



Народна банка Србије

20мај 17

# ИЗВЕШТАЈ О ИНФЛАЦИЈИ



2017  
мај

# ИЗВЕШТАЈ О ИНФЛАЦИЈИ

**НАРОДНА БАНКА СРБИЈЕ**

**Београд, Краља Петра 12**

**Тел. 011/3027-100**

**Београд, Немањина 17**

**Тел. 011/333-8000**

**[www.nbs.rs](http://www.nbs.rs)**

**Тираж: 120 примерака**

**ISSN 1820-9408**

## Уводна напомена

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

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

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

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

Мајски *Извештај о инфлацији* размотрен је и усвојен на седници Извршног одбора 12. маја 2017. 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

Ђорђе Јевтић, директор Управе за надзор над финансијским институцијама

**СКРАЋЕНИЦЕ КОРИШЋЕНЕ  
У ОВОМ ИЗВЕШТАЈУ**

**БДП** – бруто домаћи производ

**б.п.** – базни поен

**ДФО** – друге финансијске организације

**д.с.** – десна скала

**дсз.** – десезонирано

**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

**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

**FISIM** – услуге финансијског посредовања индиректно мерене

**ХоВ** – хартије од вредности

Не наводе се друге општепознате скраћенице.

# Садржај

|                                                                                                |    |
|------------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| <b>I. Резиме</b>                                                                               | 1  |
| <b>II. Монетарна политика у периоду од претходног Извештаја о инфлацији</b>                    | 7  |
| <b>III. Кретање инфлације</b>                                                                  | 9  |
| <i>Осврт 1: Утицај хладног времена с почетка 2017. на кретање инфлације</i>                    | 14 |
| <b>IV. Детерминанте инфлације</b>                                                              | 17 |
| 1. Кретања на финансијском тржишту                                                             | 17 |
| 2. Новац и кредити                                                                             | 25 |
| 3. Тржиште непокретности                                                                       | 30 |
| 4. Агрегатна тражња                                                                            | 31 |
| 5. Економска активност                                                                         | 35 |
| <i>Осврт 2: Ефекти хладног времена на економску и спољнотрговинску активност</i>               | 39 |
| 6. Кретања на тржишту рада                                                                     | 41 |
| 7. Међународно окружење                                                                        | 43 |
| <i>Осврт 3: Значај међународног окружења за привредни раст Србије и других земаља у успону</i> | 53 |
| <b>V. Пројекција инфлације</b>                                                                 | 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

У складу с нашим очекивањима, међугодишња инфлација се од јануара налази у границама циља  $3,0 \pm 1,5\%$  и у марту је износила  $3,6\%$ . На нивоу тромесечја, остварени раст цена од  $2,4\%$  био је виши од наших очекивања и у највећој мери опредељен поскупљењем воћа и поврћа ( $1,2$  процентна поена), које је било изнад сезонски уобичајеног због изразито хладног времена у јануару и почетком фебруара, затим растом цена нафтних деривата и чврстих горива ( $0,6$  процентних поена), као и јануарским поскупљењем цигарета ( $0,2$  процентна поена). За разлику од укупне инфлације, базна инфлација, након нулте стопе у јануару и пада у фебруару, у марту је забележила благ раст због поскупљења услуга мобилне телефоније, што потврђује да је кретање инфлације у првом тромесечју у највећој мери последица деловања једнократних фактора.

Од претходног извештаја изглед за привредни раст зоне евра и већине других наших важних спољнотрговинских партнера поправљени су за ову годину, што би требало позитивно да се одрази и на Србију. Инфлација у светској економији последњих месеци расте у највећој мери по основу раста цена примарних производа. Због раста цена енергената и хране, инфлација се у зони евра приближила циљу за инфлацију, али се до краја године очекује њен умерен пад. У таквим околностима Европска централна банка и даље води експанзивну монетарну политику, док је Систем федералних резерви, након децембра, поново у марту повећао референтну каматну стопу. Поред очекивања да ће Систем федералних резерви наставити с повећањем референтне стопе, све више се поставља питање када ће почети да смањује свој биланс, тј. оконча реинвестирање у хартије од вредности купљене током програма квантитативног попуштања. Повећана дивергентност монетарних политика водећих централних банака чини неизвеснијим глобалне токове капитала према земљама у успону, а тиме и Србији. Неизвесност је постојала и на међународном робном тржишту у погледу кретања

*Кретање укупне инфлације у првом тромесечју 2017, као и у другим земљама, било је опредељено опоравком светске цене нафте и растом цена воћа и поврћа, који је био виши од сезонски уобичајеног због хладног времена почетком године.*

*Кретања у међународном окружењу од претходног Извештаја о инфлацији обележили су даље поправљање изгледа за раст зоне евра и већине других наших важних спољнотрговинских партнера у 2017. години, повећана дивергентност монетарних политика водећих централних банака и раст инфлације због виших цена енергената и хране.*

*Након снижења у јулу 2016. на 4,0%,  
Извршни одбор није мењао висину  
референтне каматне стопе.*

цене нафте, која се од почетка године кретала у распону од 50 до 56 долара по барелу.

У периоду од претходног извештаја Извршни одбор Народне банке Србије није мењао висину референтне каматне стопе од 4,0%, имајући у виду очекивано кретање инфлације, ефекте досадашњег ублажавања монетарне политике и смањење циља за инфлацију на  $3,0 \pm 1,5\%$  од 2017. Поред тога, опрезно вођење монетарне политике у посматраном периоду налагала је и неизвесност на међународном финансијском и робном тржишту, пре свега у погледу динамике нормализације монетарне политике Система федералних резерви и кретања цена примарних производа. Процењивало се да ће ризике из међународног окружења ублажавати бољи макроекономски изгледи наше привреде због спровођења фискалне консолидације и структурних реформи, пуне координације монетарне и фискалне политике и смањења спољне неравнотеже, а у одређеној мери и експанзивна монетарна политика Европске централне банке.

*Депрецијацијски притисци с краја 2016. године  
настављени су и почетком ове године,  
али су временом слабили и у априлу је  
забележено јачање динара.*

На кретања на девизном тржишту од почетка године у великој мери је утицала неизвесност на међународним финансијским тржиштима, највише као последица одлуке Система федералних резерви да настави с нормализацијом монетарне политике, што се одразило и на понашање страних инвеститора на домаћем тржишту, као и већа тражња за девизама домаћих предузећа увозника енергената. У супротном смеру су деловали прилив по основу извоза, страних директних инвестиција и откупа ефективног страног новца од физичких лица по основу мењачких послова, као и раст валутно индексиране активе банака од фебруара. Релативној стабилности девизног курса допринеле су и интервенције Народне банке Србије ради ублажавања његових прекомерних краткорочних осцилација током првог тромесечја на страни продаје девиза, а у априлу на страни куповине. Поред тога, премија ризика земље знатно је снижена од почетка године, на најнижи ниво у последњих готово десет година, чему су допринели глобални фактори, као и поправљање домаћих макроекономских фундамената, што је потврдила и агенција *Moody's* повећањем кредитног рејтинга Србије.

*Кредитна активност на међугодишњем нивоу се  
убрзава, уз наставак пада учешћа  
проблематичних кредита у укупним кредитима.*

Досадашње ублажавање монетарне политике, ниске каматне стопе у зони евра, смањење унутрашње и спољне неравнотеже, појачана конкуренција међу банкама, као и убрзање економске активности, доприносе расту кредитне активности, који је у марту убрзан на 4,3% међугодишње (искључујући

ефекат девизног курса). Додатно, интензивирани активности банака на решавању питања проблематичних кредита од почетка 2016. резултирале су даљим падом њиховог учешћа у укупним кредитима на 16,8% у марту, што је његов најнижи ниво у последњих седам година.

Постављени трогодишњи циљеви програма фискалне консолидације, који су се односили на обим структурног прилагођавања фискалног дефицита и удео јавног дуга у бруто домаћем производу, достигнути су у 2016, тј. годину дана раније од планираног, а позитивна кретања настављена су и током првог тромесечја 2017. Консолидовани буџетски суфицит у првом тромесечју, вођен већим растом фискалних прихода него што се очекивало, износио је 11,8 милијарди динара (1,2% бруто домаћег производа), док је квантитативним критеријумом аранжмана с Међународном монетарним фондом био дозвољен дефицит опште државе од 32 милијарде динара. Притом, ако се изузму расходи за камате, на нивоу опште државе остварен је суфицит од 6,1% бруто домаћег производа. Знатни фискални напори резултирали су смањењем јавног дуга централне државе, који је на крају марта износио 24,5 милијарди евра, наспрам 24,8 милијарди евра крајем 2016.

Процењује се да је негативан ефекат хладног времена на спољнотрговинску активност привременог карактера и да ће се у наставку године раст извоза убрзати. Ипак, због знатног раста увоза енергената, увоз је у повећан у већој мери (15,3%), што је за последицу имало виши дефицит текућег рачуна (за 246 милиона евра) у поређењу са истим периодом претходне године. С обзиром на то да се извоз већ у марту знатно повећао, ценимо да ће негативан ефекат хладног времена на спољнотрговинска кретања бити надокнађен у наредном периоду, тако да ће дефицит текућег рачуна ове године износити око 4% бруто домаћег производа. Такође, очекујемо да ће и даље у пуној мери бити покривен нето прилив страних директних инвестиција. С друге стране, нето прилив по основу дознака био је већи за преко 8%, а на финансијском рачуну регистрован је и мањи одлив у поређењу са истим периодом претходне године, чему је допринео и мањи одлив по основу портфолио инвестиција и финансијских кредита.

Позитиван подстицај десезонираном расту бруто домаћег производа у првом тромесечју од 0,2% (1% међугодишње) наставила је да пружа прерађивачка индустрија вођена инвестицијама из претходног

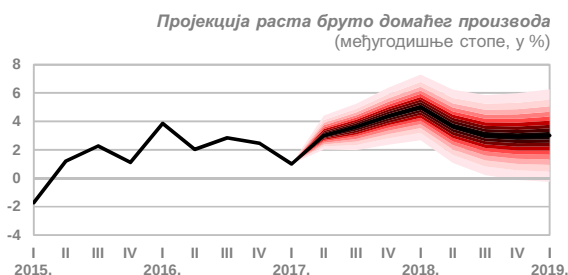
*Захваљујући резултатима фискалне консолидације, планирано структурно фискално прилагођавање од око 4% бруто домаћег производа и смањење учешћа јавног дуга у бруто домаћем производу остварени су у 2016, тј. годину дана раније од планираног, а наставак позитивних кретања карактерише и прво тромесечје 2017. године.*

*Извоз робе изражен у еврима наставља да бележи релативно висок међугодишњи раст (9,6%), упркос томе што је почетком године успорен услед лошег времена.*

*Раст бруто домаћег производа на међугодишњем нивоу од 1,0% био је под утицајем изузетно хладног времена почетком године.*

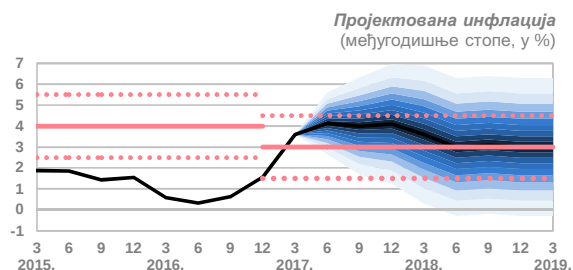
периода, убрзањем привредног раста у зони евра, као и настављеним опоравком домаће тражње, који је позитивно деловао и на раст у већини услужних сектора. С друге стране, сектори грађевинарства, пољопривреде и енергетике су у првом тромесечју исказали пад, који је првенствено био последица негативних ефеката хладног времена почетком године. Посматрано с расходне стране, позитиван допринос дали су потрошња домаћинства, пре свега захваљујући расту реалног расположивог дохотка, и повећање залиха. С друге стране, бржи раст увоза по основу већег увоза енергената и спорији раст извоза због хладног времена утицали су на негативан допринос нето извоза бруто домаћем производу.

*Економска активност би требало да се у овој години убрза на око 3%, а у 2018. на око 3,5%.*



У наредном периоду очекујемо убрзање економске активности, које ће резултирати растом бруто домаћег производа у 2017. од око 3% и 3,5% у наредној години. Томе ће допринети опоравак економске активности наших најважнијих спољнотрговинских партнера, диверсификован прилив страних директних инвестиција, као и унапређење пословног и инвестиционог амбијента. Раст ове године би у највећој мери требало да буде вођен индустријом и услугама, а у мањој мери и грађевинарством, док се због високе прошлогодишње базе очекује негативан допринос пољопривреде. Посматрано с расходне стране, раст бруто домаћег производа ове године биће вођен пре свега инвестицијама и извозом услед наставка интензивне реализације инфраструктурних пројеката и повољнијег инвестиционог амбијента. Позитиван и постепено растући допринос очекује се и од финалне потрошње, претежно по основу раста запослености и зарада у приватном сектору. Највећи ризици пројекције односе се на динамику раста зоне евра и осталих спољнотрговинских партнера, али и на кретања на међународном тржишту примарних производа (нафта, основни метали и житарице) и међународном финансијском тржишту.

*И према новој централној пројекцији, међугодишња инфлација ће се у границама циља (3,0% ± 1,5 процентних поена) кретати до краја периода пројекције.*



Очекујемо да ће међугодишња инфлација наставити да се креће у границама циља (3,0 ± 1,5%) до краја периода пројекције, тј. до првог тромесечја 2019. Притом, почетком наредне године очекујемо нижу инфлацију од тренутног нивоа, с обзиром на то да ће једнократна поскупљења појединих производа и услуга остварена током првог тромесечја ове године изаћи из обрачуна међугодишње инфлације. Инфлаторнији утицај у наредном периоду долазиће од постепеног раста агрегатне тражње у Србији и инфлације у међународном окружењу (пре свега зоне евра), док ће је висока база код цена нафтних деривата успоравати. Ризици остварења пројекције инфлације

су симетрични и већ дуже време односе се пре свега на кретања на светским робним и финансијским тржиштима, а у одређеној мери и на раст регулисаних цена, као и на агрометеоролошке услове.

Нова средњорочна пројекција инфлације за 2017. годину виша је у односу на пројекцију објављену у фебруарском Извештају о инфлацији, док је за наредну годину готово непромењена. Виша пројекција инфлације за ову годину последица је пре свега бржег од сезонски очекиваног раста цена воћа и поврћа и чврстог горива почетком ове године услед неповољних временских прилика. У поређењу с фебруарском пројекцијом, претпостављен је и виши раст цена примарних пољопривредних производа на светском и домаћем тржишту у овој години, што ће се у извесној мери одразити и на трошкове прерађене хране, као и нешто виша инфлација у зони евра, која је наш најзначајнији трговински партнер.

Одлуке о монетарној политици и у наредном периоду зависиће од процене Извршног одбора у погледу јачине (дез)инфлаторног утицаја фактора инфлације. У складу с тим, Народна банка Србије наставиће пажљиво да прати и оцењује кретања и тенденције на домаћем тржишту и у међународном окружењу, и то како на међународном финансијском тржишту, тако и на тржишту примарних производа. Као и до сада, користиће све расположиве инструменте како би инфлација остала ниска и стабилна у средњем року, што ће, уз очување финансијске стабилности, допринети привредном расту на одрживим основама.

