



Народна банка Србије

2018
фебруар

ИЗВЕШТАЈ О ИНФЛАЦИЈИ

2018
фeбpуap

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.

Пристап 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.

Фебруарски *Извештај о инфлацији* размотрен је и усвојен на седници Извршног одбора 8. фебруара 2018. године.

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

Извршни одбор Народне банке Србије:

Јоргованка Табаковић, гувернер

Веселин Пјешчић, вицегувернер

Диана Драгутиновић, вицегувернер

**СКРАЋЕНИЦЕ КОРИШЋЕНЕ
У ОВОМ ИЗВЕШТАЈУ**

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

Не наводе се друге општепознате скраћенице.

Садржај

I. Резиме	1
II. Монетарна политика у периоду од претходног <i>Извештаја о инфлацији</i>	7
III. Кретање инфлације	9
<i>Осврт 1: Значај увозних цена за инфлацију у Србији</i>	12
IV. Детерминанте инфлације	17
1. Кретања на финансијском тржишту	17
<i>Осврт 2: Платнобилансна кретања у 2017. години</i>	22
2. Новац и кредити	27
3. Тржиште непокретности	32
4. Агрегатна тражња	33
5. Економска активност	37
<i>Осврт 3: Утицај ефекта тенденције из претходне године (carry-over ефекта) на стопу раста БДП-а</i>	40
6. Кретања на тржишту рада	42
7. Међународно окружење	44
V. Пројекција инфлације	55
Табела А. Индикатори екстерне позиције Србије	69
Табела Б. Основни макроекономски индикатори	70
Списак графикана и табела	71
Седнице Извршног одбора Народне банке Србије и промене референтне каматне стопе	74
Саопштења са седница Извршног одбора Народне банке Србије	75

I. Резиме

Захваљујући добро одмереним мерама монетарне политике и пуној координацији с фискалном политиком, инфлација се у 2017. кретала у границама циља ($3 \pm 1,5\%$) и у децембру је, као и на нивоу просека године, износила циљаних 3,0%. Око 70% доприноса међугодишњој инфлацији у децембру потицало је од цена хране, пре свега воћа и поврћа, и од акцизних производа, што указује на то да је инфлација у 2017. била вођена поскупљењем малог броја производа и услуга. Да су инфлаторни притисци остали ниски, указује и ниска и стабилна базна инфлација, која је у децембру износила 1,3% међугодишње, што је њен најнижи ниво откада се инфлација мери индексом потрошачких цена.

Кретања у међународном окружењу у периоду од претходног извештаја обележили су повољнији изгледи за глобални економски раст. На то су у највећој мери утицали повољнији изгледи за раст зоне евра, нашег најзначајнијег спољнотрговинског партнера, што се прелило и на економску активност у региону централне и југоисточне Европе. Инфлација је на глобалном нивоу нешто виша него у претходном периоду, али се још увек у већини земаља не очекују јачи инфлаторни притисци. Водеће централне банке су наставиле да воде дивергентне монетарне политике, али су глобални финансијски услови и даље повољни, захваљујући још увек изузетно ниским каматним стопама и побољшаним изгледима за глобални привредни раст. Привредни раст зоне евра бржи од очекиваног допринео је јачању евра према долару у 2017, након три године његовог слабљења. Период од претходног извештаја обележио је и раст светских цена примарних производа, пре свега нафте.

Апрецијацијски притисци на домаћем тржишту, присутни од априла, настављени су и током већег дела четвртог тромесечја. Томе су доприносили добри извозни резултати привреде и наставак високих прилива по основу страних директних инвестиција. С друге стране, сезонски уобичајено, у четвртом тромесечју забележена је већа тражња предузећа за девизама, највише увозника енергената. На појаву депрецијацијских притисака средином новембра утицала је и повећана нето продаја девиза нерезидентима, али су они ублажени већим откупом ефективног страног новца, повећањем валутно

Током 2017, међугодишња инфлација се кретала у границама циља ($3 \pm 1,5\%$) и у децембру је износила циљаних 3,0%, што је била и њена просечна вредност за 2017. годину.

Кретања у међународном окружењу од претходног извештаја обележили су повољнији изгледи за глобални привредни раст, јачање евра према долару упркос експанзивној монетарној политици Европске централне банке и наставку нормализације монетарне политике Система федералних резерви, као и раст светске цене нафте.

Динар је у четвртом тромесечју, посматрано крајем периода, ојачао према еврџ за 0,8%, а према долару за 2,2%, пошто је евро наставио да јача према долару.

У периоду од претходног извештаја, Извршни одбор Народне банке Србије није мењао висину референтне каматне стопе.

Током четвртог тромесечја, раст кредитне активности је убрзан, а учешће проблематичних кредита у укупним кредитима бележи оштар пад, спутивши се испод преткризног нивоа.

индексиране активе банака и растом понуде девиза страних држављана, углавном туриста.

Одлуку да задржи референтну каматну стопу на нивоу од 3,5% Извршни одбор Народне банке Србије донео је имајући у виду, пре свега, очекивано кретање инфлације и њених кључних фактора у наредном периоду, као и ефекте досадашњег ублажавања монетарне политике. Извршни одбор је оценио да су инфлаторни притисци остали ниски по основу фактора из домаћег и међународног окружења. У правцу ниже инфлације деловале су ниже увозне цене изражене у динарима, укључујући цене примарних производа, као и даљи пад премије ризика земље. Поред тога, фискална остварења су била знатно повољнија од иницијално очекиваних. Током целе године средњорочна инфлациона очекивања финансијског сектора и привреде била су усидрена у границама циља. С друге стране, у посматраном периоду неизвесност на међународном робном тржишту, пре свега по основу кретања цене нафте, налагала је опрезност у вођењу монетарне политике. Поред тога, опрезност је била нужна и због кретања на међународном финансијском тржишту због дивергентних монетарних политика Система федералних резерви и Европске централне банке. Међутим, Извршни одбор је имао у виду да је, захваљујући бољим макроекономским фундаментима и повољним изгледима за наредни период, Србија данас отпорнија на потенцијално негативне утицаје из међународног окружења, о чему сведочи повећан кредитни рејтинг Србије и успешно завршена и осма ревизија стендбај аранжмана Републике Србије с Међународним монетарним фондом.

У периоду од претходног извештаја, цена динарског кредитирања приватног сектора додатно је снижена, при чему су се каматне стопе на све врсте динарских кредита привреди у децембру спустиле на нове минимуме. Поменути пад каматних стопа на динарске кредите, уз ефекте појачане конкуренције међу банкама, раста економске активности праћеног опоравком тржишта рада, пада премије ризика, као и ниских каматних стопа на евротрежишту новца, допринео је убрзању кредитне активности. Упркос отписима проблематичних кредита, који су надмашили оне из претходне године, међугодишњи раст укупних кредита (искључујући ефекат девизног курса) у децембру је убрзан на 7,4%. Захваљујући успешном спровођењу *Стратегије за решавање проблематичних кредита* и расту кредитне активности, учешће проблематичних кредита у укупним кредитима спуштено је испод преткризног нивоа.

Наставак позитивних фискалних трендова током 2017. у највећој мери су определили раст домаће тражње и профитабилности привреде, опоравак тржишта рада и већа ефикасност наплате пореза. Позитивним фискалним трендовима допринио је и пад расхода по основу камата у условима смањених потреба државе за задуживањем и ниже цене задуживања, захваљујући ублажавању монетарне политике Народне банке Србије и паду премије ризика земље. На нивоу опште државе, у 2017. остварен је суфицит од 1,2% бруто домаћег производа, први пут од 2005. године. У складу с *Фискалном стратегијом за период од 2018. до 2020.*, као и с осмом ревизијом аранжмана с Међународним монетарним фондом, предвиђено је да ће дефицит опште државе у средњем року износити 0,5% бруто домаћег производа. Овакав циљани средњорочни ниво дефицита обезбедиће наставак силазне путање јавног дуга у наредном периоду.

Према прелиминарним подацима, текући дефицит у 2017. износио је 5,7% бруто домаћег производа. Робни дефицит био је виши него претходне године, у највећој мери услед већег увоза енергената, делом због повећаних потреба индустрије, а делом и због раста светске цене нафте. Поред тога, раст инвестиција подстакнут снажним приливом страних директних инвестиција утицао је на раст увоза опреме. Упркос мањем извозу пољопривредних производа због лошије пољопривредне сезоне, укупан робни извоз је и у 2017. бележио двоцифрене стопе раста, при чему је раст извоза прерађивачке индустрије додатно убрзан (са 11,6% у 2016. на 13,6% у 2017). Истовремено, кретања на финансијском рачуну била су повољнија него 2016. Томе су, поред поменутог раста нето прилива страних директних инвестиција од 27,1%, допринели мањи одлив по основу портфолио инвестиција (и поред доспећа еврообвезнице емитоване на међународном тржишту 2012. године) и, први пут од 2010, остварен раст нето задужења банака у иностранству. Нето прилив страних директних инвестиција од 6,6% бруто домаћег производа, трећу годину заредом обезбедио је пуну покривеност дефицита текућег рачуна. То се очекује и за наредни период, што ће бити један од фактора екстерне одрживости у средњем року.

Према прелиминарној процени Републичког завода за статистику, међугодишњи раст бруто домаћег производа у четвртном тромесечју 2017. убрзан је на 2,5%, чему је допринео бржи раст у грађевинарству и у већини услужних сектора. Позитиван допринос наставила је да пружа и прерађивачка индустрија, док

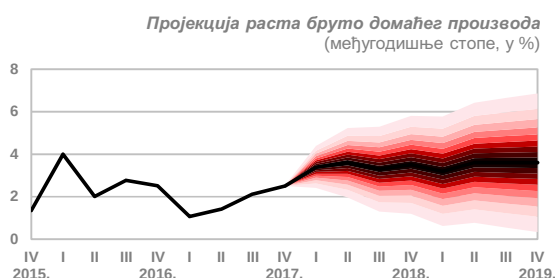
Фискална кретања и у 2017. години била су знатно повољнија од очекиваних – први пут од 2005. године остварен је суфицит, који је на консолидованом нивоу износио 1,2% бруто домаћег производа.

Извоз робе изражен у еврима у 2017. наставља да бележи висок раст (10,0%), уз задржавање широке производне и географске распрострањености, док се раст увоза (13,4%) дугује пре свега повећаним потребама индустрије за опремом и средствима за репродукцију.

Постепено ишчезавање ефеката шокова на страни понуде одразило се на убрзање раста бруто домаћег производа – на 2,5% међугодишње у четвртном тромесечју.

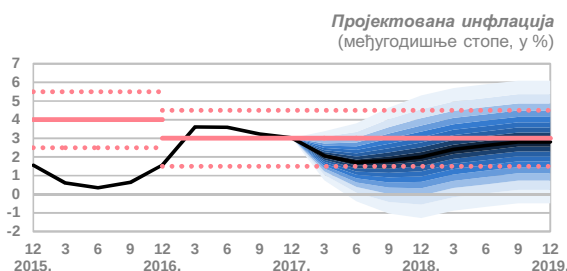
је, очекивано због лоше пољопривредне сезоне, пад забележен у пољопривреди. Посматрано с расходне стране, убрзању раста бруто домаћег производа у четвртој тримесечју допринео је бржи раст приватних инвестиција и опоравак инвестиција државе. Позитиван допринос дала је и приватна потрошња у условима опоравка тржишта рада. На нивоу године, раст бруто домаћег производа у 2017, према прелиминарној процени Републичког завода за статистику, износио је 1,9%.

Према нашој пројекцији, раст бруто домаћег производа у 2018. и 2019. убрзаће се на око 3,5%.



Захваљујући јачању домаћих макроекономских фундамената, спровођењу структурних реформи и поправљању инвестиционог амбијента, Србија је у претходним годинама створила основ за убрзање економског раста у средњем року. Имајући то у виду, процењујемо да ће раст бруто домаћег производа, након привременог успоравања у 2017. због ефеката шокова на страни понуде, у текућој години бити убрзан на око 3,5% и да ће сличну динамику задржати и у 2019. Очекујемо да инвестиције остану један од носилаца економског раста, а растући позитиван допринос требало би да потекне и од потрошње домаћинстава по основу даљег опоравка на тржишту рада. Инвестиције из претходног периода и повољнији изгледи за раст зоне евра, и у региону централне и југоисточне Европе, требало би позитивно да делују на наставак раста извоза. Истовремено, мада споријим темпом него у 2017, очекујемо и наставак раста увоза, јер ће наставак инвестиционог циклуса утицати на даљи раст увоза опреме. Ризици пројекције бруто домаћег производа су симетрични и односе се на економски раст у зони евра и код осталих важних спољнотрговинских партнера, кретања на међународном тржишту примарних производа и међународном финансијском тржишту, а у одређеној мери и на успешност домаће пољопривредне сезоне и темпо опоравка у енергетици.

И према новој централној пројекцији, међугодишња инфлација ће наставити да се креће у границама циља ($3,0 \pm 1,5\%$) до краја периода пројекције.



И према фебруарској централној пројекцији, међугодишња инфлација ће до краја периода пројекције (у наредне две године) наставити да се креће у границама циља, $3,0 \pm 1,5\%$. У условима ниских инфлаторних притисака по основу већине фактора из домаћег и међународног окружења и ефекта високе базе код цена воћа и поврћа, а у кратком року и енергије, инфлација ће се током 2018. кретати ближе доњој граници дозвољеног одступања од циља. С друге стране, очекује се постепен опоравак домаће тражње, што би у средњем року требало да утиче на умерен раст инфлације и наставак њеног кретања у границама циља. Нова средњорочна пројекција инфлације нижа је од пројекције објављене у

новембарском извештају о инфлацији до краја периода пројекције. То је првенствено резултат нижег од очекиваног раста потрошачких цена током четвртог тромесечја и увозних цена примарних пољопривредних производа изражених у динарима нижих од претходне пројекције. Ризици остварења пројекције инфлације су симетрични и односе се, пре свега, на даља кретања на светском робном и финансијском тржишту, а у одређеној мери и на раст регулисаних цена.

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

Кључни ризици у наредном периоду долазе из међународног окружења, и као такви ће утицати и на карактер монетарне политике.

II. Монетарна политика у периоду од претходног *Извештаја о инфлацији*

Од новембарског Извештаја о инфлацији Извршни одбор није мењао висину референтне каматне стопе од 3,5%, имајући у виду пре свега очекивано кретање инфлације и њених кључних фактора у наредном периоду, као и ефекте досадашњег ублажавања монетарне политике.

Извршни одбор је оценио да су инфлаторни притисци остали ниски по основу фактора из домаћег и међународног окружења, о чему сведоче и ниска базна инфлација и инфлациона очекивања финансијског сектора и привреде усидрена у границама циља. Према оцени Извршног одбора, инфлација ће се до краја периода пројекције, тј. у наредне две године, кретати у границама циља, с тим да ће, као резултат базног ефекта код цена хране и енергије, бити у паду у П1 2018. У смеру ниже инфлације делују и ниски трошковни притисци по основу увозних цена изражених у динарима и цена примарних пољопривредних производа на домаћем тржишту, као и даљи пад премије ризика земље. У супротном смеру деловаће очекивани раст домаће тражње, којој доприносе раст зарада и запослености, и ефекти претходног ублажавања монетарне политике.

Опрезно вођење монетарне политике у овом периоду налагала су кретања у међународном окружењу. Неизвесност је и даље била присутна по основу дивергентних монетарних политика водећих централних банака, што би могло да утиче на глобалне токове капитала према земљама у успону, а тиме и Србији. Такође, неизвесност се односила и на кретање светских цена примарних производа, а посебно светске цене нафте. Међутим, Извршни одбор је имао у виду да је, захваљујући бољим макроекономским фундаментима и повољним изгледима за наредни период, Србија данас отпорнија на потенцијално негативне утицаје из међународног окружења.

У периоду од претходног *Извештаја о инфлацији*, Извршни одбор Народне банке Србије **није мењао висину референтне каматне стопе (3,5%)**. Такве одлуке Извршни одбор је доносио имајући у виду пре свега очекивано кретање инфлације у наредном периоду и њене кључне факторе, као и ефекте досадашњег ублажавања монетарне политике.

Основу за доношење одлука о монетарној политици у посматраном периоду представљала је новембарска пројекција инфлације, која је предвиђала да ће мг. инфлација до краја периода пројекције (у наредне две године) наставити да се креће у границама циља, $3,0 \pm 1,5\%$. Притом, пројекција је указивала на то да ће се инфлација у П1 2018. кретати испод централне вредности циља, јер ће је успоравати висока база код цена нафтних деривата и других производа који су почетком 2017. године једнократно поскупели. Кретање инфлације у средњем року биће под утицајем постепеног опоравка агрегатне тражње.

Као што је Извршни одбор и очекивао, инфлаторни притисци били су и даље ниски по основу већине фактора из домаћег и међународног окружења. У децембру 2017, инфлација је износила 3% мг., чиме се нашла на централној вредности циља Народне банке Србије. Базна инфлација је износила 1,3%, што је њен најнижи ниво откада се ИПЦ користи као мера инфлације.

Ниским трошковним притисцима доприносиле су увозне цене исказане у динарима, које су током Т4, мг. посматрано, додатно снижене. Такође, раст цена примарних пољопривредних производа на домаћем тржишту током Т4 био је мањи од очекиваног. Да су инфлаторни притисци ниски, указивала су и инфлациона очекивања финансијског сектора и привреде, која су била усидрена у границама циља.

Такође, фискална остварења била су знатно повољнија од иницијално очекиваних, а премија

ризика земље спустила се на 85 б.п., што је њен најнижи ниво откада се прати за Србију. Снажном паду премије ризика, поред глобалних фактора, битно је допринело и јачање домаћих макроекономских фундамената. Захваљујући очувању макроекономске стабилности и повољнијим изгледима за наредни период, крајем године повећан је и кредитни рејтинг земље.

Према оцени Извршног одбора, раст запослености и зарада, као и досадашње ублажавање монетарне политике дају подршку јачању домаће тражње. Смањење референтне каматне стопе на најнижи ниво у режиму инфлационог таргетирања, заједно с већом конкуренцијом међу банкама, ниском премијом ризика земље и ниским каматним стопама на евротржишту новца, доприноси убрзању раста кредитне активности. Уз постепено ишчезавање ефекта шокова на страни понуде, то се позитивно одразило на убрзање раста БДП-а у П2 2017.

Извршни одбор је очекивао убрзање раста БДП-а на око 3,5% у 2018. и 2019. години. Наставак унапређења пословног амбијента, висок и пројектно диверсификован прилив СДИ, реализација инфраструктурних пројеката и досадашње ублажавање монетарне политике требало би да наставе позитивно да делују на приватне инвестиције, које ће остати један од носилаца привредног раста. Поред тога, растући позитиван допринос требало би да има потрошња домаћинства због даљег опоравка на тржишту рада.

Поред домаће тражње, Извршни одбор је очекивао и даљи опоравак екстерне тражње. Повољнији изгледи за раст зоне евра, као и у региону централне и југоисточне Европе, уз ефекте инвестиција из претходног периода, требало би позитивно да делују на наставак раста извоза.

Приликом доношења одлука о монетарној политици, Извршни одбор је имао у виду и неизвесност на међународном робном и финансијском тржишту, која већ дуже време захтева опрезност. На међународном финансијском тржишту, неизвесност је у највећој

мери произлазила из дивергентних монетарних политика водећих централних банака, ФЕД-а и ЕЦБ-а, која би могла да утиче на токове капитала према земљама у успону, а тиме и Србији. ФЕД је, очекивано, наставио с нормализацијом монетарне политике. Од октобра је почео да смањује реинвестирање доспеле главнице ХоВ купљених током квантитативног попуштања, а у децембру је повећао каматну стопу, што је било треће повећање током 2017. године. Током Т4, била су присутна и очекивања, да би, услед бољих економских изгледа за зону евра, ЕЦБ могла да донесе одлуку да не настави с програмом квантитативног попуштања након септембра. Поред тога, неизвесност се односила и на кретање светских цена примарних производа, а посебно светске цене нафте, која је расла од средине 2017. године. Ипак, Извршни одбор је истицао да је отпорност наше привреде на евентуалне негативне утицаје из међународног окружења повећана захваљујући јачању домаћих макроекономских фундамената и повољнијим изгледима за наредни период.

Извршни одбор у фебруару, када је за основу имао фебруарску пројекцију инфлације, такође **није мењао висину референтне каматне стопе.**

На седници у децембру, Извршни одбор је одлучио да **за 2019. и 2020. годину задржи непромењени циљ за инфлацију од 3,0% и дозвољено одступање од $\pm 1,5$ п.п.** На одлуку о задржавању циља утицали су очекивани наставак конвергенције укупних и регулисаних цена ка ценама ЕУ и очекивани раст светских цена примарних производа и инфлације у зони евра. Кретање инфлације унутар граница новог, нижег циља, даље поправљање макроекономских перформанси и изгледа земље, уз усидрена инфлациона очекивања, указују на то да је одлука донета у новембру 2016. да се циљана стопа инфлације од 2017. спусти са $4\% \pm 1,5$ п.п. на $3 \pm 1,5\%$ била исправна. Утврђени циљ за инфлацију одражава решеност централне банке да очува већ постигнуту ниску инфлацију и њену стабилност у средњем року, док истовремено оставља довољно простора за даље прилагођавање релативних цена.

III. Кретање инфлације

Током 2017, мг. инфлација се кретала у границама циља ($3 \pm 1,5\%$) и у децембру је, као и на нивоу просека године, износила циљаних 3,0%. Око 70% доприноса мг. инфлацији у децембру потицало је од цена хране, пре свега воћа и поврћа, и од акцизних производа, што указује на то да је инфлација у 2017. била вођена поскупљењем малог броја производа и услуга. На то да су инфлаторни притисци остали ниски, указује и ниска и стабилна базна инфлација, која је у децембру износила 1,3% мг., као и у границама циља усидрена инфлациона очекивања финансијског сектора и привреде.

Раст потрошачких цена од 0,2% у Т4 био је нижи од очекиваног у новембарском Извештају о инфлацији, пре свега услед мањег раста цена енергената од процењеног. На мг. нивоу, инфлација је успорена током Т4, што је резултат нижег доприноса цена свежег меса, као и базног ефекта код електричне енергије.

Кретање инфлације у Т4

Захваљујући добро одмереним мерама монетарне политике и пуној координацији с фискалном политиком, инфлација се у 2017. кретала у границама циља ($3 \pm 1,5\%$) и у децембру је, као и на нивоу просека године, износила циљаних 3,0%. Највећи допринос мг. инфлацији у децембру потицао је од цена хране (1,2 п.п.), и то пре свега воћа и поврћа (0,9 п.п.), због неповољних временских услова током 2017, али и чињенице да су у П2 2016. ове цене биле на изразито ниском нивоу. Цене акцизних производа допринеле су мг. инфлацији у децембру са 0,9 п.п. (од чега по основу цигарета 0,4 п.п. и нафтних деривата 0,3 п.п.). Допринос свих осталих производа и услуга, заједно посматрано, износио је 0,9 п.п., што указује на то да је инфлација у 2017. била вођена поскупљењем малог броја производа и да су инфлаторни притисци остали ниски.

Посматрано на тромесечном нивоу, инфлација је у Т3 забележила пад од 0,2%, а у Т4 раст у истом обиму. Раст је у потпуности остварен у октобру, док су у новембру и децембру потрошачке цене у просеку остале непромењене. Остварен раст потрошачких цена благо је испод наших очекивања изнетих у новембарском Извештају о инфлацији, пре свега услед мањег раста цена енергената од претпостављеног. Мг. инфлација је током Т4 додатно успорена, што је резултат нижег доприноса цена свежег меса, као и базног ефекта код електричне енергије.

Графикон III.0.1. Допринос мг. инфлацији у децембру 2017. (у п.п.)



Табела III.0.1. Раст потрошачких цена по компонентама (тримесечне стопе, у %)

	Учешће у ИПЦ	2017.			
		I	II	III	IV
Потрошачке цене (ИПЦ)	100,0	2,4	0,5	-0,2	0,2
Непрерађена храна	11,3	11,7	2,9	-2,5	-3,1
Прерађена храна	20,7	1,3	0,3	0,1	0,2
Индустријски производи	28,5	0,5	0,4	0,4	0,7
без хране и енергије					
Енергија	15,5	3,3	-1,3	0,0	1,8
Услуге	24,0	0,8	1,0	0,1	0,3
Показатељи базне инфлације					
ИПЦ без енергије	84,5	2,2	0,9	-0,2	0,0
ИПЦ без енергије и непрерађене хране	73,2	0,8	0,6	0,2	0,4
ИПЦ без енергије, хране, алкохола и цигарета	45,3	0,2	0,7	-0,2	0,6
Регулисане цене	18,8	1,1	0,0	1,1	0,6

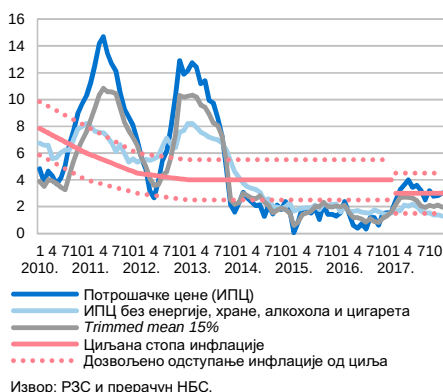
Извор: РЗС и прерачун НБС.

Табела III.0.2. Допринос м.г. стопи раста
потрошачких цена
(у п.п.)

	2017.		Разлика
	Септембар	Децембар	
Потрошачке цене (ИПЦ)	3,2	3,0	-0,2
Непрерађена храна	1,0	0,9	-0,1
Воће и поврће	0,7	0,9	0,1
Свеже месо	0,1	0,0	-0,1
Прерађена храна	0,3	0,4	0,0
Индустријски производи без хране и енергије	0,5	0,6	0,1
Енергија	0,7	0,6	-0,1
Нафтни деривати	0,3	0,3	0,0
Услуге	0,6	0,5	-0,1

Извор: РЗС и прерачун НБС.

Графикон III.0.2. Кретање цена
(м.г. стопе, у %)



Графикон III.0.3. Допринос м.г. стопи раста
потрошачких цена
(у п.п.)



Слично као у Т3, **цене хране и безалкохолних пића** и у Т4 негативно су допринеле кретању инфлације (0,3 п.п.), на шта је, пре свега, утицао пад цена непрерађене хране. Притом, у оквиру непрерађене хране, цене свежег меса и воћа су, у складу са сезонским кретањима, пале (допринос инфлацији по -0,3 п.п.), док су цене поврћа порасле (допринос инфлацији 0,3 п.п.). Цене прерађене хране су тек незнатно порасле (0,2%), с обзиром на то да је утицај повећања цена житарица, као и млека и млечних производа, у већој мери неутралисан нижим ценама шећера и кондиторских производа.

Највећи позитиван допринос кретању инфлације у Т4, у складу са очекивањима изнетим у претходном извештају, потекао је од раста **цена енергије** (0,3 п.п.). Повећање цене електричне енергије од 2,1% у октобру допринело је укупној инфлацији са 0,1 п.п. Поред тога, цене чврстих горива су сезонски уобичајено порасле (2,7%). Такође, раст цене сирове нафте на светском тржишту током Т4 (18,2%) одразио се на повећање **цена нафтних деривата**, али је тај раст био нижи (1,8%, допринос инфлацији 0,1 п.п.) због апрецијације динара према долару.

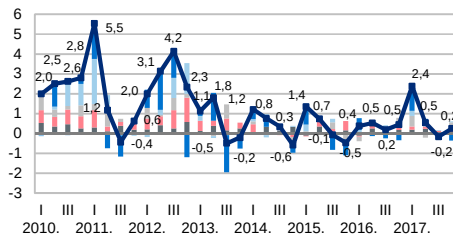
Нешто бржи раст **цена индустријских производа без хране и енергије** у Т4 (0,7%, допринос инфлацији 0,2 п.п.) у односу на претходно тромесечје у највећој мери је одређен сезонским растом цена одеће и обуће. У оквиру ове групе производа, порасле су и цене намештаја, фармацеутских производа и алкохолних пића, док су у супротном смеру деловале ниже цене производа везаних за рекреацију и културу.

Цене услуга су у Т4 тек незнатно порасле (0,3%, допринос инфлацији 0,1 п.п.). На то је утицао благ раст цена туристичких пакет-аранжмана и станарина (по 0,2%), док је у супротном смеру деловало појефтињење услуга за одржавање и оправку станова.

Након пада у Т3 (0,2%), **базна инфлација** (мерена променом ИПЦ-а по искључењу цена енергије, хране, алкохола и цигарета) у Т4 је износила 0,6%, углавном услед сезонског раста цена одеће и обуће. На м.г. нивоу, базна инфлација је успорена, на 1,4% у октобру, на том нивоу задржала се и у новембру, а затим је у децембру снижена на 1,3%.

Раст **регулисаних цена** у Т4 од 0,6% (допринос инфлацији 0,1 п.п.) готово у потпуности је био одређен октобарским поскупљењем електричне енергије. Посматрано на мг. нивоу, раст регулисаних цена у Т4 додатно је успорен, на 2,9% у децембру (допринос укупној инфлацији 0,5 п.п.), што је резултат нижег повећања цене електричне енергије у 2017. од повећања у 2016. години.

Графикон III.0.4. Допринос тромесечној стопи раста потрошачких цена
(у п.п.)



Непрерађена храна
 Прерађена храна
 Енергија
 Индустијски производи без хране и енергије
 Услуге
 Потрошачке цене (у %)

Извор: РЗС и прерачун НБС.

Осврт 1: Значај увозних цена за инфлацију у Србији

Централне банке, чији је основни задатак обезбеђење и очување ценовне стабилности, посебну пажњу посвећују праћењу цена робе и услуга који се увозе, као и њиховог директног и индиректног утицаја на раст потрошачких цена. Док цене увозних потрошних добара директно утичу на домаћу инфлацију, јер улазе у потрошачку корпу, која се користи за мерење инфлације, цене увезених сировина, репроматеријала и опреме на инфлацију утичу индиректно, преко ефекта на трошкове у производњи, који се потом у већој или мањој мери прелију и на цене потрошних добара. Цене на тржиштима потрошних добара у највећој мери зависе од обима потрошње која се задовољава из увоза. На нашем тржишту овај утицај је најочљивији код беле технике, одеће и обуће, фармацеутских и хемијских производа и др.

