљег ширења протекционизма у међународној трговини могла би се повећати нестабилност на међународном финансијском тржишту, а тиме и неизвесност у вези с кретањем капитала. Имајући наведено у виду, ценимо да су ризици пројекције по овом основу благо асиметрични навише.

У пројекцији смо користили претпоставку да ће раст **регулисаних цена** ове године пасти на 2,6%, након релативно скромног прошлогодишњег раста од 2,9%. За 2019. и 2020. годину претпоставили смо раст регулисаних цена од око 4%. Међутим, имајући у виду да су регулисане цене у претходне две године расле мање од пројектованог нивоа, сматрамо да су ризици пројекције по овом основу благо асиметрични наниже.

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 и фактора из међународног окружења на кретање инфлације у Србији. Имајући у виду да кључни ризици пројекције долазе из међународног окружења, Народна банка Србије наставиће пажљиво да прати и анализира кретања на међународном финансијском тржишту и 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, монетарна политика биће предвидива и доследна у остваривању ниске и стабилне инфлације у средњем року, што ће, уз очување финансијске стабилности, доприносити одрживом привредном расту и јачању отпорности на екстерне неизвесности.

Графикон V.0.19. **Пројекција раста БДП-а**
(мг. стопе, у %)



Извор: НБС.

Пројекција БДП-а

Постигнута и очувана макроекономска стабилност и поправљање пословног окружења омогућили су Србији да у досадашњем току године оствари најбржи привредни раст у последњој деценији (4,5%). Захваљујући томе, као и одличним резултатима у грађевинарству и пољопривреди од почетка године, који су надмашили наша претходна очекивања, прогнозу раста БДП-а за 2018. поново смо ревидирали навише, на 4,2%, тј. за 0,2 п.п. више него у августовској пројекцији. Поред пољопривреде и грађевинарства, позитиван допринос расту БДП-а требало би да пружи и већа активност у услужним секторима, вођена даљим опоравком домаће тражње. Позитивна кретања настављена су и у индустрији, иако је прерађивачка индустрија нешто спорије расла него у претходној години услед успоравања раста у зони евра.

Посматрано с расходне стране, виши раст од претходно очекиваног у 2018. требало би да забележе фиксне инвестиције као резултат знатног убрзања улагања у инфраструктуру, повољних услова финансирања и наставка високог прилива СДИ. Снажан подстицај расту БДП-а наставиће да пружа и потрошња домаћинстава услед већег расположивог дохотка по основу даљег опоравка тржишта рада, као и раста поверења потрошача, у складу с најављеним повећањем пензија и плата у јавном сектору и минималне цене рада. Позитиван допринос расту БДП-а у 2018. требало би да потекне и од извоза, чему ће, поред наставка динамичног раста извоза прерађивачке индустрије, доприносити и високе извозне залихе пољопривредних производа након одличне сезоне. Ипак, допринос нето извоза би и у 2018. требало да остане негативан због бржег раста увоза, пре свега опреме и репроматеријала, а у одређеној мери и потрошне робе.

Домаћа тражња требало би да остане главни покретач раста БДП-а и у 2019, који би због високе базе из ове године, према нашој процени, требало да успори на око 3,5%. Даљи раст расположивог дохотка, вођен очекиваним растом зарада и запослености у приватном сектору, наставиће позитивно да делује на потрошњу домаћинстава. Поред тога, наставак спровођења структурних реформи, чему ће допринети и даљи напредак у процесу приступања ЕУ, затим наставак интензивног улагања у инфраструктуру, опоравак тржишта непокретности, као и снажан прилив СДИ, требало би да допринесу даљем расту инвестиција. Ефекти ранијих инвестиција које

доприносе укључивању домаћих предузећа у глобалне ланце производње, наставак раста у зони евра и земљама у окружењу, те очекивани раст извоза пољопривреде требало би да омогуће даљи снажан раста извоза у 2019. То би, уз успоравање раста увоза, требало да резултира благим позитивним доприносом нето извоза БДП-у.