*Текућа пројекција инфлације за 2017. виша је у односу на фебруарску због бржег од очекиваног раста цена непрерађене хране од почетка године, као и корекције навише претпоставке о расту цена примарних пољопривредних производа и инфлације у зони евра за ову годину.*

*Карактер монетарне политике у наредном периоду и даље ће у највећој мери зависити од дешавања у међународном окружењу.*



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

*Од фебруарског Извештаја о инфлацији Извршни одбор је доносио одлуке о задржавању референтне каматне стопе на непромењеном нивоу од 4,0%, имајући у виду пре свега очекивано кретање инфлације у наредном периоду и њене кључне факторе, ефекте досадашњег ублажавања монетарне политике и смањење циља за инфлацију од почетка 2017. на  $3,0\% \pm 1,5$  п.п. Извршни одбор је оцењивао да ће инфлација остати ниска и стабилна и да ће се у границама новог циља кретати од почетка 2017. године. Очекивао је да ће у смеру више инфлације деловати ниска база код воћа и поврћа, ниска база код цена нафтних деривата (до марта), као и постепен раст инфлације у међународном окружењу и агрегатне тражње у Србији, док ће је ниски трошкови сировина у производњи хране, а од марта и висока база код цена нафтних деривата успоравати.*

*Опрезно вођење монетарне политике у посматраном периоду налагало је и даље присутна неизвесност на међународном робном и финансијском тржишту, првенствено у погледу динамике нормализације монетарне политике ФЕД-а и кретања светских цена примарних производа. С друге стране, процењивало се да ће ризике из међународног окружења ублажавати бољи макроекономски изгледи наше привреде због успешног спровођења фискалне консолидације и структурних реформи и смањења спољне неравнотеже, а у одређеној мери и експанзивна монетарна политика ЕЦБ-а.*

Извршни одбор Народне банке Србије у периоду од претходног извештаја није мењао висину референтне каматне стопе (4,0%). Одлуке да задржи постојећи степен експанзивности монетарне политике Извршни одбор је доносио имајући у виду очекивано кретање инфлације у наредном периоду и њене кључне факторе, ефекте досадашњег ублажавања монетарне политике, као и нижи циљ за инфлацију од 2017. године.

Основу за доношење одлука о монетарној политици у посматраном периоду представљала је фебруарска пројекција инфлације, која је предвиђала да ће се м.г. инфлација кретати у границама новог циља ( $3,0 \pm 1,5\%$ ) од почетка ове године, па до краја периода пројекције. Извршни одбор је оцењивао да ће се инфлација кретати унутар граница новог, нижег циља захваљујући побољшању макроекономских фундамената, а пре свега смањењу интерне и екстерне неравнотеже. Очекивао је да ће на постепен раст инфлације деловати ниска база код цена воћа и поврћа, као и постепен раст агрегатне тражње у Србији и инфлације у међународном окружењу. Изузетно добра пољопривредна сезона прошле године резултирала је падом цена воћа и поврћа, па

би, уз претпостављену просечну пољопривредну сезону ове године, требало да дође до њиховог раста. На постепен раст инфлације требало би да делује и опоравак домаће тражње, којој подршку даје досадашње ублажавање монетарне политике. Каматне стопе на домаћем тржишту су у паду последње готово четири године и последњих месеци су се стабилизовале на најнижем нивоу. Знатно повољнији услови финансирања допринели су расту кредитне активности и инвестиција, што је утицало и на убрзање привредног раста.

Поред опоравка домаће тражње, Извршни одбор је очекивао опоравак и екстерне тражње. Након спорог глобалног економског опоравка протеклих година, економије већине земаља изгледа да показују знаке видљивијег раста. Поред тога, инфлација у зони евра, нашем најзначајнијем спољнотрговинском партнеру, била је изузетно ниска већ дуже време, али је последњих месеци очекивано забележен њен раст с тако ниских нивоа, пре свега услед раста цена нафтних деривата и хране. Пројекције релевантних међународних институција указују на то да ће инфлација у зони евра у 2017. бити виша него што се претходно очекивало.

С друге стране, Извршни одбор је истицао да ће ниски трошкови сировина у производњи хране и висока база (од марта) код цена нафтних деривата успоравати раст инфлације. Притом, кретању инфлације унутар граница циља допринеће и усидрена инфлациона очекивања – финансијски сектор и привреда сматрају да ће стабилност цена бити очувана и у кратком и у средњем року.

Када је реч о економској активности, пројекција је била иста као и у новембру – очекивало се убрзање раста БДП-а у 2017. на 3,0%, а у 2018. на 3,5%, уз постепено затварање негативног производног јаза. Подстицај економској активности даваће инвестиције и извоз, као и потрошња домаћинства, подржана растом зарада и запослености у приватном сектору и кредитном активношћу.

Разматрајући монетарну политику у посматраном периоду, Извршни одбор је истицао да је неопходна опрезност због и даље присутне неизвесности на међународном финансијском и робном тржишту. Опрезност је била потребна у највећој мери због реакције међународног финансијског тржишта на децембарско и мартовско повећање референтне каматне стопе ФЕД-а и неизвесности око брзине којом ће повећање те стопе бити настављено у наредном периоду. Поред брзине повећања референтне стопе, све више се постављало и питање о томе када ће ФЕД почети да смањује свој биланс, тј. реинвестирање у ХоВ из програма квантитативног попуштања како оне буду доспевале.

Различите процене које инвеститори имају у погледу брзине нормализације монетарне политике ФЕД-а утичу на глобалне токове капитала, посебно према земљама у успону.

С друге стране, ЕЦБ води експанзивну монетарну политику и очекује се да ће програм квантитативног попуштања примењивати до краја 2017. и тиме ублажавати негативне ефекте нормализације монетарне политике ФЕД-а. Потези ЕЦБ-а су посебно важни за Србију с обзиром на финансијску повезаност, као и чињеницу да је зона евра наш најзначајнији трговински партнер. Када је реч о кретању цене нафте на светском тржишту, постигнут је договор између земаља чланица *OPEC*-а о ограничавању њене производње, што је резултирало извесним опоравком цене нафте, уз краткотрајан пад у другој половини марта. Ипак, као и у случају цена других примарних производа, још увек је неизвесна динамика њеног кретања у наредном периоду.

Међутим, приликом доношења одлука о монетарној политици, Извршни одбор је имао у виду и да је Србија остварила значајна структурна побољшања, као и да је захваљујући смањењу унутрашње и спољне неравнотеже повећала своју отпорност на евентуалне негативне утицаје из међународног окружења. Потврда о даљем поправљању макроекономске перспективе Србије и оствареним резултатима спровођења структурних реформи дошла је и од рејтинг агенције *Moody's*, која је у марту повећала кредитни рејтинг Србије с *B1* на *Ba3*.

### III. Кретање инфлације

Инфлација је од почетка године у границама циља и у марту је износила 3,6% мг. На кретање инфлације у овом периоду, као и у другим земљама, утицали су пре свега опоравак светске цене нафте у П2 2016. и раст цена воћа и поврћа, који је био виши од сезонски уобичајеног због хладног времена почетком ове године. Да је инфлација од почетка године вођена поскупљењем малог броја производа, указује ниска базна инфлација, која је крајем Т1 износила 2,1%.

На нивоу тромесечја, остварени раст цена од 2,4% био је одређен поскупљењем воћа и поврћа, нафтних деривата, чврстих горива, услуга мобилне телефоније и цигарета. У супротном смеру деловао је сезонски пад цена туристичких пакет-аранжмана и одеће и обуће.

#### Кретање инфлације у Т1

У складу са очекивањима изнетим у претходним извештајима о инфлацији, мг. инфлација се од јануара налази у границама циља  $3,0 \pm 1,5\%$  и у марту је износила 3,6%. Раст мг. инфлације у односу на крај претходне године, када је износила 1,6%, био је вођен пре свега поскупљењем нафтних деривата, воћа и поврћа, чврстих горива, услуга мобилне телефоније и цигарета. Раст мг. инфлације првенствено је последица једнократних фактора, што потврђује ниска базна инфлација (по искључењу енергије, хране, алкохола и цигарета), која је у марту износила 2,1% мг.

Посматрано на нивоу тромесечја, потрошачке цене су у Т1 порасле 2,4%. То је било више од наших очекивања изнетих у фебруару, пре свега због веома хладног времена почетком године, које се одразило на поскупљење воћа и поврћа изнад сезонски уобичајеног, као и чврстих горива, нарочито дрва за огрев.<sup>1</sup>

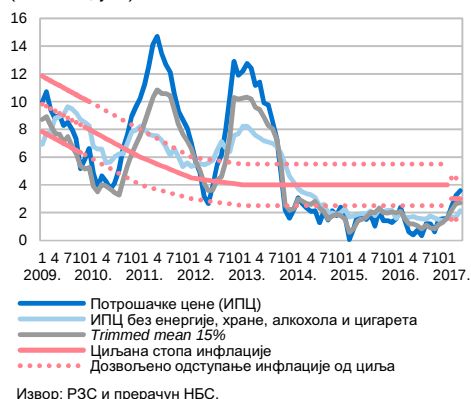
Највећи позитиван допринос инфлацији у Т1 потекао је од **хране и безалкохолних пића** (1,5 п.п.). Цене хране и безалкохолних пића порасле су у Т1 за 4,8%, углавном због раста цена непрерађене хране (11,7%).

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

|                                              | Учешће у ИПЦ | 2016. |      |      |      | 2017. |
|----------------------------------------------|--------------|-------|------|------|------|-------|
|                                              |              | II    | III  | IV   | I    |       |
| <b>Потрошачке цене (ИПЦ)</b>                 | 100,0        | 0,5   | 0,2  | 0,5  | 2,4  |       |
| Непрерађена храна                            | 11,3         | -0,6  | -2,1 | -3,0 | 11,7 |       |
| Прерађена храна                              | 20,7         | -0,3  | 0,4  | 0,0  | 1,3  |       |
| Индустријски производи без хране и енергије  | 28,5         | 0,5   | 1,0  | 0,6  | 0,5  |       |
| Енергија                                     | 15,5         | 1,7   | 0,2  | 2,8  | 3,3  |       |
| Услуге                                       | 24,0         | 1,1   | 0,2  | 0,8  | 0,8  |       |
| <b>Показатељи базне инфлације</b>            |              |       |      |      |      |       |
| ИПЦ без енергије                             | 84,5         | 0,3   | 0,2  | 0,0  | 2,2  |       |
| ИПЦ без енергије и непрерађене хране         | 73,2         | 0,5   | 0,6  | 0,5  | 0,8  |       |
| ИПЦ без енергије, хране, алкохола и цигарета | 45,3         | 0,9   | 0,3  | 0,8  | 0,2  |       |
| <b>Регулисане цене</b>                       | 18,8         | -0,4  | 1,4  | 1,1  | 1,1  |       |

Извор: РЗС и прерачун НБС.

<sup>1</sup> Видети Осврт 1, стр. 14.

Графикон III.0.1. Кретање цена  
(мг. стопе, у %)Табела III.0.2. Допринос мг. стопи раста  
потрошачких цена  
(у п.п.)

|                                                | Дец.<br>2016. | Март<br>2017. | Разлика |
|------------------------------------------------|---------------|---------------|---------|
| <b>Потрошачке цене (ИПЦ)</b>                   | 1,6           | 3,6           | 2,0     |
| Непрерађена храна                              | 0,0           | 0,6           | 0,6     |
| Воће и поврће                                  | -0,4          | 0,0           | 0,4     |
| Прерађена храна                                | 0,2           | 0,3           | 0,1     |
| Индустријски производи<br>без хране и енергије | 0,5           | 0,7           | 0,2     |
| Енергија                                       | 0,5           | 1,3           | 0,8     |
| Нафтни деривати                                | 0,3           | 0,9           | 0,6     |
| Услуге                                         | 0,4           | 0,7           | 0,3     |

Извор: РЗС и прерачун НБС.

Графикон III.0.2. Допринос мг. стопи раста  
потрошачких цена  
(у п.п.)

У оквиру непрерађене хране, поскупљење свежег поврћа (25,3%, допринос инфлацији 0,9 п.п.) било је више од сезонски уобичајеног због хладног времена почетком године. Раст је регистрован и код цена свежег воћа (15,6%, допринос инфлацији 0,3 п.п.), што је за последицу имало то да допринос воћа и поврћа мг. инфлацији, који је крајем 2016. био негативан и износио 0,4 п.п., постане готово неутралан у марту. Насупрот томе, цене свежег меса су у Т1 пале за 1,9% (допринос инфлацији -0,1 п.п.). У оквиру прерађене хране бележи се раст од 1,3% (допринос инфлацији 0,3 п.п.), чему је највише допринело поскупљење безалкохолних пића, одређено пре свега поскупљењем кафе.

Раст цена **енергије** у Т1 је износио 3,3% (допринос инфлацији 0,5 п.п.), највише по основу поскупљења нафтних деривата (6,0%, допринос инфлацији 0,4 п.п.) и дрва за огрев (8,2%, допринос инфлацији 0,2 п.п.) због повећане тражње и смањене понуде услед хладног времена. У складу с нашим очекивањима, а услед раста цене нафте на светском тржишту у П2 2016, повећан је и допринос **нафтних деривата** мг. инфлацији – са 0,3 п.п. крајем 2016. на 0,9 п.п. у марту.

**Цене услуга** су порасле за 0,8% (допринос инфлацији 0,2 п.п.), пре свега по основу поскупљења услуга мобилне телефоније и претплате за кабловску телевизију, док је сезонско појефтинјење туристичких пакет-аранжмана од 15,4% деловало у супротном смеру (допринос инфлацији -0,1 п.п.).

Раст **цена индустријских производа без хране и енергије** био је нижи у поређењу с претходним тромесечјем и износио је 0,5%. У највећој мери определило га је поскупљење цигарета у јануару од 4,5% (уз допринос инфлацији од 0,2 п.п.), док је сезонски пад цена обуће и одеће од 3,9% деловао у супротном смеру (допринос инфлацији -0,2 п.п.).

**Базна инфлација** (мерена ИПЦ-ом по искључењу цена енергије, хране, алкохола и цигарета) у Т1 је знатно успорила раст у односу на претходно тромесечје и износила је 0,2%. Након нулте стопе у јануару и пада у фебруару, у марту је забележен благ раст овог показатеља, који је у највећој мери био одређен растом цена услуга мобилне телефоније. Поскупљење мобилне телефоније утицало је и на благ раст мг. базне инфлације у марту – са 1,7% у јануару и фебруару на 2,1% у марту.

**Регулисане цене** су у Т1 оствариле исту стопу раста као и у Т4 2016. (1,1%, допринос инфлацији 0,2 п.п.), што је у потпуности било одређено поскупљењем цигарета у јануару. На мг. нивоу, раст регулисаних цена на крају Т1 је износио 3,2%.

## Произвођачке и екстерне цене

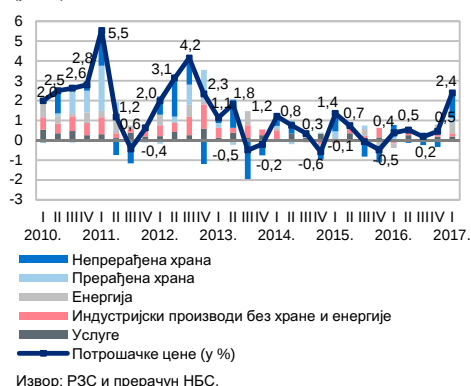
Слично као и у претходном тромесечју, раст **цена произвођача индустријских производа за домаће тржиште** у Т1 (1,5%) био је вођен вишим ценама у области производње нафтних деривата због повећања цена сирове нафте и основних метала због раста цене руде гвожђа на светском тржишту. Поред тога, у одређеној мери повећане су и произвођачке цене у прехрамбеној индустрији, што се може повезати с растом цена примарних пољопривредних производа код нас и у свету у Т4 2016. С друге стране, ниже произвођачке цене у Т1 забележене су у дуванској и текстилној индустрији, у производњи рачунара, електронских и оптичких производа и у снабдевању електричном енергијом, гасом и паром. Посматрано на мг. нивоу, цене индустријских произвођача су убрзале раст са 2,2% у децембру 2016. на 3,1% у марту 2017.

**Цене произвођача пољопривредних производа** су у Т1 наставиле да расту (2,0%), мада у мањој мери него у претходном тромесечју (6,3%). Раст тих цена био је у највећој мери вођен вишим ценама у ратарству због повећаних трошкова у производњи поврћа и житарица. У мањој мери порасле су цене произвођача који се баве узгојем стоке и производњом сточарских производа. Посматрано у односу на исти период претходне године, произвођачке цене у пољопривреди су у марту биле више за 3,7%.