Индиректан утицај увозних цена на домаћу инфлацију можда се најбоље види у случају цена примарних производа, пре свега нафте и примарних пољопривредних производа. Наиме, као што показује графикон О.1.1, цене примарних пољопривредних производа на домаћем тржишту (кукуруза, пшенице и соје), с обзиром на то да је реч о разменљивим добрима, прате кретања ових цена на светском тржишту и, иако не улазе директно у потрошачку корпу, важан су инпут у производњи хране. На тај начин, индиректно утичу на цене хране на домаћем тржишту, а тиме и на укупну инфлацију. Слично је и са ценама сирове нафте на светском тржишту, које утичу на трошкове производње нафтних деривата, а тиме и на њихове цене, као и на цене других потрошних добара и услуга (попут превоза, комуналних услуга и др.) у мери у којој се овај енергент користи у њиховој производњи.

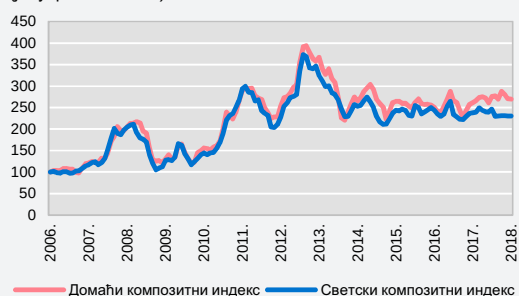
Не треба заборавити ни чињеницу да увозне цене могу имати и секундарне ефекте на инфлацију, јер се преко утицаја на инфлациона очекивања могу пренети и на цене осталих производа и услуга.

С обзиром на то да је кретање увозних цена у динарима важно за праћење и пројекцију инфлације, тиме и формулисање монетарне политике, Народна банка Србије је конструисала показатељ увозних цена (графикон О.1.2.), којим прати промене цена робе и услуга које се увозе у Србију. Овај показатељ је добијен као пондерисани просек промена светских цена нафте и хране, потрошачких цена у ЕУ и извозних цена Немачке, при чему су као пондери коришћена учешћа одговарајућих група производа и услуга у структури увоза Србије.

Када је реч о променама цене сирове нафте која се увози у Србију, оне се апроксимирају променама „спот” цене нафте типа брент, која је кључни глобални репер, посебно када се ради о уговорима који подразумевају физичку испоруку нафте. Брент се користи као референтна цена за око 2/3 глобалне физичке трговине нафтом, јер у највећој мери одражава услове понуде и тражње. С обзиром на учешће у укупном увозу Србије, за цене сирове нафте користи се пондер 0,05.

Промене цена хране која се увози у Србију апроксимирају се ФАО индексом цена хране, који у највећој мери одражава кретања на глобалном тржишту пољопривредних производа. ФАО индекс обухвата цене 23 производа

Графикон О.1.1. Домаћи и светски композитни индекс цена примарних пољопривредних производа изражених у динарима* (јануар 2006 = 100)



Извор: CBOT – Chicago Board of Trade и BSE – Budapest Stock Exchange.
* Кукуруз, пшеница и соја.

Графикон О.1.2. Домаћа инфлација и увозне цене (мг. стопе, у %)



Извор: Destatis, ФАО, Блумберг, Eurostat, P3C и прерачун НБС.

који су сврстани у пет група, и то: 1) житарице (пшеница, кукуруз и пиринач); 2) млечни производи (путер, сир и две врсте млека у праху); 3) месо (живинско, свињско, говеђе и овчије); 4) шећер; и 5) уља (десет врста). Као пондери за обрачун ФАО индекса користе се просечна трогодишња учешћа сваког производа у укупној вредности извоза сва 23 производа која су укључена у индекс. У складу са структуром увоза Србије, и увозним ценама хране додељен је пондер 0,05.

Промене цена услуга које се увозе у Србију апроксимирају се хармонизованим индексом потрошачких цена у ЕУ. За апроксимацију је изабрана инфлација у ЕУ, с обзиром на то да она учествује у нашем укупном увозу услуга с преко 70%. Ценама услуга које увозимо додељен је пондер 0,19.

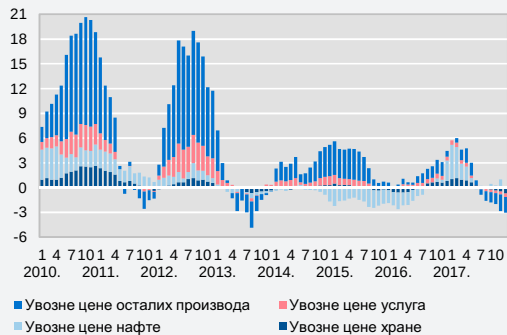
На крају, промене цена осталих производа који се увозе у Србију апроксимирају се променама извозних цена Немачке. Посматрано по појединачним земљама, Немачка је најзначајнији трговински партнер Србије, са учешћем у укупном увозу робе од преко 12%. За ову групу производа користи се пондер 0,71.

Кретање показатеља увозне инфлације у еврима указује на то да су до почетка 2013. по основу цена примарних производа постојали инфлаторни притисци, а да су затим до почетка 2017. оне деловале дезинфлаторно, с тим да је највећи дезинфлаторни утицај потицао од пада цене нафте на светском тржишту. Почетком 2017. м.г. раст увозних цена изражен у еврима премашио је 5%, на шта је утицао опоравак светске цене нафте од П2 2016, као и раст светских цена хране, пре свега цене меса у ЕУ, услед веће тражње из појединих азијских земаља, али и чињенице да су претходно биле на изразито ниском нивоу. Како је базни ефекат код светских цена енергената и хране постепено ишчезавао, у остатку 2017. увозне цене изражене у еврима успориле су м.г. раст, а изражено у динарима оне су опале.

Зависност домаће инфлације од промена цена увозних добара и услуга под утицајем је и девизног курса, и тај ефекат није занемарљив. Уколико се посматра кретање показатеља увозних цена изражених у динарима и домаће инфлације на м.г. нивоу (Графикон О.1.2), уочава се добро праћење, као и то да се промене увозних цена на домаћу инфлацију преносе у просеку с доцњом од једног тромесечја.

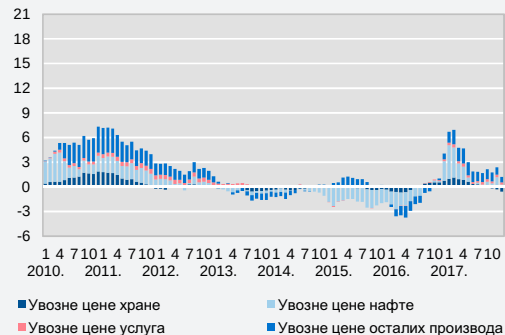
Да девизни курс може ублажити или појачати комбиновани утицај различитих увозних цена на домаћу инфлацију, илуструју графикони О.1.3 и О.1.4. Очигледно је да су шокови у кретању светских цена примарних производа на домаћу инфлацију у периоду пре 2012. године били битно појачани ефектима знатнијег слабљења динара, што је за последицу имало високу и волатилну домаћу инфлацију. С друге стране, постигнута и одржана релативна стабилност курса динара у периоду од 2012. године умањила је волатилност увозне инфлације, а тиме и њен утицај на домаћу инфлацију и инфлациона очекивања. Стабилност цена је резултат комбинованог утицаја низа домаћих и спољних фактора, при чему је чињеница да је нпр. и у прошлој години одржана ниска инфлација, иако је раст увозних цена изражених у еврима у 2017. био већи него 2012.

Графикон О.1.3. Допринос појединих компоненти м.г. стопи раста увозних цена у динарима (у п.п.)



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

Графикон О.1.4. Допринос појединих компоненти м.г. стопи раста увозних цена у еврима (у п.п.)



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

Графикон III.0.5. Допринос тромесечној стопи раста произвођачких цена* (у п.п.)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

* Произвођачке цене индустријских производа за домаће тржиште.

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

	2017.			
	Март	Јун	Септ.	Дец.
Потрошачке цене	3,6	3,6	3,2	3,0
Цене произвођача индустријских производа за домаће тржиште	3,1	3,0	3,3	2,6
Цене елемената и материјала за уграђивање у грађевинарству	7,7	4,8	2,2	1,8

Извор: РЗС и прерачун НБС.

Графикон III.0.6. Домаћа инфлација и увозне цене (мг. стопе, у %)



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

Произвођачке и увозне цене

Цене произвођача индустријских производа за домаће тржиште у Т4 наставиле су раст (1,4%) започет у Т3 (0,3%), док је на мг. нивоу њихов раст успорен, на 2,6% у децембру.

Највећи допринос расту произвођачких цена у Т4 потекао је од виших цена у области производње енергије, што је последица раста трошкова у производњи нафтних деривата услед повећања цена сирове нафте на светском тржишту, као и виших трошкова у области снабдевања електричном енергијом, гасом и паром. Поред тога, раст произвођачких цена забележен је и у производњи интермедијарних производа, што се може довести у везу с вишим ценама у области експлоатације руда метала и производњи основних метала због раста цена сировина на глобалном нивоу. С друге стране, ниже произвођачке цене у производњи нетрајних производа за широку потрошњу у односу на Т3 у највећој мери су резултат нижих трошкова у прехрамбеној индустрији због пада цена примарних пољопривредних производа на домаћем и међународном тржишту у новембру и децембру.

Спорији мг. раст у децембру (1,8%) него у септембру (2,2%) исказале су и **цене елемената и материјала за уграђивање у грађевинарству**. Посматрано на нивоу тромесечја, ове цене су, након пада од 0,8% у Т3, током Т4 благо повећане (0,3%).

Увозне цене исказане у динарима¹, након пада током два узастопна тромесечја, у Т4 су повећане за 0,6%. Таквом њиховом кретању у највећој мери је допринео раст светске цене нафте, која је, у просеку, у Т4 за 18,6% виша него у Т3, пре свега због продужетка договора о ограничењу производње у чланицама *OPEC*-а и Русији до краја 2018, као и присутних геополитичких тензија. Поред тога, у Т4 су порасле извозне цене Немачке (0,4%), које користимо као апроксимацију цена увезене опреме и репроматеријала, и потрошачке цене у ЕУ (0,6%), којима апроксимирамо увоз услуга. С друге стране, светске цене хране, мерено ФАО индексом, у Т4 су наставиле пад (2,7%), чиме су допринеле ублажавању раста увозних цена. Посматрано на **мг. нивоу**, увозне цене исказане у динарима и у Т4 наставиле су да се крећу у негативној зони (-2,2%), убрзавши свој пад у односу на Т3 (-1,2%).

¹ Као показатељ увозних цена коришћен је пондерисани просек индекса светских цена нафте и хране, потрошачких цена у ЕУ и извозних цена Немачке, једног од наших најзначајнијих спољнотрговинских партнера. Видети *Осврт 1*, стр. 12.

Инфлациона очекивања

Краткорочна и средњорочна инфлациона очекивања финансијског сектора и привреде током 2017. била су усидрена у границама циља Народне банке Србије и највећи део године кретала су се око централне вредности циља. Према резултатима јануарских анкета, финансијски сектор и привреда очекују да ће м.г. инфлација и у јануару 2019. бити око централне вредности циља, што указује на то да су инфлаторни притисци и даље ниски.

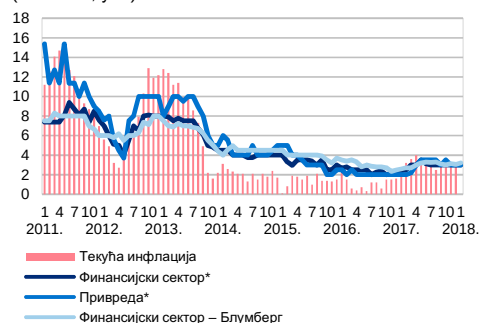
У периоду од претходног извештаја, инфлациона очекивања **финансијског сектора за годину дана унапред**, према анкетама агенција, кретала су се у распону 3,0–3,2%. Према агенцијама **Нинамедија** и **Ипсос**², након смањења у јулу, финансијски сектор није мењао своја очекивања и она су у јануару остала на нивоу од 3,0%. Према резултатима анкете агенције Блумберг, финансијски сектор је смањио своја очекивања, са 3,2% у јануару на 3,1% у фебруару. Финансијски сектор, према анкетама агенција, од октобра 2013. очекује да ће инфлација за годину дана унапред бити у границама циља за инфлацију Народне банке Србије.

Очекивања привреде за годину дана унапред у новембру су смањена за 0,5 п.п., чиме су се вратила на централну вредност циља (3%) и на том нивоу су остала и у јануару. Уобичајено виша у односу на друге секторе, **инфлациона очекивања становништва** су стабилизована на нивоу од 5,0%. Према резултатима квалитативне анкете³, перципирана инфлација и даље је виша од очекиване инфлације, што значи да један део становништва сматра да у наредној години дана неће бити повећања цена у мери у којој је, према њиховом мишљењу, дошло у претходној години дана.

Инфлациона очекивања **финансијског сектора за две године унапред** у новембру су износила 3,1%, а у јануару 3,5%. Као и краткорочна, и **средњорочна очекивања привреде** смањена су у новембру за 0,5 п.п., на 3,5%, а затим и у јануару на 3,0%. Инфлациона очекивања **становништва за две године унапред** налазила су се на нивоу од 5% (од маја 2017), да би у јануару 2018. износила 6,0%.

Дисперзија одговора испитаника и даље је стабилна у свим секторима, при чему је најнижа у финансијском сектору, а највиша код становништва.

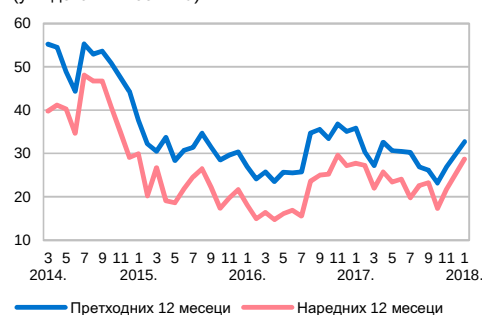
Графикон III.0.7. Текућа инфлација и инфлациона очекивања за 12 месеци унапред (м.г. стопе, у %)



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

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

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



Извор: Ипсос/Нинамедија и НБС (Нинамедија од децембра 2014).

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

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



Извор: Ипсос/Нинамедија и НБС (Нинамедија од децембра 2014).

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

² Нинамедија је спроводила анкету о очекивањима економских субјеката од децембра 2014. године, а агенција Ипсос од јануара 2018.

³ Детаљније о квалитативним очекивањима становништва видети у *Извештају о инфлацији – фебруар 2016, Осврт 2*, стр. 15.

IV. Детерминанте инфлације

1. Кретања на финансијском тржишту

Пратећи октобарско снижење референтне каматне стопе Народне банке Србије, каматне стопе на међубанкарском тржишту новца и динарске државне ХоВ додатно су кориговане наниже током Т4. Снижена је и цена динарског кредитирања приватног сектора, при чему су се каматне стопе на све врсте динарских кредита привреди у децембру спустиле на нове минимуме.

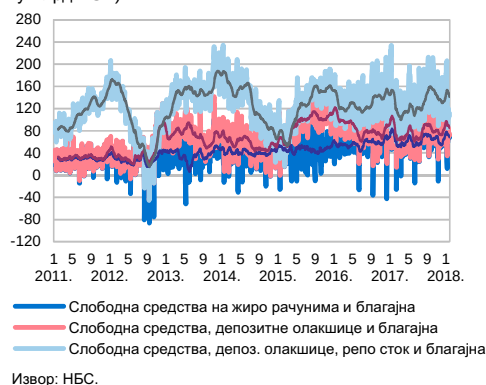
Наставку апрецијацијских притисака, који су били присутни током већег дела Т4, доприносили су добри извозни резултати привреде и високи приливи по основу СДИ. Средином новембра, јављају се депрецијацијски притисци, условљени пре свега сезонски уобичајено већом тражњом увозника енергената. Крајем децембра, динар је поново јачао, између осталог захваљујући повећању кредитног рејтинга земље, успешној ревизији аранжмана с ММФ-ом и расту валутно индексиране активе банака.

Каматне стопе

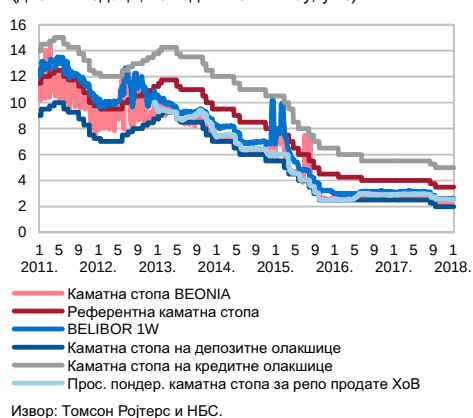
Октобарско смањење референтне стопе утицало је на пад просечне репо стопе⁴ (за 0,2 п.п. на 2,6%), и њено задржавање на том нивоу до краја године.

Ублажавање монетарне политике пренело се и на пад **каматних стопа на међубанкарском тржишту новца**. Након смањења у октобру, оне су до краја Т4 наставиле стабилно кретање, а њихове просечне месечне вредности остале су готово непромењене. Тако је каматна стопа *BEONIA* у децембру у просеку износила 2,4%, што је за 0,2 п.п. ниже од њене просечне вредности из септембра. С повећањем динарске ликвидности банака, промет на преконоћном тржишту новца опадао је из месеца у месец и у Т4 је у просеку износио 2,5 млрд динара,

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

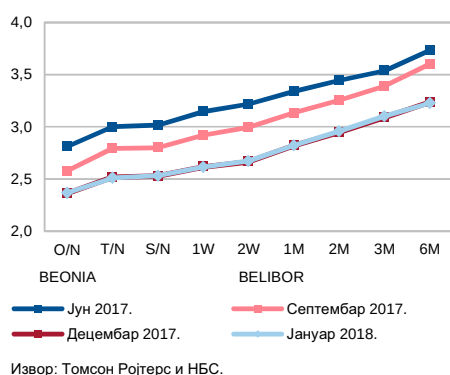


Графикон IV.1.2. Кретање каматних стопа
(дневни подаци, на годишњем нивоу, у %)



⁴ Стопа остварена на репо аукцијама пондерисана износом продатих ХоВ.

Графикон IV.1.3. Крива приноса на међубанкарском тржишту новца (просечне вредности, на годишњем нивоу, у %)



што је за 0,4 млрд динара ниже него у Т3. У поређењу са септембром, просечне вредности каматних стопа *BELIBOR* снижене су између 0,3 п.п. и 0,4 п.п. и у децембру су се кретале у распону од 2,5% за најкраћу до 3,2% за рочност од шест месеци. Изузетно стабилно кретање каматних стопа на међубанкарском тржишту новца настављено је и у јануару 2018.

Побољшана фискална позиција⁵ и ублажавање монетарне политике утицали су на то да и каматне стопе на **примарном тржишту динарских државних ХоВ** наставе пад у Т4. При томе, стопе на седмогодишње и двогодишње ХоВ снижене су за по 0,6 п.п., на 5,0% и 4,05%, респективно, а стопа на трогодишње ХоВ за 0,5 п.п., на 4,3%. Због мање потребе за задуживањем, држава је у Т4 нудила нижи износ ХоВ на продају, док је на све три аукције, колико их је укупно одржано у Т4, тражња надмашивала понуду. Већој тражњи, посебно на аукцији седмогодишњих ХоВ, допринели су нерезиденти, који су купили скоро 70% емисије.

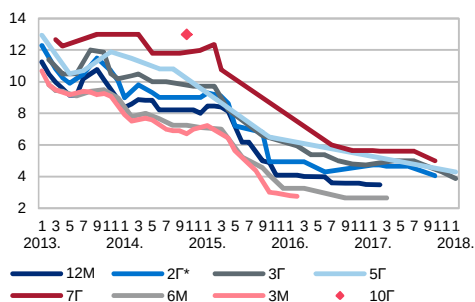
Пад каматних стопа настављен је и у јануару 2018. Каматна стопа на трогодишње ХоВ снижена је за 0,4 п.п. на 3,9%, а на петогодишње за 2,2 п.п. на 4,3%⁶, где су нерезиденти купили скоро половину понуђених петогодишњих ХоВ.

И стопе на **државне ХоВ у еврима** кориговане су наниже током Т4. Стопа на једногодишње ХоВ снижена је за 0,1 п.п., на 0,5%, на трогодишње за 0,4 п.п., на 1,5%, а за петогодишње за 0,2 п.п., на 2,4%.

Укупан промет на **секундарном тржишту државних ХоВ** у Т4 (162,1 млрд динара) утростручен је у односу на Т3, чему је допринела повећана активност нерезидената. Стопе приноса углавном су опале и у децембру су се кретале у распону од 3,2% за преосталу рочност од два месеца до 5,4% за преосталу рочност од 82 месеца.

Просечна **пондерисана каматна стопа на новоодобрене динарске кредите привреди и становништву** у децембру је износила 8,2%, што је за 0,7 п.п. ниже него у септембру. Од тога, просечна цена динарских кредита привреди снижена је за 1,2 п.п., на 4,7%, а кредита становништву снижена је за 0,2 п.п., на 10,6% у децембру. Каматне стопе на све врсте динарских кредита привреди у децембру су се спустиле на нове минимуме, при чему су у односу на

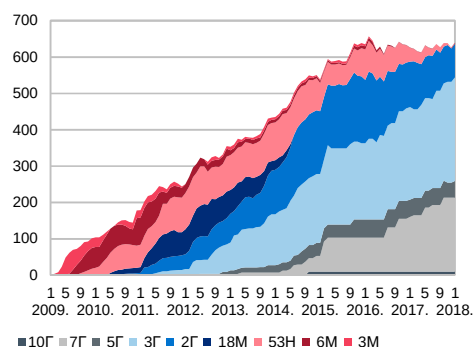
Графикон IV.1.4. Каматне стопе на примарном тржишту државних ХоВ (на годишњем нивоу, у %)



Извор: Министарство финансија.

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

Графикон IV.1.5. Стање продатих динарских државних ХоВ (у млрд RSD)



Извор: Министарство финансија.

⁵ У 2017. остварен је суфицит консолидованог буџета опште државе од 1,2% БДП-а.

⁶ Последња аукција за ову рочност одржана је у октобру 2015.

септембар стопе за кредите за обртна средства снижене за 1,2 п.п., на 4,3%, на инвестиционе за 0,2 п.п., на 5,5% и на кредите за остале намене за 1,1 п.п., на 5,0%. На пад просечне цене динарских кредита становништву утицало је смањење стопа на потрошачке кредите (за 0,7 п.п., на 8,3%) и остале кредите (за 0,3 п.п., на 9,0%). Цена готовинских кредита (11,1%) није промењена у односу на септембар.

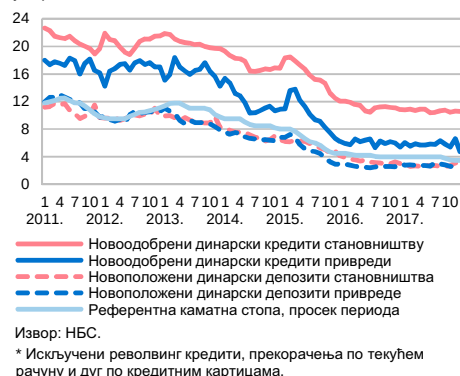
Просечна пондерисана каматна стопа на новоодobreне кредите привреди и становништву у еврима и евроиндексиране кредите снижена је за 0,1 п.п. и у децембру је износила 3,0%. Каматне стопе на све врсте кредита привреди су снижене, што је утицало на то да просечна стопа у децембру забележи пад од 0,2 п.п., на 2,8%. Притом, стопа на кредите за обртна средства снижена је за 0,3 п.п., на 2,6% у децембру, на евроиндексиране кредите за остале намене за 0,6 п.п., на 2,7%, а за кредите за увоз за 0,1 п.п., на 2,1%. Једино је цена инвестиционих кредита била нешто виша него у септембру и у децембру је износила 3,3%. Просечна пондерисана каматна стопа на кредите становништву повећана је за 0,2 п.п., на 4,2%, на шта је утицало повећање стопе на потрошачке кредите (за 0,1 п.п., на 5,0%). Цене стамбених кредита (3,0%) и осталих кредита (6,5%) биле су на сличном нивоу као у септембру, док је цена готовинских кредита снижена за 0,4 п.п., на 3,0%.

Банке су у децембру орочавале штедњу грађана по нешто вишим каматним стопама него у септембру – на штедњу у динарима каматне стопе су повећане за 0,4 п.п., на 3,0%, а на штедњу у еврима за 0,3 п.п., на 0,9%. Повећане су каматне стопе на депозите привреде у еврима (за 0,2 п.п., на 0,6%), док су стопе на динарске депозите биле непромењене у односу на септембар (2,8%).

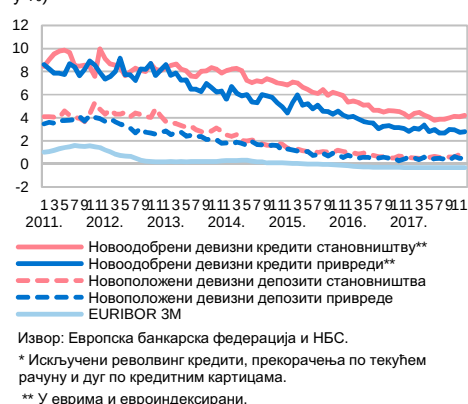
Премија ризика

Пад премије ризика Србије, мерено *EMBI*, настављен је током Т4, тако да је у децембру поново забележен најнижи ниво (96 б.п.). Крајем Т4, премија ризика износила је 102 б.п., што је за 24 б.п. мање него крајем Т3. Током јануара уследио је даљи пад и премија ризика се спустила на ниво испод 90 б.п. – 18. јануара износила је 85 б.п., што је нова најнижа вредност премије ризика Србије откада се прати (април 2005). Истовремено, *EMBI Europe* је током Т4, а и у јануару, смањен (укупно за 23 б.п., на 204 б.п.), али је то смањење било мање од пада премије ризика

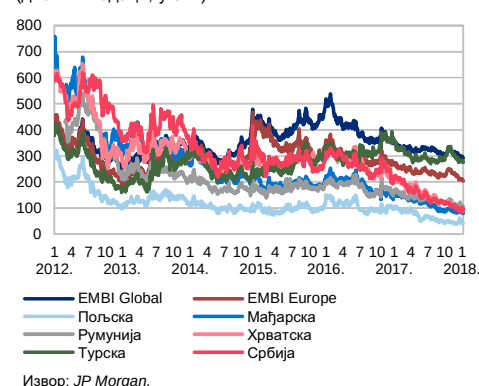
Графикон IV.1.6. Кретање каматних стопа на динарске кредите и депозите привреди и становништву*
(просечне пондерисане вредности, на годишњем нивоу, у %)



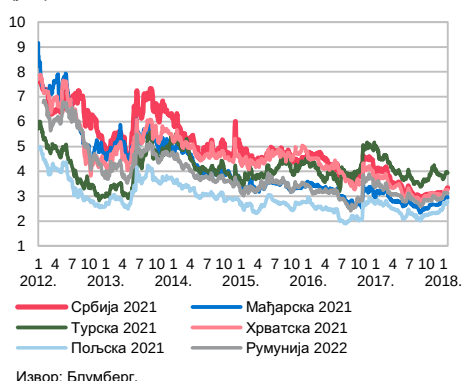
Графикон IV.1.7. Кретање каматних стопа на девизне кредите и депозите привреди и становништву*
(просечне пондерисане вредности, на годишњем нивоу, у %)



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



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



Србије. Супротно кретање током Т4 бележио је *EMBI Global*, који је повећан за 3 б.п., на 311 б.п., у највећој мери због драстичног раста премије ризика Венецуеле (1.760 б.п.), али је током јануара и он смањен за 19 б.п., на 292 б.п.

На премију ризика Србије утицали су у највећој мери домаћи, а затим и регионални и глобални фактори. Када су у питању домаћи фактори, на пад премије ризика Србије пресудно је утицало очување макроекономске стабилности и јачање макроекономских фундамената, као и повољнији изгледи за раст у наредном периоду. Захваљујући томе, и осма ревизија аранжмана с ММФ-ом била је успешна, а рејтинг агенције *Standard & Poor's* и *Fitch* у децембру су повећале кредитни рејтинг Србије на ББ, уз стабилне изгледе за његово даље повећање.

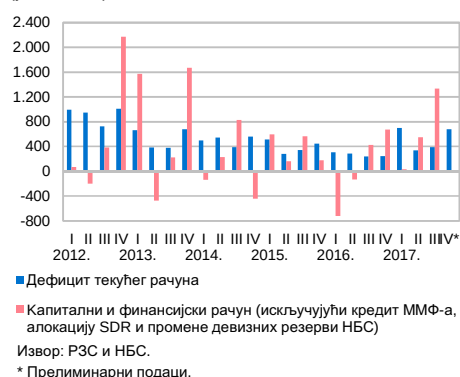
Поред домаћих фактора, на пад премије ризика Србије деловали су и регионални фактори. Међу њима, свакако најважнији су бољи изгледи за раст земаља у региону, захваљујући привредном расту зоне евра, који је бржи од очекиваног, и бољим изгледима за наредни период. Бржи привредни раст у зони евра требало би овим земљама да олакша прилагођавање очекиваној нормализацији монетарних политика у развијеним земљама.

На кретање премије ризика Србије у овом периоду утицали су и глобални фактори. Позитиван утицај имало је убрзање глобалног привредног раста, пре свега зоне евра, као и даље спровођење монетарног стимулисања од стране ЕЦБ-а. Поред тога, оптимизам у погледу привредног раста и раст инфлације у САД утицали су на раст приноса на америчке десетогодишње државне ХоВ, који су током Т4 и јануара 2018. повећани са 2,3% на 2,7%. Тиме је и разлика између њих и приноса на еврообвезнице Србије била мања.

Прилив капитала из иностранства

Прилив капитала из иностранства у 2017, пре свега по основу СДИ, премашио је дефицит текућих трансакција, што је резултирало растом девизних резерви земље за око 228 млн евра (по платнобилансној методологији). У Т4 је забележен мањи прилив капитала у финансијском рачуну (7,3 млн евра) него у претходним тромесечјима, што је у највећој мери било условљено исплатом доспеле еврообвезнице која је емитована на међународном

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



тржишту 2012. године, у износу од 750 млн долара, што је истовремено допринело даљем смањењу учешћа јавног дуга у БДП-у.