Очекивани наставак позитивног деловања екстерне тражње и у 2019. утицаће на даљи раст прерађивачке индустрије, која ће, посматрано с производне стране, пружити знатан позитиван допринос расту БДП-а. Ипак, очекује се да расту БДП-а највише позитивно допринесе знатно убрзање активности у сектору услуга захваљујући расту домаће тражње. Поред тога, очекујемо да грађевинарство настави да расте, мада нешто споријим темпом него у 2018. С друге стране, претпостављамо да ће наредна пољопривредна сезона бити на нивоу вишегодишњег просека, тако да, након одличне овогодишње сезоне и последично високе базе, очекујемо да ће пољопривредна производња у 2019. исказати пад.

Повољан пословни амбијент, који је резултат постигнуте макроекономске стабилности и предузетих структурних реформи, требало би да створи предуслове да постигнута динамика привредног раста од око 4% годишње остане одржива у средњем року. Притом, очекујемо да раст БДП-а задржи повољну структуру, тј. да буде претежно вођен инвестицијама и извозом, као и одрживим растом потрошње домаћинстава.

Ризици пројекције БДП-а у највећој мери односе се на темпо економске активности у зони евра, кретања на међународном робном и финансијском тржишту, као и на кретања у домаћој пољопривредној производњи и грађевинарству. Ризици су, према нашој процени, симетрични, при чему су ризици који потичу из међународног окружења благо асиметрични наниже, а ризици по основу кретања у домаћем окружењу благо асиметрични навише.

Србија је у последњих неколико година диверсификовала свој извоз по производима и тржиштима, чиме је у одређеној мери смањила своју изложеност поремећајима појединачних сегмената екстерне тражње. Ипак, како је зона евра и даље наш главни спољнотрговински партнер, успоравање њеног привредног раста, иако су га европске институције оциниле као привремено, могло би се у наредном периоду прелити и на успоравање екстерне тражње и последично спорији раст БДП-а Србије.

Графикон V.0.20. **Доприноси реалном расту БДП-а**
(у п.п.)

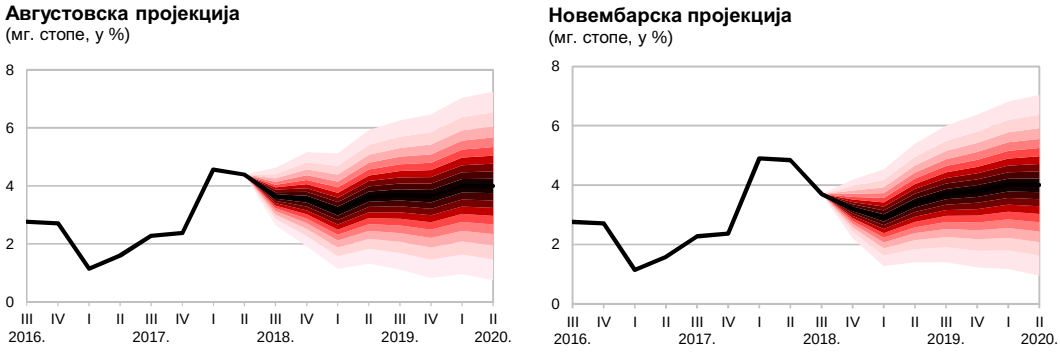
Извор: РЗС и прерачун НБС.
* Процена НБС.

Ризици пројекције тичу се и кретања цена на међународном робном тржишту, пре свега нафте, примарних пољопривредних производа и основних метала. С обзиром на то да је Србија нето увозник нафте, евентуални раст њене цене на светском тржишту прелио би се на смањење расположивог дохотка домаћинстава и веће трошкове привреде, па би у одређеној мери могао да успори привредни раст. С друге стране, евентуални раст цена житарица и основних метала, чији је Србија нето извозник, деловао би позитивно на раст извоза и БДП-а.

Повећана неизвесност на међународном тржишту могла би да утиче на повећање колебљивости у токовима капитала према земљама у успону, као и у међувалутним односима водећих светских валута. То би за последицу могло да има више трошкове екстерног финансирања. Ипак, захваљујући оствареној макроекономској стабилности и смањеној унутрашњој и спољној неравнотежи, Србија је знатно отпорнија на евентуалне потресе по овом основу. Поред тога, задржавању повољних финансијских услова доприноси и монетарна политика ЕЦБ-а. Наиме, ЕЦБ је најавила да ће и након завршетка програма квантитативног попуштања наставити да реинвестира главницу доспелих ХоВ, као и да неће мењати референтну стопу најмање до краја лета 2019.