**Цене елемената и материјала за уграђивање у грађевинарству** у Т1 су порасле 3,4%, што се, уз ефекат ниске базе, одразило на убрзање њиховог мг. раста са 2,4% у децембру 2016. на 7,7% у марту 2017.

**Екстерне цене** исказане у динарима<sup>2</sup> у Т1 су успориле раст (0,8%) у односу на претходно тромесечје (2,8%). Поред настављеног раста цена нафте и хране на светском тржишту, допринос расту екстерних цена дао је и раст извозних цена Немачке, које користимо за процену раста екстерних цена опреме и

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



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



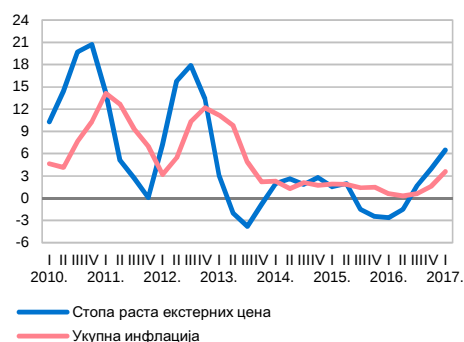
Табела III.0.3. Показатељи раста цена (мг. стопе, у %)

|                                                            | 2016. |       |      |      | 2017. |
|------------------------------------------------------------|-------|-------|------|------|-------|
|                                                            | Јун   | Септ. | Дец. | Март |       |
| Потрошачке цене                                            | 0,3   | 0,6   | 1,6  | 3,6  |       |
| Цене произвођача индустријских производа за домаће тржиште | -1,6  | 0,2   | 2,2  | 3,1  |       |
| Цене произвођача пољопривредних производа                  | -0,4  | -3,0  | 3,0  | 3,7  |       |
| Цене елемената и материјала за уграђивање у грађевинарству | -1,0  | 1,6   | 2,4  | 7,7  |       |

Извор: РЗС и прерачун НБС.

<sup>2</sup> Као показатељ екстерних цена коришћен је пондерисани просек индекса светских цена нафте и хране, потрошачких цена у зони евра и извозних цена Немачке, једног од наших најзначајнијих спољнотрговинских партнера.

Графикон III.0.5. **Домаћа инфлација и екстерне цене**  
(мг. стопе, у %)



Извор: Destatis, ФАО, Блумберг и прерачун НБС.

репроматеријала, а које су у Т1 порасле за 1,1%. С друге стране, потрошачке цене у зони евра, којима апроксимирамо екстерне цене услуга, у Т1 су стагнирале. Блага номинална депрецијација динара према еврџ такође је у одређеној мери допринела расту екстерних цена исказаних у динарима. Упркос споријем тромесечном расту, ниска база с почетка прошле године утицала је на убрзање мг. раста екстерних цена, на 6,5% у Т1.

## Инфлациона очекивања

Резултати анкета о инфлационим очекивањима указују на то да финансијски сектор и привреда сматрају да ће стабилност цена бити очувана и у кратком и у средњем року.

Инфлациона очекивања **финансијског сектора за годину дана унапред**, према анкетама Блумберга и Нинамедије, благо су повећана од почетка године. С обзиром на то да је повећање уследило са изузетно ниских нивоа на којима су била у претходном периоду, очекивања финансијског сектора сада се налазе на централној вредности циља за инфлацију. На 3,0% очекивања су према анкети агенције **Блумберг** повећана у априлу (са 2,6% у јануару), а према агенцији **Нинамедија**<sup>3</sup> у марту (са 2,4% у јануару). На том нивоу су задржана и у априлу. Финансијски сектор, према анкетама обеју агенција, од октобра 2013. очекује да ће инфлација за годину дана унапред бити у границама циља (3,0 ± 1,5%).

Нинамедија спроводи и анкету о **очекивањима привреде**. Након што је годину дана очекивала инфлацију од 2,0%, привреда је повећала своја очекивања на 2,2% у марту, а затим на 3% у априлу. Од августа прошле године **инфлациона очекивања становништва** су нешто виша и волатилнија. Тако су у марту враћена на ниво од 5,0%, на коме су се пре августа налазила готово годину дана, да би у априлу била повећана на 7,0%. На смањење инфлационих очекивања становништва у Т1 и њихово повећање у априлу указује и квалитативна анкета.<sup>4</sup> Очекивана инфлација је и даље нижа од перципиране инфлације, што значи да један део становништва очекује да у наредном периоду неће бити настављено повећање

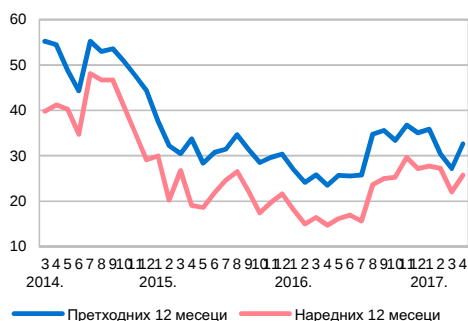
Графикон III.0.6. **Текућа инфлација и инфлациона очекивања 12 месеци унапред\***  
(мг. стопе, у %)



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

\* Агенција Нинамедија од децембра 2014, а агенције Ипсос и Галуп у претходном периоду. Анкета није спроведена у новембру 2014.

Графикон III.0.7. **Перципирана и очекивана инфлација становништва**  
(у индексним поенима)



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

\* Анкета није спроведена у новембру 2014.

<sup>3</sup> Нинамедија од децембра 2014. спроводи анкету о очекивањима економских субјеката.

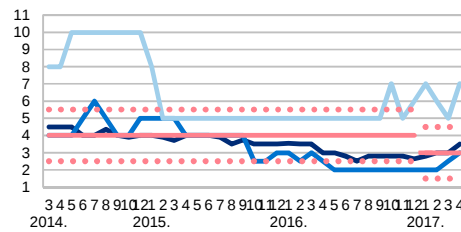
<sup>4</sup> Детаљније о квалитативним очекивањима становништва видети у Извештају о инфлацији – фебруар 2016, Осврт 2, стр. 15.

цена, које се, према њиховом мишљењу, десило у претходних 12 месеци.

Финансијски сектор очекује да ће **инфлација за две године унапред** бити у границама циља, при чему су у априлу та очекивања била на нивоу од 3,5%. Средњорочна очекивања привреде су у априлу била на нивоу циља од 3,0%. Очекивања становништва су у посматраном периоду варирали од 5,0% до 7,0%.

Дисперзија одговора испитаника финансијског сектора и даље је најнижа од свих сектора и у анкети Блумберга и у анкети Нинамедије. Дисперзија одговора испитаника привреде је нешто виша, али је и даље релативно стабилна. Стабилна је и дисперзија одговора становништва, али на вишем нивоу.

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

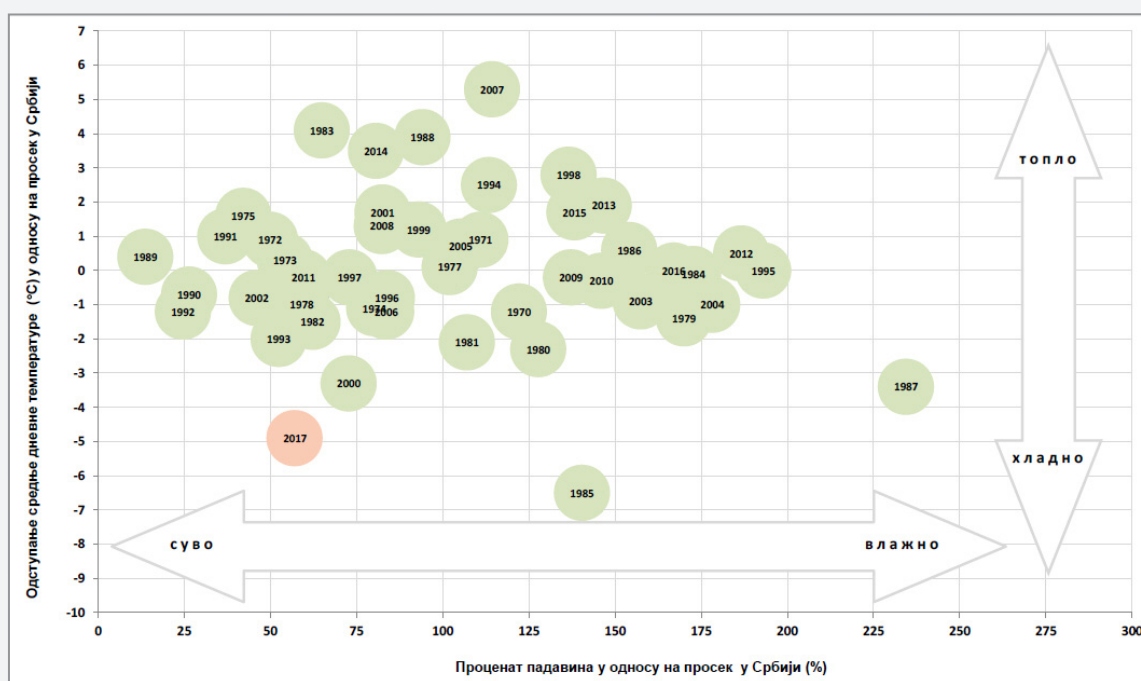


Извор: Ипсос/Нинамедија и НБС (Нинамедија од децембра 2014).  
\* Анкета није спроведена у новембру 2014.

### Осврт 1: Утицај хладног времена с почетка 2017. на кретање инфлације

Почетком јануара 2017. Србију је погодио талас хладног времена, који је по дужини трајања и просечној температури одступао од уобичајеног за то доба године (Графикон О.1.1). Према подацима Републичког хидрометеоролошког завода, у јануару је у већем делу Србије забележен 31 мразни дан, тј. дан с минималном дневном температуром испод 0° С, а у зависности од дела територије, од седам до 21 дан с јаким мразом (с минималном дневном температуром ваздуха испод -10° С). Од 6. до 12. јануара измерене су најниже температуре, а два мања интензивна таласа хладноће забележена су и од 19. од 24. јануара и од 27. до 31. јануара. Поред ниских температура, током већег дела јануара велики део територије Србије био је под снегом, што је додатно отежавало нормално функционисање привредних активности.

Графикон О.1.1 Месечни агрометеоролошки билтен за јануар 2017.



Извор: Републички хидрометеоролошки завод Србије.

Хладно време на почетку године било је један од главних фактора који је утицао на инфлацију у Србији, која је у јануару и фебруару кумулативно износила 2,2%. Инфлација је у овом периоду у највећој мери (око три четвртине) била одређена растом цена три групе производа – поврћа, нафтних деривата и чврстих горива. Ако се изузму нафтни деривати, чије поскупљење је било условљено скоком цене сирове нафте на светском тржишту крајем 2016, на инфлацију у прва два месеца 2017. претежно је деловало поскупљење поврћа и чврстих горива, које је било веће од сезонски уобичајеног услед хладног времена.

Као последица мање понуде (како домаће, тако и из увоза) и већих трошкова производње и транспорта, цене поврћа су у јануару и фебруару укупно порасле за 25,7% и допринеле расту укупне инфлације у том периоду са 1,1 п.п. (Табела О.1.1). На почетку године поврће није поскупело само у Србији већ и у већини европских земаља, посебно у централној и делу јужне Европе, које су као и Србија биле

Табела О.1.1. Кумулативан раст потрошачких цена у јануару и фебруару 2017.

|                                             | Кумулативан раст | Учешће у структури ИПЦ (у %) | Допринос укупној инфлацији (у п.п.) |
|---------------------------------------------|------------------|------------------------------|-------------------------------------|
| Укупна инфлација                            | 2,2              | 100,0                        | 2,2                                 |
| Непрерађена храна                           | 11,9             | 11,6                         | 1,3                                 |
| Поврће                                      | 25,7             | 4,2                          | 1,1                                 |
| Прерађена храна                             | 1,0              | 20,5                         | 0,2                                 |
| Индустријски производи без хране и енергије | 0,5              | 28,7                         | 0,1                                 |
| Енергија                                    | 3,4              | 15,5                         | 0,5                                 |
| Течна горива и мазива                       | 5,7              | 5,8                          | 0,3                                 |
| Дрва за огрев                               | 9,4              | 2,0                          | 0,2                                 |
| Услуге                                      | 0,0              | 23,7                         | 0,0                                 |

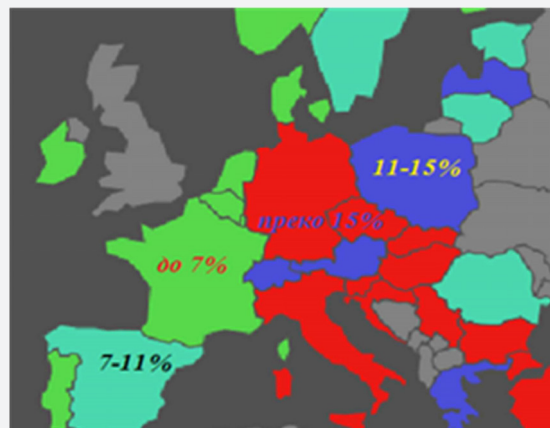
Извор: РЗС и прерачун НБС.

погођене хладним временом у том периоду (Графикон О.1.2). Виши раст цена поврћа у Србији последица је њиховог релативно нижег нивоа у П2 2016, на коме су се нашле захваљујући повољним агрометеоролошким условима и одличној пољопривредној сезони (Графикон О.1.3). Раст цена поврћа у Србији имао је већи допринос укупној инфлацији и због релативно високог учешћа ових цена у структури ИПЦ-а.

Хладно време је утицало и на раст цене енергената, пре свега чврстих горива (дрва за огрев, брикети). Због повећане тражње и немогућности понуде да јој се у кратком року прилагоди, огревно дрво је у јануару и фебруару поскупело 9,4%, уз допринос укупној инфлацији од 0,2 п.п. Слично као и код поврћа, значајније учешће овог енергента у структури ИПЦ-а дало је већи допринос укупној инфлацији у односу на земље у региону.

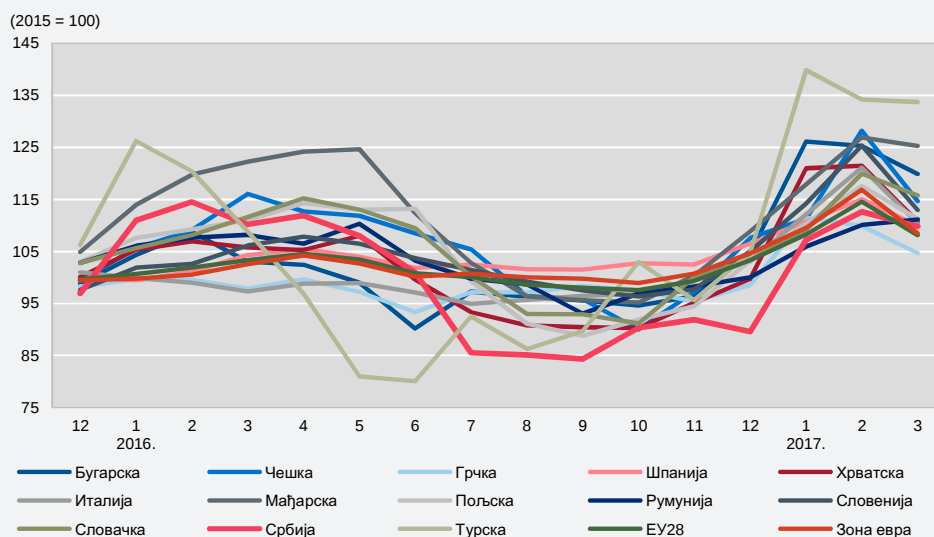
Као последица наведених кретања у јануару и фебруару, м.г. инфлација је у фебруару 2017. износила 3,2% (наспрам 1,6% у децембру 2016. године). Да је у питању привремен карактер наведених поскупљења, указује мартовско кретање цена производа које су у прва два месеца доминантно утицале на кретање укупне инфлације. Тако је цена поврћа у марту у Србији смањена 2,5% (Графикон О.1.3), цена чврстих горива 1,2%, док су цене нафтних деривата практично стагнирале (раст од 0,2%). Поред тога, базна инфлација је у Т1 била нижа од укупне (2,1% м.г. у марту). Такође, остварено поскупљење воћа и поврћа имаће негативан базни ефекат на кретање м.г. инфлације почетком наредне године, јер ће ова привремена поскупљења тада изаћи из обрачуна м.г. инфлације.