Висок нето прилив СДИ настављен је и у Т4, и према прелиминарним подацима, износио је 570,9 млн евра. На нивоу године, премашио је очекивања и достигао је 2.414,7 млн евра (6,6% БДП-а), што је највећи прилив још од 2011. И у 2017. задржан је висок степен диверсификације улагања по делатностима, а највећи износи били су усмерени у прерађивачку индустрију, финансијски сектор, грађевинарство и трговину. Највећи део СДИ потицао је из земаља ЕУ (72%), док се на улагања из азијских земаља односило око 14% СДИ и чинила су их пре свега улагања из Кине, Тајвана, Хонгконга и Уједињених Арапских Емирата.

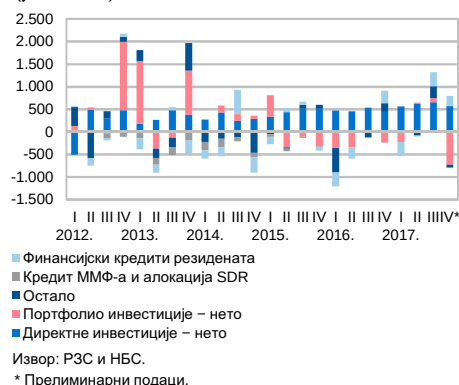
Износи СДИ, који расту из године у годину, сведоче о сталном побољшању инвестиционог амбијента и расту интересовања за улагања у Србију. Трећу годину заредом, нето прилив по основу СДИ обезбеђивао је пуну покривеност дефицита текућег рачуна (115,6% у 2017), што очекујемо да ће се наставити и у наредном периоду.

По основу **портфолио инвестиција**, за разлику од претходна два тромесечја, у Т4 је забележен одлив од 728,3 млн евра, углавном услед доспећа еврообвезница емитованих 2012, по ком основу је нерезидентима у новембру исплаћено 570,2 млн евра. У мањој мери, одлив је забележен и по основу динарских државних ХоВ.

Резиденти су се у Т4 по основу **финансијских кредита** нето задужили за 226,1 млн евра, готово у потпуности по основу раста нето задужења банака (за 238,8 млн евра). Повећано је и задужење предузећа (за 7,0 млн евра). С друге стране, обавезе државе према страним кредиторима смањене су за 19,6 млн евра.

Народна банка Србије није вршила плаћања према страним кредиторима током Т4. У децембру, Одбор извршних директора ММФ-а донео је одлуку о успешном завршетку последње, осме ревизије актуелног стандбај аранжмана, који истиче 22. фебруара 2018. Оцењено је да је Србија спровођењем договореног економског програма постигла значајан напредак, успела да оствари макроекономско прилагођавање и знатно ојача свој економски капацитет. По овом аранжману у будућности неће бити плаћања, пошто Србија није користила средства која су јој била на располагању током његовог трајања.

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



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

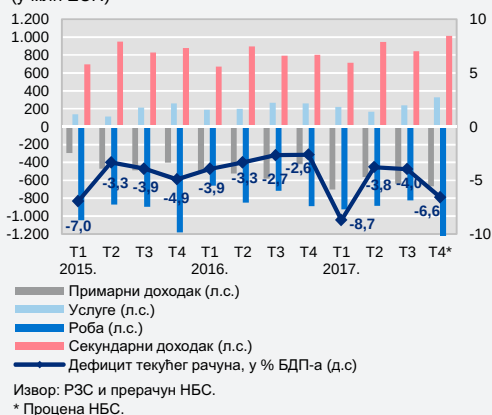


Осврт 2: Платнобилансна кретања у 2017. години

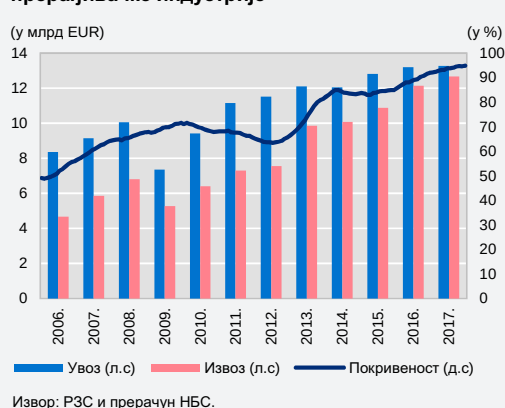
Захваљујући снажном и диверсификованом расту извоза, **екстерна неравнотежа у Србији знатно је смањена у последњих пет година**. Учешће текућег дефицита у БДП-у смањено је са 11,6% у 2012. на 5,7% у 2017, а уз то, дефицит текућег рачуна, трећу годину заредом, у потпуности је покривен нето приливом СДИ (115,6% у 2017). Раст текућег дефицита у односу на 2016, у највећој мери је последица већег робног дефицита, који је узрокован растом увоза опреме у условима снажног прилива СДИ, већим увозом енергената по основу повећаних потреба индустрије, раста цене нафте и неповољних временских прилика на почетку године, као и нижим извозом пољопривредних производа у Т4 услед лоше пољопривредне сезоне.

На такав закључак недвосмислено указује и динамика текућег дефицита током године, тј. његово смањење са 8,7% БДП-а у Т1 на око 4% БДП-а у наредна два тромесечја, а потом раст на 6,6% у Т4. На трговински дефицит у 2017. очекивано су неповољно деловали и односи размене услед бржег раста увозних цена од извозних, пре свега због поскупљења нафте на светском тржишту.

Графикон О.2.1. Структура текућег рачуна
(у млн EUR)

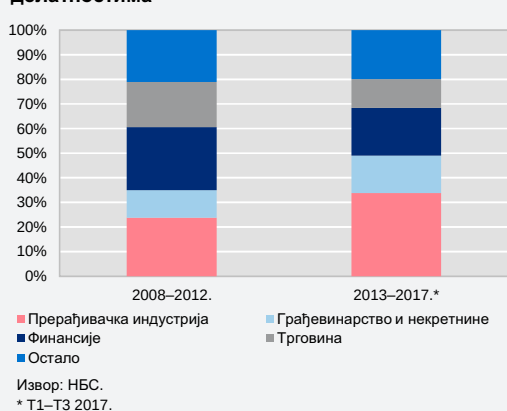


Графикон О.2.2. Покривеност увоза извозом
прерађивачке индустрије



У 2017, робни извоз је наставио да расте по двоцифреним стопама (10,0% по платнобилансној методологији), при чему га карактерише убрзање раста извоза прерађивачке индустрије – са 11,6% у 2016. на 13,6% у 2017. О постигнутом напретку у прерађивачкој индустрији сведочи и кумулативни раст њеног извоза у последњих пет година, за 6,2 млрд евра, уз раст покривености увоза извозом, са 65,6% у 2012. на 94,8% у 2017. Томе су, са стране понуде, допринели реализација инвестиција из претходног периода, поправљање пословног амбијента и побољшање конкурентности домаће индустрије, а са стране тражње – убрзање раста код главних

Графикон О.2.3. Структура нето СДИ по
делатностима



Графикон О.2.4. Кретања на финансијском
рачуна

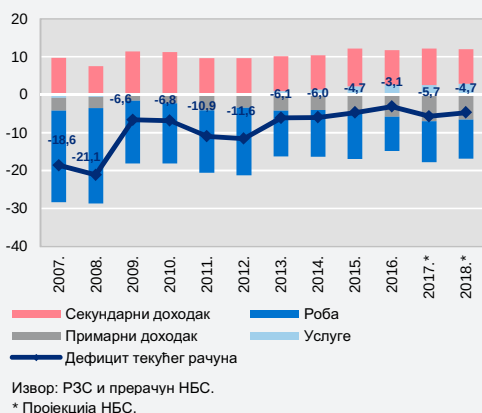


спољнотрговинских партнера (зона евра и земље *CEFTA*). Поред бржег раста, извоз прерађивачке индустрије задржао је и своју широку секторску распрострањеност, с обзиром на то да је у 2017. раст остварен у свим областима, изузев код дуванских производа, чији је извоз смањен с максималног нивоа из 2016. Највећи допринос расту робног извоза дао је извоз основних метала, производа од гуме и пластике, хемијских производа, електричне опреме и осталих машина и опреме, као и производа од метала.

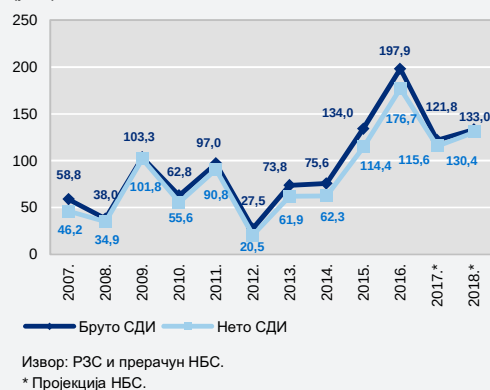
У 2017. и **робни увоз** је порастао (13,4% по платнобилансној методологији), уз његову повољну структуру. Раст увоза опреме убрзан је у односу на 2016. и износио је 9,4%, што указује на веће инвестиције и сасвим је очекиван у овој фази инвестиционог циклуса. Повећан је и увоз репроматеријала (16,2%), што је такође очекивано. То је резултат већег увоза индустријских сировина, који је у складу с већом производњом и извозом прерађивачке индустрије, као и повећаног увоза енергената. Притом, око 60% раста вредности увоза енергената односи се на раст њихове цене на светском тржишту, док је око 40% резултат веће увезене количине због већих потреба привреде. Део раста увоза потиче и од вишег увоза потрошне робе (3,4%), што је у складу с постепеним опоравком финалне потрошње.

Позитиван салдо на рачуну услуга додатно је повећан у 2017. години (4,8%), на око 950 млн евра, захваљујући наставку снажног раста извоза услуга (14,6%). Највећи допринос томе дао је извоз компјутерских и пословних услуга, које од 2011. бележе позитиван нето извоз, док су, у нешто мањој мери, позитиван допринос пружиле и транспортне услуге.

Графикон О.2.5. Структура текућег рачуна (у % БДП-а)



Графикон О.2.6. Покривеност дефицита текућег рачуна СДИ (у %)



Дефицит на рачуну примарног дохотка у 2017. повећан је, пре свега, због очекивано виших расхода по основу СДИ, у условима раста прилива СДИ, као одраз побољшаног пословног окружења и већег поверења инвеститора у погледу будућих економских кретања. Притом, већи део остварене добити поново је инвестиран у Србију. Остале категорије расхода на рачуну примарног дохотка биле су ниже, пре свега због нижих трошкова камата на ХоВ и мање потребе државе за задуживањем у условима повољних фискалних кретања. **На рачуну секундарног дохотка**, у 2017. забележен је **раст суфицита**, што је у највећој мери резултат већег нето прилива дознака (9,9%).

На финансијском рачуну платног биланса забележене су повољне тенденције. Захваљујући унапређењу пословног окружења, **нето прилив СДИ у 2017. наставио је да расте, надмашивши наша очекивања, која су током године неколико пута ревидирана навише** (са 1,6 млрд евра у мају на 2,1 млрд у новембру). Укупан **бруто прилив** СДИ у 2017. износио је 2,55 млрд евра (6,9% БДП-а), што је за 19,6% више него у 2016. Укупан **нето прилив** СДИ у 2017. достигао је 2,4 млрд евра (6,6% БДП-а), што је за 27,1% више него у 2016. Притом, прилив по основу СДИ остао је секторски распрострањен и највише је био усмерен у прерађивачку индустрију, финансијски сектор, грађевинарство и трговину. Посматрано по земљама, највећи део директних инвестиција, као и претходних година, потицао је из земаља ЕУ, али је у односу на 2016. повећан и прилив из Кине, Русије и Уједињених Арапских Емирата.

Кретање портфолио инвестиција у периоду јануар–април 2017. карактерисао је нето одлив од око 300 млн евра, што је претежно било узроковано наставком нормализације монетарне политике ФЕД-а и смањењем изложености инвеститора према земљама у успону. Захваљујући повољнијим изгледима глобалног раста, од маја расте интересовање инвеститора за улагања у регион централне и источне Европе. У периоду од маја до октобра, у Србији је остварен нето прилив капитала по основу портфолио инвестиција у износу од 290 млн евра, чиме је готово у потпуности неутралисан нето одлив с почетка године. У том периоду, поред већег интересовања нерезидената за улагање у динарске ХоВ дужих рочности на примарном тржишту, током Т2 најпре је знатно смањена продаја ХоВ од стране нерезидената на секундарном тржишту, да би у Т3 они били и нето купци ХоВ на секундарном тржишту. Ипак, на кретање портфолио инвестиција у 2017. највише је утицало доспеће еврообвезнице у новембру¹, у износу од 639 млн евра (од чега се на нерезиденте односило 570 млн евра). Посматрано на годишњем нивоу, у 2017. регистрован је нето одлив портфолио инвестиција од 827 млн евра, што је, и поред поменутих исплате главнице еврообвезнице, ниже за 9,8% него у 2016. По основу финансијских кредита, резиденти су се у 2017. нето задужили за око 200 млн евра, од чега су се банке нето задужиле за 272 млн евра, док су остали сектори смањили своје обавезе према иностранству. Нето задуживање банака по основу финансијских кредита у 2017. забележено је први пут од 2010, откада постоји процес смањења финансијске изложености матица према својим супсидијарима у региону. Захваљујући повољним кретањима на финансијском рачуну, тј. приливима који су надмашили дефицит текућег рачуна, девизне резерве Народне банке Србије, према платнобилансној методологији, повећане су у 2017. за 228 млн евра. Оне су на крају године износиле 9.961,7 млн евра, чиме се обезбеђује покривеност спољног дуга који доспева у наредној години дана од 241,2%² и више од пет месеци увоза робе и услуга.

Према нашој процени, екстерна одрживост биће очувана и у средњем року. Томе ће доприносити стимулативно пословно окружење, захваљујући спровођењу структурних реформи, затим напредак у процесу европских интеграција и наставак раста главних спољнотрговинских партнера, што би требало да обезбеди наставак раста извоза и стабилан прилив СДИ (око 4,5–5% БДП-а). Дефицит текућег рачуна би и у средњем року требало да се креће око 4% БДП-а, при чему би очекивано смањење дефицита робе и услуга, као и стабилан прилив по основу текућих трансфера, требало да компензује очекивани раст дефицита примарног дохотка у условима раста прилива по основу СДИ.

¹ У новембру је исплаћена главница еврообвезнице издате 2012. године, у номиналном износу од 750 млн долара.

² Према стању спољног дуга у септембру 2017.

Кретања на девизном тржишту и курс динара

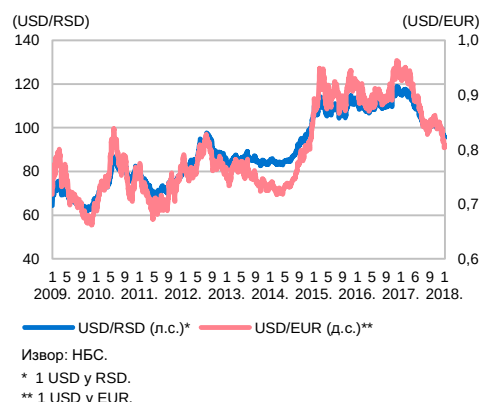
На нивоу године, динар је у 2017. ојачао према еврџ за 4,2%, а због истовременог јачања евра према долару, динар је према долару ојачао за 18,2%. Апредијацијски притисци на девизном тржишту, који су карактерисали већи део године, резултат су пре свега смањених макроекономских неравнотежа и повољнијих макроекономских изгледа за наредни период, које су допринеле и расту поверења страних инвеститора за дугорочно улагање у Србију, паду премије ризика и повећању кредитног рејтинга земље од стране све три рејтинг агенције.

На нивоу тромесечја, динар је у Т4 ојачао према еврџ за 0,8%, а за 2,2% према долару, пошто је настављено и јачање евра према долару. Наставку апредијацијских притисака током већег дела Т4 доприносили су добри извозни резултати привреде и наставак високих прилива по основу СДИ. С друге стране, сезонски уобичајено, у Т4 забележена је већа тражња предузећа за девизама, највише због већих плаћања за увоз енергената, која је утицала на појаву депредијацијских притисака од средине новембра. На депредијацијске притиске утицала је и повећана нето продаја девиза нерезидентима током Т4, али су они ублажени већим откупом ефективног страног новца него у Т3, растом валутно индексираних активе банака⁷ и повећањем понуде девиза страних држављана, углавном туриста. Умерени депредијацијски притисци су преовладали и током јануара 2018.

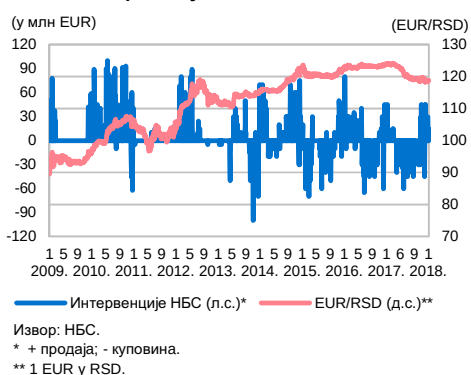
Како би ублажила прекомерне краткорочне осцилације курса динара према еврџ, Народна банка Србије је током Т4 интервенисала на МДТ-у куповином 245,0 млн евра и продајом 285,0 млн евра. На нивоу године, Народна банка Србије је на МДТ-у била нето купац 725,0 млн евра, чиме су додатно ојачане девизне резерве земље.

Промет на МДТ-у је повећан током Т4 и у просеку је дневно износио 47,3 млн евра, што је за 16,6 млн евра више него у Т3.⁸ Највећа вредност је остварена у децембру (69,2 млн евра просечно дневно). С растом промета у поређењу с Т3, благо су повећане и

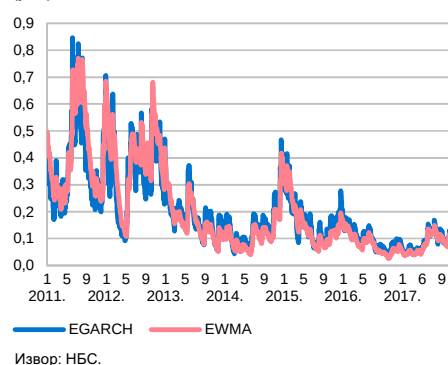
Графикон IV.1.13. Кретање курса динара и евра према долару



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



Графикон IV.1.15. Краткорочна волатилност курса динара према еврџ



⁷ У настојању да уравнотеже своју отворену дугу девизну позицију и тако смање изложеност девизном ризику, банке продају девизе, што за резултат има јачање динара.

⁸ Без Народне банке Србије.

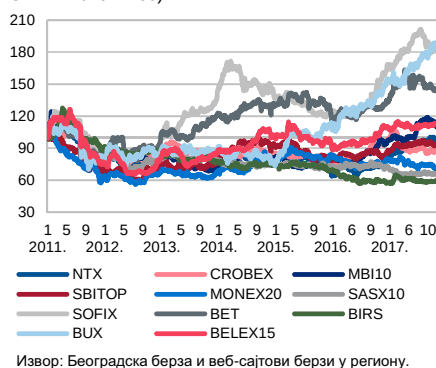
учествовали су у укупном промету обвезницама са 1,4 млрд динара.

Тржишна капитализација Београдске берзе крајем децембра износила је 548,9 млрд динара и била је за 9,0 млрд динара виша него у септембру 2017. услед повећане капитализације *prime* сегмента. Учешће тржишне капитализације у оцењеном БДП-у смањено је за 0,2 п.п., на 12,3% на крају Т4.

Индекси на већини берзи у региону имали су крајем Т4 ниже вредности него у Т3, при чему је индекс берзе у Сарајеву *SASX10* највише опао (10,3%). Раст вредности берзанских индекса, осим у Србији, забележен је и у Мађарској, Хрватској и Словенији, а највећи раст, за 5,6%, остварио је индекс берзе у Будимпешти (*BUX*).

Графикон IV.1.18. Кретање берзанских индекса у региону

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



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

2. Новац и кредити

Уобичајено за Т4, понуда новца је повећана, и то пре свега њена најликвиднија компонента. Кредитна активност наставља да се опоравља, и у 2017. повећана је за 7,4% упркос отписима NPL који су надмашили оне из претходне године. Захваљујући успешном спровођењу Стратегије за решавање проблематичних кредита и расту кредитне активности, учешће NPL у укупним кредитима спустило се испод преткризног нивоа.

Монетарни агрегати

Динарски примарни новац је у Т4 номинално повећан за 13,8% (реално за 13,5%). Тај раст је одредио и повећање укупног примарног новца, које је износило 8,3%, номинално (8,1%, реално).

Пласмани банака у репо ХоВ смањени су током Т4 за 29,9 млрд динара, на 45,1 млрд динара на крају године, што је, уз девизне трансакције платног промета с Косовом и Метохијом (17,3 млрд динара), највише доприносило расту динарског примарног новца. У истом смеру, са 3,9 млрд динара, деловале су и интервенције Народне банке Србије на МДТ-у, која је у Т4 била нето купац девиза.¹² И поред тога што је крајем године смањила средства на динарским рачунима код Народне банке Србије (сезонски уобичајено), држава је, пошто је куповала девизе од Народне банке Србије ради регулисања девизних

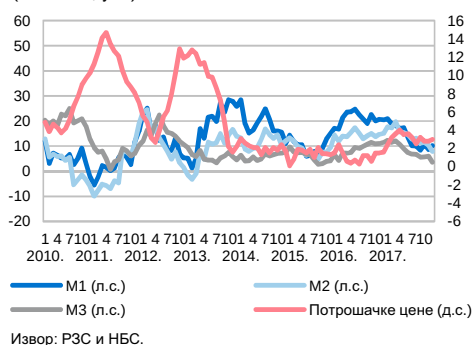
Табела IV.2.1. Монетарни агрегати (реалне мг. стопе, у %)

	2017.				Учешће у М3 дец. 2017. (у %)
	Март	Јун	Септ.	Дец.	
М3	8,2	3,7	2,4	0,6	100,0
Девизни депозити	4,5	0,1	-0,5	-1,9	61,7
М2	15,6	10,6	7,7	4,7	38,3
Динарски орочени и штедни депозити	20,3	14,7	16,7	-2,0	8,9
М1	14,1	9,4	5,0	7,0	29,4
Депозити по виђењу	16,5	11,9	7,3	9,5	22,2
Готов новац у оптицају	7,5	2,1	-1,8	-0,1	7,2

Извор: НБС.

¹² Реализација трансакција по основу интервенција Народне банке Србије на МДТ-у (а тиме и ефекти на ликвидност банака) исказује се у складу с рачуноводственим правилима на дан извршења, а не на дан трговања.

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

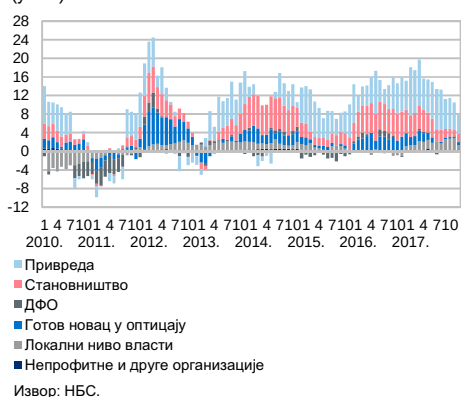


обавеза, на нивоу Т4 деловала на повлачење ликвидности са 0,9 млрд динара.

И шири монетарни агрегати бележе раст у Т4. Раст динарских монетарних агрегата био је одређен сезонски уобичајеним повећањем готовог новца у оптицају и средстава на трансакционим депозитима, тако да су, у односу на септембар, М1 и М2 у децембру били реално виши за 10,8% и 7,6%, респективно. То повећање је, уз даљи раст девизних депозита, утицало на то да М3 у Т4 буде реално повећан за 3,0%.

На повећање укупних трансакционих депозита у Т4 (49,9 млрд динара) утицао је, пре свега, раст средстава на рачунима предузећа и текућим рачунима грађана, а у мањој мери и раст средстава на рачунима непрофитних организација. У складу с растом активности у области трговине, депозити трговинских предузећа наставили су снажан раст у Т4. Израженије повећање бележе и депозити предузећа из области грађевинарства, енергетике и прерађивачке индустрије, док су једино смањена средства на рачунима предузећа из области саобраћаја. Повећани су и динарски штедни депозити ДФО и динарска штедна грађана (0,8 млрд динара), која је крајем године износила 49,5 млрд динара. За разлику од трансакционих депозита, динарски штедни и орочени депозити привреде у Т4 смањени су за 4,0 млрд динара, што се доводи у везу, пре свега, с опредељењем привреде и грађана да у условима ниских каматних стопа држе ликвиднија средства.

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



Укупни девизни депозити у Т4 порасли су за 149,1 млн евра, чему је допринео првенствено раст девизне штедне грађана (112,5 млн евра), која је крајем 2017. износила готово 9,1 млрд евра. Поред тога, захваљујући добрим извозним резултатима, повећани су девизни депозити привреде за 41,6 млн евра, као и средства на рачунима ДФО и непрофитних организација.

Посматрано на мг. нивоу, раст два најшира монетарна агрегата наставља да успорава и у децембру је М2 реално био виши за 4,7%, а М3 за 0,6%. С друге стране, израженији раст трансакционих депозита у Т4 утицао је на то да М1 убрза мг. раст, са 5,0% у септембру на 7,0% у децембру, али је он и даље знатно нижи од стопа раста из 2016. и П1 2017.

Кредити

Домаћи кредити су у Т4, без ефекта промене девизног курса¹³, повећани за 1,6%, уз остварени раст и код привреде, и код становништва. На нивоу године, према прелиминарним подацима¹⁴, домаћи кредити су у 2017. повећани за 7,4%, при чему је раст кредита становништву износио 11,6%, а привреди 4,3%. Раст кредитирања приватног сектора у условима чишћења биланса банака од *NPL* које умањује стање кредита, потврђује да се домаћа кредитна активност убрзано опоравља.

Током 2017, банке су отписале 102,0 млрд динара, и лицима ван банкарског сектора продале 44,0 млрд динара *NPL*. По искључењу ефекта отписа *NPL* извршених у претходној години дана¹⁵, у децембру је м.г. раст домаћих кредита износио 10,2%, од чега становништву 14,0%, а привреди 7,4%.

Кредити привреди наставили су раст и у Т4, који је по искључењу ефекта промене курса износио 1,5%, или 15,7 млрд динара. Раст је остварен код привредних друштава, док је задужење јавних предузећа смањено у односу на септембар. При томе, највише су кредитирана предузећа из области прерађивачке индустрије, трговине и грађевинарства, што се може довести у везу с растом активности у овим делатностима, док су потраживања од предузећа из области саобраћаја и пословања с некретностима опала. Посматрано по наменама, највећи део потраживања банака од привреде и даље су чинили кредити за обртна средства (48,8%), док се на инвестиционе кредите односило 31,5% ових потраживања.

Повољније тенденције потврђује и укупан износ новоодобрених кредита привреди у Т4 (244,0 млрд динара). Одобрени износ сличан је износу из истог периода 2016, али мањи него у Т3, када је остварена највећа тромесечна реализација од када су доступни упоредиви подаци о новоодобреним кредитима. Као и раније, најзаступљенији су били кредити за обртна средства, на које се односила половина новоодобрених кредита привреди у Т4. Учешће инвестиционих кредита повећано је на 26,4%, а

Графикон IV.2.3. **Домаћи кредити немонетарном сектору и МЗ**
(номиналне м.г. стопе, у %)



Извор: НБС.

* Искључен ефекат отписа *NPL* у претходној години дана.

Графикон IV.2.4. **Кредитна активност и БДП**
(м.г. стопе, у %)

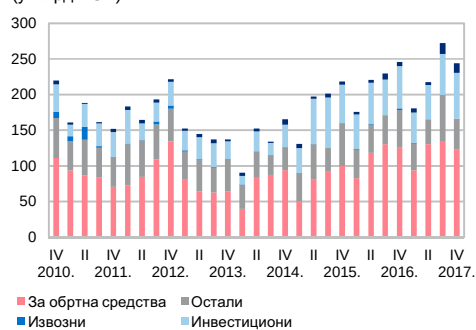


Извор: НБС и РЗС.

* Искључен ефекат промене девизног курса.

** Искључен ефекат отписа *NPL* у претходној години дана.

Графикон IV.2.5. **Структура новоодобрених кредита привреди**
(у млрд RSD)



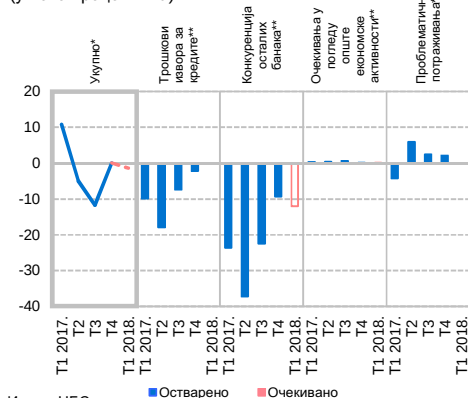
Извор: НБС.

¹³ Обрачунато по курсу динара према евр, швајцарском франку и долару на дан 30. септембра 2014. (тзв. програмски курс, који се користи за потребе праћења аранжмана с ММФ-ом), при чему је у обзир узета валутна структура потраживања по основу кредита.

¹⁴ Према предзакључним књижењима.

¹⁵ У 2017. банке су отписале 74,3 млрд динара *NPL* привреди, а 23,5 млрд динара *NPL* становништву.

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



Извор: НБС.

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

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

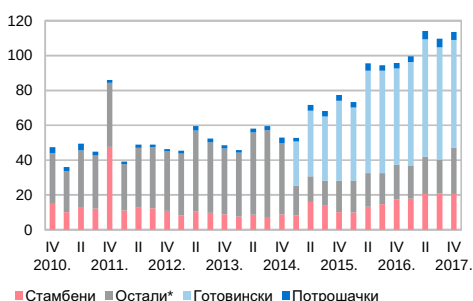
настављено је веће одобравање кредита за увоз, који су чинили 5,6% новоодобрених кредита привреди.