Претпоставка пројекције је и да ће пољопривредна производња наредне године бити на нивоу вишегодишњих просека и да ће се због изузетно добре овогодишње сезоне и последично високе базе смањити. Ипак, с обзиром на то да је пољопривреда у великој мери подложна утицају временских услова, чије је кретање у будућности неизвесно, могуће је да ће доћи до одступања од претпоставке о просечној сезони у оба смера и последично бржег или споријег раста БДП-а.

Графикон V.0.21. **Поређење текуће с претходном пројекцијом раста БДП-а**



Извор: НБС.

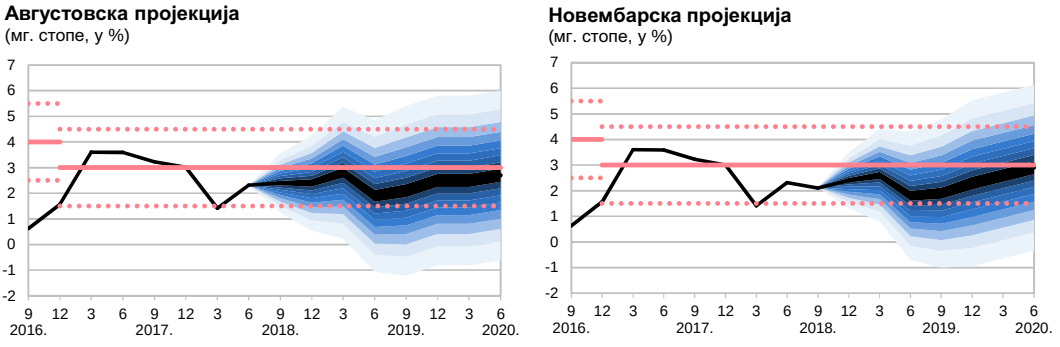
Неизвесност у погледу пројекције БДП-а потиче и од кретања у грађевинарству у наредном периоду. Наша претпоставка је да би грађевинарство у наредној години требало да успори раст на око 3%, највећим делом као последица високе базе из ове године. Ипак, остварене фискалне уштеде отварају простор за повећање улагања у инфраструктурне пројекте, што би могло да утиче на бржи раст у грађевинарству од претпостављеног. Поред тога, постепени опоравак тржишта непокретности могао би додатно да подстакне већу активност у области станоградње, на шта указује и релативно висок раст броја издатих грађевинских дозвола и предвиђене вредности радова у овој области од почетка године. Имајући то у виду, процењујемо да су ризици пројекције по основу кретања у грађевинарству асиметрични навише.

Поређење и остварење пројекција инфлације

Нова средњорочна пројекција инфлације готово је непромењена у односу на пројекцију коју смо објавили у августовском Извештају о инфлацији. Разлике постоје само у погледу доприноса појединих компоненти инфлације, које ће се међусобно неутралисати, тако да ће кретање укупне инфлације током периода пројекције бити непромењено.

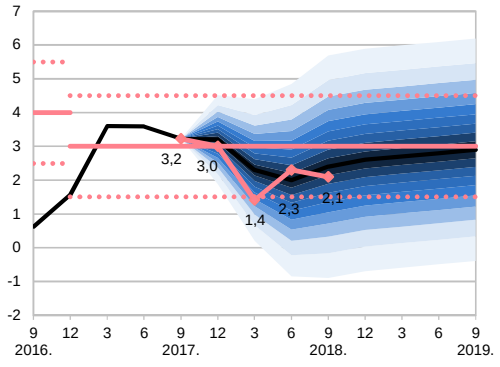
Цене хране (без воћа и поврћа) требало би да дају мањи допринос инфлацији него што смо то раније претпоставили. Наиме, у периоду од претходне средњорочне пројекције смањене су цене примарних пољопривредних производа, што је условило већи пад трошкова у производњи хране и, тиме, ниже цене хране него што смо очекивали у претходној пројекцији. Поред тога, очекујемо да ће се светске цене примарних пољопривредних производа наћи на нешто нижем нивоу до краја периода пројекције, што

Графикон V.0.22. **Поређење текуће с претходном пројекцијом инфлације**



Извор: НБС.