Графикон О.1.2. Кумулативне стопе раста цена поврћа у јануару и фебруару 2017.



Извор: Eurostat.

Графикон О.1.3. Кретања нивоа цена поврћа у европским земљама



Извор: Eurostat.

Средином априла поново је наступио талас хладног времена, праћен мразом и снегом у појединим деловима Србије. Међутим, ценимо да су неповољне временске прилике у априлу имале мањи утицај на инфлацију у односу на јануар и да ће се највероватније одразити на приносе код мањег броја пољопривредних култура (пре свега малина и јагода).



## IV. Детерминанте инфлације

### 1. Кретања на финансијском тржишту

*Каматне стопе на међубанкарском тржишту новца и државних ХоВ карактерисале су незнатне осцилације, док су трошкови задуживања приватног сектора у динарима благо порасли.*

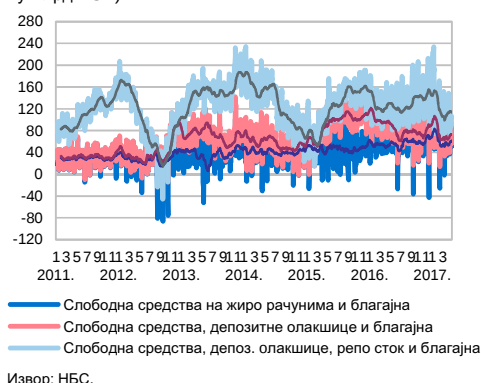
*Депрецијацијски притисци с краја 2016. године настављени су почетком ове године, али су временом слабили и у априлу је забележено јачање динара. На кретања на девизном тржишту у овом периоду у великој мери је утицала неизвесност на међународном финансијском тржишту, највише због одлуке ФЕД-а да настави с нормализацијом монетарне политике, што се одразило и на понашање страних инвеститора на домаћем тржишту, као и већа тражња за девизама домаћих предузећа увозника енергената. У супротном смеру деловали су прилив по основу извоза, СДИ и откупа ефективног страног новца од физичких лица по основу мењачких послова, као и раст валутно индексиране активе банака од фебруара.*

*Остварени резултати на смањењу унутрашње неравнотеже и спровођења структурних реформи и поправљање макроекономске перспективе Србије по том основу потврђени су и новим побољшањем кредитног рејтинга земље и даљим падом премије ризика.*

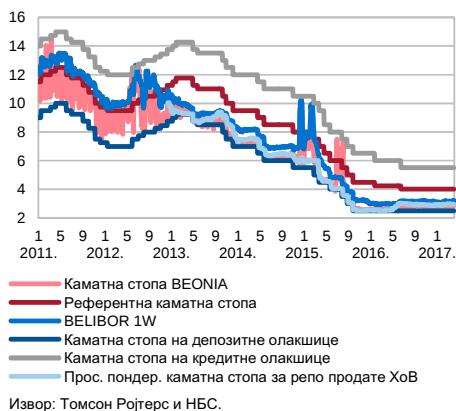
#### Каматне стопе

Каматне стопе на међубанкарском тржишту новца наставиле су стабилно кретање током Т1, уз минималне осцилације, пратећи кретање просечне репо стопе,<sup>5</sup> која је у Т1 незнатно повећана (за 0,1 п.п.), на 3,0% крајем марта.

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

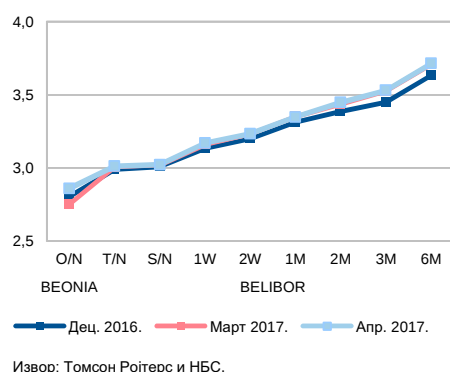


<sup>5</sup> Стопа остварена на репо аукцијама пондерисана износом продатих ХоВ.

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

Каматна стопа *BEONIA* је у марту у просеку износила 2,8%, што је једнако њеној просечној вредности из децембра. И просечне месечне вредности каматних стопа *BELIBOR* краћих рочности остале су непромењене, док су стопе дужих рочности повећане за 0,1 п.п. – у марту су се кретале у распону од 3,0% за најкраћу до 3,7% за рочност од шест месеци. Истовремено, међубанкарско преконоћно тржиште новца карактерисала је нешто мања активност банака, тако да је просечни промет на овом тржишту у марту износио 2,9 млрд динара и био је за 0,2 млрд динара нижи него у децембру.

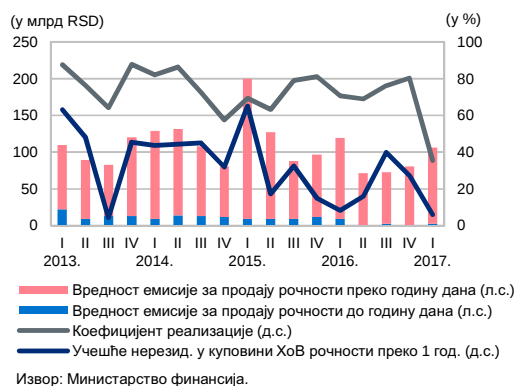
Током априла промет на међубанкарском тржишту новца бележи нешто веће вредности, уз благ раст каматне стопе *BEONIA*, док су остале каматне стопе биле непромењене.

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

На примарном тржишту динарских државних ХоВ током Т1 каматне стопе на шестомесечне (2,6%), једногодишње (3,5%) и седмогодишње (5,6%) ХоВ биле су готово непромењене у односу на Т4, док је стопа на двогодишње ХоВ (4,7%) била за 0,4 п.п. виша него у јуну 2016, када је одржана последња аукција за ову рочност у 2016. Притом, због мање потребе за задуживањем,<sup>6</sup> држава није прихватала понуде које би довеле до већег раста каматних стопа, што је резултирало и нижом реализацијом на аукцијама – у Т1 је продато нешто више од трећине (35,5%) понуђених ХоВ. Нерезиденти су, као и раније, преферирали улагања у најдуже рочности, али је њихово учешће у примарној куповини било ниско и може се довести у везу с децембарским повећањем стопе ФЕД-а и очекивањима брже нормализације његове монетарне политике у 2017. години.

На аукцијама трогодишњих динарских ХоВ држава се током априла задуживала по нешто вишим каматним стопама (за 0,3 п.п.) у односу на последњу аукцију за ову рочност одржану крајем 2016. године.

На аукцијама државних ХоВ у еврима каматне стопе су оствариле минималне промене у оба смера. Стопе на једногодишње (0,7%) и двогодишње (1,1%) ХоВ готово да нису промењене, док је стопа на трогодишње ХоВ (1,9%) повећана за 0,2 п.п. у односу на Т4 2016. С друге стране, стопе на петогодишње (2,7%) и десетогодишње (4,0%) ХоВ

Графикон IV.1.4. Примарно тржиште државних  
ХоВ у динарима – коефицијент реализације и  
учешће страних инвеститора

<sup>6</sup> У Т1 2017. на нивоу опште државе остварен је суфицит од 11,8 млрд динара, док, поређења ради, квантитативни критеријум извршења аранжмана с ММФ-ом у Т1 2017. дозвољава дефицит од 32,0 млрд динара.

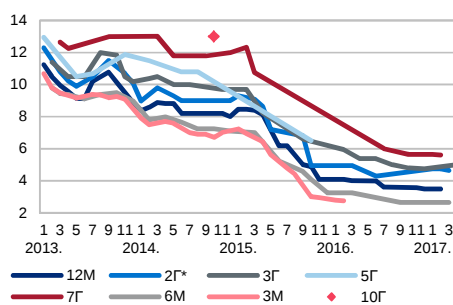
снижене су за по 0,2 п.п. у односу на последње аукције за те рочности, које су одржане у септембру, односно мају 2016.

Укупан промет на секундарном тржишту државних ХоВ у Т1 је износио 144,1 млрд динара и био је за скоро четвртину виши него у Т4 2016. Вишим вредностима промета током јануара и фебруара допринели су нерезиденти, који су били активнији на страни продаје, пре свега због очекивања брже нормализације монетарне политике ФЕД-а. То потврђује и кретање стопа приноса, које су расле током јануара и фебруара. У марту су стопе благо смањене и кретале су се у распону од 3,4% за преосталу рочност од два месеца до 5,5% за преосталу рочност од 76 месеци.

Просечна пондерисана каматна стопа на динарске кредите становништву снижена је у Т1 за 0,1 п.п. и у марту је износила 10,7%. На тај пад је утицало смањење стопа на готовинске кредите (укључујући и кредите за рефинансирање), на 10,9%, и остале кредите, на 9,8%, што је за по 0,3 п.п. ниже у односу на њихове нивое с краја 2016, док су стамбени кредити (укључујући кредите за адаптацију стамбеног простора) одобравани у марту по стопи од 7,3%, што је за 0,3 п.п. више него крајем 2016. Просечна цена динарских кредита привреди у марту је износила 5,9% и била је за 0,5 п.п. виша него на крају 2016. За толико је повећана и стопа на кредите за обртна средства (на 5,4%), а повећање од по 0,7 п.п. забележиле су и стопе на инвестиционе и остале кредите, на 6,4% и 6,7%, респективно. Виша цена кредита привреди, уз веће учешће нових кредита становништву, који су скупљи од кредита привреди, одразила се и на раст просечне пондерисане каматне стопе на новоодобрене динарске кредите привреди и становништву, која је у марту износила 9,4%.

Просечна пондерисана каматна стопа на новоодобрене кредите у еврима и динарске евроиндексиране кредите привреди и становништву повећана је у Т1 за 0,1 п.п., на 3,3% у марту. При томе, просечна стопа на кредите привреди је смањена за 0,1 п.п. и у марту је износила 3,0%. За толико су смањене и стопе на најзаступљеније кредите, кредите за обртна средства, који су у марту одобравани по стопи од 2,9%, а снижене су и стопе на извозне (на 2,0%) и остале кредите (на 2,9%). Цена инвестиционих кредита (3,4%) није промењена, а једино су повећане стопе на кредите за увоз (на 2,9%). Просечна стопа на кредите становништву незнатно је повећана (за 0,1 п.п., на 4,5% у марту)

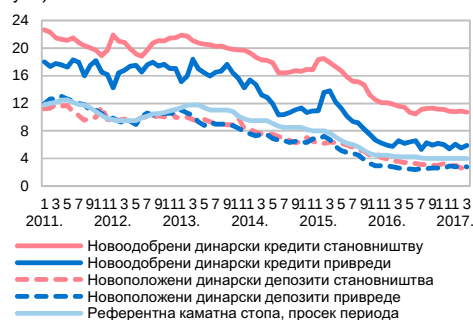
Графикон IV.1.5. Каматне стопе на примарном тржишту државних ХоВ (на годишњем нивоу, у %)



Извор: Министарство финансија.

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

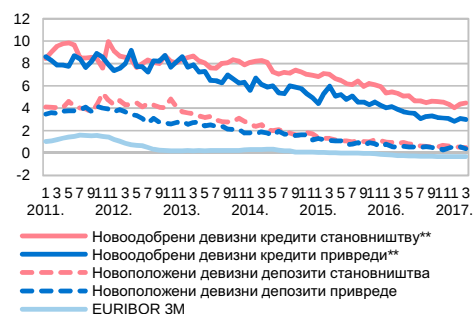
Графикон IV.1.6. Кретање каматних стопа на динарске кредите и депозите привреди и становништву\* (просечне пондерисане вредности, на годишњем нивоу, у %)



Извор: НБС.

\* Искључени револвинг кредити, прекорачења по текућем рачуну и дуг по кредитним картицама.

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



Извор: Европска банкарска федерација и НБС.

\* Искључени револвинг кредити, прекорачења по текућем рачуну и дуг по кредитним картицама.

\*\* У еврима и евроиндексирано.

услед раста учешћа категорије најскупљих, осталих кредита, који су у марту одобравани по стопи од 6,3%. Као и у случају динарских, цена готовинских кредита је снижена на 3,2%, док је цена потрошачких кредита повећана на 5,7%. Евроиндексирани стамбени кредити одобравани су по истој стопи као и крајем 2016. (3,1%).

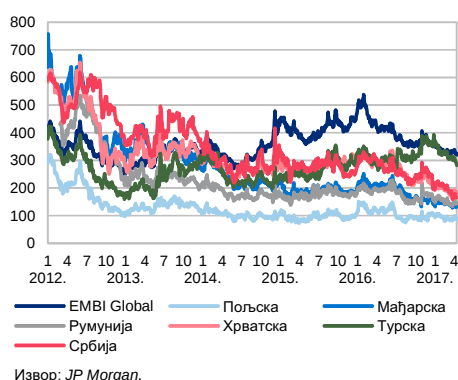
Банке су у Т1 незнатно кориговале пасивне каматне стопе наниже. Тако су стопе на депозите привреде снижене за по 0,1 п.п. и у марту су износиле 2,8% за динаре и 0,4% за евре. За толико су снижене и стопе на девизну штедњу грађана, на 0,5%, док су стопе на динарску штедњу биле ниже за 0,3 п.п. и износиле су 2,7%.

## Премија ризика

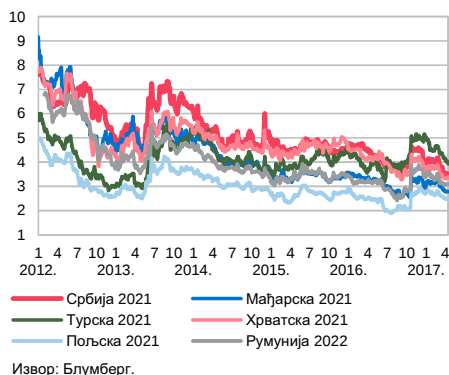
Премија ризика Србије, мерена *EMBI*, смањена је током Т1 за 63 б.п., а затим током априла за додатних 21 б.п., на 165 б.п. Почетком априла спустила се на 160 б.п., што је била најнижа вредност премије ризика Србије од јула 2007. године. Пале су и премије ризика осталих земаља у региону, али је у случају Србије пад био највећи. *EMBI Global* је током Т1 смањен за 34 б.п., а у априлу за 10 б.п., на 321 б.п.

Премија ризика Србије, тј. разлика у приносима на доларске еврообвезнице Србије у односу на америчке државне ХоВ, била је под утицајем и глобалних и домаћих фактора. Када су у питању глобални фактори, важно је побољшање перцепције ризика на међународном финансијском тржишту од почетка године због бољих изгледа за глобални привредни раст. Зато се, поред очекивања да ће ФЕД наставити с повећањем референтне стопе, све више поставља питање када ће почети да постепено смањује своју активу. То је деловало на раст приноса на америчке дугорочне државне ХоВ, које су средином марта достигле 2,63% (са 2,44% на крају прошле године). Међутим, иако је ФЕД повећао референтну каматну стопу у марту, он практично није променио пројекцију референтне каматне стопе у односу на децембар, због чега је тржиште проценило да ће монетарна политика бити експанзивнија него што се пре састанка очекивало. То се одразило на пад приноса на десетогодишње америчке државне ХоВ на 2,39% до краја тромесечја. Пад је настављен све до последње недеље априла, када су због најаве нове администрације да ће смањити стопу пореза на доходак корпорација (са 35% на 15%), као и раста берзанских индекса, приноси поново почели да расту.