Резултати јануарске анкете Народне банке Србије о кредитној активности банака¹⁶ показују да, посматрано на агрегатном нивоу, банке нису мењале кредитне стандарде привреди у Т4, а у Т1 2018. очекује се њихово благо ублажавање. Међутим, посматрано према критеријуму величине предузећа, стандарди су ублажени за мала и средња предузећа, што се подудара и са оценама изнетим у ЕИБ-овој *Анкети о кредитној активности у земљама централне и југоисточне Европе*.¹⁷ Стандарди су ублажени за краткорочне кредите, а на то су утицали конкуренција међу банкама и већа спремност на преузимање ризика, а код неких банака и нижи трошкови извора за кредите. Услови задуживања предузећа били су повољнији по основу нижих каматних маржи и пратећих трошкова, уз продужење рока отплате за девизно индексиране кредите, због чега су, вероватно, захтеви у погледу колатерала благо поштрени. Као што је и очекивано, тражња предузећа за кредитима наставила је да расте и, према оцени банака, била је пре свега вођена финансирањем обртних средстава и инвестиција, а у мањој мери и реструктурирањем дуга. Исти фактори, требало би да буду главни покретачи раста тражње и у Т1 2018.

Кредити становништву су у Т4, ако се искључи ефекат промене курса, повећани за 1,9%, или за 16,9 млрд динара. У оквиру тога, раст готовинских кредита (укључујући и кредите за рефинансирање) износио је 14,2 млрд динара, а стамбених кредита 4,9 млрд динара. У 2017, стамбени кредити су повећани за 17,3 млрд динара, што је 2,3 пута више него претходне године.

Обим новоодобрених кредита становништву у Т4 (113,6 млрд динара) био је за 3,7% виши него у Т3, а за 18,7% виши него у истом периоду претходне године. Грађани су и даље највише користили динарске готовинске кредите и кредите за рефинансирање. Током Т4, они су чинили 53,8% новоодобрених кредита становништву, а 71% њих било је с роком отплате преко пет година. Настављен је опоравак стамбеног кредитирања, што потврђује и висок износ новоодобрених стамбених кредита (20,7 млрд динара), који је за 19,4% виши него у истом

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



Извор: НБС.

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

¹⁶ Поменућу анкету Народна банка Србије спроводи од почетка 2014. године.

¹⁷ У овој анкети учествује десет банака из Србије, чија актива чини нешто мање од половине укупне aktive банкарског сектора Србије (<http://www.eib.org/infocentre/publications/all/cese-bls-2017-h2.htm>).

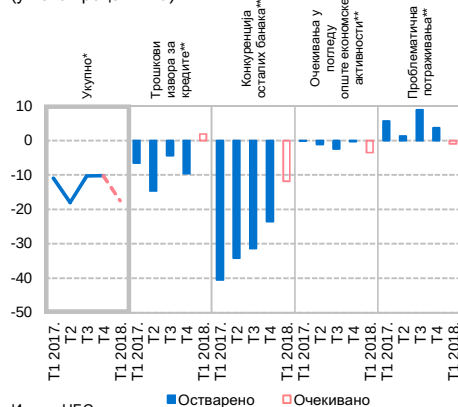
периоду претходне године. Иако су ти кредити и даље претежно у девизном знаку, у Т4 се бележи и реализација динарских стамбених кредита, с роком доспећа од 15 година, по стопи од 4,9%. Поред одобравања нових кредита у условима нижих каматних стопа, приметно је и повећано рефинансирање постојећих стамбених кредита. Задуживање грађана по кредитним картицама није промењено, а прекорачења по текућим рачунима благо су смањена у односу на Т3.

Према резултатима јануарске анкете о кредитној активности, банке су, као што је било и очекивано, додатно ублажиле кредитне стандарде становништву. Ублажавање се односило на најзаступљеније, динарске готовинске кредите, кредите за рефинансирање и девизно индексиране стамбене кредите, при чему су на ублажавање најјаче утицале конкуренција међу банкама и нижи трошкови извора за кредите. Услови задуживања грађана били су повољнији по основу још нижих каматних маржи и продужења рокова отплате динарских кредита. У односу на Т3, тражња је повећана пре свега за динарским готовинским кредитима и кредитима за рефинансирање, а затим за стамбеним кредитима. Као главни фактори који су подстицали раст тражње означени су рефинансирање постојећих обавеза, раст запослености и зарада и куповина непокретности. Банке очекују да ће се ублажавање стандарда и раст тражње наставити и у Т1 2018.

Учешће динарских пласмана у укупним пласманима привреди и становништву у 2017. повећано је за 1,8 п.п. и крајем децембра износило је 33,0%. Грађани су наставили да се претежно задужују у динарима – у 2017. у просеку је 71% новоодобрених кредита становништву био у динарима, тако да је динаризација пласмана становништву током године додатно повећана (за 4,8 п.п.) и у децембру је достигла 51,8%. Динаризација пласмана привреди у децембру (17,5%) била је за 1,9 п.п. нижа него на крају 2016, на шта је пре свега утицао отпис динарских потраживања у септембру, када је ово учешће снижено за 1,6 п.п.

Спровођење *Стратегије за решавање проблематичних кредита*, које је од септембра 2017. појачано и применом *Одлуке о рачуноводственом отпису билансне aktive банке*, наставља да даје добре резултате. Износи *NPL* додатно су смањени

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

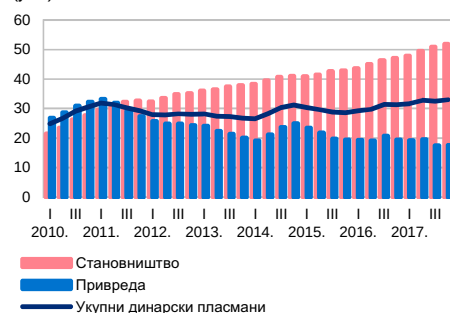


Извор: НБС.

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

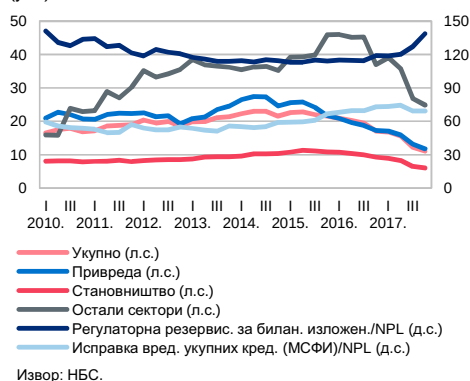
** Позитивне вредности указују на допринос датог фактора пооштравању, а негативне ублажавању кредитних стандарда.

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



Извор: НБС.

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

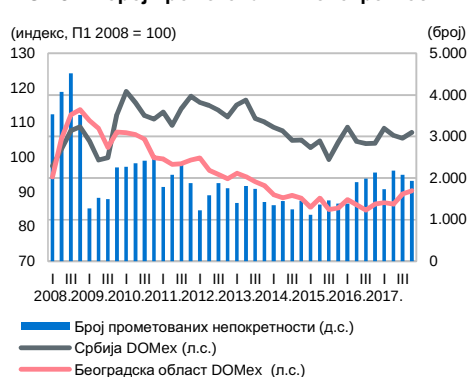


током Т4, а њихово учешће у укупним кредитима спустило се испод преткризног нивоа. У новембру је то учешће износило 11,1%, што је за 11,2 п.п. мање него у августу 2015, када је донета *Стратегија*. Само у 2017. оно је снижено за 5,9 п.п. (од тога за 1,1 п.п. у октобру и новембру), чему с једне стране доприносе интензивне активности на решавању *NPL*, а с друге стране раст кредитне активности. При томе, учешће *NPL* у сектору привреде у 2017. смањено је за 5,4 п.п., на 11,8% у новембру¹⁸, а код становништва за 3,3 п.п., на 6,0%.¹⁹ Покривеност *NPL* је на високом нивоу – исправка вредности укупних кредита у новембру је износила 69,3% *NPL*, а регулаторна резервисања за билансну изложеност и даље у потпуности покривају износ бруто *NPL* и у новембру су износила 138,7%. Такође, након увођења стандарда Базел III²⁰, показатељ адекватности капитала додатно је повећан и у септембру је износио 22,5%, што указује на високу капитализованост домаћег банкарског сектора.

3. Тржиште непокретности

Цене некретнина повећане су током Т4, а раст је остварен и на годишњем нивоу, другу годину заредом, потврђујући опоравак овог тржишта. На основу раста броја издатих грађевинских дозвола и очекиваног даљег раста тражње за стамбеним кредитима, повољне тенденције се очекују и у наредном периоду.

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



Мерена индексом *DOMex*²¹, просечна цена некретнина у Србији у Т4 повећана је за 1,6%. Цене некретнина повећане су у свим регионима осим у јужној и источној Србији. Раст цена у Т4 био је најизраженији у региону Шумадије и западне Србије (4,3%), док су цене у војвођанском и београдском региону повећане за 2,3% и 1,0%, респективно. Посматрано на нивоу године, цене некретнина у Србији су у 2017. повећане другу годину заредом (за 1,4%), вођене пре свега растом цена некретнина у Београду.

Просечна цена некретнина у Србији у Т4 износила је 888,8 евра по квадратном метру. Најскупље су

¹⁸ Обухвата привредна друштва и јавна предузећа. Уколико посматрамо само привредна друштва, учешће *NPL* у укупним кредитима у новембру је износило 11,9% и за 5,6 п.п. ниже је него у децембру 2016.

¹⁹ Ако се укључе предузетници и приватна домаћинства, то учешће је смањено за 3,7 п.п., на 6,4%.

²⁰ Регулаторни оквир стандарда Базел III примењује се од 30. јуна 2017. године.

²¹ Овај индекс објављује Национална корпорација за осигурање стамбених кредита, а односи се само на непокретности чија је куповина финансирана осигураним кредитима.

некретнине у београдском региону, чија је цена у просеку у Т4 достигла 1.177,1 евро, што је највиша вредност у протекле четири године. Као и у Т3, цене у београдском региону у Т4 биле су готово двоструко више него у осталим регионима Србије.

За разлику од цена, промет некретнина²² у Т4 је опао у односу на Т3 (за 6,8%), при чему је нижи промет забележен у свим регионима, изузев шумадијског, који је био сличан оном у Т3. И поред тог пада, укупан промет у 2017. био је за 7,3% виши него у 2016.

Број грађевинских дозвола у станоградњи наставио је да расте, па је у прва два месеца Т4 повећан за 3,5% дсз. у односу на Т3, а м. посматрано за 50,4%. Раст активности у сектору грађевинарства праћен је и растом кредитирања предузећа из ове области. При томе, повећано је и пројектно финансирање, у оквиру кога банке, поред кредитирања изградње стамбених објеката, нуде и кредите грађанима за куповину станова у тим објектима.

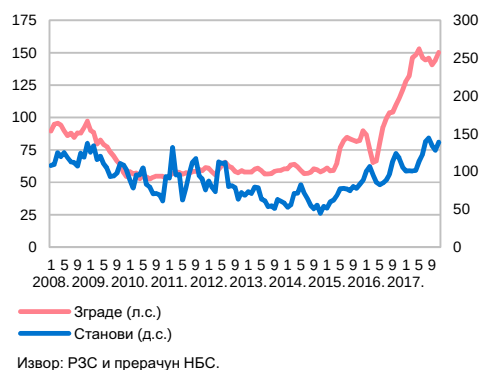
У наредном периоду очекује се убрзање раста тражње за стамбеним кредитима, која ће према последњој ЕИБ-овој *Анкети о кредитној активности у земљама централне и југоисточне Европе* бити нешто виша од просека региона. Расту тражње ће доприносити ниже каматне стопе на стамбене кредите и повољнији изгледи на тржишту некретнина, као и раст запослености и зарада.

4. Агрегатна тражња

Наставак унапређења пословног окружења, бржа реализација инфраструктурних пројеката и повећан прилив СДИ допринели су даљем расту инвестиција у основне фондове, које су, према нашој процени, у највећој мери допринеле расту БДП-а од 0,6% дсз. у Т4. Поред тога, позитиван допринос потекао је и од потрошње домаћинства по основу опоравка на тржишту рада, док је негативан допринос потекао од нето извоза. Бржи раст приватних инвестиција и опоравак инвестиција државе допринели су убрзању раста БДП-а на м. нивоу у Т4, који је, према прелиминарној процени Републичког завода за статистику, износио 2,5%.

Постигнута макроекономска стабилност, спровођење структурних реформи и опоравак на

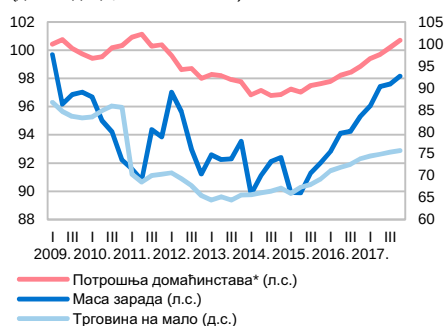
Графикон IV.3.2. Индекси броја издатих дозвола за новоградњу (тримесечни просеци дсз., 2016 = 100)



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



²² Број прометованих непокретности и цена стана по квадратном метру односе се само на некретнине чија је куповина финансирана осигураним кредитима.

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

Извор: РЗС и прерачун НБС.

* Процена НБС за Т4 2017.

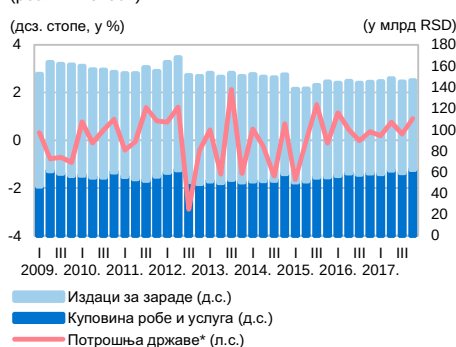
Табела IV.4.1. Кретање главних показатеља и
извора потрошње домаћинства
(реалне мг. стопе раста у %)

	2017.			
	T1	T2	T3	T4
Потрошња домаћинства	2,0	1,6	1,7	1,6*
Показатељи				
Промет у трговини на мало	4,4	4,2	4,1	2,2
Промет у угоститељству	10,7	7,4	7,6	4,9**
Број домаћих туриста	2,7	10,1	7,6	9,8
Број ноћења домаћих туриста	-0,6	10,8	7,5	11,3
Увоз потрошне робе (ВЕС класификација), номинално	3,6	0,1	3,5	-2,2
Извори				
Маса укупних зарада, номинално	6,8	7,4	6,7	5,8
Нето прилив дознака, номинално	8,6	7,5	0,9	22,7
Новоодобрени готовински кредити, номинално	41,9	14,7	9,6	11,5

Извор: РЗС и прерачун НБС.

* Процена НБС.

** Октобар–новембар.

Графикон IV.4.3. Потрошња државе
(реални износи)

Извор: РЗС, Министарство финансија и прерачун НБС.

* Процена НБС за Т4 2017.

тржишту рада, уз повољне монетарне услове, допринеће даљем расту инвестиција и потрошње домаћинства, који би требало да буду носиоци раста БДП-а од око 3,5% у 2018. Позитиван допринос наставиће да пружа и извоз по основу реализације инвестиција у претходном периоду и убрзаног опоравка зоне евра, али ће допринос нето извоза бити умањен услед раста увоза, пре свега опреме и репроматеријала за потребе индустрије.

Домаћа тражња

Наставак опоравка на тржишту рада и повољни монетарни услови и у Т4 позитивно су деловали на потрошњу домаћинства, која је према нашој процени повећана за 0,5% дсз. (допринос БДП-у од 0,4 п.п.). На наставак раста **потрошње домаћинства** указује пре свега кретање у услужним секторима. Тако је промет у трговини на мало реално повећан за 0,4% дсз., а број долазака и ноћења домаћих туриста био је виши за 3,5% дсз. и 4,0% дсз., респективно. Раст потрошње домаћинства на мг. нивоу процењујемо да је износио 1,6% у Т4, уз позитиван допринос БДП-у од 1,1 п.п.

Током Т4, настављен је раст прихода становништва, који су и главни извор потрошње домаћинства. Вођена растом запослености у приватном сектору, номинална маса нето зарада је порасла за 0,9% дсз., а настављен је и раст новоодобрених кредита намењених потрошњи. Поред тога, у Т4 убрзан је и прилив дознака из иностранства у односу на претходно тромесечје.

Поред приватне потрошње, у Т4 порасла је и финална **потрошња државе** (0,9% дсз.), уз позитиван допринос кретању БДП-а од 0,2 п.п. На такво кретање указује повећање издатака за куповину роба и услуга државе. С друге стране, расходи за зараде су и у Т4 смањени, што је резултат наставка смањења броја запослених у јавном сектору. Раст финалне потрошње државе, према нашој процени, убрзан је на мг. нивоу на 3,0%, што је позитивно допринело кретању БДП-а са 0,6 п.п.

Наставак унапређења пословног окружења и повољни монетарни услови утицали су на даљи раст **приватних инвестиција** у Т4. Тај раст је, према нашој процени, износио 4,9% дсз., што је позитивно допринело кретању БДП-а са 0,9 п.п. Допринос укупних инвестиција кретању БДП-а износио је 1,0 п.п., с обзиром на то да раст од 4,6% дсз. бележе и инвестиције државе. На то указује кретање капиталних расхода буџета, који су, захваљујући

појачаној реализацији инфраструктурних пројеката, реално порасли за 4,6% дсз. у Т4. На раст инвестиција нарочито указују повољна кретања у Т4 забележена у грађевинарству, а пре свега реални раст вредности изведених радова од 18,7% мг. Поред тога, порасла је и производња грађевинског материјала, а на наставак позитивних кретања у грађевинарству у наредном периоду указује и даље повећање броја издатих грађевинских дозвола и вредности предвиђених радова по тим дозволама. Уз то, у Т4 забележен је и релативно висок раст увоза опреме (од 11,9% дсз.). На мг. нивоу, након релативно снажног раста у Т3 (9,8%), приватне инвестиције су у Т4 убрзале динамику раста на 15,2%, и позитивно допринеле кретању БДП-а са 2,3 п.п.

Позитивна кретања забележена су и са становишта извора финансирања инвестиција. Поправљање кредитног рејтинга од стране рејтинг агенција, успешно завршена осма ревизија аранжмана с ММФ-ом и смањење премије ризика земље одражавали су повољне изгледе за економски раст и утицали на даљи раст прилива СДИ. У Т4, нето прилив СДИ је надмашио претходна очекивања и износио је 570 млн евра, док је у 2017. достигао 2,4 млрд евра (6,6% БДП-а). Поред тога, у Т4 је повећана и вредност новоодобрених инвестиционих кредита и у односу на исти период претходне године, и у односу на Т3.

Позитиван допринос кретању БДП-а у Т4 процењујемо да је потекао и од **залиха**. На то указује раст залиха готових производа индустрије од 4,2% дсз. у Т4, пре свега енергената и интермедијарних производа.

Нето екстерна тражња

Реални извоз робе и услуга током Т4 остао је на релативно високом нивоу из Т3, захваљујући реализацији инвестиција из претходног периода и расту екстерне тражње из зоне евра и земаља у окружењу, док се лоша пољопривредна сезона одразила на мањи извоз пољопривредних и прехрамбених производа. Истовремено, убрзање раста инвестиција утицало је на раст увоза опреме, док су на већи увоз енергената и репроматеријала утицале повећане потребе прерађивачке индустрије и већа активност у грађевинарству и појединим услужним секторима. У складу с тим, увоз робе и услуга, након пада у Т3, реално је порастао за 2,5% дсз. у Т4. Раст увоза и стагнација извоза робе и услуга имали су за последицу негативан допринос нето извоза кретању БДП-а (1,8 п.п.).

Табела IV.4.2. Показатељи кретања инвестиција

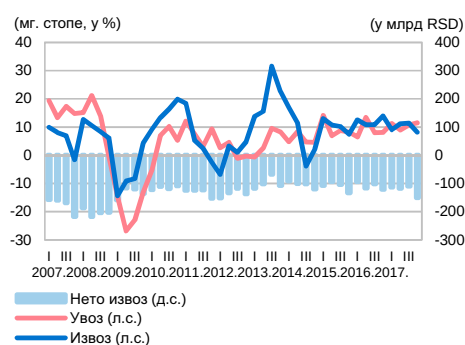
	2016.		2017.			
	IV	I	II	III	IV	
Реални показатељи (дсз. подаци, тромесечни раст, у %)						
Залихе	-1,1	5,7	2,9	1,1	4,2	
индустријских производа						
Индустријска производња	4,3	9,8	-3,3	1,6	-4,4	
капиталних производа						
Извоз	4,9	-2,0	4,0	3,1	10,7	
средстава за рад*						
Увоз	0,5	0,1	7,7	-4,0	11,9	
средстава за рад*						
Залихе	-0,8	3,1	7,6	-0,7	-2,2	
капиталних производа						
Индустријска производња	0,9	5,1	5,0	-0,4	-0,4	
интермедијарних производа						
Извоз	8,9	8,3	5,6	1,1	2,4	
интермедијарних производа*						
Увоз	6,8	4,4	4,1	1,6	2,5	
интермедијарних производа*						
Залихе	2,0	3,6	6,1	2,0	4,5	
интермедијарних производа						
Индустријска производња	-1,0	2,0	-0,4	0,2	2,3	
грађевинског материјала						
Залихе грађевинског	4,3	3,6	2,3	-0,4	2,6	
материјала						
Инвестиције државе**	-2,8	-6,3	3,0	1,2	4,6	

Извор: РЗС и прерачун НБС.

* Извоз и увоз су изражени у еврима.

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

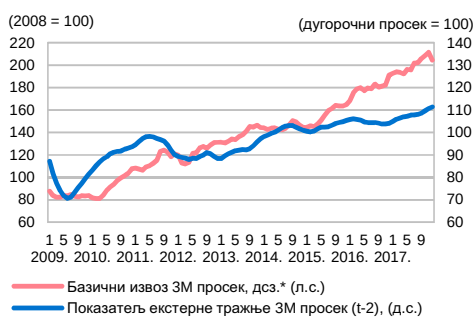
Графикон IV.4.4. Извоз и увоз робе и услуга*
(у сталним ценама претходне године, реф. 2010)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

* Процена НБС за Т4 2017.

Графикон IV.4.5. Кретање показатеља екстерне тражње и базичног извоза Србије



Робни извоз изражен у еврима у Т4 незнатно је смањен (0,3% дсз.) у односу на Т3, што је у највећој мери последица нижег извоза пољопривредних и прехранбених производа. С друге стране, извоз прерађивачке индустрије је и у Т4 наставио раст (2,9% дсз.) који је остао широко дисперзован, с обзиром на то да је забележен у 16 од 23 области. Највећи допринос том расту потекао је од извоза моторних возила, чему је поред Фијата допринео и наставак раста извоза осталих компанија из аутомобилске индустрије. Укупан извоз Фијата у 2017. години смањен је за 161,9 млн евра, али је то смањење надокнађено растом извоза осталих компанија за 367,0 млн евра.

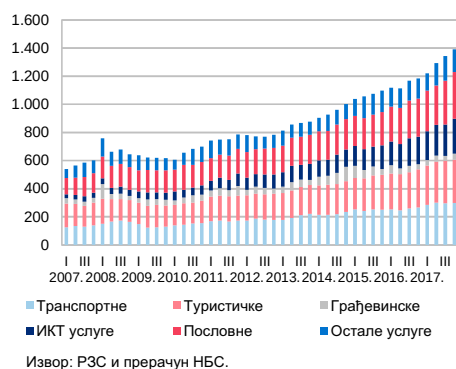
Поред аутомобилске индустрије, у Т4 је повећан и извоз основних метала, чему је у одређеној мери погодовао и раст цене челика и бакра на светском тржишту. Поред тога, настављен је и раст извоза нафтних деривата, производа од метала, гуме и пластике и хемијских и фармацеутских производа, а опоравак је, након пада у Т3, забележен и у извозу машина и опреме и намештаја. С друге стране, поред хране, смањен је и извоз дуванских производа и рачунара и електронских производа.

Раст извоза у Т4 настављен је и код услуга (3,5% дсз.), при чему је највећи допринос потекао од извоза информационо-комуникационих услуга (1,8 п.п.). Поред тога, раст је наставио да бележи и извоз туристичких и пословних услуга, а опоравак је забележен и у извозу грађевинских и транспортних услуга. Посматрано на мг. нивоу, извоз услуга је у Т4 убрзао раст на 17,2% (са 12,4% у Т3). Према прелиминарним подацима, укупан извоз услуга у 2017. износио је око 5,2 млрд евра и надмашио је укупан увоз услуга за око 950 млн евра, тако да је настављен тренд суфицита у размени услуга са иностранством присутан од 2011. године.

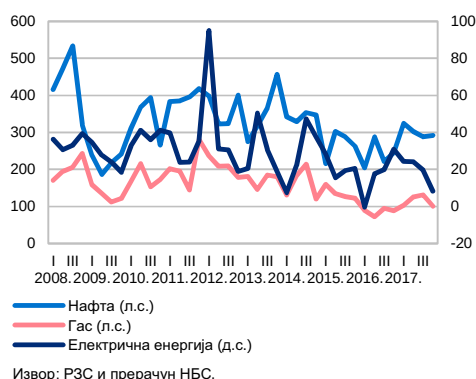
Робни увоз изражен у еврима је у Т4 порастао за 4,7% дсз., при чему је задржана његова релативно повољна структура. Раст увоза је и у Т4, слично као и током већег дела 2017, био вођен повећаним увозом опреме (11,9% дсз.), што указује на раст инвестиција, као и вишим увозом репроматеријала (2,9% дсз.). С друге стране, смањен је увоз потрошне робе (2,2% дсз.).

На слична кретања указује и структура увоза посматрано по намени ЕУ, према којој је на раст увоза највише утицало повећање увоза капиталних добара и

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



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



енергената. Притом, у случају енергената, порастао је увоз сирове нафте, што је делом резултат повећања домаће прераде, а делом и раста њене цене на светском тржишту. С друге стране, смањен је увоз природног гаса, на шта се у одређеној мери одразило и топлије време у Т4 у односу на вишегодишњи просек.

Робни извоз је у децембру, према дсз. подацима, био 98,4% изнад свог преткризног нивоа²³, док је робни увоз надмашио свој преткризни ниво за 18,4%. Покривеност робног увоза извозом, мерено 12-месечним покретним просеком, у децембру је износила 78,1%, односно 86,6% када се укључе и услуге.

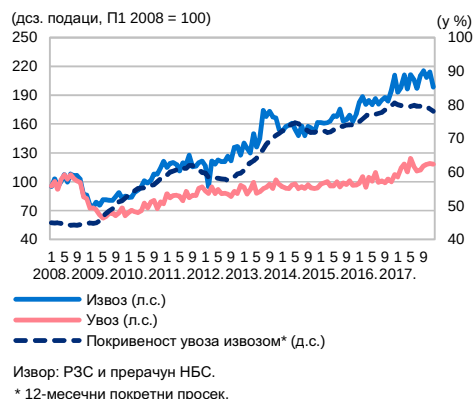
5. Економска активност

Наставак опоравка грађевинарства и већа активност у услужним секторима допринели су расту БДП-а у Т4 од 0,6% дсз. Према прелиминарној процени Републичког завода за статистику, м.г. раст БДП-а у Т4 додатно је убрзан – на 2,5%, захваљујући расту грађевинарства и већине услужних сектора. Према нашој процени, у 2018. очекује се убрзање раста БДП-а на око 3,5%. Томе би требало да допринесу повољне тенденције у прерађивачкој индустрији, наставак раста грађевинарства и услужних сектора, опоравак рударства и енергетике, као и ниска база код пољопривреде.

Започети опоравак у грађевинарству додатно је убрзан у Т4, што је уз раст активности у услужним секторима позитивно допринело расту БДП-а од 0,6% дсз. у Т4. Захваљујући оствареном расту у Т4, економска активност додатно је порасла изнад свог преткризног нивоа²⁴ – 4,7% мерено БДП-ом и 6,6% мерено НДВ-ом.

Према прелиминарној процени Републичког завода за статистику, раст БДП-а у Т4 износио је 2,5% м.г. и убрзан је у односу на Т3 (2,1% м.г.), чему је допринео бржи раст у грађевинарству (допринос 0,7 п.п.) и у већини услужних сектора (1,6 п.п.). Позитиван допринос наставила је да пружа и индустрија (0,7 п.п.), док је пад забележен у пољопривреди. Посматрано на нивоу године, раст БДП-а у 2017, према прелиминарној процени Републичког завода за статистику, износио је 1,9%.

Графикон IV.4.8. Робна размена у еврима



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

	2016.		2017.		
	T4	T1	T2	T3	T4*
БДП (у %, дсз.)	0,2	0,4	0,4	1,1	0,6
Пољопривреда	-0,2	-0,4	-0,5	0,1	0,1
Индустрија	0,2	0,3	0,4	0,2	-0,3
Грађевинарство	-0,1	0,1	0,1	0,2	0,2
Услуге	0,2	0,2	0,4	0,4	0,4
Нето порези	0,1	0,2	0,1	0,1	0,1

Исвор: РЗС и прерачун НБС.

* Процена НБС.

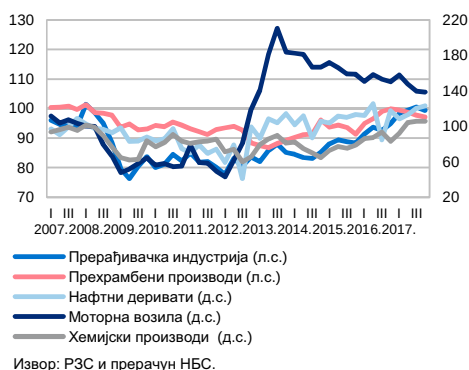
Графикон IV.5.1. Кретање показатеља економске активности



²³ Ниво из П1 2008.

²⁴ Ниво из П1 2008.