Графикон V.0.23. **Остварење пројекције инфлације из новембра 2017.**
(мг. стопе, у %)



Извор: НБС.

Табела V.0.3. **Пројекције главних макроекономских показатеља за Србију**

	2018.		2019.		2020.	
	Претходна	Нова	Претходна	Нова	Претходна	Нова
Инфлација (годишњи просек, у %)						
ММФ	1,6	2,1	2,6	2,3	3,0	-
Европска комисија	1,7	2,1	2,7	2,9	-	3,0
Consensus Forecast	2,1	2,2	2,9	2,9	-	-
Блумберг (анкета)	2,3	2,2	3,0	2,9	3,2	3,0
БДП (у %)						
ММФ	3,5	4,0	3,5	3,5	4,0	-
Европска комисија	3,3	4,1	3,5	3,8	-	3,8
Consensus Forecast	3,4	4,1	3,2	3,4	-	-
Блумберг (анкета)	3,5	4,0	3,3	3,5	3,5	3,5
EBRD	2,9	4,2	3,5	3,5	-	-
Фискални резултат (БДП-а, у %)						
ММФ	0,6	0,6	-0,5	-0,5	-0,5	-
Европска комисија	0,6	0,4	0,5	-0,3	-	-0,5
Consensus Forecast	-	-	-	-	-	-
Блумберг (анкета)	0,0	0,5	-0,3	-0,3	-0,5	-0,5

Извор: ММФ (*WEO,* октобар 2018; *End-of-Mission press release*, октобар 2018; *Country Report,* јул 2018), Европска комисија (*Spring 2018 Economis Forecast и Autumn 2018 Economic Forecast*), *Consensus Forecast* (јул и октобар 2018), *Bloomberg Quarterly Survey* (јул и октобар 2018) и *EBRD* (*Regional Economic Prospects in the EBRD Regions*, мај и новембар).

ће, такође, утицати на то да цене хране у новој пројекцији буду ниже него што смо изнели у претходној пројекцији.

С друге стране, цене нафтних деривата нашле су се у Т3 на вишем нивоу од оног који смо очекивали у претходној пројекцији, при чему очекујемо да оне и у наредном периоду буду на вишем нивоу него у претходној пројекцији.

Инфлација се у протеклој години дана кретала у границама распона пројекције из новембра 2017. године. Притом, инфлација се кретала око централне вредности пројекције, осим у првим месецима ове године, када је била испод те вредности. Разлог ниже инфлације у том периоду у највећој мери налази се у нижим увозним ценама израженим у динарима, нижим трошковима у производњи хране, као и у нижем расту регулисаних цена од претпостављеног. С растом светских цена нафте и цена воћа и поврћа од почетка године, инфлација се вратила на ниво приближан нашој централној пројекцији из новембра прошле године и била је у складу с нашим очекивањима од пре годину дана.

Пројекције других институција

Период од претходног Извештаја о инфлацији карактерише даље побољшање пројекција кључних макроекономских показатеља Србије које су дале релевантне међународне институције.

Најзначајније је повећање пројекција БДП-а Србије, а највећу корекцију навише имају *EBRD* на 4,2% у 2018. години, као и Европска комисија и *Consensus Forecast* на 4,1%. Очекивани раст у овој години повећали су и ММФ и Блумберг, за 0,5 п.п., на 4,0%. Пројекцију БДП-а за 2019. повећала је и Европска комисија, за 0,3 п.п., на 3,8%. Остале институције, као и Народна банка Србије, очекују да ће раст бити око 3,5%.

Због раста цена нафте и хране, нешто су више пројекције инфлације међународних институција за ову годину, али су оне и даље испод централне вредности циља за инфлацију. Приближавање инфлације централној вредности циља очекује се у 2019, а затим њено кретање око централне вредности од 3,0% у 2020. години, што указује на поверење које међународне институције имају у монетарну политику коју спроводи Народна банка Србије.

Када је у питању фискални резултат, постоји сагласност међу међународним институцијама да ће он ове године бити у суфициту, од 0,5% до 0,6% БДП-а. Након тога, од 2019. године ММФ предвиђа да ће Србија бити на циљаном дефициту од 0,5%, а остале институције да ће дефицит бити и мањи од тога (0,2–0,3% БДП-а). То ће обезбедити даље смањење учешћа јавног дуга, а тиме и већу отпорност Србије на изазове из међународног окружења.