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 %)



Већина земаља у успону се прилично добро прилагодила досадашњим повећањима референтне каматне стопе ФЕД-а. На то указују и приноси на еврообвезнице Србије и земаља у региону, који су током посматраног периода били у паду. Већина ових земаља, па и Србија, сада има боље макроекономске фундаменте, тј. повољнији фискални биланс и биланс текућег рачуна. Поред тога, очекивани бржи привредни раст на глобалном нивоу требало би овим земљама да олакша прилагођавање смањењу ликвидности на међународном финансијском тржишту.

Поред глобалних фактора, на пад премије ризика Србије утицали су и домаћи фактори, пре свега повољнији макроекономски изгледи због успешног спровођења фискалне консолидације и структурних реформи. Потврда о даљем поправљању макроекономске перспективе Србије и оствареним резултатима спровођења структурних реформи дошла је и од рејтинг агенције *Moody's*, која је у марту повећала кредитни рејтинг Србије с *B1* на *Ba3*.

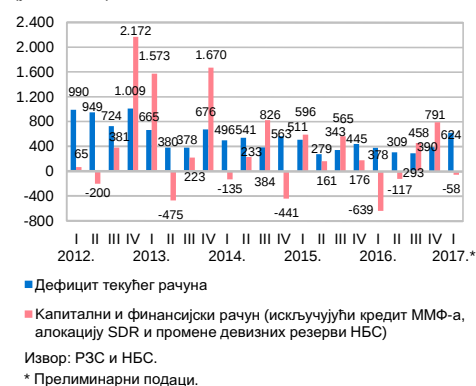
## Прилив капитала из иностранства

Талас хладног времена који је погодио Србију почетком године утицао је на успоравање раста робног извоза и знатан раст увоза енергената, што се одразило и на виши дефицит текућег рачуна у Т1 у поређењу са истим периодом претходне године за 246 млн евра. Истовремено, у финансијском рачуну је забележен нето одлив капитала, пошто је одлив по основу портфолио инвестиција и смањења кредитних обавеза резидената према иностранству био виши од прилива СДИ. У поређењу са истим периодом претходне године, тај одлив је био знатно нижи.

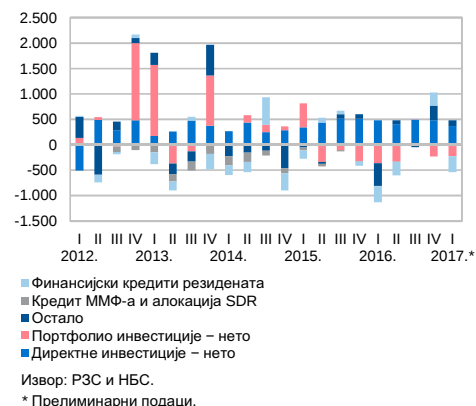
Према прелиминарним подацима, у Т1 је регистрован нето прилив **СДИ** од 370,1 млн евра. Око две трећине улагања (без реинвестиране добити) потицало је из земаља ЕУ, за којима следе улагања из улагања из Швајцарске (7,8%), Кине (6,5%), Русије (4,7%) и Уједињених Арапских Емирата (4,7%). Највећи износи усмерени су у прерађивачку индустрију, грађевинарство и телекомуникације.

Очекујемо да ће остварена макроекономска стабилност, наставак структурних реформи и поправљање инвестиционог амбијента резултирати нето приливом СДИ у 2017. години од око 1,6 млрд евра. То би требало да у потпуности покрије дефицит текућег рачуна, за који се очекује да ће бити на нивоу прошлогодишњег (1,4 млрд евра).

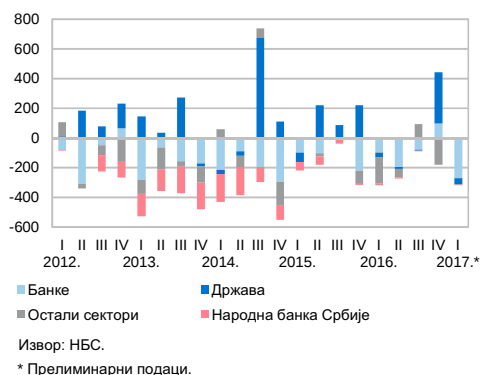
Графикон IV.1.10. Дефицит текућег биланса и нето прилив капитала (у млн EUR)



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



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



По основу **портфолио инвестиција** у Т1 је регистрован нето одлив капитала (219,4 млн евра). Одлив по том основу последица је продаје државних ХоВ на секундарном тржишту од стране страних инвеститора, који од почетка нормализације монетарне политике ФЕД-а смањују своју изложеност према тржиштима у успону. Истовремено, њихова куповина на примарном тржишту није била велика, чему је делом допринела побољшана фискална позиција и мања потреба државе за задуживањем.

Резиденти су се у Т1 по основу **финансијских кредита** нето раздужили за 319,6 млн евра. Од тога, банке су се нето раздужиле за 271,1 млн евра, од чега се највећи део (207,9 млн евра) односио на враћање краткорочних кредита узетих крајем прошле године. Обавезе према иностранству смањили су и држава (за 41,5 млн евра) и Народна банка Србије (4,4 млн евра), а незначително и предузећа (2,6 млн евра нето).

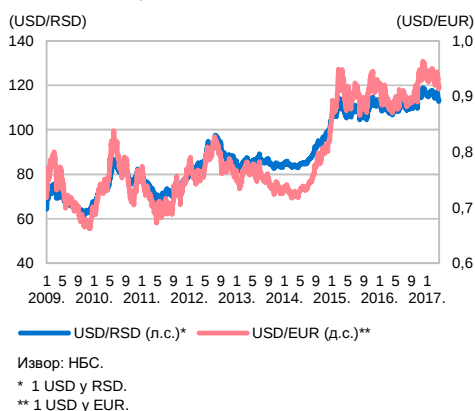
## Кретања на девизном тржишту и курс динара

Депрецијацијски притисци с краја 2016. године настављени су и у јануару, да би током фебруара и марта ослабили. Посматрано крајем периода, динар је у Т1 ослабио према евр у 0,4%, док је према долару ојачао за 0,9% због јачања евра у односу на америчку валуту.

Притисци ка слабљењу домаће валуте почетком године били су последица присутне неизвесности на међународном финансијском тржишту и деловања сезонских фактора из домаћег окружења. Страни инвеститори су, након децембарске одлуке ФЕД-а да повећа основну каматну стопу, уз очекивање да ће нормализација монетарне политике ФЕД-а бити бржа него у 2016, наставили да смањују своје портфеле државних ХоВ, што је деловало на јачање депрецијацијских притисака у Т1. Овај период је карактерисала и појачана тражња домаћих предузећа за девизама, пре свега увозника енергената.

Притисци на девизном тржишту ублажавани су приливом по основу извоза, упркос томе што је због хладног времена његов раст био успорен. Ублажавању притисака допринео је и откуп ефективног страног новца од физичких лица по основу мењачких послова, као и раст валутно индексираних активе банака током фебруара и марта.<sup>7</sup>

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



<sup>7</sup> У настојању да уравнотеже своје девизне позиције, банке тада повећавају понуду девиза на тржишту.

Настављен је и прилив СДИ, што сведочи о повољној перцепцији страних инвеститора о дугорочним улагањима у Србију.

Потврда о даљем поправљању макроекономске перспективе Србије и постигнутим резултатима на плану смањења унутрашње неравнотеже и спровођења структурних реформи, који су допринели и стабилнијим кретањима на девизном тржишту, дошла је и од рејтинг агенције *Moody's*, која је у марту повећала кредитни рејтинг Србије с *B1* на *Ba3*.

Како би ублажила прекомерне краткорочне осцилације курса динара према евр, Народна банка Србије је у Т1 интервенисала на МДТ-у продајом девиза. Укупно је продала 345,0 млн евра, највише у јануару (225,0 млн евра), док је у марту интервенисала једном, продајом 15,0 млн евра.

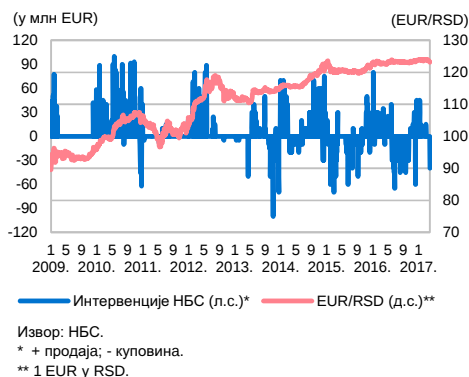
Током априла динар је ојачао за 0,6%, а Народна банка Србије је интервенисала једном, крајем месеца, куповином 40,0 млн евра.

Након раста током децембра 2016, промет на МДТ-у је у Т1 смањен и у просеку је дневно износио 18,1 млн евра, или за 2,6 млн евра ниже него у Т4 2016.<sup>8</sup> Месечне вредности промета биле су сличне, а највећа вредност је остварена у марту (18,6 млн евра просечно дневно). Осцилације курса динара према евр, мерене методама *EWMA*<sup>9</sup> и *EGARCH*<sup>10</sup>, остале су врло ниске.

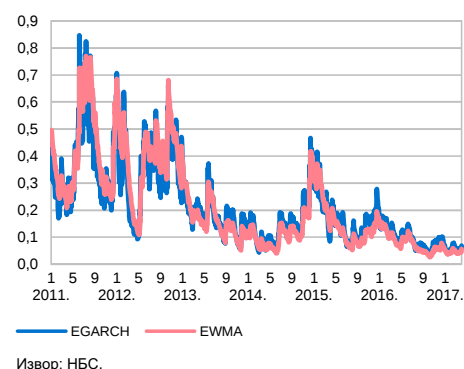
Током Т1 је повећан обим своп трансакција. На редовним тромесечним аукцијама Народна банка Србије је од банака укупно купила и банкама укупно продала по 48,5 млн евра (за 12,5 млн евра више него у Т4 2016), а на двонедељним по 105,0 млн евра (за 87,0 млн евра више него у Т4 2016). Такође, приметан је и пораст обима своп трансакција између банака. У Т1 он је износио 112,8 млн евра и премашао је износ ових трансакција у целој 2016. години (111,0 млн евра).

Валуте земаља у региону са сличним режимом девизног курса у Т1 су бележиле различита кретања. Турска лира је ослабила за додатних 5,5%, а румунски леј за 0,2%. Вредност чешке круне остала је

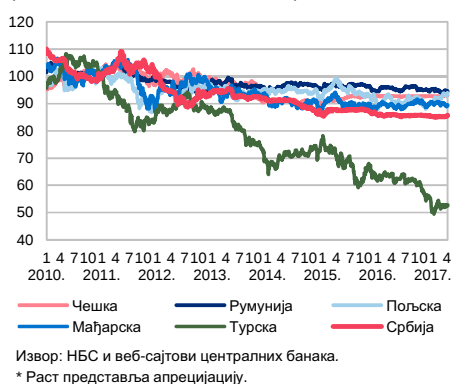
Графикон IV.1.14. Кретање курса динара и интервенције Народне банке Србије на девизном тржишту



Графикон IV.1.15. Краткорочна волатилност курса динара према евр



Графикон IV.1.16. Кретање курсева одређених националних валута према евр\*



<sup>8</sup> Без Народне банке Србије.

<sup>9</sup> *EWMA* (*Exponentially Weighted Moving Average*) – метод пондерисаних покретних просека код кога се процентуалним дневним променама девизног курса додељују различити пондери за различите временске тренутке, при чему ти пондери експоненцијално опадају удаљавањем од садашњег момента.

<sup>10</sup> *EGARCH* (*Exponential General Autoregressive Conditional Heteroskedasticity*) – метод оцено условне варијансе који приказује асиметричан ефекат позитивних и негативних шокова на оцену условне варијансе.

непромењена у односу на евро, уз интервенције чешке централне банке на страни куповине девиза, која је у априлу објавила да више неће користити девизни курс као додатни инструмент ублажавања монетарне политике. С друге стране, ојачали су пољски злот (за 4,8%) и мађарска форинта (за 0,8%).

## Кретања на берзи

Раст индекса Београдске берзе, започет током претходне године, настављен је и у Т1 ове године, уз благ прекид у јануару. Крајем марта индекс најликвиднијих акција *BELEX15* износио је 732,5 индексних поена и у односу на децембар 2016. виши је за 2,1%. Истовремено, *BELEXline* повећан је за 2,2%, на 1.603,7 индексних поена.

Иако и даље бележи ниске вредности, трговање акцијама повећано је у Т1 – у односу на претходно тромесечје више је за 37,8%, а у односу на исти период прошле године за 94,0%. Укупан промет акцијама износио је 3,2 млрд динара, при чему се нешто више од трећине промета односило на акције с МТП сегмента.<sup>11</sup> На трансакције са страним инвеститорима односило се око 30% промета, при чему су они били нето продавци акција у износу од 718,0 млн динара.

И у Т1 највећи део промета на берзи (око 75%) односило се на трговање обвезницама. Укупан промет износио је 9,5 млрд динара и у потпуности је резултат трговања обвезницама Републике Србије.<sup>12</sup> Страни инвеститори су учествовали у укупном промету обвезницама са 635,7 млн динара.

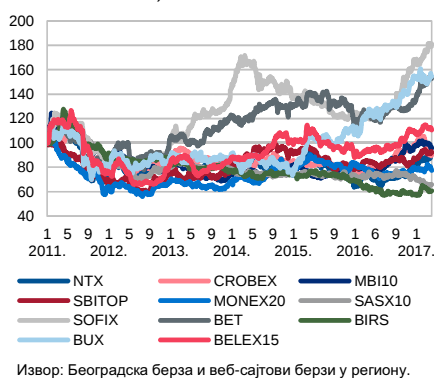
Тржишна капитализација Београдске берзе је крајем марта износила 567,2 млрд динара и била је за 18,8 млрд динара нижа него у децембру 2016. услед смањене капитализације *open market* и МТП сегмента. То је, између осталог, последица повлачења одређених издавалаца с берзе. Учешће тржишне капитализације у оцењеном БДП-у смањено је за 0,7 п.п., на 13,4% на крају Т1.

Већина индекса на берзама региона такође бележи раст током Т1. Највиши раст су забележили индекси на берзама у Букурешту (13,9%) и Бањалуци (8,8%),

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



Графикон IV.1.18. Кретање берзанских индекса у региону (у индексним поенима, нормализовано, 31. 12. 2010 = 100)



<sup>11</sup> МТП представља тржиште мултилатералне трговачке платформе. Организује га берза и на њему су тренутно листиране акције компанија које не испуњавају услове за листирање на регулисаном тржишту.

<sup>12</sup> Од новембра 2015. омогућено је трговање државним дугорочним обвезницама на Београдској берзи.

док је највеће смањење исказао индекс Сарајевске берзе (11,5%).

## 2. Новац и кредити

Монетарни агрегати су смањени током Т1, првенствено због тога што су предузећа, уобичајено за почетак године, држала мање износе на динарским депозитима, пре свега по виђењу. Истовремено, штедња становништва како девизна тако и динарска достигла је нове највеће износе. Укупни кредити су од почетка године остварили раст, уз м.г. раст у марту од 4,3%.

## Монетарни агрегати

Динарски примарни новац је у T1 номинално смањен за 11,6%, а реално за 13,6%. Поред тога, смањен је и износ девизних депозита банака код Народне банке Србије, што је за последицу имало смањење укупног примарног новца у T1, номинално за 10,2%, а реално за 12,3%. Посматрано на мг. нивоу, динарски примарни новац је у марту био реално нижи за 2,7%, а укупни за 0,7%.