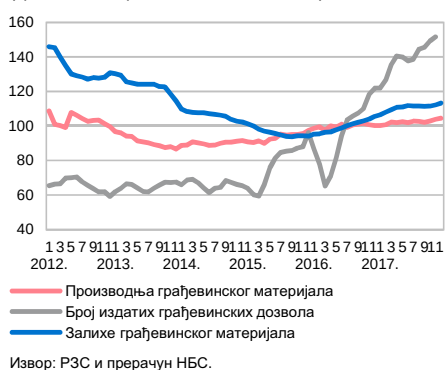
Графикон IV.5.2. Физички обим производње по гранама прерађивачке индустрије (дсз. подаци, П1 2008 = 100)



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



Графикон IV.5.4. Показатељи грађевинске активности (тримесечни просеци дсз., 2016 = 100)



Након раста током прва три тромесечја 2017, индустријска производња је у Т4 смањена за 2,1% дсз. Физички обим производње у **прерађивачкој индустрији** у Т4 био је нижи за 1,2% дсз. него у претходном тромесечју. Настављен је раст производње нафтних деривата, производа од гуме и пластике, хемијских и фармацеутских производа, као и опоравак производње основних метала. Поред тога, убрзан је раст производње грађевинског материјала и намештаја, што се може повезати с повољним кретањима у грађевинарству. Негативан допринос кретању физичког обима производње у Т4 потекао је од производње хране, што је у великој мери последица лоше пољопривредне сезоне. Смањена је и производња производа од метала и машина и опреме и електричне опреме. Посматрано на мг. нивоу, раст физичког обима прерађивачке индустрије у Т4 износио је 5,0% и забележен је у 16 од 24 области.

Мања експлоатација угља и основних метала одразила се на пад физичког обима производње у **рударству** (1,4% дсз.) у Т4. Такође, након два тромесечја раста, у Т4 је смањен физички обим производње у сектору **снабдевања електричном енергијом, гасом и паром** (2,6% дсз.). Посматрано на мг. нивоу, физички обим производње у сектору рударства наставио је да расте (5,4%), уз позитивна кретања у већини области, док је физички обим производње у сектору снабдевања електричном енергијом, гасом и паром смањен за 2,5%.

Захваљујући бржој реализацији инфраструктурних пројеката, започети опоравак **грађевинарства** из Т3 настављен је и у Т4. Према нашој процени, раст грађевинарства у Т4 износио је 5,2% дсз., што је позитивно допринело расту БДП-а са 0,2 п.п. Производња грађевинског материјала у Т4 је повећана за 2,3% дсз., а на наставак повољних трендова у наредном периоду указује и даљи раст броја издатих грађевинских дозвола, који је у Т4, према нашој процени, повећан за 4,2% дсз. Посматрано на мг. нивоу, сектор грађевинарства је убрзао раст у Т4 на 15,0% и позитивно допринео кретању БДП-а са 0,7 п.п.

Највећи позитивни допринос тромесечном расту БДП-а у Т4 потекао је од **услугиних сектора** (0,6 п.п.), услед наставка раста домаће тражње по основу опоравка тржишта рада. Позитивна кретања настављена су у сектору трговине, на шта указује

раст промета у трговини на мало од 0,4% дсз. у Т4. Поред тога, број долазака туриста у Т4 порастао је за 1,4% дсз., а број њихових ноћења за 2,1% дсз., што указује на даљи раст активности у сектору услуга смештаја и исхране.

Према процени Републичког завода за статистику, физички обим **пољопривреде** у 2017. години смањен је за 10%, што је пре свега последица мање производње главних ратарских култура – кукуруза (пад од 45,5%), пшенице (21,0%) и соје (20,0%). Мања производња забележена је и код појединих воћарских култура (јабука, малина, шљива), док је, с друге стране, производња у виноградарству повећана. Према нашој процени, производња у сточарству је стагнирала, јер је мања производња свињског меса надокнађена већом производњом осталих врста меса.

Према нашој процени, у 2018. очекује се убрзање раста БДП-а на око 3,5%. Томе би, поред *carry-over* ефекта²⁵ по основу бржег раста грађевинарства и услужних сектора у Т4, требало да допринесу и наставак раста у прерађивачкој индустрији и очекивани опоравак у секторима рударства и енергетике. Такође, под претпоставком просечне пољопривредне сезоне, позитиван допринос расту БДП-а по основу ниске базе очекујемо и од пољопривреде.

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



Табела IV.5.2. Пољопривредна производња

	Пожњевене површине (у хил. хектара)		Просечни принос (тона/хектар)		Производња (хил. тона)		Год. раст (у %)
	2016.	2017.*	2016.	2017.*	2016.	2017.*	
Пшеница	595,1	557,7	4,8	4,1	2.884,5	2.277,7	-21,0
Кукуруз	1.010,1	1.007,4	7,3	4,0	7.376,7	4.021,9	-45,5
Соја	182,4	203,1	3,2	2,3	576,4	461,3	-20,0
Сунцокрет	200,3	221,7	3,1	2,4	621,1	540,6	-13,0
Шећерна репа	49,2	54,2	54,5	46,4	2.683,9	2.513,5	-6,3
Шљива	77,9	77,9	5,9	4,2	463,1	330,6	-28,6
Јабука	23,7	23,7	13,8	12,9	328,4	306,6	-6,6
Малина	11,0	11,0	5,6	5,2	61,9	57,6	-6,9
Грожђе	21,2	21,2	6,9	7,8	145,8	165,6	13,5

Извор: РЗС.

* Процена РЗС.

²⁵ Видети *Осврт* 3, стр. 40.

Осврт 3: Утицај ефекта тенденције из претходне године (*carry-over* ефекта) на стопу раста БДП-а

Годишња стопа раста БДП-а одређена је не само његовом динамиком у текућој већ и у претходној (базној) години. Ако се пође од тога, годишњи раст БДП-а, рачунат на бази његовог десезонираног тромесечног нивоа, може се декомпоновати на тзв. „преносни” (*carry-over*) ефекат, односно одступање нивоа достигнутог у Т4 од просека претходне године, и на ефекат његове тромесечне динамике у текућој години. Иако се ефекат тенденције из претходне године често губи из вида, он може у нешто већем обиму да утиче на годишњу стопу раста БДП-а.

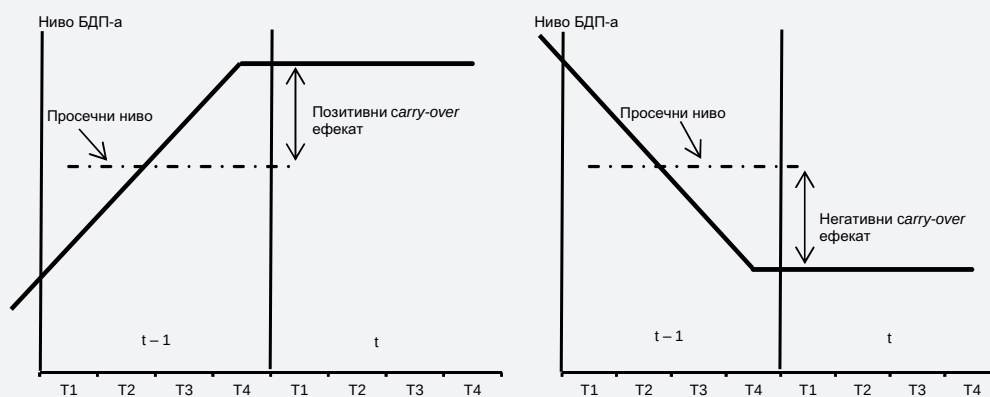
Уопштено посматрано, *carry-over* ефекат процењује колика би била годишња стопа раста БДП-а под претпоставком да се економска активност у свим тромесечјима посматране године у просеку задржи на десезонираном нивоу реализованом у последњем тромесечју претходне године.

Ако се пође од претходног, остварени годишњи раст БДП-а у години t може се представити на следећи начин:

$$\begin{aligned} \Delta \text{БДП}_{t/t} - 1 &= \frac{\overline{\text{БДП}}_t - \overline{\text{БДП}}_{t-1}}{\overline{\text{БДП}}_{t-1}} * 100 = \frac{\overline{\text{БДП}}_t - \overline{\text{БДП}}_{t-1}^{T4} + \overline{\text{БДП}}_{t-1}^{T4} - \overline{\text{БДП}}_{t-1}}{\overline{\text{БДП}}_{t-1}} * 100 = \\ &= \underbrace{\frac{\overline{\text{БДП}}_{t-1}^{T4} - \overline{\text{БДП}}_{t-1}}{\overline{\text{БДП}}_{t-1}} * 100}_{\text{Ефекат тенденције из претходне године — } carry\text{-over} \text{ ефекат}} + \underbrace{\frac{\overline{\text{БДП}}_t - \overline{\text{БДП}}_{t-1}^{T4}}{\overline{\text{БДП}}_{t-1}} * 100}_{\text{Ефекат текуће године}} \end{aligned}$$

На основу приказане једначине, може се закључити да, **ако је десезонирани БДП у Т4 претходне године ($\overline{\text{БДП}}_{t-1}^{T4}$) изнад просечног тромесечног десезонираног БДП-а у тој години ($\overline{\text{БДП}}_{t-1}$), *carry-over* ефекат ће за текућу годину бити позитиван** (Графикон О.3.1). Други део, представљен у виду „ефекта текуће године”, огледа се у доприносу расту који потиче од тенденција у кретању БДП-а у текућој години и добија се као однос просечног БДП-а у тој години ($\overline{\text{БДП}}_t$) и БДП-а оствареног у последњем тромесечју претходне године ($\overline{\text{БДП}}_{t-1}^{T4}$).

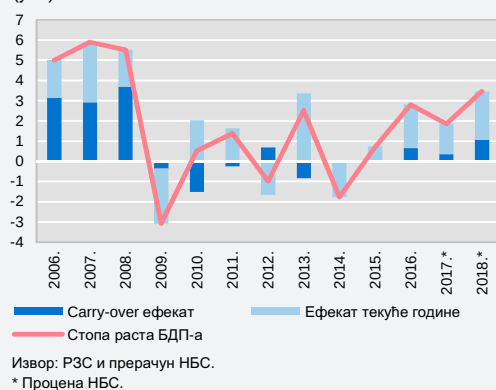
Графикон О.3.1. Деловање *carry-over* ефекта



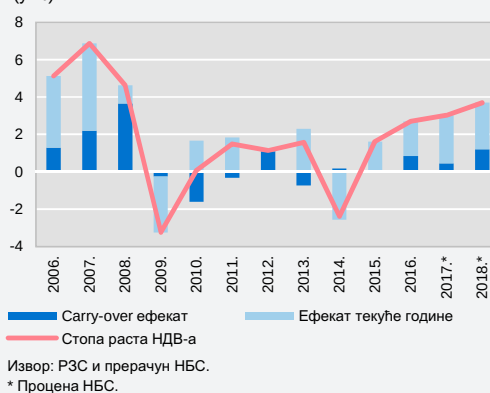
Извор: ECB Monthly Bulletin December 2001.

Као последица утицаја светске економске кризе од Т4 2008, преносни ефекат у 2009. је негативан, а услед неповољних тенденција у 2009. години битно је умањено и остварене позитивне помаке у погледу динамике БДП-а у 2010. У периоду од 2012. до 2014. године, утицај *carry-over* ефекта је варирао, углавном у зависности од ефекта хидрометеоролошких услова, посебно на пољопривредну производњу у 2012. години, што се види из динамике раста БДП-а и НДВ-а.

Графикон О.3.2. Утицај *carry over* ефекта на динамику раста БДП-а (у %)

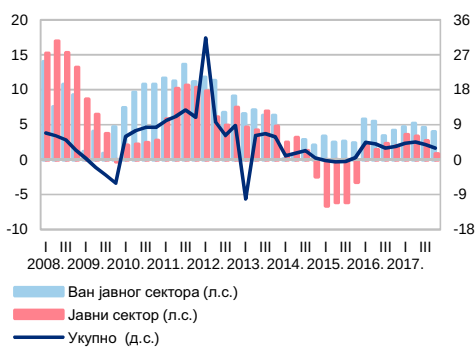


Графикон О.3.3. Утицај *carry over* ефекта на динамику раста НДВ-а (у %)



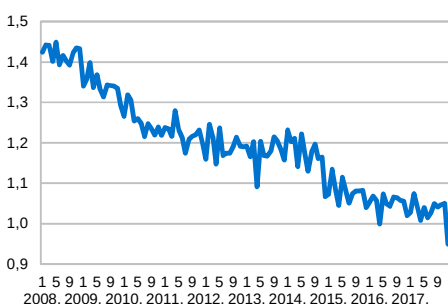
У 2016. и 2017. *carry-over* ефекат је позитиван, што очекујемо да ће се наставити и у овој години. Позитиван *carry-over* ефекат иначе сигнализира да би привредни раст у текућој години требало да се убрза, а за ову годину процењујемо да је он највиши од периода кризе. Када је у питању БДП, процењујемо да он у овој години износи око 1,1 п.п., док је код НДВ око 1,2 п.п. Томе доприноси, пре свега, опоравак грађевинарства у П2 2017, као и убрзање раста услужних сектора током Т4.

Графикон IV.6.1. Кретање номиналне нето зараде (мг. стопе раста)



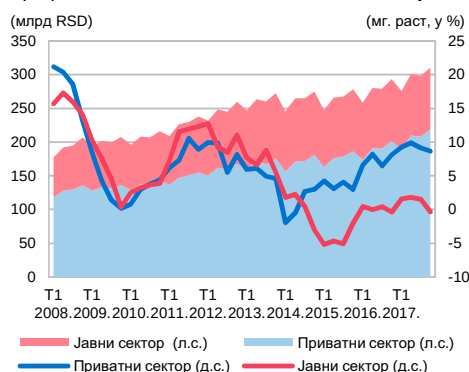
Извор: РЗС и прерачун НБС.

Графикон IV.6.2. Однос просечне номиналне нето зараде у јавном сектору и ван јавног сектора



Извор: РЗС и прерачун НБС.

Графикон IV.6.3. Номинална нето маса зарада



Извор: РЗС и прерачун НБС.

6. Кретања на тржишту рада

Тренд позитивних кретања на тржишту рада настављен је и у Т4, уз даљи раст запослености у приватном сектору и пад незапослености. Повећање продуктивности допринело је смањењу јединичних трошкова рада укупне економије и побољшању екстерне трошковне конкурентности.

Зараде и продуктивност рада

Наставак раста економске активности и повећање зарада у јавном сектору у децембру утицали су да номинална нето зарада у Т4 порасте за 0,5% дсз. у односу на Т3. Њен раст је у Т4 настављен и на мг. нивоу (3,0%), уз наставак раста у приватном (4,0%) и јавном сектору (0,8%). Просечна зарада у приватном сектору је у децембру за око 5% надмашила просечну зараду у јавном сектору.

Номинална нето зарада у Т4 повећана је на мг. нивоу у већини сектора привреде. Сходно очекивањима, раст зараде је забележен у секторима који су у великој мери допринели расту економске активности, попут прерађивачке индустрије, услуга смештаја и исхране, трговине, информисања и комуникација. С друге стране, ниже номиналне зараде у Т4 забележене су у сектору пословања некретностима, саобраћају и здравству.

Виша просечна зарада и већа запосленост у приватном сектору допринели су и повећању укупне номиналне масе зарада у Т4 за 0,9% дсз., а њен раст настављен је и на мг. нивоу (5,8%). Просечна номинална нето зарада исплаћена у Републици Србији у Т4 износила је 49.602 динара и била је за 3,0% већа него у истом периоду претходне године.²⁶

У септембру 2017, Социјално-економски савет Републике Србије донео је одлуку о повећању минималне цене рада без пореза и доприноса за обавезно социјално осигурање са 130 на 143 динара нето по сату, које ступа на снагу од јануара 2018. Поред тога, изменама и допунама Закона о порезу на доходак грађана повећан је и неопорезиви износ зараде са 11.790 динара на 15.000 динара, који ће се примењивати почев од исплате зараде за јануар 2018.

Продуктивност укупне економије је наставила да расте у Т4, што се одразило на смањење јединичних

²⁶ Републички завод за статистику је најавио да ће почетком 2018. бити промењена методологија обрачуна просечних зарада, при чему ће се користити подаци Пореске управе.

трошкова рада укупне економије за 0,8% дсз. и побољшање трошковне екстерне конкурентности.

Запосленост

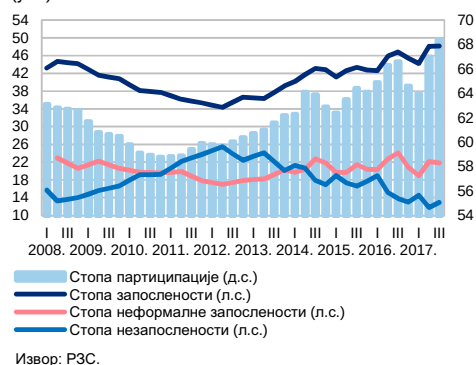
Према подацима Републичког завода за статистику, добијеним из базе Централног регистра обавезног социјалног осигурања, укупна формална запосленост је у Т4, као и током целе 2017, наставила да бележи мг. раст. Тај раст је био вођен већом запосленošћу у приватном сектору, чему је у највећој мери допринео даљи раст економске активности, док је запосленост у јавном сектору смањена услед даље рационализације броја запослених. Запосленост код правних лица и број приватних предузетника и запослених код њих наставио је раст, док је број индивидуалних пољопривредника и у Т4 био у паду.

Највећи раст запослености у Т4 забележен је у прерађивачкој индустрији, услугама смештаја и исхране и у информисању и комуникацијама, тј. секторима који су, према нашој процени, највише допринели расту БДП-а у 2017. С друге стране, мањи број запослених забележен је у пољопривреди и грађевинарству, делом и услед сезонских кретања, као и код државне управе и у здравству.

Наставак спровођења активних мера на тржишту рада (сајмови запошљавања, обуке и преквалификације), уз веће потребе привреде за запошљавањем допринели су даљем паду броја незапослених. Према подацима Националне службе за запошљавање, у децембру 2017. било је 618.827 незапослених, што је за 82.120 незапослених мање него на крају 2016. Притом, у новембру број незапослених износио је 617.376, што је најнижи ниво у последњих двадесет година. Мањи број незапослених забележен је код готово свих група занимања, при чему се, слично као и у претходним тромесечјима, највеће смањење односило на занимања повезана с прерађивачком индустријом, трговином и угоститељством.

На даљи опоравак на тржишту рада указују и резултати *Анкете о радној снази*, која укључује и оцене о кретањима на неформалном сегменту тржишта рада. Према последњим резултатима, у Т3 2017, стопа партиципације је повећана на 68,4%, што је њен највиши ниво од 2014, тј. од када постоје упоредиви подаци. На највиши ниво од почетка 2014. порасла је и стопа запослености, која је износила 48,2%, што је за 1,4 п.п. више на мг. нивоу. На то да је раст запослености у посматраном периоду био

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



Извор: РЗС.

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

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

Извор: РЗС и Национална служба за запошљавање.

опређен повећањем формалне запослености, указује и смањење неформалне стопе запослености за 2,3 п.п., на 21,8%. Према истом извору, стопа незапослености у Т3 износила је 12,9% и била је за 0,9 п.п. нижа него у истом периоду претходне године.

7. Међународно окружење

БДП у зони евра је и у П2 2017. задржао релативно снажан темпо раста, уз повољније изгледе за наредни период од претходно очекиваних, чему доприносе опоравак тржишта рада, повољни финансијски услови и бржи глобални раст. То се прелило и на економску активност у региону централне и југоисточне Европе, где су повољнија како остварена кретања, тако и изгледи за наредни период. Убрзање раста и повољнији изгледи очекују се и у САД, пре свега као резултат усвојене пореске реформе, која би поред позитивних ефеката на инвестиције и потрошњу у земљи требало да допринесе и бржем глобалном расту.

Инфлација је на глобалном нивоу нешто виша него у претходном периоду, али се још увек у већини земаља не очекују јачи инфлаторни притисци. Водеће централне банке су наставиле да воде дивергентне монетарне политике, али су глобални финансијски услови и даље повољни захваљујући још увек изузетно ниским каматним стопама и побољшаним изгледима за глобални привредни раст. Бржи привредни раст зоне евра од очекиваног, заједно са релативно стабилним изгледима за раст САД, допринели су јачању евра у односу на долар у 2017, након три године његовог знатног слабљења. Период од претходног извештаја обележио је и раст цена примарних производа, пре свега нафте.

Економска активност

Раст БДП-а у зони евра у Т3 настављен је истим темпом као и у Т2 (0,7% дсз.), подржан наставком раста приватне потрошње и опоравком нето извоза. Позитивна кретања на тржишту рада, повољни монетарни услови и наставак раста потрошачког поверења деловали су на даљи раст приватне потрошње, док је убрзање глобалног раста, посебно у азијским земљама, допринело расту екстерне тражње и нето извоза. Економски раст је и у Т3 био широко распрострањен међу земљама, при чему је убрзање раста у односу на Т2 забележено у Немачкој и

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



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

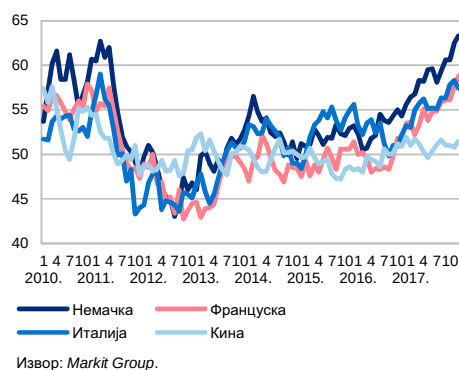


Италији, нашим важним спољнотрговинским партнерима. Повољна кретања из ТЗ настављена су и у Т4, па је тако, према прелиминарној процени *Eurostat*-а, раст БДП-а у зони евра у Т4 износио 0,6% дсз. Притом, економски раст је и у Т4 остао широко распрострањен, на шта указује и кретање водећих показатеља, који су у већини земаља остали близу вишегодишњих највиших вредности, или су их чак надмашили. Тако је композитни индекс економске активности (*PMI Composite*) за зону евра у Т4 (57,2 поена²⁷ у просеку) био на највишем нивоу још од почетка 2011, док је индекс економских услова (*Economic Sentiment Indicator*) достигао највишу тромесечну вредност (114,9 поена²⁸) још од краја 2000.

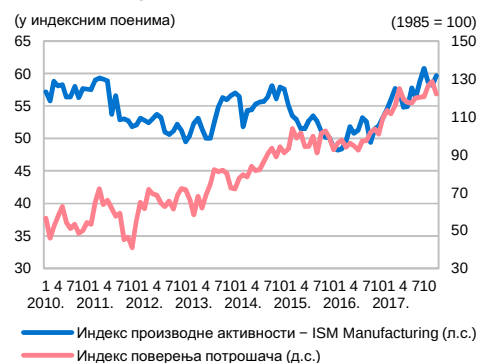
Добри економски резултати у ТЗ и повољна очекивања за Т4 утицали су и на ревизију навише изгледа раста БДП-а зоне евра у 2017 – према прелиминарној процени *Eurostat*-а, он је износио 2,5%, што је највиша стопа раста од 2007. Према прогнозама ММФ-а и *Consensus Forecast*-а, сличан темпо раста (2,2–2,3%) очекује се и у 2018. Привредни раст је у већој мери ревидиран навише (за 0,3–0,5 п.п.) у односу на претходна очекивања због већег очекиваног позитивног деловања екстерне тражње, која ће притом у већој мери деловати у кратком року него у средњем року. Због тога се у 2019. очекује и благо успоравање раста БДП-а, на 1,8–2,0%, али су у односу на претходну пројекцију изгледи повољнији (за 0,2–0,3 п.п.). Наставку раста БДП-а у зони евра у средњем року требало би да допринесе даљи раст домаће тражње, подржан наставком опоравка тржишта рада, ниским каматним стопама, већом профитабилношћу компанија, као и већа екстерна тражња по основу очекиваног убрзања глобалног раста.

Слично као у зони евра, у Т3 **раст БДП-а** је и у САД задржао темпо из Т2 (0,8% дсз.), захваљујући у највећој мери наставку раста приватне потрошње и инвестиција и бржем расту извоза. Према прелиминарној процени америчког Бироа за економске анализе, раст БДП-а у Т4 износио је 0,6% дсз. и, слично као и претходних тромесечја, био је вођен приватном потрошњом и инвестицијама. Повељна кретања на тржишту рада настављена су и у Т4, уз даљи пад стопе незапослености (за 0,1 п.п., на 4,1% у децембру) и раст броја нових радних места

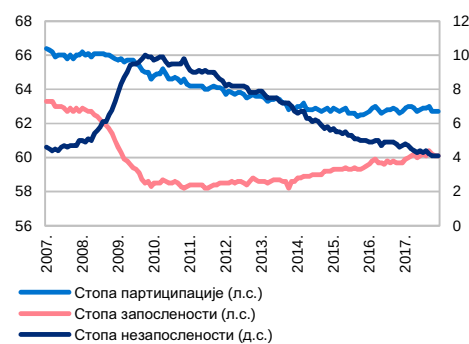
Графикон IV.7.3. Водећи показатељи сектора
производње по земљама – *PMI Manufacturing*
(у индексним поенима)



Графикон IV.7.4. Водећи економски показатељи у САД



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



²⁷ Вредност индекса изнад 50 поена указује на експанзију, а испод 50 поена на смањење економске активности.

²⁸ Индекс је конструисан тако да дугорочни просек износи 100 поена.

ван пољопривреде (око 200.000 у просеку у Т4), што је, уз високо поверење потрошача, позитивно деловало на приватну потрошњу. Инвестиције су и у Т4 наставиле да се опорављају, захваљујући повољним условима финансирања и већој профитабилности компанија.

Посматрано на нивоу године, раст БДП-а САД у 2017. (2,3%) убрзан је у односу на 2016. (1,5%), што је у највећој мери резултат опоравка инвестиција и убрзања раста извоза. Изгledi раста за 2018. и 2019. према јануарској процени ММФ-а, још су повољнији (2,7% и 2,5%, респективно) и значајно су ревидирани навише у односу на октобар (по 0,5 п.п.), а сличан раст се предвиђа и према јануарском *Consensus Forecast*-у (2,7% и 2,4%, респективно).

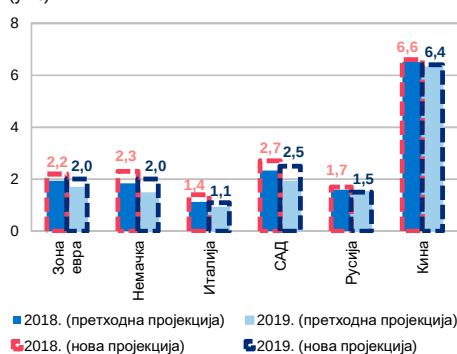
Табела IV.7.1. Процена привредног раста по земљама (у %)

	Октобар 2017.		Јануар 2018.	
	2018.	2019.	2018.	2019.
Пољска	3,5	3,3	3,8	3,3
Чешка	3,1	2,7	3,3	2,8
Мађарска	3,4	3,0	3,6	2,8
Албанија	4,0	-	3,8	3,9
Бугарска	3,4	3,1	3,6	3,2
БиХ	3,1	-	3,0	3,0
Македонија	3,3	-	3,2	3,4
Румунија	3,9	3,5	4,5	3,6
Словенија	3,3	2,7	3,7	3,0
Хрватска	2,7	2,6	2,8	2,7

Извор: *Consensus Forecast*.

Повољна економска кретања у зони евра позитивно су се одразила на раст инвестиција и извоза земаља **централне Европе**, што је, уз наставак раста приватне потрошње, подржане даљим опоравком тржишта рада, утицало на **задржавање снажне динамике раста БДП-а и у ТЗ**. Највиши раст БДП-а, од 5,2% м.г., остварила је Пољска, док је убрзање раста у односу на Т2 забележено у Чешкој (са 3,4% на 4,7% м.г.) и Мађарској (са 3,3% на 3,9% м.г.). Јануарска прогноза раста БДП-а за регион као целину у 2017, према *Consensus Forecast*-у, ревидирана је навише у односу на октобар, за 0,3 п.п., на 4,3%, а за 2018. за 0,2 п.п., на 3,6%, док се према првој процени у 2019. очекује раст од 3,2%.

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



Извор: ММФ WEO (октобар 2017) и ММФ WEO Update (јануар 2018).

Домаћа тражња је и у ТЗ била главни покретач **раста БДП-а у региону југоисточне Европе**, што је резултат даљег опоравка тржишта рада и наставка раста инвестиција. Позитиван допринос наставио је да пружа и извоз, захваљујући снажној екстерној тражњи по основу убрзања раста у ЕУ, али је раст увоза опреме за потребе реализације инвестиционих пројеката умањио позитиван допринос нето извоза БДП-у. Највиши раст у региону, од 8,8% м.г., забележен је у Румунији, захваљујући пре свега расту приватне потрошње. Раст БДП-а за регион као целину за 2017, према јануарском *Consensus Forecast*-у, ревидиран је навише у односу на октобар (за 0,7 п.п., на 4,9%), док се у 2018. и 2019. очекује успоравање раста на 3,8% и 3,3%, респективно.

Раст **БДП-а Русије** у ТЗ износио је 1,8% м.г. и био је претежно вођен наставком раста приватне потрошње, којој је погодовао пад инфлације и постепени опоравак на тржишту рада. Позитиван допринос потекао је и од нето извоза, као резултат раста цене

нафте, а у мањој мери позитивно су допринеле и инвестиције, на које је повољно деловало снижавање каматних стопа. Опоравак цене нафте, ниска инфлација и монетарна релаксација требало би да пружи подршку расту БДП-а и у 2018. и 2019, који би према јануарском *Consensus Forecast*-у требало да износи 1,9% и 1,8%, респективно, а према ММФ-у 1,7%, и 1,5%, респективно.

Кинеска привреда је, у складу с планом, у 2017. наставила да ребалансира структуру свог раста, па је тако забележен бржи раст финалне потрошње у односу на инвестиције, односно услужних сектора у односу на индустрију. Темпо раста БДП-а у Т4 следио је динамику из Т3 од 6,8% м.г., док је, захваљујући нешто повољнијим кретањима у ПП, на нивоу године забележен раст од 6,9%. Према јануарској прогнози ММФ-а, раст БДП-а би у 2018. требало да успори на 6,6%, а према *Consensus Forecast*-у на 6,5%, по основу очекивања да ће монетарна политика наставити да делује рестриктивно.