Списак графикона и табела

Графикони

III.0.1. Допринос мг. стопи раста потрошачких цена 11
III.0.2. Краткорочна пројекција инфлације из августа 2018. и остварена инфлација 12
III.0.3. Укупна и базна инфлација 12
III.0.4. Допринос мг. стопи раста произвођачких цена 12
III.0.5. Допринос појединих компоненти мг. стопи раста увозних цена у динарима 13
III.0.6. Инфлациона очекивања финансијског сектора за годину дана унапред 13
III.0.7. Текућа инфлација и инфлациона очекивања 12 месеци унапред 13
III.0.8. Перципирана и очекивана инфлација становништва 14
III.0.9. Очекивана инфлација за две године унапред 14

IV.1.1. Динарска ликвидност 15
IV.1.2. Кретање каматних стопа 15
IV.1.3. Каматне стопе на примарном тржишту државних ХоВ 16
IV.1.4. Стање продатих динарских државних ХоВ 16
IV.1.5. Крива приноса на секундарном тржишту државних ХоВ у 2018. 16
IV.1.6. Кретање каматних стопа на нове динарске кредите и депозите 17
IV.1.7. Кретање каматних стопа на нове евро и евроиндексиране кредите и депозите 17
IV.1.8. Показатељ премије ризика − *EMBI* по земљама 17
IV.1.9. Приноси на еврообвезнице земаља у региону 18
IV.1.10. Дефицит текућег биланса и нето прилив капитала 18
IV.1.11. Структура финансијског биланса 18
IV.1.12. Структура СДИ по секторима 19
IV.1.13. Кретање курса динара и евра према долару 19
IV.1.14. Кретање курса динара и интервенције Народне банке Србије на девизном тржишту 19
IV.1.15. Краткорочна волатилност курса динара према евру 20
IV.1.16. Кретање курсева одређених националних валута према евру 20

IV.2.1. Домаћи кредити немонетарном сектору и М3 21
IV.2.2. Доприноси тромесечном расту М2, секторска структура 21
IV.2.3. Кредитна активност и БДП 22
IV.2.4. Структура новоодобрених кредита привреди, по наменама 22
IV.2.5. Структура новоодобрених кредита привреди, по величини предузећа 22
IV.2.6. Утицај појединих фактора на промену кредитних стандарда у одобравању кредита и кредитних линија предузећима 23
IV.2.7. Структура новоодобрених кредита становништву 23
IV.2.8. Утицај појединих фактора на промену кредитних стандарда у одобравању кредита и кредитних линија становништву 24
IV.2.9. Динаризација депозита и пласмана привреде и становништва 24
IV.2.10. Учешће *NPL* у укупним кредитима, бруто принцип 25
IV.2.11. Одабрани показатељи за банкарски сектор 25

IV.3.1. Индекси цена непокретности *DOMex* и број прометованих непокретности 28
IV.3.2. Индекси броја издатих дозвола новоградње 28

IV.4.1. Доприноси мг. стопи раста БДП-а – расходна страна 29
IV.4.2. Кретање инвестиција у основне фондове 29
IV.4.3. Извоз и увоз робе и услуга 30
IV.4.4. Кретање показатеља екстерне тражње за извозом Србије 31
IV.4.5. Извоз услуга 31
IV.4.6. Кретање главних компоненти увоза 31
IV.4.7. Робна размена у еврима 32