На смањење динарског примарног новца највише је утицала продаја девиза Народне банке Србије на МДТ-у (са 35,3 млрд динара), а у истом смеру су деловала и већа улагања банака у репо ХоВ (за 25,5 млрд динара). На повлачење ликвидности, са 5,4 млрд динара, утицала је и држава. С друге стране, расту динарске ликвидности банака највише су доприносиле девизне трансакције платног промета с Косовом и Метохијом (са 12,7 млрд динара).

И шири монетарни агрегати су смањени током T1. Сезонски уобичајено, због смањења средстава на рачунима привреде, динарски депозити по виђењу и депозити дужих рочности били су у паду, тако да су M1 и M2 реално смањени за 7,0% и 6,6%, респективно. Таква кретања утицала су на то да, и поред раста девизних депозита, и M3 забележи реални пад од 3,0%.

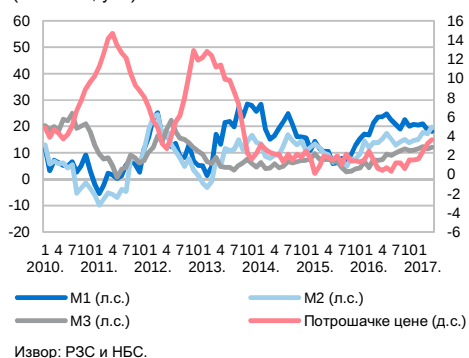
Израженији пад у Т1 исказали су динарски депозити по виђењу (16,2 млрд динара). То је последица пре свега смањења средстава на рачунима предузећа из области прерађивачке индустрије, трговине и грађевинарства, а у мањој мери и на текућим рачунима грађана. С друге стране, боља наплата

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

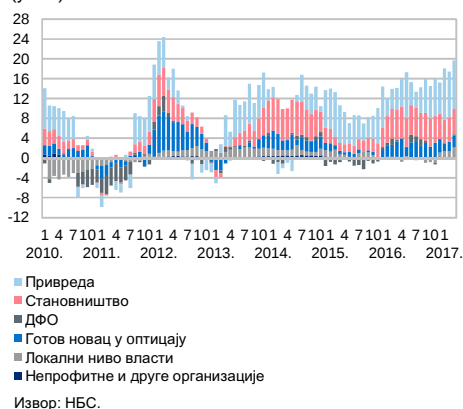
|                                                    | 2016. |       | 2017. |      | Учешће у МЗ<br>март 2017.<br>(у %) |
|----------------------------------------------------|-------|-------|-------|------|------------------------------------|
|                                                    | Јун   | Септ. | Дец.  | Март |                                    |
| МЗ                                                 | 8,7   | 10,8  | 9,8   | 8,2  | 100,0                              |
| Девизни депозити                                   | 5,8   | 9,0   | 7,9   | 4,5  | 64,6                               |
| М2                                                 | 14,8  | 14,3  | 13,3  | 15,6 | 35,4                               |
| Динарски орочени<br>и штедни депозити              | -3,5  | -4,9  | -0,4  | 20,3 | 8,9                                |
| М1                                                 | 22,1  | 21,9  | 18,6  | 14,1 | 26,5                               |
| Депозити по<br>виђењу<br>готов новац у<br>оптицају | 24,8  | 24,7  | 21,1  | 16,5 | 19,8                               |
|                                                    | 15,1  | 14,6  | 12,1  | 7,5  | 6,7                                |

Извор: НБС.

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



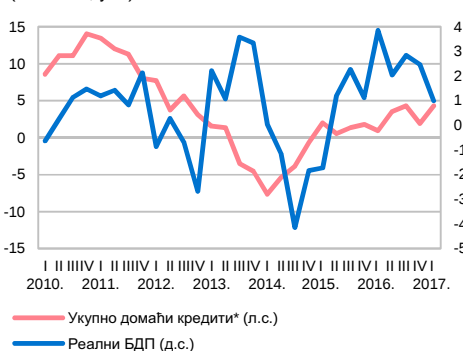
Графикон IV.2.2. Доприноси м.г. расту M2, секторска структура (у п.п.)



Графикон IV.2.3. Домаћи кредити немонетарном сектору и M3 (номиналне м.г. стопе, у %)



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



фискалних прихода допринела је расту средстава на рачунима локалних органа власти, а мањи раст бележе и средства на рачунима осталих сектора.

Динарски штедни и орочени депозити предузећа смањени су у мањој мери од депозита по виђењу (за 8,5 млрд динара). Као и у случају краћих рочности, највише су смањени депозити предузећа из области трговине и прерађивачке индустрије, а због плаћања већег увоза енергената, у паду су били и депозити јавних предузећа из области енергетике. Мањи пад је регистрован и на рачунима ДФО, док су средства на депозитима осталих сектора благо повећана.

Динарска штедња грађана је наставила да расте и у 2017. години. У T1 она је повећана за 0,9 млрд динара, на 51,3 млрд динара у марту, и чинила је 4,5% укупне штедње грађана. Дужи период ниске и стабилне инфлације, релативна стабилност девизног курса, повољније каматне стопе и порески третман у односу на девизну штедњу подстицху њен раст. Нову највишу вредност од 8,8 млрд евра у марту је достигла и девизна штедња грађана, која је од почетка године повећана за 95,4 млн евра. Захваљујући томе, као и вишим износима на рачунима привреде, укупни девизни депозити су у T1 порасли за 126,7 млн евра.

Посматрано на м.г. нивоу, раст M2 је у T1 убрзан на 15,6%, док су M1 и M3 успорили раст на 14,1% и 8,2%, респективно. Раст монетарног агрегата M3 вођен је високим растом динарских и девизних депозита привреде и становништва, што је резултат досадашњег, али и показатељ будућег привредног раста.

## Кредити

М.г. раст домаћих кредита од почетка године убрзава и у марту је, искључујући ефекат промене девизног курса,<sup>13</sup> износио 4,3%. При томе, раст кредита становништву додатно је убрзан на 11,5% м.г., док је пад кредита привреди успорен на 0,6% м.г. По искључењу ефекта отписа *NPL*,<sup>14</sup> који су банке интензивирале током 2016, м.г. раст кредита привреди у марту је износио 3,4%, а раст укупних кредита 6,6%.

<sup>13</sup> 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), узимајући у обзир валутну структуру потраживања по основу кредита.

<sup>14</sup> Од почетка 2016, закључно с мартом 2017. банке су отписале 45 млрд динара *NPL* привреди.

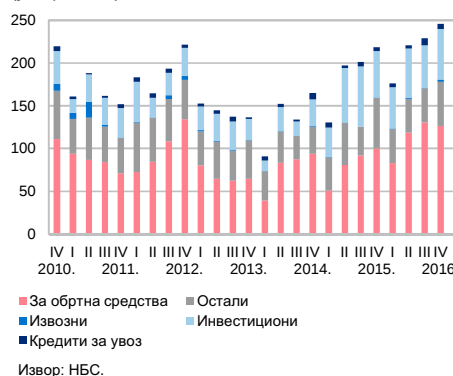
Домаћи кредити су у Т1, искључујући ефекат промене девизног курса, повећани за 0,6%, а њихово учешће у оцењеном БДП-у у марту је износило 47,4%, што је непромењено у односу на крај 2016. Посматрано по секторима, током Т1 кредити становништву су наставили да расту, док су услед сезонски уобичајеног нижег обима активности почетком године и настављених активности банака на решавању питања *NPL* кредити привреди снижени.

Имајући у виду очекивано убрзање економске активности, досадашње ублажавање монетарне политике, којим је Народна банка Србије допринела знатном снижењу каматних стопа на динарске кредитне стопе, ниске каматне стопе на међународном тржишту новца, које су се одразиле на пад каматних стопа на девизне и девизно индексиране кредитне стопе, као и већу конкуренцију међу банкама, очекујемо да ће се раст кредитне активности наставити и у 2017. Раст у 2016. умањен је због интензивних активности банака на решавању *NPL*, али се због тога у наредном периоду могу очекивати позитивни ефекти, пошто се растерећењем биланса банака од проблематичне активе отвара простор за ново кредитирање.

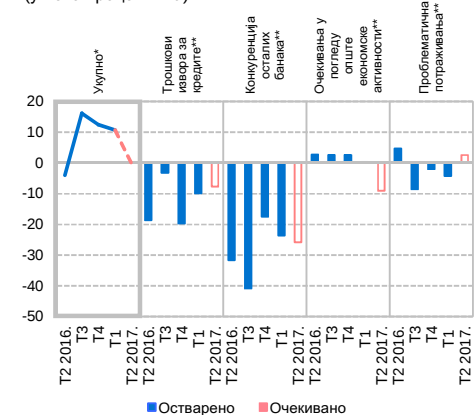
Након сезонски уобичајеног пада у јануару, **кредитирање привреде** је у фебруару и марту порасло, тако да су кредити привреди у Т1, без ефекта промене девизног курса, били нижи за 0,9%, или 10,3 млрд динара него крајем 2016. Током Т1 отписано је 3,6 млрд динара и продато *NPL* лицима ван банкарског сектора 5,1 млрд динара, што је за последицу имало смањење потраживања банака од привреде. Посматрано по наменама, највећи део потраживања банака од привреде чинили су кредити за обрtna средства (46,8%). Поред тога, захваљујући опоравку инвестиционог кредитирања, на ову категорију кредита већ дуже време односи се око једне трећине (33,0%), а на кредитне са оригиналном рочношћу дужом од две године око 63% кредитних потраживања од привреде. Посматрано по секторима, од почетка године повећана су потраживања од предузећа из сектора грађевинарства, трговине и енергетике, док су потраживања од осталих сектора смањена.

С друге стране, укупан износ новоодобрених кредита привреди у Т1 (180,7 млрд динара) виши је за 2,6% него у истом периоду претходне године. Предузећа и даље највише користе кредитне за обрtna средства, који су чинили нешто више од половине

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



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



Извор: НБС.

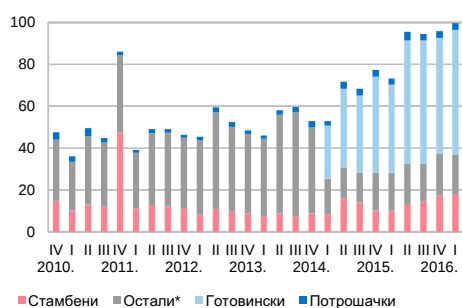
\* Позитивне вредности указују на поопштравање, а негативне на ублажавање кредитних стандарда у односу на претходно тромесечје.

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

новоодобрених кредита привреди (око 52%). Задржано је и релативно високо учешће инвестиционих кредита у новоодобреним кредитима (око 24%).

Резултати априлске анкете Народне банке Србије о кредитној активности банака<sup>15</sup> указују на благо поопштравање кредитних стандарда привреди у Т1, превасходно у погледу захтеваног колатерала, док се у Т2 не очекује њихова промена. Као и раније, конкуренција међу банкама и нижи трошкови извора за кредите деловали су на ублажавање стандарда, а треће тромесечје заредом и пад *NPL*. Банке су наставиле да смањују каматне марже и пратеће трошкове, уз продужење рочности кредита, а у Т1 су ублажени и захтеви у погледу максималног износа кредита. С друге стране, у складу с продужењем рочности и повећањем максималног износа кредита, захтеви у погледу колатерала су поопштрени. Тражња предузећа за кредитима је и у Т1 наставила да расте и подједнако је била вођена потребом финансирања обртних средстава и инвестиција, а у нешто мањој мери и реструктурирањем дуга. Исти фактори требало би да буду главни покретачи њеног раста и у Т2.

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.

**Кредити становништву** су наставили раст и у Т1 су, искључујући ефекат промене курса, повећани за 2,9%, или 23,1 млрд динара. Највећи део тог повећања остварен је у марту, а расту и даље највише доприносе готовински кредити (укључујући и кредите за рефинансирање), а све више и повећано стамбено кредитирање.

Обим новоодобрених кредита становништву у Т1 (99,6 млрд динара) био је за 36,0% виши него у истом периоду претходне године. На готовинске кредите односило се скоро 60% новоодобрених кредита становништву, који су били готово у потпуности у динарима (преко 99%), а око 73% њих било је с роком отплате преко пет година. У складу с повољнијим трендовима на тржишту некретнина, који су присутни од почетка 2016. године, стамбено кредитирање наставља да расте – по ком основу је учешће стамбених кредита у новоодобреним кредитима износило 18%. Иако се већи део тог повећања дугује одобравању нових кредита, приметно је и повећано рефинансирање постојећих стамбених кредита, што се може довести у везу с коришћењем могућности задуживања по повољнијим условима с обзиром на

<sup>15</sup> Поменуту анкету Народна банка Србије спроводи од почетка 2014. Учешће у анкети је добровољно, а одзив готово 100%.

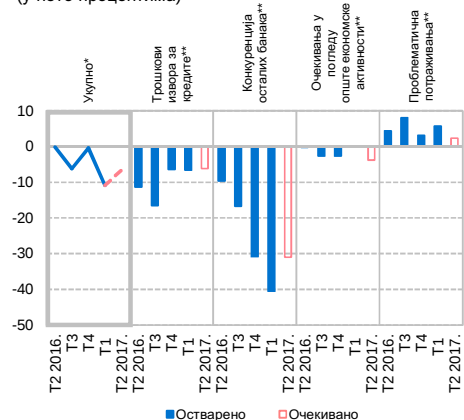
знатно смањење каматних стопа у претходном периоду. Задуживање по кредитним картицама и прекорачењима по текућим рачунима било је на сличном нивоу као у Т4 2016.

Резултати априлске анкете о кредитној активности банака указују на наставак ублажавања кредитних стандарда становништву у Т1, а даље ублажавање очекује се и у Т2. На ублажавање стандарда утицала је пре свега међусобна конкуренција банака, а у одређеној мери и нижи трошкови извора и већа спремност на преузимање ризика. Грађанима су нуђени дужи рокови отплате кредита, каматне марже и пратећи трошкови су додатно снижени, а после дужег времена ублажени су и захтеви у погледу колатерала. У складу са очекивањима, тражња грађана је наставила да расте, а најтраженији су били динарски готовински кредити и кредити за рефинансирање и девизно индексирани стамбени кредити. Тај раст тражње био је пре свега вођен куповином непокретности и потребом рефинансирања постојећих обавеза, као и растом запослености и зарада у приватном сектору. Исти фактори требало би да буду главни покретачи њеног раста и у Т2.

**Задуженост привреде и становништва у динарима** повећана је у Т1 и крајем марта 31,7% пласмана банака овим секторима било је у динарима, што је за 0,5 п.п. више него крајем 2016. При томе, динаризација пласмана становништву је наставила раст и од почетка године је повећана за додатних 0,8 п.п. (на 47,9% у марту), док је динаризација пласмана привреди у 2017. смањена за 0,3 п.п., на 19,1% у марту.

Спровођење Стратегије за решавање проблематичних кредита наставља да даје добре резултате, а према резултатима последњих анкета о кредитној активности, нижи ниво *NPL* код привреде делује на ублажавање кредитних стандарда. Учешће *NPL*, рачунато по бруто принципу, у Т1 је смањено за додатних 0,2 п.п. и у марту је износило 16,8%. У сектору привреде, то учешће је смањено за 0,1 п.п., на 17,1% у марту,<sup>16</sup> што је најнижа вредност овог показатеља у протеклих осам година. Код становништва оно је снижено 0,4 п.п., на 8,9%.<sup>17</sup> Додатно, исправка вредности укупних кредита у марту је износила 73,1% *NPL* (што је за 5,0 п.п. више него пре годину дана), а регулаторна резервисања за

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

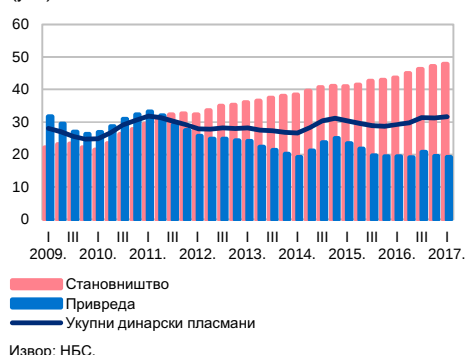


Извор: НБС.