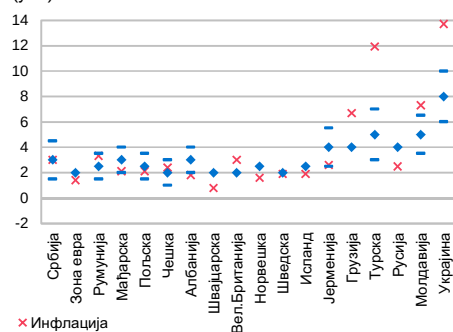
Кретање инфлације

Инфлација је на глобалном нивоу нешто виша него у претходном периоду, пре свега због виших цена енергената. Међутим, убрзање глобалног привредног раста још увек није проузроковало јаче инфлаторне притиске. У европским земљама чије централне банке настоје да остваре циљану инфлацију, крајем 2017. године у 8 од 18 земаља, укључујући и Србију, циљ за инфлацију био је постигнут.

Упркос релативно снажном темпу привредног раста, инфлација у **зони евра** била је испод циља, „близу али испод 2%”. Међутим, у 2017. години била је виша (1,5% м.г.) него у 2016. (0,3% м.г.) првенствено због раста цена енергената. Базна инфлација од 1,0% м.г. у 2017. била је само благо виша у односу на 2016. (0,9% м.г.). Током Т4, инфлација се кретала од 1,4% до 1,5% м.г. Када су у питању главни спољнотрговински партнери Србије, инфлација у Немачкој је током Т4 била у распону од 1,5% до 1,8% м.г., као и у претходном тромесечју, док је у Италији смањена на око 1% м.г. Аналитичари оцењују да се разлог још увек релативно ниске инфлације у зони евра у највећој мери налази у апрецијацији евра и чињеници да је, упркос ниској незапослености (најнижој од 2009), раст зарада и даље умерен. Процењују да је апрецијација евра у 2017. „померила” очекивани раст инфлације и да ће она и током 2018. бити испод циља, а тек од наредне године да ће умерено расти.

Графикон IV.7.7. Инфлација и циљ по земљама у децембру 2017.

(у %)



Извор: Eurostat и веб-сајтови централних банака.

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



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



Због виших цена нафте и прехранбених производа, ЕЦБ је у децембру кориговала навише своју пројекцију инфлације за 2018. годину, на 1,4%, са 1,2%, колико је предвиђала у септембру 2017. Пројекцију за 2019. годину није мењала (1,5%), док за 2020. годину очекује просечну инфлацију од 1,7%. ЕЦБ очекује да ће постепен раст инфлације и њено приближавање циљу бити подстакнут мерама монетарне политике, континуираним привредним растом, постепеним смањењем неискоришћених привредних капацитета и растом зарада. Инфлациона очекивања стручних прогнозера²⁹ су у јануару у односу на октобар повећана за 0,1 п.п. за 2018. и 2019. годину, на 1,5% и 1,7%, респективно. За 2020. годину остала су на 1,8%. Дугорочна инфлациона очекивања која се односе на 2022. годину задржана су на 1,9%. Ова дугорочна очекивања, добијена на основу анкете, и даље су нешто виша од дугорочних тржишних очекивања, која су са 1,67%, колико су износила у октобру, до краја јануара повећана на 1,73%.³⁰

У већини земаља **централне и источне Европе**, инфлација је током Т4 била виша него у претходном тромесечју. У Пољској је у децембру износила 2,1% мг, након 2,5% у новембру, што је био њен највиши ниво у последњих пет година, пре свега због раста цена хране. У Румунији и Бугарској, инфлација је повећана током Т4 на највиши ниво од 2013. године (2,6% и 1,9% мг, респективно), због раста домаће тражње. На највиши ниво од 2013. инфлација је повећана и у Македонији (2,4% мг. у децембру). У Хрватској и БиХ такође је била виша него у Т3 и износила је просечно мг. 1,5% и 1,3%, респективно. С друге стране, инфлација је у Мађарској и Црној Гори до краја године смањена на 2,2% и 2,9% мг, респективно. Инфлација је смањена и у Русији, на 2,5% мг. у децембру, због јачања валуте и јефтине хране услед добре пољопривредне сезоне. Како ефекти ових фактора буду слабили, централна банка Русије очекује постепен раст инфлације и њен повратак на циљ од 4,0%. У Турској је инфлација и даље двоцифрена (11,9% мг. у децембру), уз растући тренд базне инфлације. Централна банка сматра да је кумулативни ефекат депрецијације турске лире кључни покретач инфлације, али да јој делом доприноси и агрегатна тражња.

Инфлација у САД крајем 2017. године повећана је, и у децембру је износила 2,1%. И на годишњем нивоу,

²⁹ ECB Survey of Professional Forecasters (SPF).

³⁰ The five-year, five-year breakeven forward.

просечна мг. стопа инфлације у 2017. била је виша од остварене у 2016. (2,1% наспрам 1,3%). С друге стране, базна инфлација у 2017. износила је 1,8% и била је за 0,4 п.п. нижа него у 2016. Међутим, индикативан је раст базне инфлације у децембру, за 0,3 п.п. у односу на новембар, што је највећи раст базне инфлације у последњих 11 месеци. То је повећало очекивања да је виша инфлација одржива и да ће се она у 2018. кретати око циља ФЕД-а захваљујући опоравку тржишта рада, расту цена примарних производа, слабљењу долара и фискалним стимулансима.

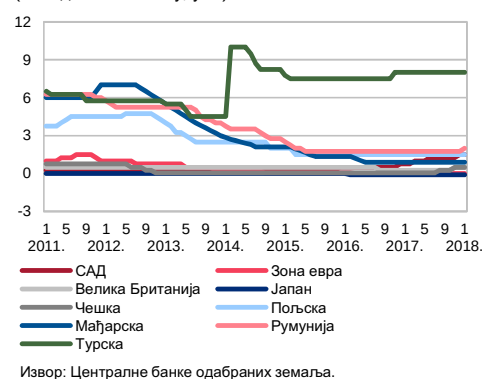
Монетарна политика

Дивергентност монетарних политика водећих централних банака, ЕЦБ-а и ФЕД-а повећана је од претходног извештаја, с обзиром на то да се зона евра и САД налазе у различитим фазама привредног циклуса.

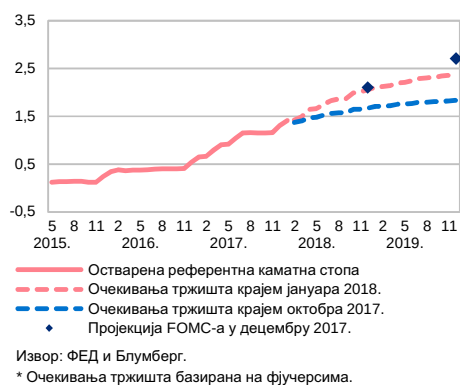
ЕЦБ је током Т4 задржала каматне стопе на историјски најнижем нивоу (висину референтне каматне стопе на нули, а стопу на депозитне олакшице испод нуле) и наставила да спроводи нето куповине ХоВ, мада у смањеном износу од почетка ове године (30,0 млрд евра), и у том износу ће их спроводити до краја септембра 2018. Уколико буде потребно, ЕЦБ је истакла да ће овај стимулативни програм повећати и/или продужити све док се инфлација не буде налазила на путањи одрживог раста који је у складу са инфлационим циљем. Истовремено, истакла је да ће након окончања нето куповина ХоВ спроводити реинвестирање главница доспелих ХоВ у оквиру овог програма током дужег периода времена. Такође, ЕЦБ је наставила да спроводи главне операције рефинансирања и тромесечне (*LTRO*) операције рефинансирања по фиксној стопи без унапред објављеног износа и уз прихватање целе тражње, докле год је то потребно, а најкраће до краја последњег обрачунског периода обавезне резерве у 2019. години. Према оцени ЕЦБ-а, то ће допринети очувању повољних услова финансирања, који су још увек потребни да би се инфлација вратила на циљ.

Почетком децембра, ЕУ и Велика Британија су постигле споразум о условима Брегзита, што је основа за преговоре о прелазном периоду и будућем трговинском споразуму. Централна банка Енглеске донела је одлуку о повећању референтне каматне стопе са 0,25% на 0,50%. Реч је о првом повећању референтне каматне стопе од јула 2007. године, након

Графикон IV.7.10. Кретање референтних стопа по земљама
(на годишњем нивоу, у %)



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



што је августа 2016. године каматна стопа смањена за 0,25 п.п., непосредно након Брегзита. Такође, једногласно је донета одлука да се програм куповине обвезница задржи на нивоу од 435 млрд фунти.

У складу с очекивањима, **ФЕД** је у децембру повећао циљани распон референтне каматне стопе (1,25%–1,5%) имајући у виду раст економске активности и даље јачање тржишта рада. Такође, у складу с раније објављеним планом, ФЕД од октобра 2017. смањује свој биланс, који је током светске економске кризе повећан са 800 млрд долара на 4,5 трилиона долара. Оно што је извесно јесте да ће биланс ФЕД-а и након планираног смањења бити знатно већи него што је био пре кризе. Према плану, умањење месечног износа који се реинвестира треба да се повећава свака три месеца за 10 млрд долара, све док не достигне 50 млрд долара крајем 2018. године (од тог износа, 60% ће се односити на државне ХоВ, а 40% на хипотекарне ХоВ). Након тога ће се примењивати износ месечног смањења од 50 млрд долара докле год то, према оцени ФЕД-а, буде потребно. Смањење биланса ФЕД-а током Т4 није знатно и већина аналитичара га тумачи као сигнал тржишту да се ФЕД не жури да биланс врати у нормалу. Ипак, поједини аналитичари сматрају да би планиранио смањење биланса ФЕД-а од октобра 2017. до краја 2018. године, могло имати већи ефекат него што је тржиште претпоставило.

Када је у питању 2018. година, снажнији привредни раст од очекиваног, пад стопе незапослености и подаци о расту инфлације крајем 2017. године утицали су на раст очекивања да би ФЕД у марту могао поново да повећа референтну каматну стопу. За целу годину ФЕД и даље очекује три повећања (а у 2019. два повећања) референтне стопе. Децембарске прогнозе чланова *FOMC*-а сигнализирају да ће средина интервала референтне стопе ФЕД-а у 2018. достићи вредност од 2,1%, а у 2019. 2,7%, што је непромењено у односу на прогнозе из септембра. Очекивања тржишта крајем јануара била су већа него пре три месеца и приближила су се путањи референтне стопе из последње (децембарске) пројекције ФЕД-а. Аналитичари ипак процењују да су у 2018. могућа и четири повећања, имајући у виду опоравак економије и ефекте пореске реформе на потрошњу и инвестиције ове године.

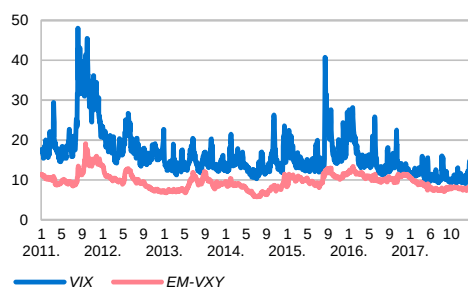
Монетарне политике централних банака земаља **централне и источне Европе** почеле су да се разликују у зависности од економских услова у свакој

појединачној земљи. Једна од ретких која још увек није мењала монетарну политику је Народна банка Пољске, чија се референтна каматна стопа налази на минимуму од 1,5% већ три године.

С друге стране, Чешка народна банка је међу првима од европских централних банака започела да заштрава монетарну политику у августу 2017, због очекиваног раста инфлације услед раста зарада и потрошње. Референтну каматну стопу поново је повећала у новембру за 25 б.п., на 0,5%. Дискусија о новом повећању се водила и у децембру, с тим да је ипак одлучено да се с таквом одлуком сачека, због јачања круне већег од очекиваног. Почетком фебруара 2018, централна банка Чешке је одлучила да повећа референтну стопу за 25 б.п., на 0,75%. Поред Чешке народне банке, и Народна банка Румуније започела је циклус заштравања монетарне политике, као што се и очекивало. Она је у јануару повећала референтну каматну стопу за 25 б.п., на 2,0%. Претходно, током Т4 није мењала висину референтне стопе, али је у октобру и новембру сузила коридор каматних стопа за укупно 50 б.п., на $\pm 1,0$ п.п. Рестриктивну монетарну политику и даље мора да води Централна банка Републике Турске због двоцифрене укупне и базне инфлације, које су последица слабљења лире. Централна банка Турске није мењала референтну каматну стопу (8,0%), али је повећала каматну стопу на „касне” кредитне олакшице које се могу користити између 16ч. и 17ч. (*late liquidity window*) за 50 б.п., на 12,75%.

Супротно томе, смањење инфлације омогућило је Банци Русије да настави са ублажавањем монетарне политике. Референтну каматну стопу смањила је два пута током Т4, најпре за 0,25 п.п., а потом за 0,50 п.п. (више од очекивања аналитичара), на 7,75%. Тиме је Банка Русије шест пута смањила референтну стопу у прошлој години и најавила нова смањења за 2018. годину. Иако није мењала висину референтне каматне стопе (0,9%), Мађарска централна банка такође је наставила да релаксира монетарну политику, али неконвенционалним мерама с циљем подстицања кредитне активности и привредног раста. Од почетка ове године почела је да купује хипотекарне ХоВ рочности најмање три године, при чему ће у Т1 2018. организовати аукције петогодишњих и десетогодишњих каматних свопова у укупном износу од око 1,2 млрд долара. Такође, истакнуто је да је релаксација монетарних услова потребна како би се достигао циљ за инфлацију ($3\% \pm 1$ п.п.) до средине 2019.

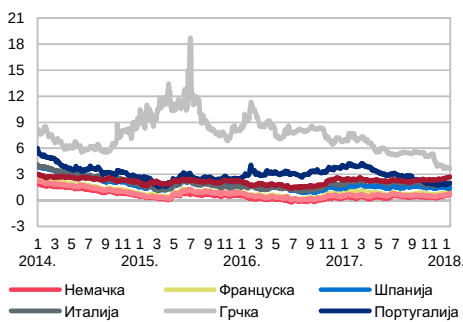
Графикон IV.7.12. Имплицитна волатилност међународног финансијског тржишта* (у %)



Извор: Блумберг.

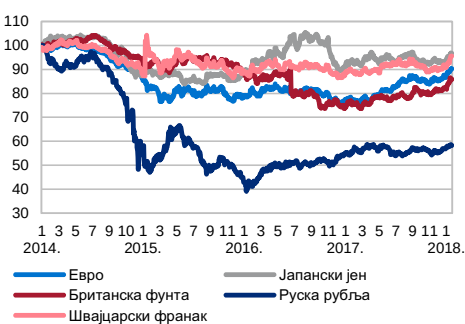
* VIX (Chicago Board Options Exchange Market Volatility Index) мера је имплицитне волатилности S&P 500 индекса опција; EM-VXY (JPMorgan emerging markets implied volatility index) мера је агрегатне волатилности валута земаља у успону на бази тромесечних форвард опција.

Графикон IV.7.13. Принос на десетогодишње обвезнице по земљама (дневни подаци, у %)



Извор: Блумберг.

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



Извор: ММФ.

* Раст представља апрецијацију.

Финансијска и робна тржишта

Упркос смањењу експанзивности монетарне политике ФЕД-а, глобални финансијски услови и даље су повољни, пре свега захваљујући експанзивној монетарној политици ЕЦБ-а. Поред тога, још увек релативно ниски инфлаторни притисци остављају простор и знатном броју других централних банака да и даље монетарном политиком стимулишу привредни раст својих економија.

Оптимизам због убрзања глобалног привредног раста утицао је на неубичајено ниску волатилност финансијских тржишта. Имплицитна мера волатилности финансијских тржишта (VIX) средином септембра пала је на око 10% и око тог нивоа наставила да се креће до краја 2017. и почетком 2018. године. Поред тога, мера волатилности валута земаља у успону (EM-VXY) наставила је да се креће на релативно ниском нивоу од око 8%, а у јануару се у неколико наврата спуштала и испод 7,5%. Истовремено, оптимизам у погледу привредног раста и раст инфлације утицали су на раст приноса на америчке државне ХоВ, међу којима је двогодишња државна ХоВ у новембру прешла 2,0% први пут од почетка економске кризе. Расли су и приноси на реперне америчке десетогодишње ХоВ – током Т4 и јануара 2018. повећани су са 2,3% на 2,6%. Тиме је разлика између њих и приноса на немачке државне хартије расла, да би се крајем године стабилизovala на око 2 п.п. Током јануара су расли приноси на обе ове ХоВ, па је разлика између њих остала непромењена. У условима слабења долара, цена злата је током Т4 порасла за 0,6%, а затим током јануара за додатних 3,7%.

Светска банка упозорава да неубичајено ниска волатилност финансијских тржишта и релативно високе цене активе носе ризик изненадних тржишних прилагођавања.³¹

Током Т4, настављено је јачање евра према долару за 1,6%. Један од главних покретача тог јачања био је бржи раст зоне евра од очекиваног, због кога је тржиште процењивало да ће ЕЦБ брже излазити из програма квантитативног попуштања. Планови ЕЦБ-а изнети након састанка у октобру да ће продужити програм квантитативног попуштања најраније до септембра 2018. прекинули су тај тренд и довели до слабења евра, али само привремено. Евро је поново

³¹ Global Economic Prospects. Broad-Based Upturn but for How Long? A World Bank Group Flagship Report, January 2018.

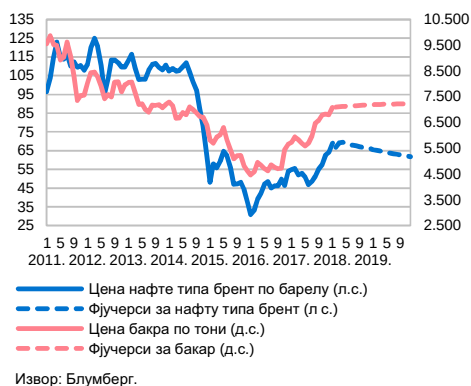
почео да јача од новембра, како су подаци о привредном расту (посебно Немачке) све више указивали на могућност да раст зоне евра буде бржи од раста САД. Током већег дела децембра, није било фактора који би утицали на веће осцилације вредности долара и евра, с обзиром на то да су одлуке обе водеће централне банке биле у складу са очекивањима тржишних учесника. Година је завршена с курсом од близу 1,2 долара за евро, што представља апрецијацију евра од 12,1%, након три претходне године његовог слабљења. Током јануара настављено је јачање евра према долару (за 3,7%), који је пао на најнижу вредност у последње три године.

Цена нафте на светском тржишту наставила је раст (18,2%) започет у Т3. Флукуирајући у распону од 56 до 67 долара по барелу, просечна цена нафте у Т4 износила је 61,4 долара по барелу, што је за 18,7% више од просечне цене у Т3 (51,7 долара по барелу). На кретање цене нафте на светском тржишту утицали су и фактори на страни понуде, и фактори на страни тражње. Средином октобра, цена нафте почела је да расте услед очекиваног продужења договора чланица ОПЕКС-а и Русије о смањењу производње након марта 2018. Затим је договор постигнут у новембру о смањењу производње сирове нафте за 1,8 млн барела дневно до краја 2018. утицао да се просечна цена нафте у децембру креће око 64 долара по барелу. Такође, расту цене нафте у овом периоду допринео је и вишенедељни узастопни пад залиха нафте у САД. Крајем децембра, након експлозије на нафтоводу у Либији, цена нафте порасла је на близу 67 долара за барел. У првој половини јануара, она прелази 70 долара за барел, првенствено због политичких тензија у Ирану. Поред тога, убрзање глобалног привредног раста и раст тражње погурали су навише цене нафте на светском тржишту.

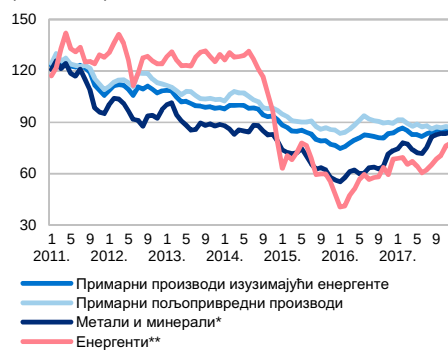
Према индексу цена примарних производа Светске банке, и **цене метала** су наставиле раст из Т3, али знатно споријим темпом (1,7% у поређењу са 15,3%). Тиме су цене метала на светском тржишту биле за 14,4% више него пре годину дана, чему је допринело убрзање привредног раста на глобалном нивоу.

За разлику од претходна три тромесечја, током Т4, мерено ФАО индексом, забележен је пад **светских цена хране** (4,9%). Посебно оштар тромесечни пад имале су цене млечних производа (17,7%), док су раст

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



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



* Бакар, алуминијум, руда гвожђа, олово, никл, цинк, челик и калај.

** Сирова нафта, природни гас и угаљ.

Графикон IV.7.17. Индекс светских цена хране (реално, 2002–2004 = 100)



Извор: FAO, УН.

оствариле само цене житарица, али скроман (0,5%). Иако су цене хране током 2017. у просеку биле на највишем нивоу од 2014. године, оне су за 23% биле испод просечног нивоа достигнутог 2011. године.

Највећи пад током Т4 забележиле су цене млечних производа, због високе понуде и скромне тражње. Међутим, цене млечних производа су у просеку биле за 31,5% више него у 2016. години. Цене житарица су благо повећане током Т4. Огромна понуда утицала је на нижу цену пшенице, док је цена кукуруза повећана у највећој мери због забринутости за временске услове у Аргентини. Током 2017. цене житарица су повећане, али су још увек биле ниже за 37% од максимума достигнутог 2011. године. Индекс цена меса током Т4 је опао због веће понуде говедине, док су цене осталих врста меса биле релативно стабилне, што се приписује уравнотежењу понуде и тражње на светском тржишту. Ипак, током целе 2017. године, цена меса је била већа него 2016. (за 9,0%), али још увек за 4,7% испод просека у последњих пет година (2012–2016). Цена шећера је остала готово непромењена током Т4. Након раста у новембру, она је поново пала у децембру, делом сезонски, а делом због скромне тражње и очекивања знатних вишкова у 2018. години. Цена шећера је 2017. године у просеку била нижа него 2016. за 11,2%, а за 38% нижа од просека достигнутог 2011. године. Пад цене шећера у 2017. углавном је резултат добре жетве у Бразилу, највећем светском произвођачу, и опоравка производње у Индији и Тајланду. Цена уља је током Т4 смањена за 5,4%, на најнижи ниво у последњих пет месеци, због раста понуде. У 2017. цена уља је била нешто већа него у 2016, али је још увек испод максимума забележених 2008. и 2011. године.

V. Пројекција инфлације

И према фебруарској централној пројекцији, мг. инфлација ће до краја периода пројекције (у наредне две године) наставити да се креће у границама циља, $3,0 \pm 1,5\%$. У условима ниских инфлаторних притисака по основу већине фактора из домаћег и међународног окружења и ефекта високе базе код цена воћа и поврћа, а у кратком року и енергије, инфлација ће се током 2018. кретати ближе доњој граници дозвољеног одступања од циља. С друге стране, очекује се постепен опоравак домаће тражње, што би у средњем року требало да утиче на умерен раст инфлације и наставак њеног кретања у границама циља. Ризици остварења пројекције инфлације су симетрични и односе се, пре свега, на даља кретања на светским робним и финансијским тржиштима, а у одређеној мери и на раст регулисаних цена.

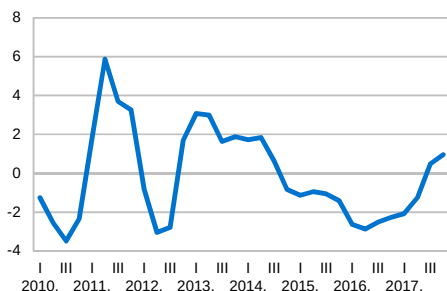
У складу са очекивањима изнетим у претходној пројекцији, требало би да раст БДП-а, након привременог успоравања у 2017. због шокова на страни понуде, током 2018. и 2019. убрза на око 3,5%. Посматрано с расходне стране, раст БДП-а ће бити претежно вођен домаћом тражњом, тј. наставком раста инвестиција и даљим опоравком потрошње домаћинства, уз позитиван допринос и нето извоза. Ризици пројекције БДП-а у текућој и наредној години су симетрични и у највећој мери се односе на економски раст у зони евра и код осталих важних спољнотрговинских партнера Србије, кретања на међународном тржишту примарних производа и међународном финансијском тржишту, а у одређеној мери и на успешност домаће пољопривредне сезоне и темпо опоравка у енергетици.

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

Почетни услови

Инфлација је и у 2017. одржана на ниском и стабилном нивоу. Током целе године, мг. инфлација се кретала у границама циља ($3 \pm 1,5\%$) и у децембру је износила циљаних 3,0%, што је била и њена просечна вредност за 2017. годину. Раст потрошачких цена током Т4 био је нешто мањи од очекивања изнетих у претходном извештају, пре свега због мањег раста цена нафтних деривата. Успоравању мг. инфлације од маја допринела је и висока база код цена свињског меса и нафтних деривата, као и нижа увозна инфлација, која је истовремено допринела успоравању базне инфлације, на 1,3% мг. у децембру, што је најнижи ниво од када се инфлација мери ИПЦ-ом. На ниске инфлаторне притиске указују и инфлациона очекивања финансијског сектора и привреде, усидрена у границама циља, $3,0 \pm 1,5\%$.

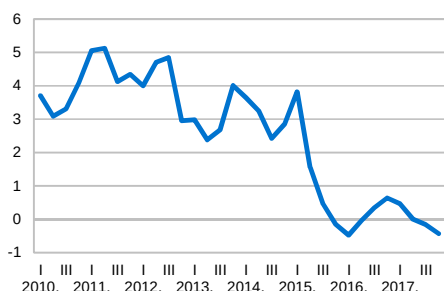
Графикон V.0.1. Индекс монетарних услова* (у %)



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.

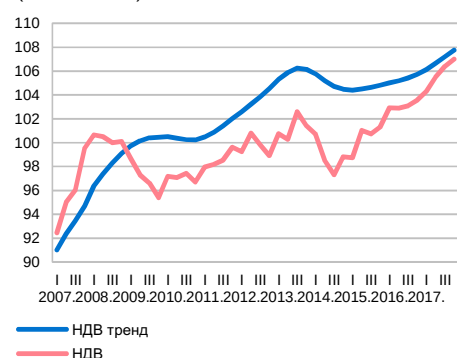
Графикон V.0.2. Реална каматна стопа (у %)



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 (ТЗ 2008 = 100)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

Апрецијацијски притисци на домаћем тржишту, присутни од априла, настављени су и током већег дела Т4. Посматрано крајем периода, динар је у четвртном тромесечју ојачао према еврју за 0,8%, а према долару за 2,2%, пошто је евро наставио да јача према долару. Наставку апрецијацијских притисака доприносили су добри извозни резултати привреде и наставак високих прилива по основу СДИ. С друге стране, сезонски уобичајено, у четвртном тромесечју забележена је већа тражња предузећа за девизама, највише увозника енергената, због чега су се средином новембра појавили депрецијацијски притисци. На депрецијацијске притиске у Т4 утицала је и повећана нето продаја девиза нерезидентима, али су они ублажени већим откупом ефективног страног новца него у Т3, повећањем валутно индексиране активне банака и повећањем понуде девиза страних држављана, углавном туриста. Умерени депрецијацијски притисци су присутни и почетком ове године.

Индекс монетарних услова, који представља комбиновани утицај јаза реалне каматне стопе и јаза реалног девизног курса, од средине 2017. креће се благо изнад неутралног нивоа. На то је у највећој мери утицала номинална апрецијација динара. Јаз реалне каматне стопе остао је негативан, али се током Т4 није проширио, с обзиром на то да је ублажавање монетарне политике референтном каматном стопом пратио и нижи тренд реалне каматне стопе услед пада премије ризика земље.

У Т4, БДП је порастао за 0,6% дсз. и у највећој мери је с производне стране био вођен наставком опоравка грађевинарства и растом активности у већини услужних сектора, чему доприносе наставак раста домаће тражње и позитивни трендови на тржишту рада. Посматрано на мг. нивоу, убрзан је на 2,5%. Позитиван *carry-over* ефекат³², који за ову годину процењујемо на 1,1 п.п., што је највиши ниво од периода кризе, сигнализира да би привредни раст у текућој години требало да се осетно убрза.

Наставак позитивних фискалних трендова током 2017. у највећој мери су определили раст домаће тражње и профитабилности привреде, опоравак тржишта рада и већа ефикасност наплате пореза.³³ Позитивним фискалним трендовима допринио је и пад расхода по основу камата у условима смањених

³² Видети *Осврт* 3, на стр. 40.

³³ Мерено показатељем *C-efficiency*, у 2017. износила је 76,7%, наспрам 75,3% у 2016.

потреба државе за задуживањем и ниже цене задуживања, захваљујући ублажавању монетарне политике Народне банке Србије и паду премије ризика земље. На нивоу опште државе у 2017. остварен је суфицит од 52,3 млрд динара (1,2% БДП-а), први пут од 2005. године, наспрам дефицита од 54 млрд динара у 2016. Притом, ако се изузму расходи за камате, остварен је суфицит на консолидованом нивоу од 3,9% БДП-а. У односу на 2016, укупни приходи су били реално виши за 4,0%, а расходи реално нижи за 1,7%. Позитивна фискална кретања, уз доспеће еврообвезнице у износу од 750 млн долара и ефекте међувалутних промена, утицала су на даљи пад јавног дуга централне државе, који је на крају 2017. износио 23,2 млрд евра, што је за преко 1,6 млрд евра мање него на крају 2016. Његов удео у пројектованом БДП-у износио је 61,5%, наспрам 71,9% крајем 2016.

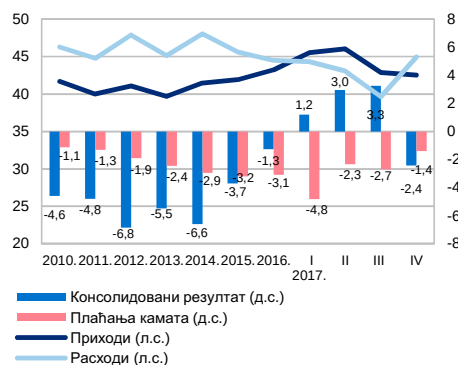
Претпоставке пројекције инфлације

Екстерне претпоставке

Релативно снажан темпо раста БДП-а зоне евра у 2017. (2,5%) требало би да задржи сличну динамику и у 2018. (2,2%). Томе ће у највећој мери и даље доприносити домаћа тражња, подржана наставком опоравка на тржишту рада, повољним условима задуживања и већом профитабилношћу компанија. У кратком року очекује се и позитивно деловање екстерне тражње по основу бржег раста код најзначајнијих трговинских партнера (САД, земље источне Азије), што је главни разлог ревизије навише очекиваног раста БДП-а у 2018. (за 0,4 п.п.) у односу на новембарску пројекцију. Повољнији изгледи раста (за 0,1 п.п.) очекују се и у 2019. (1,8%), при чему је успоравање раста у односу на 2018. у највећој мери последица очекиваног постепеног слабљења ефеката екстерне тражње у средњем року.