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 41
IV.6.2. Номиналне нето зараде по делатностима 41
IV.6.3. Структура мг. раста укупне формалне запослености 42
IV.6.4. Допринос мг. расту укупне формалне запослености по делатностима 42
IV.6.5. Показатељи тржишта рада према Анкети о радној снази 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 44
IV.7.3. Водећи показатељи сектора производње по земљама – *PMI Manufacturing* 44
IV.7.4. Водећи економски показатељи у САД 45
IV.7.5. Кретања на тржишту рада у САД 45
IV.7.6. Ревизија прогноза реалног раста БДП-а земаља Западног Балкана за 2018. и 2019. 46
IV.7.7. Ревизија прогноза реалног раста БДП-а за 2018. и 2019. ММФ-а 46
IV.7.8. Кретање хармонизованог индекса потрошачких цена по земљама 47
IV.7.9. Дугорочна тржишна инфлациона очекивања у зони евра 47
IV.7.10. Кретање индекса потрошачких цена за изабране земље 48
IV.7.11. Кретање референтних стопа по земљама 49
IV.7.12. Инфлација и циљ по земљама у септембру 2018. 50
IV.7.13. Имплицитна волатилност међународног финансијског тржишта 50
IV.7.14. Принос на десетогодишње обвезнице по земљама 51
IV.7.15. Кретање курсева одређених националних валута према долару 51
IV.7.16. Кретање цена нафте и бакра 51
IV.7.17. Индекс цена примарних производа 52
IV.7.18. 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. Фискални и примарни резултат буџета опште државе 59
V.0.5. Претпоставка о расту БДП-а у зони евра 60
V.0.6. Претпоставка о кретању производног јаза у зони евра 61
V.0.7. Претпоставка о инфлацији у зони евра 61
V.0.8. Очекивана референтна каматна стопа ЕЦБ-а и фјучерси за тромесечни *EURIBOR* 62
V.0.9. Очекивана референтна каматна стопа ФЕД-а 62
V.0.10. Пројекција кретања цена примарних производа 63
V.0.11. Претпоставка о кретању светске цене нафте типа брент 63
V.0.12. Претпоставка о кретању светских цена примарних пољопривредних производа 64
V.0.13. Пројектовано кретање производног јаза 65
V.0.14. Дефицит текућег рачуна и нето прилив СДИ 66
V.0.15. Краткорочна пројекција инфлације 67
V.0.16. Пројекција инфлације 68
V.0.17. РМТП и цена хране 69
V.0.18. Пројекција компонената инфлације 69
V.0.19. Пројекција раста БДП-а 72
V.0.20. Доприноси реалном расту БДП-а 73
V.0.21. Поређење текуће с претходном пројекцијом раста БДП-а 74
V.0.22. Поређење текуће с претходном пројекцијом инфлације 75
V.0.23. Остварење пројекције инфлације из новембра 2017. 76

Табеле

III.0.1. Допринос мг. стопи раста потрошачких цена 11

IV.2.1. Монетарни агрегати 21

IV.4.1. Кретање главних показатеља и извора потрошње домаћинстава 29
IV.4.2. Показатељи кретања инвестиција 30

IV.5.1. Доприноси мг. расту БДП-а 36
IV.5.2. Очекивана пољопривредна производња у 2018. 38

IV.6.1. Кретања формалне запослености и незапослености 41
IV.7.1. Процена привредног раста по земљама 45

V.0.1. Најважније претпоставке пројекције 60
V.0.2. Фискална стратегија 2018–2020. 66
V.0.3. Пројекције главних макроекономских показатеља за Србију 76

Графикони у освртима

O.1.1. Структура новоодобрених кредита по величини предузећа и наменама у периоду март 2017 – септембар 2018. 26
O.1.2. Кретање каматних стопа на динарске кредите привреди, по величини предузећа 26
O.1.3. Кретање каматних стопа на девизне кредите привреди, по величини предузећа 27

O.2.1. Салдо робне размене с главним спољнотрговинским партнерима 33
O.2.2. Нето извоз у земље ЕУ према доприносу побољшању робног салда 33
O.2.3. Нето извоз у ЕУ – топ 10 производа према доприносу побољшању робног салда 34
O.2.4. Учешће робног извоза Србије у светском робном извозу 34

O.3.1. Ревизија нивоа номиналног БДП-а 39
O.3.2. Ревизија учешћа макроекономских показатеља у БДП-у 39
O.3.3. Ревизија учешћа макроекономских показатеља у БДП-у 39
O.3.4. Кумулативне стопе реалног раста за период 2015–2017 – производна страна 40
O.3.5. Кумулативне стопе реалног раста за период 2015–2017 – расходна страна 40

O.4.1. Обим светске трговине и индустријска производња 53
O.4.2. Увоз САД који је обухваћен уведеним и најављеним царинама 53
O.4.3. Извоз аутомобилске индустрије Србије 55
O.4.4. Извоз гвожђа и челика из Србије 55

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	3,00	0
12. јул	3,00	0
9. август	3,00	0
6. септембар	3,00	0
8. октобар	3,00	0
8. новембар	3,00	0
6. децембар		

Саопштења са седница Извршног одбора Народне банке Србије

Саопштење са седнице Извршног одбора, 6. 9. 2018.