\* Позитивне вредности указују на поопштравање, а негативне на ублажавање кредитних стандарда у односу на претходно тромесечеје.

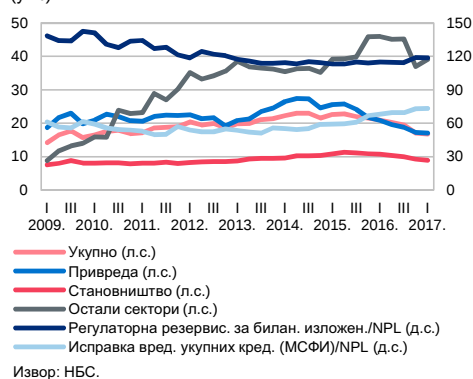
\*\* Позитивне вредности указују на допринос датог фактора поопштравању, а негативне ублажавању кредитних стандарда.

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 %)



Извор: НБС.

<sup>16</sup> Обухвата привредна друштва и јавна предузећа. Уколико посматрамо само привредна друштва, учешће *NPL* у укупним кредитима у марту је износило 17,3% и за 0,3 п.п. је ниже него крајем 2016.

<sup>17</sup> Уколико се укључе предузетници и приватна домаћинства, ово учешће је смањено за 0,4 п.п., на 9,6%.

билансну изложеност и даље у потпуности покривају износ бруто *NPL* и у марту су износила 118,7%. Такође, показатељ адекватности капитала од 22,3% у марту указује на високу капитализованост домаћег банкарског сектора.

### 3. Тржиште непокретности

*Благ раст цена и сезонски карактеристично нижи промет обележили су кретања на тржишту некретнина у Т1, док резултати анкете о кредитној активности указују на то да банке у наредном периоду очекују већу тражњу за некретностима.*

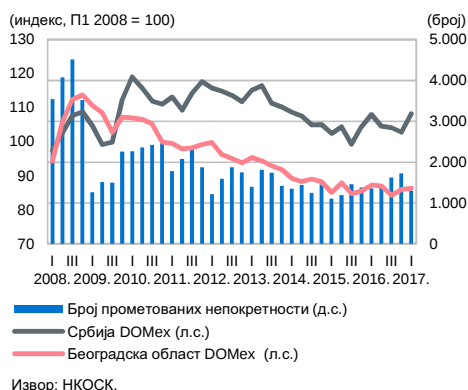
Након три узастопна тромесечја пада, просечна цена некретнина у Србији, мерена индексом *DOMex*,<sup>18</sup> у Т1 је порасла за 5,4%. Раст је забележен у свим регионима, а пре свега у Војводини (7,4%). Мг. посматрано, благ раст цена некретнина од 0,3% вођен је вишим ценама у региону Шумадије и западне Србије (4,8%), док су у београдском региону цене опале за 1,0%.

У Т1 је просечна цена некретнине у Србији износила 897,6 евра по квадратном метру. Како су најнижи раст имале цене у београдском региону, тако је и однос цена београдског, најскупљег региона, и просека осталог дела земље смањен са 1,75 у Т4 2016. на 1,67 у Т1.

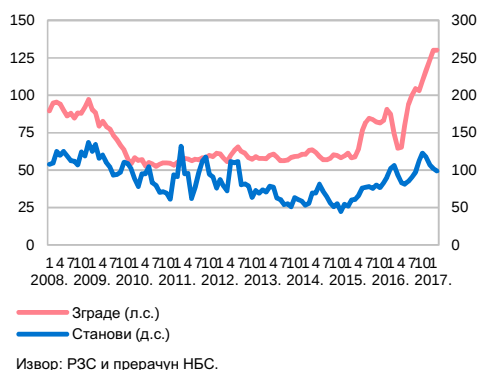
Сезонски карактеристично, смањен је број прометованих некретнина<sup>19</sup> (за 24,2%) у поређењу с Т4 2016, док је у односу на исти период претходне године тај број незнатно смањен.

Број издатих грађевинских дозвола за изградњу станова у прва два месеца 2017. нижи је у односу на Т4 за око 10%, а у односу на исти период претходне године за око 6%. С друге стране, број издатих грађевинских дозвола за зграде, који, поред стамбених, укључује и нестамбене објекте, порастао је за око 5%.

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



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



<sup>18</sup> Овај индекс објављује Национална корпорација за осигурање стамбених кредита, а односи се само на непокретности чија је куповина финансирана осигураним кредитима.

<sup>19</sup> Број прометованих непокретности и цена стана по квадратном метру односе се само на некретнине чија је куповина финансирана осигураним кредитима.

Према резултатима анкете о кредитној активности банака, и у Т1 је забележен раст тражње за стамбеним кредитима. Очекује се да ће раст бити настављен и у наредном периоду, чему доприносе ниже каматне стопе на стамбене кредите и већи расположиви доходак по основу опоравка тржишта рада.

## 4. Агрегатна тражња

*Позитиван допринос расту БДП-а у Т1 (0,2% дсз.) дали су потрошња домаћинства, пре свега захваљујући расту реалног расположивог дохотка, и повећање залиха, до којег је дошло због успоравања извоза и ниже грађевинске активности услед хладног времена у јануару и почетком фебруара. С друге стране, хладно време је утицало и на већи увоз енергената, те је допринос нето извоза БДП-у био негативан. Према прелиминарној процени Републичког завода за статистику, раст БДП-а је у Т1 износио 1,0% мг.*

*Очекивани опоравак инвестиција у наредним тромесечјима, уз наставак позитивног деловања потрошње домаћинства, требало би да допринесе убрзању раста БДП-а, који би, према нашој процени, у 2017. требало да износи око 3%. Позитиван допринос расту БДП-а очекује се и по основу нето извоза захваљујући повећању понуде омогућеном реализацијом инвестиција у претходном периоду, као и повољнијим изгледима за раст зоне евра.*

### Домаћа тражња

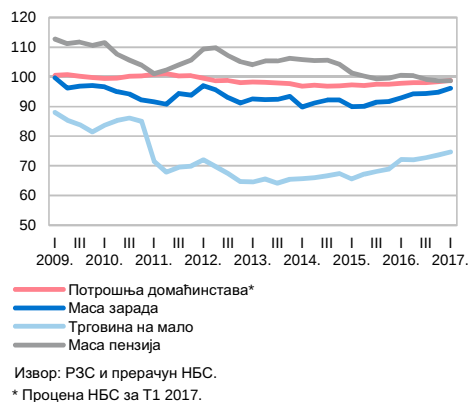
Раст потрошње домаћинства је, према нашој процени, настављен и у Т1 (0,4% дсз.), што је омогућено наставком раста расположивог дохотка по основу виших зарада и запослености пре свега у приватном сектору, повећањем пензија, вишим приливом дознака и нижим трошковима кредита одобрених становништву. Промет у трговини на мало, као најзначајнији реални показатељ потрошње домаћинства, и у Т1 је наставио да расте (1,4% дсз.). Такође, забележен је раст увоза потрошних добара 2,8% дсз. Посматрано на мг. нивоу, раст потрошње домаћинства, према нашој процени, у Т1 је убрзан на 1,2%, уз позитиван допринос кретању БДП-а од 0,9 п.п.

На раст потрошње домаћинства у Т1 указује и кретање њених главних извора у истом периоду. Реална маса зарада у приватном сектору у Т1 је

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



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



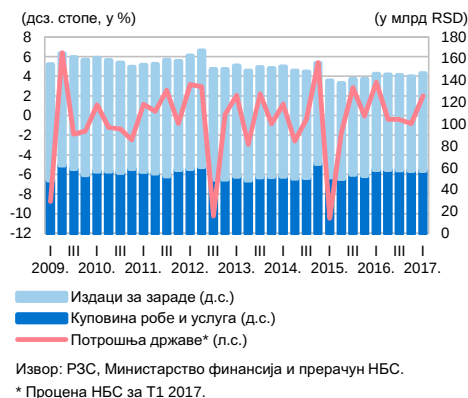
Табела IV.4.1. Кретање главних показатеља и извора потрошње домаћинства (реалне мг. стопе раста у %)

|                                                   | 2016.      |            |            | 2017.       |
|---------------------------------------------------|------------|------------|------------|-------------|
|                                                   | T2         | T3         | T4         | T1          |
| <b>Потрошња домаћинства</b>                       | <b>1,0</b> | <b>0,5</b> | <b>0,9</b> | <b>1,2*</b> |
| <b>Показатељи</b>                                 |            |            |            |             |
| Промет у трговини на мало                         | 7,2        | 6,8        | 6,9        | 3,7         |
| Промет у угоститељству                            | 6,4        | 9,6        | 6,6        | 5,5**       |
| Број домаћих туриста                              | 14,2       | 11,2       | 10,9       | 2,7         |
| Број ноћења домаћих туриста                       | 13,0       | 11,6       | 9,4        | -0,6        |
| Увоз потрошне робе (ВЕС класификација), номинално | 6,6        | 1,3        | -0,5       | 10,7        |
| <b>Извори</b>                                     |            |            |            |             |
| Маса зарада у приватном сектору                   | 7,6        | 5,3        | 6,4        | 5,8         |
| Маса укупних социјалних трансфера                 | 0,9        | 1,0        | -5,2       | -1,6        |
| Маса пензија                                      | 0,3        | -0,2       | -0,9       | -2,2        |
| Нето прилив дознака, номинално                    | -1,1       | -5,7       | -8,8       | 8,3         |
| Новоодобрени потрошачки кредити, номинално        | 26,7       | -1,4       | -0,1       | 6,1         |
| Новоодобрени готовински кредити, номинално        | 56,2       | 59,1       | 20,0       | 41,9        |

\* Процена НБС

\*\* Јануар-фебруар.

Извор: РЗС и прерачун НБС.

Графикон IV.4.3. Потрошња државе  
(реални износи)

убрзала раст на 3,8% дсз., као последица комбинованог доприноса раста запослености и просечне реалне зараде. Поред тога, м.г. раст новоодобрених готовинских кредита у Т1 је износио 41,9%, а повећан је и нето прилив дознака из иностранства за 8,3% м.г.

Фискалне уштеде у претходном периоду створиле су простор за повећање зарада у делу јавног сектора у Т1, тако да је, и поред смањења броја запослених због наставка процеса фискалне консолидације, према нашој процени, забележен раст државне финалне потрошње од 1,4% дсз. Насупрот повећаним расходима за зараде, издаци за куповину робе и услуга остали су на приближно истом нивоу као у Т4. Раст државне потрошње настављен је у Т1 и на м.г. нивоу (2,0%), што је, према нашој процени, позитивно допринело кретању БДП-а са 0,4 п.п.

Смањена активност у грађевинарству због неповољних временских услова на почетку године указује на пад инвестиција у фиксне фондове у Т1 (према нашој процени 2,1% дсз.), што потврђује пре свега нижа вредност изведених радова (6,9% м.г.). С друге стране, производња грађевинског материјала је наставила раст, који се делом прелио и на повећање њихових залиха, што може да укаже на очекивани раст грађевинарства у наредним тромесечјима. На такав закључак упућује и већи укупан број издатих грађевинских дозвола у прва два месеца 2017. и њима предвиђена вредност радова. Показатељи кретања инвестиција у опрему у Т1 су позитивни, с обзиром на то да је увоз опреме порастао за 4,3% дсз., а повећана је и домаћа производња машина и опреме за 32,1% дсз., која је делом извезена.

Са становишта извора финансирања инвестиција, позитивна кретања забележена су у погледу расположивости интерних извора предузећа, чија је профитабилност у 2016, према прелиминарним подацима Агенције за привредне регистре, поправљена. Збирно посматрано, привредна друштва су у 2016. остварила позитиван нето резултат од 229,3 млрд динара, што је знатно више него у 2015. (67,2 млрд динара). У погледу других извора финансирања, у Т1 је смањен прилив СДИ, док је смањење код новоодобрених инвестиционих кредита делом последица високе базе.

Висок позитиван допринос расту БДП-а у Т1, према нашој процени, потекао је и од повећања залиха (1,3 п.п.). На то упућује раст залиха индустријских

Табела IV.4.2. Показатељи кретања инвестиција

|                                                                 | 2016. |      |      |       | 2017. |
|-----------------------------------------------------------------|-------|------|------|-------|-------|
|                                                                 | I     | II   | III  | IV    | I     |
| <b>Реални показатељи</b><br>(дсз. подаци, тромесечни раст, у %) |       |      |      |       |       |
| Залихе                                                          |       |      |      |       |       |
| индустријских производа                                         | -0,7  | 0,1  | 6,7  | -1,1  | 4,3   |
| Индустријска производња                                         |       |      |      |       |       |
| машина и опреме                                                 | 6,6   | 1,3  | -2,4 | 6,1   | 32,1  |
| Извоз                                                           |       |      |      |       |       |
| средстава за рад*                                               | 22,1  | 5,9  | 0,2  | 6,4   | -2,3  |
| Увоз                                                            |       |      |      |       |       |
| средстава за рад*                                               | 4,7   | -0,1 | -0,9 | 1,0   | 4,3   |
| Залихе                                                          |       |      |      |       |       |
| машина и опреме                                                 | 18,3  | 6,3  | 0,0  | -11,1 | 5,9   |
| Индустријска производња                                         |       |      |      |       |       |
| интермедијарних производа                                       | 2,7   | 3,9  | -1,4 | 1,4   | 5,9   |
| Извоз                                                           |       |      |      |       |       |
| интермедијарних производа*                                      | 3,8   | 4,5  | 0,7  | 8,7   | 8,3   |
| Увоз                                                            |       |      |      |       |       |
| интермедијарних производа*                                      | -3,7  | 0,7  | 1,3  | 6,1   | 6,6   |
| Залихе                                                          |       |      |      |       |       |
| интермедијарних производа                                       | 2,8   | 1,1  | 7,0  | 0,1   | 3,5   |
| Индустријска производња                                         |       |      |      |       |       |
| грађевинског материјала                                         | 1,7   | 0,6  | -5,1 | 4,1   | 7,9   |
| Залихе грађевинског                                             |       |      |      |       |       |
| материјала                                                      | 6,7   | -0,2 | -0,7 | 3,7   | 13,4  |
| Инвестиције државе**                                            | 6,6   | 3,8  | -1,0 | -8,1  | -9,3  |

Извор: РЗС и прерачун НБС.

\* Извоз и увоз су изражени у еврима.

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

производа (4,3% дсз.), који је у највећој мери последица успоравања извоза и отежаног домаћег транспорта услед хладног времена. Највећи раст залиха готових производа регистрован је у производњи хране и одевних предмета, као и у извозно оријентисаним областима, попут електричне опреме, рачунара, хемијских и фармацеутских производа. Поред тога, немогућност транспорта житарица воденим путем због ледостаја на Дунаву у јануару и првој половини фебруара утицала је на извоз пољопривредних производа, који је био мањи него што се очекивало. Стога су прелазне залихе житарица остале релативно високе, што отвара могућност за повећање њиховог извоза у наредном периоду.

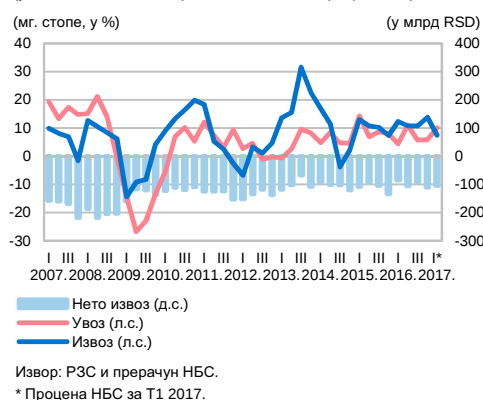
## Нето екстерна тражња

Реални раст извоза у Т1 био је спорiji (2,7% дсз.) него у Т4 2016, пре свега услед негативних ефеката хладног времена у јануару и почетком фебруара. С друге стране, увоз робе и услуга је убрзао реални раст (4,1% дсз.), највећим делом због повећане тражње и већег увоза енергената, што је за последицу имало негативан допринос нето извоза (1,3 п.п.) кретању БДП-а у Т1.