Упркос релативно снажном темпу привредног раста, знатнији инфлаторни притисци у зони евра још увек се не очекују. Процењује се да је апрецијација евра у 2017. „померила” очекивани раст инфлације и да ће она и током 2018. бити испод циља, након чега ће умерено расти ка циљу. Поред тога, упркос ниској незапослености (најнижој од 2009), раст зарада је и даље умерен. Ипак, због виших цена нафте и прехранбених производа, ЕЦБ је у децембру кориговала навише своју пројекцију инфлације за 2018. годину, на 1,4%, са 1,2% колико је предвиђала у

Графикон V.0.4. Фискална кретања
(у % БДП-а)



Извор: Министарство финансија.

Табела V.0.1. Претпоставке пројекције

	2018.		2019.	
	Нов.	Феб.	Нов.	Феб.
Екстерне претпоставке				
Раст БДП-а у зони евра	1,8%	2,2%	1,7%	1,8%
Инфлација у зони евра (годишњи просек)	1,3%	1,4%	1,5%	1,6%
Тромесечни EURIBOR	-0,3%	-0,3%	0,0%	-0,1%
Цене примарних пољопривредних производа на светском тржишту (Т4 на Т4)*	10,8%	14,3%	4,6%	4,8%
Цена нафте типа брент по барелу (крај године, у USD)	58	66	57	62
Интерне претпоставке				
Регулисане цене (дец. на дец.)	4,1%	4,1%	4,0%	4,0%
Трендови				
Апрецијацијски тренд реалног курса (просек)	0,5%	0,5%	0,6%	0,6%
Тренд реалне камате (просек)	0,6%	0,4%	0,6%	0,3%

* Композитни индекс цена соје, пшенице и кукуруза.

Извор: НБС, ЕЦБ, Consensus Forecast.

Графикон V.0.5. Претпоставка о инфлацији у зони евра (мг. раст, у %)



септембру 2017. Пројекцију за 2019. годину није мењала (1,5%), док за 2020. годину очекује раст инфлације на 1,7%. ЕЦБ очекује да ће постепено раст инфлације и њено приближавање циљу бити подстакнуто мерама монетарне политике, снажнијим привредним растом, постепеним смањењем неискоришћених привредних капацитета и растом зарада. И инфлациона очекивања стручних прогнозера³⁴, у јануару су у односу на октобар коригована навише за 0,1 п.п. за 2018. и 2019. годину, и то на 1,5% и 1,7%, респективно. За 2020. годину остала су стабилна, на 1,8%. Претпоставка о инфлацији у зони евра (према *Consensus Forecast*-у) повећана је за обе године за 0,1 п.п. у односу на новембарску пројекцију, на 1,4% за 2018. и 1,6% за 2019.

Графикон V.0.6. Претпоставка о кретању светских цена примарних пољопривредних производа (Т4 2013 = 100)



Такође, очекује се да ће ЕЦБ, као што је и најавила, спроводити нето куповине ХоВ до краја септембра 2018, али у смањеном износу (30,0 млрд евра). Према фјучерсима с краја јануара, тромесечни *EURIBOR* ће бити нешто нижи него што се очекивало пре три месеца – негативан током 2018. и прве половине 2019, да би током лета 2019. прешао у позитивну зону.

Цене примарних пољопривредних производа на светском тржишту би према кретању цена фјучерса требало да порасту за око 14% у 2018, што је више у односу на претпоставку из новембарске пројекције (10,8%). С обзиром на то да је текућа глобална пољопривредна сезона надмашила очекивања и утицала на већу понуду примарних пољопривредних производа на светском тржишту, процењени раст њихових цена највероватније се дугује очекиваном расту тражње, пре свега из земаља у успону. Уз претпоставку да ће и наредна пољопривредна сезона бити на нивоу вишегодишњих просека, у 2019. очекујемо успоравање раста светских цена примарних пољопривредних производа на око 5%.

Графикон V.0.7. Претпоставка о кретању светске цене нафте типа брент (USD/барел)



Цена нафте на светском тржишту наставила је раст из друге половине 2017. године, и због фактора на страни понуде, и фактора на страни тражње. Средином октобра прошле године, цена нафте почела је да расте услед очекиваног продужења договора чланица *OPEC*-а и Русије о смањењу производње након марта 2018. Затим је постигнути договор о смањењу производње сирове нафте за 1,8 млн барела дневно до краја 2018. утицао да се просечна цена нафте у децембру креће око 64 долара по барелу.

³⁴ ECB Survey of Professional Forecasters (SPF).

Такође, расту цене нафте у овом периоду допринео је и вишенедељни узастопни пад залиха нафте у САД. Крајем децембра, након експлозије на нафтоводу у Либији, цена нафте порасла је на близу 67 долара за барел. У првој половини јануара, она прелази 70 долара за барел, првенствено због политичких тензија у Ирану. Поред тога, убрзање глобалног привредног раста и раст тражње погурали су навише цене нафте на светском тржишту. Ипак, према нафтним фјучерсима, не очекује се да ће светска цена нафте даље расти. Према последњим расположивим фјучерсима, крајем ове године износиће око 66 долара за барел, а крајем 2019. око 62 долара за барел.

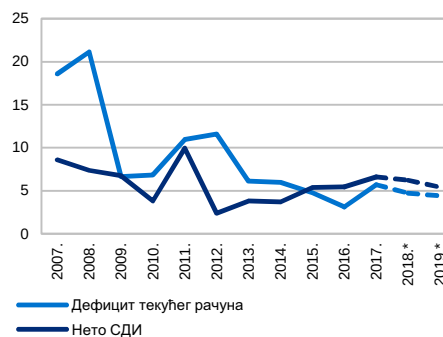
Интерне претпоставке

Цене примарних пољопривредних производа³⁵ на домаћем тржишту су у Т4 порасле мање него што смо очекивали у новембарској пројекцији (0,6%, наспрам 2,4%). Наиме, с обзиром на лошију домаћу пољопривредну сезону, очекивали смо већи раст ових цена током Т4, али до њега није дошло због пада цена пољопривредних производа на светском тржишту током новембра и децембра. И у наредном периоду очекујемо да ће цене на домаћем тржишту следити динамику са светског тржишта, с обзиром на њихову повезаност, тако да очекујемо њихов раст у текућој години, који ће бити настављен и у наредној години, али нешто умеренијим темпом.

Претпоставка пројекције је наставак постепеног затварања производног јаз³⁶, који се за Т4 2017. процењивао на око -0,8%. Тај јаз је отворен од 2008. године и последица је преливања светске финансијске кризе на Србију. Међутим, већ дуже од две године наведени јаз има тренд затварања, а доприноси му опоравак тржишта рада, досадашње ублажавање монетарне политике Народне банке Србије, као и раст екстерне тражње.

У новој пројекцији, претпоставили смо да ће раст регулисаних цена у 2018. износити око 4,0%, уз допринос инфлацији од 0,6 п.п., као и да ће раст бити сличан и у 2019. Притом, највећи допринос требало би да потекне од очекиване корекције цена цигарета по основу повећања акциза у јануару и јулу. Искључиво за потребе пројекције претпоставили смо да ће електрична енергија поскупети по 4% ове и наредне године, као и да ће услед раста светске цене

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



Извор: НБС.
* Пројекција НБС.

³⁵ Мерено композитним индексом пшенице, кукуруза и соје.

³⁶ Производни јаз рачунат је на основу НДВ-а, а као апроксимација производног потенцијала привреде коришћен је тренд НДВ-а оцењен Калмановим филтером.

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

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

Извор: Министарство финансија.

нафте у претходном периоду ове године поскупети гас за домаћинства (допринос инфлацији 0,1 п.п.).

У складу с *Фискалном стратегијом за период од 2018. до 2020.*, као и са осмом ревизијом аранжмана с ММФ-ом, предвиђено је да ће дефицит опште државе у средњем року износити 0,5% БДП-а. Овакав циљани средњорочни ниво дефицита обезбедиће силазну путању јавног дуга у наредном периоду и позитивно би требало да се одрази на премију ризика земље и кредитни рејтинг. У периоду од претходног извештаја, премија ризика земље је додатно снижена, а током јануара, у појединим данима, спустила се и испод 90 б.п. Ако се има у виду очекивано задржавање позитивних макроекономских трендова у наредном периоду, кретање премије ризика земље требало би да остане релативно стабилно по основу домаћих фактора, док међународни фактори могу имати волатилнији утицај, који је тренутно тешко проценити. Поред тога, очекивани наставак раста извоза, уз СДИ, које ће наставити да буду више него довољне да покрију дефицит текућег рачуна платног биланса, додатно ће допринети релативно стабилним кретањима на девизном тржишту у наредном периоду.

Претпоставка пројекције је да ће инфлациона очекивања и у наредном периоду остати усидрена у границама циља, с тим да је могуће да, у складу с очекиваним успоравањем инфлације, током 2018. благо опадну у односу на текући ниво. Такође, претпостављен је и апрецијацијски тренд реалног девизног курса уобичајен за земље у транзицији.

Пројекција

Пројекција инфлације

И према нашој новој централној пројекцији, м.г. инфлација ће до краја периода пројекције наставити да се креће у границама циља, $3,0 \pm 1,5\%$. Притом, у условима ниских инфлаторних притисака по основу већине фактора из домаћег и међународног окружења, затим ефекта високе базе код цена воћа и поврћа, а у кратком року и цена енергије, инфлација ће се током 2018. кретати ближе доњој граници дозвољеног одступања од циља. С друге стране, очекује се постепени опоравак домаће тражње, који би у средњем року требало да утиче на умерен раст инфлације и наставак њеног кретања у границама циља.

Краткорочна пројекција инфлације

У складу с претходним најавама, очекујемо да ће са изласком једнократних поскупљења појединих производа и услуга (нафтних деривата, поврћа и огрева услед хладног времена почетком 2017. и услуга мобилне телефоније) из м.г. обрачуна, од почетка ове године инфлација успоравати и да ће се кретати ближе доњој граници дозвољеног одступања од циља.

Посматрано на тромесечном нивоу, кретање инфлације биће у највећој мери опредељено сезонским растом цена воћа и поврћа, као и очекиваним растом цена цигарета и нафтних деривата (услед корекције акциза). У супротном смеру деловаће сезонски пад цена свежег меса и туристичких пакет-аранжмана.

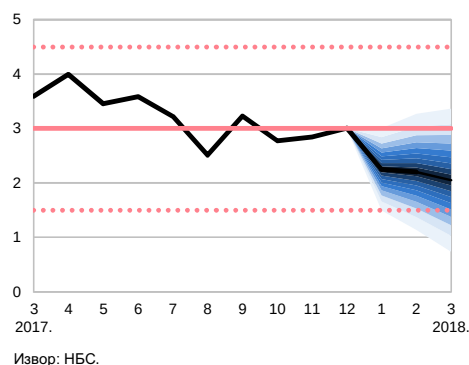
Базна инфлација (тј. промена ИПЦ-а по искључењу цена хране, енергије, алкохола и цигарета), посматрано на м.г. нивоу, остаће ниска и стабилна и током Т1 кретаће се око доње границе дозвољеног одступања од циља.

Средњорочна пројекција инфлације

Очекујемо да ће м.г. инфлација наставити да се креће у оквиру граница циља ($3,0 \pm 1,5\%$) до краја периода пројекције, тј. у наредне две године, за колико пројектујемо инфлацију. У 2018, инфлацију ће успоравати висока база код цена нафтних деривата и других производа који су почетком 2017. године једнократно поскупели, због чега ће се инфлација кретати испод централне вредности циља. С друге стране, постепен опоравак домаће тражње, требало би у средњем року да утиче на умерен раст инфлације и наставак њеног кретања у границама циља.

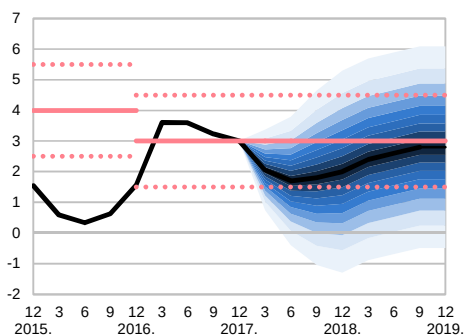
Према нашој процени, домаћа тражња ће у 2018. и 2019. наставити да се опоравља, а дезинфлаторни притисци по основу негативног производног јаза да слабе и да до краја периода пројекције ишчезну. Смањење овог јаза биће подржано позитивним трендовима на тржишту рада, растом плата у јавном сектору и пензија, као и минималне цене рада, досадашњим ублажавањем монетарне политике Народне банке Србије и експанзивном монетарном политиком ЕЦБ-а. Притом, експанзивна монетарна политика ЕЦБ-а доприноси расту економске активности у Србији преко веће екстерне тражње, тј. веће тражње за нашим извозом, али и преко ниских каматних стопа на евроиндексиране кредите, које подстичу кредитну, а тиме и економску активност.

Графикон V.0.9. Краткорочна пројекција инфлације
(м.г. стопе, у %)



Извор: НБС.

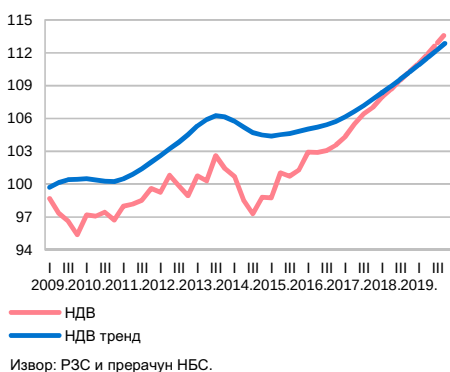
Графикон V.0.10. Пројекција инфлације
(м.г. стопе, у %)



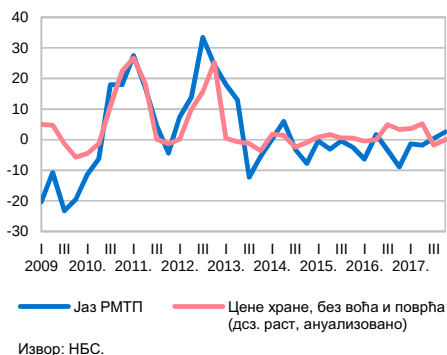
Извор: НБС.

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

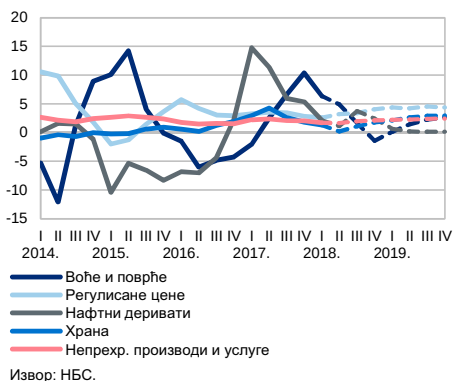
Графикон V.0.11. **Пројектовано кретање производног јаз**
(ТЗ 2008 = 100)



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



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



Процењујемо да се трошкови сировина у производњи хране (мерено јазом РМТП³⁷) тренутно крећу око неутралног нивоа, и да ће се ту задржати у кратком року. Након тога, очекујемо њихов умерен раст, који ће бити опредељен растом тражње у условима повољнијих изгледа глобалног привредног раста. По том основу, а имајући у виду повезаност ових цена са ценама примарних пољопривредних производа на домаћем тржишту, очекујемо раст трошкова у производњи хране на домаћем тржишту током ове године, али ће он бити мањи него што смо претпоставили у претходној пројекцији.

Посматрано по компонентама инфлације, мг. раст **цена прехранбених производа** успораваће се током П1 услед високе базе код цена свињског меса. Након тога, очекује се умерен раст прехранбене инфлације, услед пројектованог раста цена примарних пољопривредних производа и слабљења дезинфлаторних притисака по основу домаће тражње. И мг. **непрехранбена инфлација** успораваће у П1, на шта ће деловати ефекти апрецијације динара из претходног периода и излазак из мг. обрачуна инфлације поскупљења мобилне телефоније из марта 2017. Након тога, до краја периода пројекције очекује се њено релативно стабилно кретање око садашњег нивоа, чему ће допринети опоравак домаће тражње. Као последица високе базе, због неповољних временских услова током 2017, у П1 очекујемо знатно успоравање мг. раста **цена воћа и поврћа**, а с доласком нове пољопривредне сезоне требало би да уследи њихов мг. пад. Процењујемо и да ће мг. раст **цена нафтних деривата** почетком 2018. наставити да успорава, чему ће допринети ефекат високе базе, упркос скоку цене нафте на светском тржишту од средине претходне године, да би у П2, такође по основу базног ефекта, она привремено порасла. Потом, до краја периода пројекције, мг. раст ових цена требало би да буде незнатан, али очекујемо да ће се задржати у позитивној зони.

Неизвесност у погледу остварења пројекције инфлације односи се, пре свега, на даља кретања на светским робним и финансијским тржиштима и последично на цене нафтних деривата и хране на домаћем тржишту, а у одређеној мери и на раст регулисаних цена.

³⁷ Реални маргинални трошкови произвођача прерађене хране (РМТП) рачунају се као однос цена примарних пољопривредних производа и цена хране. Када су ови трошкови нижи од нивоа тренда, отворен је негативан јаз РМТП.

У складу с последњим расположивим информацијама с тржишта фјучерса, претпоставили смо да ће светске цене нафте до краја периода пројекције бити релативно стабилне и чак у благом паду у односу на текући ниво. На раст светске цене нафте током Т4 утицала је пре свега мања понуда, делом због геополитичких тензија, а делом и услед продужетка договора земаља чланица *ОПЕС*-а о ограничавању производње и споријег темпа отварања нафтних поља у САД. Како су ове цене по природи врло променљиве и под утицајем великог броја фактора и на страни понуде и на страни тражње, могуће је да кретање цене нафте у периоду пројекције одступи од претпостављеног. Имајући у виду боље изгледе глобалног раста, на основу чега би се могао очекивати и раст тражње за нафтом, ценимо да су ризици пројекције по овом основу асиметрични навише. Када је реч о ценама примарних пољопривредних производа на светском тржишту, очекује се да ће оне расти у овој и наредној години, чему ће допринети раст тражње у земљама у успону. Међутим, као и у случају нафте, могуће је одступање стварног кретања цена примарних пољопривредних производа од њихове пројекције. С обзиром на то да су у претходних неколико година цене примарних пољопривредних производа на светском тржишту расле мало или су се чак смањивале, док су фјучерси предвиђали раст, процењујемо да су ризици пројекције по овом основу асиметрични наниже.

Ризици пројекције односе се и на кретања на светским финансијским тржиштима, пре свега на карактер монетарних политика ФЕД-а и ЕЦБ-а, и последично на однос евра и долара. Од октобра, ФЕД је почео да смањује реинвестирање доспеле главнице ХоВ купљених током квантитативног попуштања, а у децембру је повећао каматну стопу, што је било треће повећање током 2017. године. То би могло да смањи портфолио инвестиције у земље у успону, укључујући и Србију, и да подстакне депрецијацијске притиске у тим земљама. У супротном смеру делује експанзивна монетарна политика ЕЦБ-а, с обзиром на то да ће програм квантитативног попуштања ЕЦБ примењивати најмање до септембра ове године, с тим да је износ од 60 млрд евра месечно смањен на 30 млрд евра. Ако буде потребно, ЕЦБ је истакла да ће овај стимулативни програм повећати и/или продужити. Ипак, током Т4, очекивало се и да би, услед бољих

економских изгледа за зону евра, ЕЦБ могла да донесе одлуку да не настави с програмом квантитативног попуштања након септембра.

У пројекцији смо користили претпоставку да ће регулисане цене ове и наредне године расти по стопи од око 4,0%. Међутим имајући у виду да су регулисане цене у претходне две године расле мање од пројектованог нивоа, сматрамо да су по овом основу ризици пројекције благо асиметрични наниже.

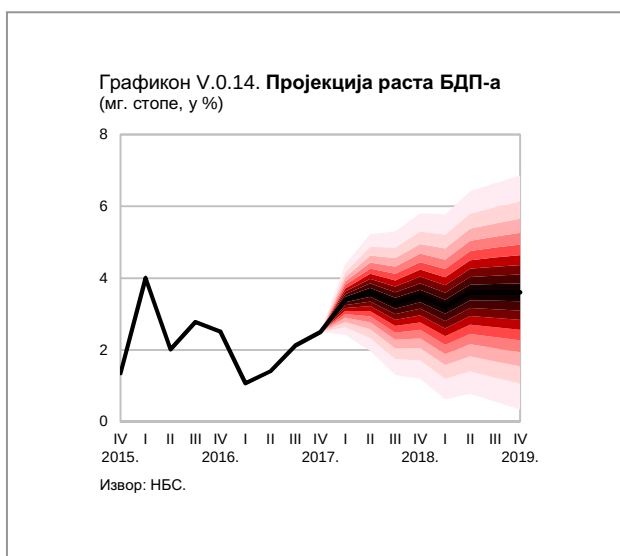
Узимајући у обзир све наведено, оцењујемо да су ризици у погледу остварења пројекције инфлације симетрични.

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

Пројекција БДП-а

Захваљујући јачању домаћих макроекономских фундамената, спровођењу структурних реформи и поправљању инвестиционог амбијента, Србија је у претходним годинама створила основ за убрзање економског раста у средњем року. Имајући у виду наведено, процењујемо да ће раст БДП-а, након привременог успоравања у 2017. због ефеката шокова на страни понуде, у текућој години бити убрзан на око 3,5% и да ће сличну динамику задржати и у 2019.

Раст БДП-а ће и у 2018. бити претежно вођен домаћом тражњом, тј. инвестицијама и даљим опоравком потрошње домаћинстава. Захваљујући наставку унапређења пословног амбијента очекујемо да нето прилив СДИ остане релативно висок (5–6% БДП-а) и пројектно диверсификован, што ће уз интензивнију реализацију инфраструктурних пројеката и повољне



монетарне услове допринети наставку раста инвестиција. Поред тога, даљи раст запослености у приватном сектору, повећање минималне зараде, као и раст пензија и плата у јавном сектору, додатно ће подстакнути раст потрошње домаћинстава.

Позитиван допринос кретању БДП-а у 2018. очекујемо и по основу нето извоза. Томе ће допринети наставак динамичног и широко диверсификованог извоза, пре свега прерађивачке индустрије, подржан реализацијом инвестиција из претходног периода и убрзањем раста у зони евра и региону централне и југоисточне Европе. Истовремено, мада споријим темпом него у 2017, очекујемо и наставак раста увоза, с обзиром на то да ће наставак инвестиционог циклуса утицати на даљи раст увоза опреме, а већа производња у прерађивачкој индустрији и активност у појединим услужним секторима и на већи увоз енергената и репроматеријала. Расту увоза у одређеној мери требало би да допринесе и повећани увоз потрошне робе по основу даљег опоравка потрошње домаћинстава.

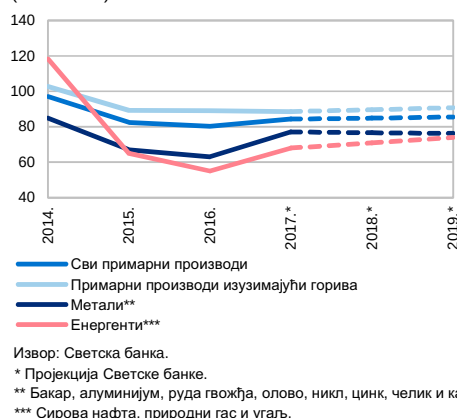
Посматрано с производне стране, требало би да раст БДП-а буде вођен позитивним тенденцијама у прерађивачкој индустрији, којима доприносе реализација инвестиција из претходног периода и наставак раста у зони евра, као и очекиваним наставком опоравка у рударству и енергетици. Поред тога, позитиван допринос расту БДП-а очекујемо и по основу наставка раста у грађевинарству, на шта указује даљи раст броја издатих грађевинских дозвола и предвиђене вредности радова на основу тих дозвола. У сличној мери као и у 2017, позитиван допринос би требало да потекне и од услужних сектора, што је у складу с претпостављеним постепеним опоравком домаће тражње. Такође, под претпоставком просечне пољопривредне сезоне, позитиван допринос расту БДП-а по основу ниске базе очекујемо и од пољопривреде.

Раст БДП-а сличним темпом (око 3,5%) очекујемо и у 2019. Он ће, као и у 2018, бити подржан растом инвестиција и извоза, на које ће наставити позитивно да се одражавају ефекти структурних реформи, прилива СДИ и високе екстерне тражње. Потрошња домаћинстава наставиће свој постепени опоравак по основу даљег опоравка на тржишту рада, што би делом требало да се прелије и на раст увоза потрошне робе. Ипак, очекивани раст увоза ће и даље у већој мери бити вођен повећаним увозом опреме и репроматеријала за потребе индустрије.

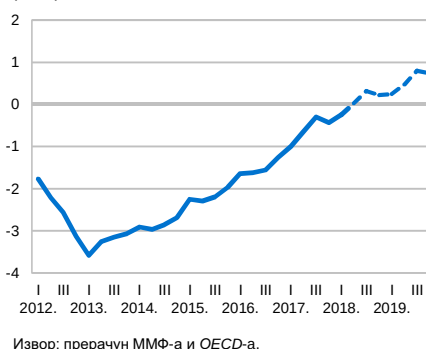
Графикон V.0.15. Доприноси реалном расту БДП-а (у п.п.)



Графикон V.0.16. Пројекција кретања цена примарних производа (2010 = 100)



Графикон V.0.17. Претпоставка о кретању производног јаза за зону евра (ниво)



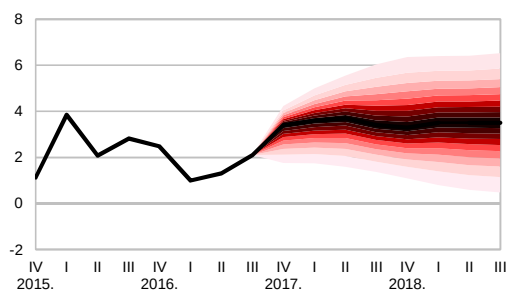
Раст инвестиција и екстерне тражње, као и опоравак потрошње домаћинства, наставиће да подржавају раст прерађивачке индустрије и услужних сектора, који би и у 2019. требало да буде покретач раста БДП-а, посматрано с производне стране.

Ризици пројекције БДП-а у текућој и наредној години су симетрични и односе се на економски раст у зони евра и код осталих важних спољнотрговинских партнера, кретања на међународном тржишту примарних производа и међународном финансијском тржишту, а у одређеној мери и на успешност домаће пољопривредне сезоне и темпо опоравка у енергетици.

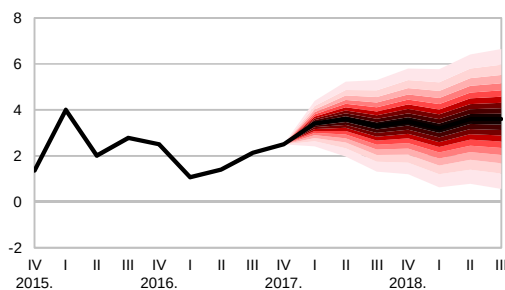
Један од фактора који ће утицати на темпо раста БДП-а у средњем року је екстерна тражња, која у највећој мери зависи од динамике економске активности у зони евра, нашем најзначајнијем спољнотрговинском партнеру. Иако су прогнозе раста БДП-а зоне евра сада знатно повољније него у претходној пројекцији, присутни су ризици који би могли додатно да убрзају или евентуално успоре раст у тој зони, што би се путем веће/мање екстерне тражње одразило и на бржи односно спорији раст БДП-а у Србији у текућој и наредној години. Поред директног ефекта на раст домаћег извоза, бржи раст у зони евра требало би да се прелије и на повољнија економска кретања у земљама централне и југоисточне Европе, с којима такође имамо развијене трговинске односе, и тиме индиректно допринесе расту нашег БДП-а.

На пројекцију раста БДП-а Србије утицаће и кретања на светском тржишту примарних производа, пре свега нафте, а у одређеној мери и основних метала и житарица. У фебруарској пројекцији претпостављена је виша цена нафте него у новембарској, али се током периода пројекције процењује да ће благо опасти. С обзиром на то да цена нафте на светском тржишту може знатно да осцилира у оба смера, њен евентуални раст би у земљама које су нето увозници, а међу којима је и Србија, утицао на нижи реални расположиви доходак и спорији раст БДП-а. С друге стране, евентуални пад цене нафте испод нивоа претпостављеног у пројекцији утицао би на виши реални расположиви доходак становништва и ниже трошкове пословања привреде, што би позитивно деловало на раст БДП-а. За разлику од нафте, чији је нето увозник, Србија је нето извозник основних

Графикон V.0.18. Поређење текуће с претходном пројекцијом раста БДП-а

Новембарска пројекција
(мг. стопе, у %)

Извор: НБС.

Фебруарска пројекција
(мг. стопе, у %)

метала и житарица, тако да би се евентуални раст њихових цена на светском тржишту позитивно одразио на нето извоз и допринео бржем расту БДП-а. У супротном смеру деловао би евентуални пад цена основних метала и житарица на светском тржишту.

С обзиром на то да је Србија мала и отворена привреда, она је у одређеној мери изложена и волатилним кретањима на светском финансијском тржишту, која су последица различитог карактера монетарних политика ФЕД-а и ЕЦБ-а. Постепено смањивање експанзивности монетарне политике ФЕД-а могло би да се одрази на мањи прилив капитала ка земљама у успону, међу којима је и Србија, и у одређеној мери и на успоравање привредног раста, док би у супротном смеру требало да делује и даље експанзивна монетарна политика ЕЦБ-а.