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

Доносећи такву одлуку, Извршни одбор је, пре свега, имао у виду очекивано кретање инфлације и њених фактора у наредном периоду, као и ефекте досадашњег ублажавања монетарне политике. Након овогодишњег минимума у априлу, инфлација се, очекивано, вратила у границе циља и у јулу је износила 2,4% међугодишње. И према августовској централној пројекцији, међугодишња инфлација ће се у наредне две године кретати у границама циља – до краја 2019. испод централне вредности циља (3,0 ± 1,5%), с тим да ће јој се привремено приближити у првим месецима наредне године због ефекта ниске базе с почетка ове године. Одржавање постигнуте ценовне стабилности у наредном периоду очекују и финансијски сектор и привреда, о чему сведоче њихова инфлациона очекивања усидрена око циља од 3% и за годину, и за две године унапред.

Извршни одбор је оценио да ефекти претходног ублажавања монетарне политике доприносе привредном расту, који се убрзава и који је, према процени Републичког завода за статистику, у првој половини ове године износио 4,9% међугодишње. То је више од претходне процене и највиши раст забележен у последњих десет година. Према оцени Извршног одбора, привредни раст у овој години износиће око 4%, уз висок допринос инвестиција, које ће у наредном периоду омогућити наставак раста у већем броју извозно оријентисаних области привреде. Раст инвестиција подржан је повољним условима финансирања и растом кредитне активности, као и приливима страних директних инвестиција, које више него у пуној мери покривају дефицит текућег рачуна платног биланса и доприносе његовом смањењу у средњем року.

Извршни одбор сматра да је опрезност у вођењу монетарне политике и даље потребна, пре свега због неизвесности на међународном робном и финансијском тржишту. Кретање светске цене нафте и даље је волатилно, иако се, према фјучерсима, очекује стабилизација до краја 2018, а затим и нешто нижи ниво до краја 2019. године. Због раста цена нафте на светском тржишту, ове године очекује се и нешто виша инфлација у међународном окружењу. Такође, до краја године очекује се и наставак заоштравања монетарне политике Система федералних резерви САД и завршетак програма квантитативног попуштања Европске централне банке, што би могло да се одрази на токове капитала према земљама у успону. Поред тога, неизвесност постоји и у погледу геополитичких и трговинских тензија и могућих ефеката на раст светске економије и волатилност на робним и финансијским тржиштима. Ипак, Извршни одбор истиче да је отпорност наше привреде на евентуалне негативне утицаје из међународног окружења повећана захваљујући повољнијим макроекономским показатељима и изгледима за наредни период.

Наредна седница Извршног одбора на којој ће бити донета одлука о референтној каматној стопи одржаће се 8. октобра.

Саопштење са седнице Извршног одбора, 8. 10. 2018.

Извршни одбор Народне банке Србије одлучио је на данашњој седници да референтну каматнустопу задржи на нивоу од 3,0%.

Доносећи такву одлуку, Извршни одбор је, пре свега, имао у виду очекивано кретање инфлације и њених фактора у наредном периоду, као и ефекте досадашњег ублажавања монетарне политике. Након овогодишњег минимума у априлу, инфлација се, очекивано, вратила у границе циља и у августу је износила 2,6%. Извршни одбор очекује да ће се међугодишња инфлација и у наредне две године кретати у границама циља. У средњем року кретање инфлације биће пре свега опредељено постепеним растом агрегатне тражње. Одржавање постигнуте ценовне стабилности у наредном периоду очекују и финансијски сектор и привреда, о чему сведоче њихова инфлациона очекивања усидрена око циља од 3% и за годину, и за две године унапред.

Економија Србије снажно расте од почетка године, по највишој стопи у последњих десет година, чему доприноси и претходно ублажавање монетарне политике Народне банке Србије. Према оцени Извршног одбора, привредни раст у овој години износиће преко 4%, уз висок допринос инвестиција, које ће и у наредном периоду омогућити наставак динамичног раста извоза прерађивачке индустрије. Раст инвестиција подржан је и

повољним условима финансирања и растом кредитне активности. Такође, нето прилив страних директних инвестиција, који више него у пуној мери покрива дефицит текућег рачуна платног биланса, доприноси смањењу спољне неравнотеже у средњем року утицајем на раст извоза.