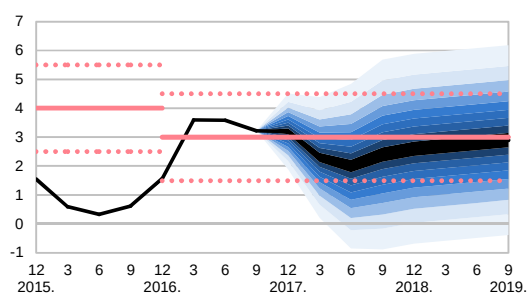
Ризик пројекције БДП-а у одређеној мери се односи и на кретања у секторима пољопривреде и енергетике, које су у већој мери него остали сектори изложени деловању временских услова. Због тога би евентуалне неповољне временске прилике (суша, поплава) могле негативно да се одразе на пољопривредну производњу и успоре започети опоравак у сектору енергетике и раст БДП-а. С друге стране, уколико временске прилике буду у већој мери погодиле пољопривредној производњи, могуће је да њен раст буде изнад вишегодишњих просека, које смо користили као претпоставку пројекције.

Поређење и остварење пројекција инфлације

Нова средњорочна пројекција инфлације нижа је од пројекције објављене у новембарском извештају о инфлацији до краја периода пројекције. Нижа текућа пројекција инфлације првенствено је резултат нижег од очекиваног раста потрошачких цена током Т4 и нижих увозних цена примарних пољопривредних производа изражених у динарима од претходне пројекције. Наиме, иако се у текућој пројекцији, у складу с кретањем фјучерса, очекује раст цена примарних пољопривредних производа на светском тржишту ове и наредне године који је већи од претходне пројекције, номинална апрецијација динара према долару, која је у већој мери

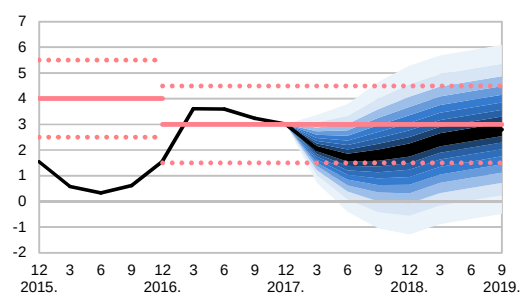
Графикон V.0.19. Поређење текуће с претходном пројекцијом инфлације

Новембарска пројекција
(мг. стопе, у %)

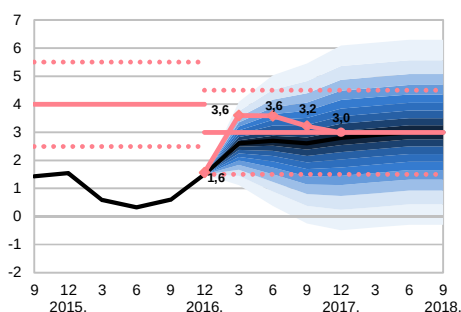


Извор: НБС.

Фебруарска пројекција
(мг. стопе, у %)



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



Извор: НБС.

резултат јачања евра према долару, утиче на њихов нижи раст изражен у динарима. С друге стране, у поређењу с претходном пројекцијом, очекујемо нешто брже затварање негативног производног јаза због бржег од претходно очекиваног раста зоне евра, која је наш најзначајнији трговински партнер. Такође, цене нафте више су него у претходној пројекцији.

Инфлација се у протеклој години дана кретала у границама пројектованог распона из *Извештаја о инфлацији – фебруар 2017*, али изнад централне пројекције, пре свега у П1. На то је у највећој мери утицао раст цена нафтних деривата током 2017. који је био већи од очекиваног, а који се догодио услед опоравка цене нафте на светском тржишту, као и већег од очекиваног поскупљења воћа и поврћа почетком 2017. године услед изразито хладног времена.

Табела А
Индикатори екстерне позиције Србије

	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.	2016.	I 2017.	II 2017.	III 2017.	IV 2017.	2017.
ИНДИКАТОРИ ЕКСТЕРНЕ ЛИКВИДНОСТИ (у %)																	
Девизне резерве / увоз робе и услуга (у месецима)	6,1	9,0	7,5	5,4	9,7	8,4	8,8	7,7	7,6	6,6	6,6	6,2	5,8	5,6	5,9	5,3	5,3 ²⁾
Девизне резерве / краткорочни дуг	177,0	265,1	250,6	162,6	220,6	191,2	299,8	237,4	268,6	294,0	259,7	238,7	237,7	239,5	257,5		
Девизне резерве / БДП	23,3	36,9	32,7	24,2	34,6	33,6	36,1	34,5	32,7	29,7	31,0	29,5	27,9	27,4	29,6	27,0	27,0
Отплата дуга / БДП	5,0	10,3	10,3	10,7	12,8	12,0	12,4	13,0	13,4	14,2	12,1	12,8	9,7	10,9	8,7		
Отплата дуга / извоз робе и услуга	19,8	36,2	37,5	37,5	48,8	37,5	37,3	36,0	33,0	32,7	25,9	25,6	17,7	19,7	17,0 ³⁾		
ИНДИКАТОРИ ЕКСТЕРНЕ СОЛВЕНТНОСТИ (у %)																	
Спољни дуг / БДП	59,3	58,5	59,0	62,3	72,7	79,0	72,2	80,9	74,8	77,1	78,3	76,5	75,0	72,2	72,4		
Краткорочни дуг / БДП	13,2	13,9	13,1	14,9	15,7	17,6	12,0	14,5	12,2	10,1	11,9	12,4	11,7	11,5	11,5		
Спољни дуг / извоз робе и услуга	234,9	205,7	214,3	218,9	276,9	247,1	216,5	223,6	184,0	177,7	167,8	152,4	146,8	138,6	137,6		
ИНДИКАТОРИ ИЗПОЖЕНОСТИ ФИНАНСИЈСКОМ РИЗИКУ (у %)																	
Девизне резерве / М1	290,3	356,1	306,7	300,4	393,4	416,6	429,6	402,1	330,4	278,1	250,2	207,3	208,4	198,2	210,6	176,2	176,2
Девизне резерве/примарни новцац	169,8	179,5	173,8	140,7	190,5	196,4	207,6	197,9	199,9	196,6	193,7	196,6	209,6	207,5	215,5	185,0	185,0
СТЕПЕН ОТВОРЕНОСТИ ЕКОНОМИЈЕ (ИЗВОЗ + УВОЗ) / БДП	70,8	77,4	80,1	82,6	69,0	79,8	82,7	89,8	92,6	97,7	103,1	106,8	118,7	118,9	108,9	107,6	113,2 ³⁾
МЕМОРАНДУМ: (у млн евра)																	
БДП ¹⁾	21.103	24.435	29.452	33.705	30.655	29.766	33.424	31.683	34.263	33.319	33.491	34.617	7.977	8.902	9.687	10.306 ²⁾	36.832 ²⁾
Спољни дуг	12.520	14.291	17.382	20.982	22.272	23.509	24.123	25.645	25.644	25.679	26.234	26.488	26.135	25.435	26.033		
Сверисисрање спољног дуга	1.054	2.513	3.039	3.594	3.922	3.564	4.154	4.130	4.595	4.728	4.043	4.442	777	974	846		
Девизне резерве НБС	4.922	9.020	9.634	8.162	10.602	10.002	12.058	10.915	11.189	9.907	10.378	10.205	9.730	9.670	10.636	9.962	9.962
Краткорочни дуг ³⁾	951	968	1.044	1.832	1.852	1.758	612	455	196	99	303	676	527	693	733		
Биланс текућих трансакција	-1.778	-2.356	-5.474	-7.125	-2.032	-2.037	-3.656	-3.671	-2.098	-1.985	-1.577	-1.075	-694	-336	-384	-676	-2.090 ²⁾
КРЕДИТНИ РЕЈТИНГ (промена рејтинга и изгледа)																	
	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.	2016.	2017.	2017.			
	Јул/Мај	Феб.	Јул	Март/Дец.	Дец.	Нов.	Март	Авг.	Јул	Јан.	Дец.	Јан/Март/Јун/Дец.	Март	Дец.			
S&P	BB-	BB-	BB-	BB-	BB-		BB	BB-				BB-		BB			
	/стабилан	/позитиван	/стабилан	/негативан	/стабилан		/стабилан	/негативан				/позитиван		/стабилан			
Fitch	BB-			BB-		BB-		BB-		В+	В+	BB-		BB			
	/стабилан			/негативан		/стабилан		/негативан		/стабилан	/позитиван	/стабилан		/стабилан			
Moody's									В1			В1		Вa3			
									/стабилан			/позитиван		/стабилан			

Методолошка објашњења:

Девизне резерве / увоз робе и услуга (у месецима) – однос девизних резерви на крају посматраног периода и просечног месечног увоза робе и услуга током тог периода

Девизне резерве / краткорочни дуг (у %) – однос стања девизних резерви и стања краткорочног дуга по преосталој рочности на крају посматраног периода

Девизне резерве / БДП (у %) – стање девизних резерви на крају посматраног периода у односу на БДП

Отплата дуга / БДП (у %) – однос отплате дуга (без превремене отплате дела дуга према Лондонском клубу) и БДП-а током посматраног периода

Отплата дуга / извоз (у %) – однос отплате дуга (без превремене отплате дела дуга према Лондонском клубу) и извоза робе и услуга током посматраног периода

Спољни дуг / БДП (у %) – однос стања дуга на крају посматраног периода и БДП-а

Краткорочни дуг / БДП – однос стања краткорочног дуга по преосталој рочности на крају посматраног периода и БДП-а

Спољни дуг / извоз (у %) – однос стања дуга на крају посматраног периода и вредности годишњег извоза робе и услуга

Девизне резерве / М1 (у %) – однос стања девизних резерви и новчане масе на крају посматраног периода

(Извоз + увоз) / БДП (у %) – однос вредности извоза и увоза робе и услуга и БДП-а током посматраног периода

¹⁾ Према методологији ЕСА 2010.

²⁾ Процена НБС.

³⁾ По оригиналној рочности.

Напомене:

1. Подаци су подложни кориговању према званичним изворима.

2. Од 2007. подаци о извозу и увозу робе и услуга су усклађени са смерницама садржаним у Приручнику за израду платног биланса и међународне инвестиционе позиције бр. 6 ММФ-а (ВРМ6). Подаци за 2005. и 2006. приказани су према претходној методологији.

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

4. Од септембра 2010. измењена је методологија статистике спољног дуга тако да се у спољни дуг јавног сектора укључују обавезе по основу алокације SDR (472,1 млн евра), искоришћене у децембру 2009, док су из спољног дуга приватног сектора искључени кредити закључени пре 20. децембра 2000. по којима се не врше плаћања (968,3 млн евра, од чега се 418,5 млн евра односи на домаће банке, а 549,8 млн евра на домаћа предузећа).

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

Табела Б
Основни макроекономски индикатори

	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.	2016.	I 2017.	II 2017.	III 2017.	IV 2017.	2017.
Реални раст БДП-а (у %)¹)	5,5	4,9	5,9	5,4	-3,1	0,6	1,4	-1,0	2,6	-1,8	0,8	2,8	1,1	1,4	2,1	2,5	1,9
Потрошачке цене (у % у односу на исти месец претходне године)²)	17,7	6,6	11,0	8,6	6,6	10,3	7,0	12,2	2,2	1,7	1,5	1,6	3,6	3,6	3,2	3,0	3,0
Девизне резерве НБС (у млн евра)	4.922	9.020	9.634	8.162	10.602	10.002	12.058	10.915	11.189	9.907	10.378	10.205	9.730	9.670	10.636	9.962	9.962
Извоз робе и услуга (у млн евра)³)	5.329	6.948	8.110	9.583	8.043	9.515	11.145	11.469	13.937	14.451	15.631	17.385	4.383	4.934	4.982	5.031	19.330⁴)
- стопа раста у % у односу на претходну годину	19,1	30,4	-	18,2	-16,1	18,3	17,1	2,9	21,5	3,7	8,2	11,2	10,4	12,7	12,8	8,9	11,2⁵)
Увоз робе и услуга (у млн евра)³)	9.612	11.970	15.468	18.267	13.099	14.244	16.487	16.992	17.782	18.096	18.899	19.597	5.090	5.652	5.570	6.053	22.365⁶)
- стопа раста у % у односу на претходну годину	0,7	24,5	-	18,1	-28,3	8,7	15,7	3,1	4,7	1,8	4,4	3,7	14,5	12,4	14,4	15,2	14,1⁶)
Текући рачун платног биланса⁷)																	
(у млн евра)	-1.778	-2.356	-5.474	-7.125	-2.032	-2.037	-3.656	-3.671	-2.098	-1.985	-1.577	-1.075	-694	-336	-384	-676	-2.090⁸)
у % БДП-а	-8,4	-9,6	-18,6	-21,2	-6,6	-6,8	-10,9	-11,6	-6,1	-6,0	-4,7	-3,1	-8,7	-3,8	-4,0	-6,6	-5,7⁹)
Незапосленост по Анкети (у %)	20,8	20,9	18,1	13,6	16,1	19,2	23,0	23,9	22,1	19,2¹)	17,7	15,3	14,6	11,8	12,9		
Зараде (просечне за период у еврима)	209,7	260,0	347,1	400,5	337,4	330,1	372,5	364,5	388,6	379,3	368,0	374,1	366,6	398,2	399,9	416,7	395,3
Републички буџетски суфицит/дефицит (у % БДП-а)⁴)	0,5	-1,7	-1,6	-1,7	-3,2	-3,4	-4,0	-5,9	-5,2	-6,3	-2,8	-0,2	0,7	2,4	2,9	-2,7	0,8
Консолидовани фискални резултат (у % БДП-а)⁴)	1,2	-1,5	-1,9	-2,6	-4,4	-4,6	-4,8	-6,8	-5,5	-6,6	-3,7	-1,3	1,2	3,0	3,3	-2,4	1,2
Јавни дуг Републике Србије (централни ниво државе, у % БДП-а)	50,2	35,9	29,9	28,3	32,8	41,8	45,4	56,2	59,6	70,4	74,7	71,9	68,1	64,6	64,4	61,5	61,5
Курс динара према долару (просек у периоду)	66,87	67,03	58,39	55,76	67,47	77,91	73,34	88,12	85,17	88,54	108,85	111,29	116,18	111,53	101,94	101,13	107,50
Курс динара према долару (крај периода)	72,22	59,98	53,73	62,90	66,73	79,28	80,87	86,18	83,13	99,46	111,25	117,14	116,13	105,65	101,33	99,12	99,12
Курс динара према евра (просек у периоду)	82,99	84,11	79,96	81,44	93,95	103,04	101,95	113,13	113,14	117,31	120,73	123,12	123,88	122,86	119,76	119,11	121,34
Курс динара према евра (крај периода)	85,50	79,00	79,24	88,60	95,89	105,50	104,64	113,72	114,64	120,96	121,63	123,47	123,97	120,85	119,37	118,47	118,47
МЕМОРАНДУМ:																	
БДП (у млн евра)⁵)	21.103	24.435	29.452	33.705	30.655	29.766	33.424	31.683	34.263	33.319	33.491	34.617	7.977	8.902	9.687	10.306⁶)	36.832⁶)

¹) У сталним ценама претходне године.

²) Цене на мало до 2006. године.

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

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

⁵) Према методологији ЕСА 2010.

⁶) Процена НБС.

⁷) Ревидирани подаци за 2014. и 2015. годину према новој методологији Анкете о радној снази.

Напомене:

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

Списак графика и табела

Графикони

III.0.1. Допринос мг. инфлацији у децембру 2017.	9
III.0.2. Кретање цена	10
III.0.3. Допринос мг. стопи раста потрошачких цена	10
III.0.4. Допринос тромесечној стопи раста потрошачких цена	11
III.0.5. Допринос тромесечној стопи раста произвођачких х цена	14
III.0.6. Домаћа инфлација и увозне цене	14
III.0.7. Текућа инфлација и инфлациона очекивања за 12 месеци унапред	15
III.0.8. Перципирана и очекивана инфлација становништва	15
III.0.9. Очекивана инфлација за две године унапред	15
IV.1.1. Динарска ликвидност	17
IV.1.2. Кретање каматних стопа	17
IV.1.3. Крива приноса на међубанкарском тржишту новца	18
IV.1.4. Каматне стопе на примарном тржишту државних ХоВ	18
IV.1.5. Стање продатих динарских државних ХоВ	18
IV.1.6. Кретање каматних стопа на динарске кредите и депозите привреди и становништву	19
IV.1.7. Кретање каматних стопа на девизне кредите и депозите привреди и становништву	19
IV.1.8. Показатељ премије ризика – <i>EMBI</i> по земљама	19
IV.1.9. Приноси на еврообвезнице земаља у региону	20
IV.1.10. Дефицит текућег биланса и нето прилив капитала	20
IV.1.11. Структура финансијског биланса	21
IV.1.12. Финансијски кредити резидената – промена нето задужења	21
IV.1.13. Кретање курса динара и евра према долару	25
IV.1.14. Кретање курса динара и интервенције Народне банке Србије на девизном тржишту	25
IV.1.15. Краткорочна волатилност курса динара према евр	25
IV.1.16. Кретање курсева одређених националних валута према евр	26
IV.1.17. Индекс <i>BELEX15</i> и промет на Београдској берзи	26
IV.1.18. Кретање берзанских индекса у региону	27
IV.2.1. Монетарни агрегати и потрошачке цене	28
IV.2.2. Доприноси мг. расту М2, секторска структура	28
IV.2.3. Домаћи кредити немонетарном сектору и М3	29
IV.2.4. Кредитна активност и БДП	29
IV.2.5. Структура новоодобрених кредита привреди	29
IV.2.6. Утицај појединих фактора на промену кредитних стандарда у одобравању кредита и кредитних линија предузећима	30
IV.2.7. Структура новоодобрених кредита становништву	30
IV.2.8. Утицај појединих фактора на промену кредитних стандарда у одобравању кредита и кредитних линија становништву	31
IV.2.9. Учешће динарских пласмана у укупним пласманима банака привреди и становништву	31
IV.2.10. Учешће <i>NPL</i> у укупним кредитима, бруто принцип	32
IV.3.1. Индекси цена непокретности <i>DOMex</i> и број прометованих непокретности	32
IV.3.2. Индекси броја издатих дозвола за новоградњу	33
IV.4.1. Доприноси мг. стопи раста БДП-а – расходна страна	33
IV.4.2. Потрошња домаћинстава	34
IV.4.3. Потрошња државе	34
IV.4.4. Извоз и увоз робе и услуга	35
IV.4.5. Кретање показатеља екстерне тражње и базичног извоза Србије	36
IV.4.6. Извоз услуга	36
IV.4.7. Увоз енергената	36
IV.4.8. Робна размена у еврима	37

IV.5.1.	Кретање показатеља економске активности	37
IV.5.2.	Физички обим производње по гранама прерађивачке индустрије	38
IV.5.3.	Физички обим производње у енергетици и рударству	38
IV.5.4.	Показатељи грађевинске активности	38
IV.5.5.	Показатељи активности сектора услуга	39
IV.6.1.	Кретање номиналне нето зараде	42
IV.6.2.	Однос просечне номиналне нето зараде у јавном и ван јавног сектора	42
IV.6.3.	Номинална нето маса зарада	42
IV.6.4.	Показатељи тржишта рада према <i>Анкети о радној снази</i>	43
IV.7.1.	Доприноси дсз. стопи раста БДП-а зоне евра	44
IV.7.2.	Кретање БДП-а и показатеља економске активности зоне евра	44
IV.7.3.	Водећи показатељи сектора производње по земљама – <i>PMI Manufacturing</i>	45
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 за 2018. и 2019. ММФ-а	46
IV.7.7.	Инфлација и циљ по земљама у децембру 2017.	47
IV.7.8.	Кретање хармонизованог индекса потрошачких цена по земљама	48
IV.7.9.	Дугорочна тржишна инфлациона очекивања у зони евра	48
IV.7.10.	Кретање референтних стопа по земљама	49
IV.7.11.	Остварена и очекивана референтна каматна стопа ФЕД-а	50
IV.7.12.	Имплицитна волатилност међународног финансијског тржишта	52
IV.7.13.	Принос на десетогодишње обвезнице по земљама	52
IV.7.14.	Кретање курсева одређених националних валута према долару	52
IV.7.15.	Кретање цена нафте и бакра	53
IV.7.16.	Индекс цена примарних производа	53
IV.7.17.	Индекс светских цена хране	54
V.0.1.	Индекс монетарних услова	56
V.0.2.	Реална каматна стопа	56
V.0.3.	Производни јаз	56
V.0.4.	Фискална кретања	57
V.0.5.	Претпоставка о инфлацији у зони евра	58
V.0.6.	Претпоставка о кретању светских цена примарних пољопривредних производа	58
V.0.7.	Претпоставка о кретању светске цене нафте типа брент	59
V.0.8.	Дефицит текућег рачуна и нето прилив СДИ	59
V.0.9.	Краткорочна пројекција инфлације	61
V.0.10.	Пројекција инфлације	61
V.0.11.	Пројектовано кретање производног јаза	62
V.0.12.	Утицај РМТП на кретање цена хране	62
V.0.13.	Пројекција компоненти инфлације	62
V.0.14.	Пројекција раста БДП-а	64
V.0.15.	Доприноси реалном расту БДП-а	65
V.0.16.	Пројекција кретања цена примарних производа	65
V.0.17.	Претпоставка о кретању производног јаза за зону евра	65
V.0.18.	Поређење текуће с претходном пројекцијом раста БДП-а	67
V.0.19.	Поређење текуће с претходном пројекцијом инфлације	68
V.0.20.	Остварење пројекције инфлације из фебруара 2017.	68

Табеле

III.0.1. Раст потрошачких цена по компонентама	9
III.0.2. Допринос м. стопи раста потрошачких цена	10
III.0.3. Показатељи раста цена	14
IV.2.1. Монетарни агрегати	27
IV.4.1. Кретање главних показатеља и извора потрошње домаћинства	34
IV.4.2. Показатељи кретања инвестиција	35
IV.5.1. Доприноси тромесечном расту БДП-а	37
IV.5.2. Пољопривредна производња	39
IV.6.1. Кретања формалне запослености и незапослености	43
IV.7.1. Процена привредног раста по земљама	46
V.0.1. Претпоставке пројекције	57
V.0.2. Фискална стратегија 2018–2020.	60
Табела А. Индикатори екстерне позиције Србије	69
Табела Б. Основни макроекономски индикатори	70

Графикони у освртима

O.1.1. Домаћи и светски композитни индекс цена примарних пољопривредних производа изражених у динарима	12
O.1.2. Домаћа инфлација и увозне цене	12
O.1.3. Допринос појединих компоненти м. стопи раста увозних цена у динарима	12
O.1.4. Допринос појединих компоненти м. стопи раста увозних цена у еврима	12
O.2.1. Структура текућег рачуна	22
O.2.2. Покривеност увоза извозом прерађивачке индустрије	22
O.2.3. Структура нето СДИ по делатностима	22
O.2.4. Кретања на финансијском рачуну	22
O.2.5. Структура текућег рачуна	23
O.2.6. Покривеност дефицита текућег рачуна СДИ	23
O.3.1. Деловање <i>carry-over</i> ефекта	40
O.3.2. Утицај <i>carry-over</i> ефекта на динамику раста БДП-а	41
O.3.3. Утицај <i>carry-over</i> ефекта на динамику раста НДВ-а	41

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		
12. април		
10. мај		
7. јун		
12. јул		
9. август		
6. септембар		
8. октобар		
8. новембар		
6. децембар		

Саопштења са седница Извршног одбора Народне банке Србије

Саопштење са седнице Извршног одбора, 7. 12. 2017.

Извршни одбор Народне банке Србије одлучио је, на данашњој седници, да референтну каматну стопу задржи на нивоу од 3,5 одсто.

Доносећи такву одлуку, Извршни одбор је имао у виду новембарску пројекцију инфлације и кретање њених фактора, очекиване ефекте претходног ублажавања монетарне политике, као и боље економске перформансе током трећег тромесечја и изгледе за наредни период.

Извршни одбор је оценио да су инфлаторни притисци и даље ниски, што потврђује успоравање међугодишње укупне и базне инфлације последњих месеци, на 2,8% и 1,4% у октобру. На ниске инфлаторне притиске указују и инфлациона очекивања финансијског сектора и привреде, која настављају да се крећу у границама циља Народне банке Србије. Од почетка године, фискална кретања су повољнија од очекиваних, а премија ризика се спустила на нови најнижи ниво откада се прати за Србију, чему је, поред глобалних фактора, допринело јачање домаћих макроекономских фундамената и повољнији изгледи за наредни период. У правцу ниже инфлације делују и ниже увозне цене изражене у динарима.

Извршни одбор очекује да ће инфлација и у наредном периоду наставити да се креће у границама циља, $3,0 \pm 1,5\%$. Притом, у првој половини 2018. инфлација би требало да се креће испод централне вредности циља, због високе базе код цена нафтних деривата и других производа који су једнократно поскупели почетком ове године. У супротном смеру деловаће очекивани раст домаће тражње.

Извршни одбор пажљиво прати дешавања у међународном окружењу, а првенствено кретања на међународном финансијском тржишту и светске цене примарних производа. Неизвесност на међународном финансијском тржишту и даље је присутна по основу дивергентности монетарних политика водећих централних банака, ФЕД-а и Европске централне банке, што може да утиче на глобалне токове капитала према земљама у успону, а тиме и Србији. Поред тога, неизвесност постоји и у погледу кретања светских цена примарних производа, а посебно светске цене нафте, која је претходних месеци умерено расла. Међутим, Извршни одбор истиче да је отпорност наше привреде на евентуалне негативне утицаје из међународног окружења повећана захваљујући јачању домаћих макроекономских фундамената и повољнијим изгледима за наредни период.

Септембарско и октобарско ублажавање монетарне политике пренело се на каматне стопе на нове динарске кредите, које су у октобру за становништво смањене за 0,3 п.п., а привреду за 0,4 п.п. Ниже каматне стопе на кредите, уз убрзање економске активности, опоравак тржишта рада и пад премије ризика, позитивно се одражавају и на кредитну активност, која је у октобру убрзана на 6,4% међугодишње, односно на 11,3% по искључењу ефекта отписа проблематичних кредита, чије је учешће снижено на најнижи ниво у последњих девет година.

С постепеним ишчезавањем ефеката шокова на страни понуде, раст бруто домаћег производа у трећем тромесечју убрзао се на 2,1% међугодишње. Раст активности бележи се пре свега у прерађивачкој индустрији, на коју се позитивно одражавају поправљање инвестиционог амбијента и опоравак екстерне тражње. Поправљање инвестиционог амбијента потврђује и остварени даљи напредак Србије на међународним листама конкурентности. Раст активности настављен је и у услужним секторима, захваљујући опоравку тржишта рада.

На данашњој седници, Извршни одбор је усвојио *Меморандум о циљаним стопама инфлације до 2020. године*, којим се циљана стопа инфлације до 2020. утврђује на нивоу од $3,0 \pm 1,5\%$.

Наредна седница Извршног одбора на којој ће бити донета одлука о референтној каматној стопи одржаће се 11. јануара 2018.

Саопштење са седнице Извршног одбора, 11. 1. 2018.

Извршни одбор Народне банке Србије одлучио је, на данашњој седници, да референтну каматну стопу задржи на нивоу од 3,5 одсто.

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

У децембру 2017, инфлација је, према процени Републичког завода за статистику, износила 3% међугодишње, чиме се нашла на централној вредности циља Народне банке Србије. Инфлациона очекивања финансијског сектора и привреде усидрена су унутар граница циља.

Извршни одбор очекује да ће инфлација и у наредном периоду наставити да се креће у границама циља, који износи $3,0 \pm 1,5\%$. Притом, у првој половини ове године инфлација би требало да се креће испод централне вредности циља, због високе базе код цена нафтних деривата и других производа који су једнократно поскупели почетком 2017. У супротном смеру деловаће очекивани раст домаће тражње.

Извршни одбор пажљиво прати дешавања у међународном окружењу, а првенствено кретања на међународном финансијском тржишту и светске цене примарних производа, која налажу опрезност. Неизвесност на међународном финансијском тржишту и даље је присутна по основу дивергентности монетарних политика водећих централних банака, ФЕД-а и Европске централне банке, што може да утиче на глобалне токове капитала према земљама у успону, а тиме и Србији. Поред тога, неизвесност постоји и у погледу кретања светских цена примарних производа, а посебно светске цене нафте, која је претходних месеци расла. Међутим, Извршни одбор истиче да је отпорност наше привреде на евентуалне негативне утицаје из међународног окружења повећана захваљујући јачању домаћих макроекономских фундамената и повољнијим изгледима за наредни период.

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

Саопштење са седнице Извршног одбора, 8. 2. 2018.

Извршни одбор Народне банке Србије одлучио је на данашњој седници да референтну каматну стопу задржи на нивоу од 3,5 одсто. Доносећи такву одлуку, Извршни одбор је имао у виду и нову фебруарску пројекцију инфлације и њених фактора, као и ефекте досадашњег ублажавања монетарне политике.

Инфлација је у децембру износила циљаних 3,0% међугодишње, што је и њена просечна вредност за 2017. годину. И према фебруарској централној пројекцији, међугодишња инфлација ће до краја периода пројекције, тј. у наредне две године, наставити да се креће у границама циља.

Извршни одбор је истакао да опрезност у вођењу монетарне политике и даље проистиче из кретања на међународном робном и финансијском тржишту. Светске цене примарних производа, пре свега нафте, повећане су претходних месеци, и неизвесно је њихово кретање у наредном периоду. Такође, неизвесност на међународном финансијском тржишту и даље је присутна по основу дивергентности монетарних политика водећих централних банака, ФЕД-а и Европске централне банке, што може да утиче на глобалне токове капитала према земљама у успону, а тиме и Србији. Међутим, Извршни одбор истиче да је отпорност наше привреде на евентуалне негативне утицаје из међународног окружења повећана захваљујући јачању домаћих макроекономских фундамената и повољнијим изгледима за наредни период.

На данашњој седници, Извршни одбор је усвојио фебруарски *Извештај о инфлацији*, који ће јавности бити представљен у среду, 14. фебруара. Том приликом детаљно ће бити образложене одлуке монетарне политике и макроекономска кретања која их опредељују.

CIP - Каталогизација у публикацији
Народна библиотека Србије, Београд

33

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

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