Извршни одбор сматра да је опрезност у вођењу монетарне политике и даље потребна, имајући у виду пре свега дешавања у међународном окружењу. Кретање светске цене нафте и даље је волатилно, иако се, према фјучерсима, очекује њена стабилизација до краја 2018. Због више цене нафте на светском тржишту, ове године је нешто виша и инфлација у међународном окружењу. Такође, до краја године очекује се и наставак заоштравања монетарне политике Система федералних резерви САД и завршетак програма квантитативног попуштања Европске централне банке, што би могло да се одрази на токове капитала према земљама у успону. Поред тога, раст протекционизма у међународној трговини утицао је на мању спремност инвеститора за улагања и повећану неизвесност на међународном финансијском тржишту. Ипак, Извршни одбор истиче да је отпорност наше привреде на евентуалне негативне утицаје из међународног окружења повећана захваљујући повољнијим макроекономским показатељима и изгледима за наредни период.

Наредна седница Извршног одбора на којој ће бити донета одлука о референтној каматној стопи одржаће се 8. новембра.

Саопштење са седнице Извршног одбора, 8. 11. 2018.

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

Доносећи такву одлуку, Извршни одбор је, пре свега, имао у виду очекивано кретање инфлације и њених фактора у наредном периоду, као и ефекте досадашњег ублажавања монетарне политике.

Инфлаторни притисци су остали ниски и у условима снажног привредног раста. Инфлација је наставила да се креће у границама циља и у септембру је износила 2,1%. И према новембарској централној пројекцији, међугодишња инфлација ће остати ниска и стабилна у границама циља (3,0 ± 1,5%) до краја периода пројекције, тј. у наредне две године. У средњем року, кретање инфлације биће пре свега опредељено постепеним растом агрегатне тражње. Одржавање постигнуте ценовне стабилности у наредном периоду очекују и финансијски сектор и привреда, о чему сведоче њихова инфлациона очекивања усидрена око циља од 3% и за годину, и за две године унапред.

Извршни одбор је оценио да ефекти претходног ублажавања монетарне политике доприносе убрзању привредног раста, који је у досадашњем току године растао по највишој стопи у последњих десет година и износио 4,5% међугодишње. Висок допринос привредном расту потиче од инвестиција, које ће и у наредном периоду омогућити наставак раста извоза прерађивачке индустрије. Раст инвестиција подржан је и повољним условима финансирања и растом кредитне активности. Такође, нето прилив страних директних инвестиција, који више него у пуној мери покрива дефицит текућег рачуна платног биланса, позитивно утиче на раст извоза и смањење спољне неравнотеже у средњем року.

Извршни одбор сматра да је опрезност у вођењу монетарне политике и даље потребна, пре свега због дешавања у међународном окружењу. Светска цена нафте је волатилна, тако да је њено кретање и у наредном периоду неизвесно, при чему се, према фјучерсима, очекује стабилизација до краја 2018, а затим и нешто нижи ниво до краја 2019. године. У највећој мери због више цене нафте на светском тржишту, ове године је нешто виша и инфлација у међународном окружењу. Такође, до краја године очекује се даље повећање референтне каматне стопе Система федералних резерви САД и завршетак програма квантитативног попуштања Европске централне банке, што би могло да се одрази на токове капитала према земљама у успону. Поред тога, раст протекционизма у међународној трговини утицао је на повећану неизвесност на међународном финансијском тржишту, што би, такође, могло да се одрази на мању спремност инвеститора за улагања. Ипак, Извршни одбор истиче да је отпорност наше привреде на евентуалне негативне утицаје из међународног окружења повећана захваљујући повољнијим макроекономским показатељима и изгледима за наредни период.

На данашњој седници, Извршни одбор је усвојио новембарски Извештај о инфлацији, који ће јавности бити представљен 16. новембра. Том приликом биће детаљно образложене одлуке монетарне политике и макроекономска кретања која их опредељују.

Наредна седница Извршног одбора на којој ће бити донета одлука о референтној каматној стопи одржаће се 6. децембра.

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