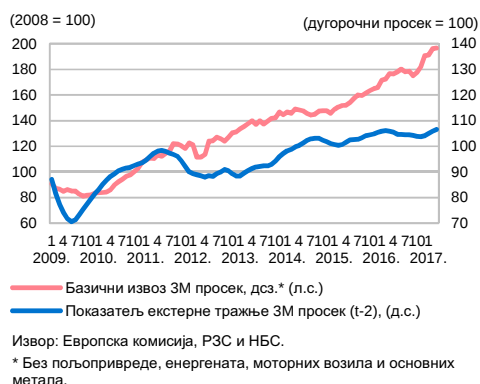
Одржање високог нивоа извоза у Т1 највећим делом је резултат раста екстерне тражње, на коју указују наставак раста у зони евра и кретање показатеља екстерне тражње,<sup>20</sup> који је у Т1 повећан 1,3% и уз то широко распрострањен (раст у 17 од 21 земље). Поред тражње, позитиван ефекат на извоз имало је и смањење јединичних трошкова рада у прерађивачкој индустрији по основу повећане продуктивности, што је поправило трошковну конкурентност. С друге стране, мање подстицајно него у претходном периоду на кретање извоза очекивано су деловали односи размене, с обзиром на то да је од почетка године настављен бржи раст увозних у односу на извозне цене.

Робни извоз изражен у еврима у Т1 је повећан 3,9% дсз. и био је вођен наставком позитивних кретања у свим значајнијим извозно оријентисаним областима прерађивачке индустрије. Највећи позитиван допринос дао је извоз ауто-индустрије захваљујући

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

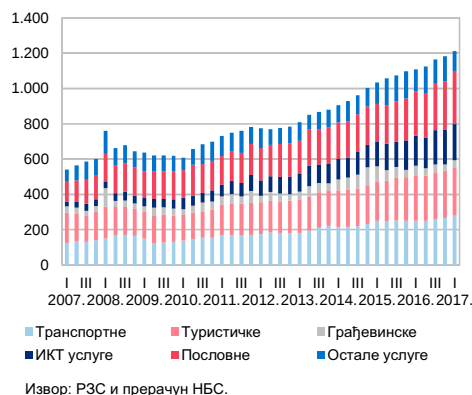


Графикон IV.4.5. Кретање показатеља екстерне тражње и базичног извоза Србије



<sup>20</sup> Водећи показатељ екстерне тражње за извозом Србије конструисан је на основу кретања водећег показатеља економске климе Европске комисије (ESI). Обухвата 21 земљу наших најзначајнијих спољнотрговинских партнера, где су пондери њихова учешћа у извозу Србије.

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

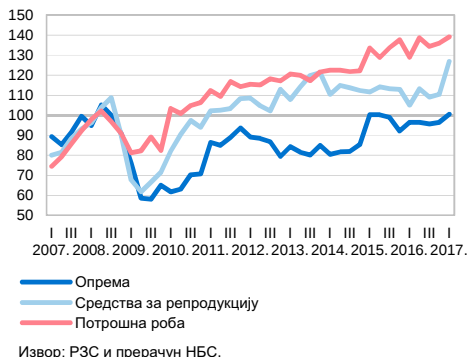


опоравку тражње у ЕУ, при чему, поред извоза аутомобила компаније „Фијат аутомобили Србија“, све значајније учешће у извозу ове гране заузимају и произвођачи различитих појединачних ауто-компоненти.

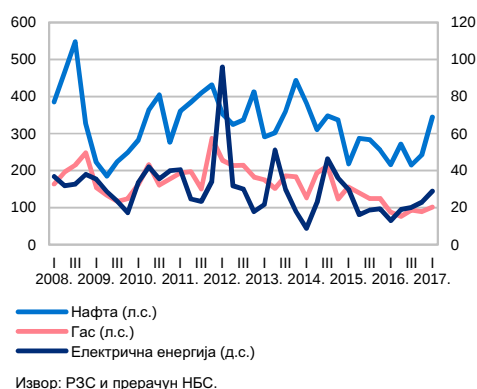
Позитивна кретања настављена су и у већини осталих области прерађивачке индустрије, попут производа од гуме и пластике, хемијских и фармацеутских производа и електричне опреме. Раст извоза нафтних деривата је, такође, забележен у Т1 и у највећој мери је резултат раста њихових цена у земљама у региону. Поред тога, настављен је раст извоза металског комплекса, тј. основних метала, производа од метала и машина и опреме, при чему је успоравање извоза основних метала у поређењу с Т4 2016. последица пре свега немогућности допремања сировина и извоза челичних производа због ледостаја на Дунаву у јануару и почетком фебруара. Посматрано на мг. нивоу, извоз основних метала је у Т1 повећан 117,1%, што је резултат повећане производње након проналаaska стратешког партнера за железару.

Због залеђеног Дунава и извоз пољопривредних производа (кукуруза и пшенице) био је у Т1 мањи него што се очекивало. Количински посматрано, пшенице је извезено мање за око четвртину, а кукуруза за око трећину него у Т4, при чему је највећи пад извоза регистрован у јануару. У фебруару је уследио постепен опоравак, да би се у марту извезене количине вратиле на ниво просека из Т4. Нижи извоз житарица у одређеној мери је надокнађен већим извозом воћа и поврћа, који је, исказано у еврима, био за око 10% дсз. виши него у Т4.

Графикон IV.4.7. **Кретање главних компоненти увоза**  
(дсз. подаци, П1 2008 = 100)



Графикон IV.4.8. **Увоз енергената**  
(дсз. подаци, у млн EUR)



Поред робног извоза, у Т1 је порастао и извоз услуга (2,5% дсз.), вођен у највећој мери већим извозом пословних услуга и услуга транспорта. Позитивна кретања настављена су и у извозу туристичких и информационих и компјутерских услуга, а опоравак извоза забележен је и код грађевинских услуга. Посматрано на мг. нивоу, извоз услуга у Т1 био је виши за 11,4%.

Релативно висок раст у Т1 (6,2% дсз.) забележио је робни увоз изражен у еврима. Томе је у највећој мери допринео повећан увоз репроматеријала, који је био вођен високим увозом енергената због хладног времена у јануару и повећаним потребама у прерађивачкој индустрији. Поред тога, већа

потрошња домаћинстава утицала је на већи увоз п потрошне робе, док раст увоза опреме указује на опоравак инвестиција у наредном периоду.

Да је највећи део раста увоза у Т1 био последица повећаног увоза енергената, указује и кретање компоненти увоза посматрано према намени ЕУ. Увоз енергије је у Т1 био за око трећину виши у односу на Т4 2016. и у одређеној мери условљен већом потрошњом за потребе грејања због неубичајено хладног времена у већем делу јануара. Повећане потребе у производњи нафтних деривата и основних метала утицале су и на већи увоз сирове нафте и каменог угља, који су увезени по вишим ценама у односу на Т4. Повећане потребе за сировинама и репроматеријалом забележене су и у осталим областима прерађивачке индустрије, што је подстакло већи увоз интермедијарних производа, док би се виши увоз трајних потрошних добара могао повезати с наставком раста потрошње домаћинстава.

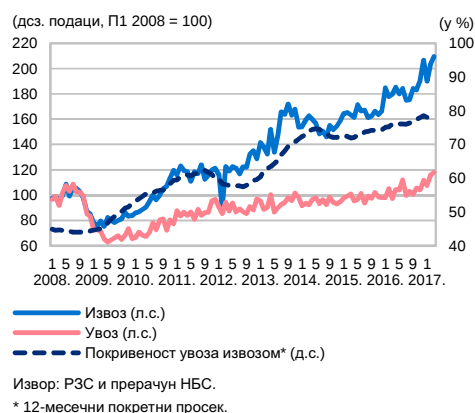
Показатељи робне размене су и у Т1 остали релативно повољни, с обзиром на то да је покривеност робног увоза његовим извозом била на приближном нивоу с краја 2016. и у марту је износила 78,1%. Истовремено, робни извоз се у марту налазио на 109,6% изнад свог преткризног нивоа<sup>21</sup>, док је робни увоз био за 17,9% виши у односу на ниво пре кризе.

## 5. Економска активност

*Наставак позитивних кретања у прерађивачкој индустрији и већем броју услужних сектора позитивно је допринео расту БДП-а у Т1, који је, према нашој процени, износио 0,2% дсз. На м. нивоу, раст БДП-а је, према прелиминарној процени Републичког завода за статистику, у Т1 износио 1,0%, што је у највећој мери последица негативних ефеката таласа хладног времена с почетка године на активност у енергетици, пољопривреди и грађевинарству, као и високе базе из Т1 2016.*

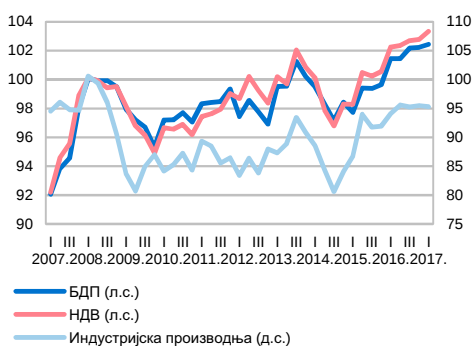
*Очекујемо да ће успоравање економске активности у Т1, које је, према нашој процени, било под утицајем привремених фактора, у наставку године бити надокнађено, тако да се у 2017. очекује раст БДП-а од око 3%. Тај раст би у највећој мери требало да буде вођен индустријом и услугама, а у мањој мери и грађевинарством, док се због високе прошлогодишње базе очекује негативан допринос пољопривреде.*

Графикон IV.4.9. Робна размена у еврима



<sup>21</sup> Ниво из П1 2008.

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



Извор: РЗС и прерачун НБС.

Графикон IV.5.2. Физички обим производње у енергетици и рударству (дсз. подаци, П1 2008 = 100)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

Графикон IV.5.3. Физички обим производње по гранама прерађивачке индустрије (дсз. подаци, П1 2008 = 100)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

Позитиван подстицај расту БДП-а у Т1 од 0,2% дсз. наставила је да пружа прерађивачка индустрија вођена инвестицијама из претходног периода, убрзањем раста у зони евра, као и настављеним опоравком домаће тражње, који је позитивно деловао и на раст активности у већини услужних сектора. С друге стране, сектори грађевинарства и енергетике су у Т1 исказали пад, који је највећим делом био последица негативних ефеката хладног времена из јануара.<sup>22</sup> Економска активност је и у Т1 била изнад свог преткризног нивоа – 2,4% мерено БДП-ом, односно 3,3% мерено НДВ-ом.

Према прелиминарној процени Републичког завода за статистику, м.г. раст БДП-а је у Т1 2017. успорен на 1,0%, чему је, поред споријег тромесечног раста, допринела и висока база из Т1 2016. Према нашој процени, позитиван допринос расту БДП-а потекао је од услужних сектора и прерађивачке индустрије, док су грађевинарство и пољопривреда негативно допринели његовом кретању.

Наставак позитивних кретања забележен је у прерађивачкој индустрији, чији је физички обим у Т1 повећан 4,0% дсз. С друге стране, мање повољна кретања забележена су у секторима рударства и енергетике, тако да је физички обим производње укупне индустрије у Т1 благо опао (0,2% дсз.). Мања експлоатација угља, сирове нафте и метала одразила се на пад физичког обима производње у рударству (7,0% дсз.), док је у сектору снабдевања електричном енергијом, гасом и паром смањење физичког обима производње износило 3,6% дсз.

У оквиру прерађивачке индустрије, раст је у Т1 забележен у 83% прерађивачке индустрије. При томе, он је настављен у извозно оријентисаним секторима, попут производње моторних возила, производа од метала, машина и опреме, производа од гуме и пластике, електричне опреме, на шта је позитивно утицало убрзање раста код главних спољнотрговинских партнера. Раст је забележен и у производњи хране, пића, дувана, грађевинског материјала, који су у великој мери намењени домаћем тржишту, што указује на позитиван допринос постепеног опоравка домаће тражње. Мањи обим производње у Т1 забележен је у производњи деривата нафте, што је последица раста цена сирове нафте на светском тржишту и њеног отежаног увоза током Т1 услед хладног времена.

<sup>22</sup> Видети Осврт 2, стр. 39.

Посматрано на мг. нивоу, физички обим индустријске производње је успорио раст на 0,7%. При томе, раст је убрзан у оквиру прерађивачке индустрије (7,3%), која је позитивно допринела кретању физичког обима укупне индустрије са 4,9 п.п. Физички обим производње у рударству је у Т1 забележио пад од 6,3%, док је у сектору снабдевања електричном енергијом, гасом и паром он додатно продубљен (14,5 %), уз негативан допринос кретању укупне индустрије од 0,5 п.п. и 3,7 п.п., респективно.

Једини показатељ у области пољопривреде који је тренутно доступан за овогодишњу сезону јесу засејане површине у јесењој сетви, према којима је у текућој сезони засејано 7% мање пшенице и 13,4% мање јечма у односу на претходну сезону. У пролећној сетви очекујемо повећање засејаних површина кукуруза и индустријског биља. У недостатку потпуних информација, наша процена је да ће пољопривредна сезона у ратарству бити на нивоу десетогодишњег просека. То би, уз високу базу из претходне године, утицало на годишњи пад физичког обима пољопривреде за око 4% у 2017. Поред тога, хладно време на почетку године и у априлу имало је одређене негативне последице на воћарство, па се и по том основу очекује одређени нижи обим пољопривредне производње.

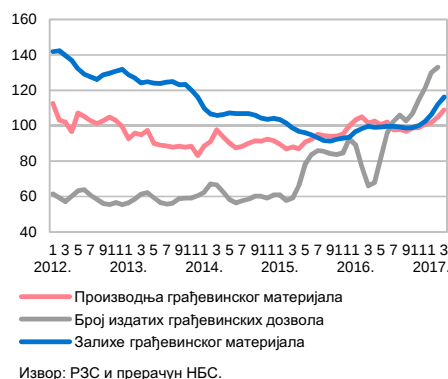
Активност у грађевинарству је у великој мери била отежана због хладног времена у јануару, због чега је у Т1 забележен пад вредности изведених грађевинских радова од 6,9% мг. Ипак, раст забележен у кретању осталих показатеља грађевинарства, попут производње грађевинског материјала у Т1 и броја издатих грађевинских дозвола у прва два месеца, указује да би се нижа активност на почетку године могла оценити као привремена и да би се у наредним тромесечјима могао очекивати раст грађевинарства. На то упућује и наставак деловања фактора који су у претходној години допринесли његовом расту, као што су повољна законска регулатива и наставак реализације инфраструктурних пројеката.

Највећи позитиван допринос расту БДП-а у Т1 (0,4 п.п.) дао је услужни сектор, на шта указује наставак позитивних кретања доступних показатеља у области трговине и услуга смештаја и исхране. Подстакнут растом потрошње домаћинства, промет у трговини на мало је у Т1 наставио раст (1,4% дсз.), док је висока база из Т1 2016. успорила његов мг. раст на

Графикон IV.5.4. Доприноси мг. расту физичког обима индустријске производње



Графикон IV.5.5. Показатељи грађевинске активности (тримесечни просеци дсз., 2016 = 100)



Графикон IV.5.6. Показатељи активности сектора услуга (дсз. подаци)



3,7%. Позитивна кретања настављена су и у сектору услуга смештаја и исхране, где је током јануара и фебруара настављен мп. раст броја долазака туриста и реалног промета у угоститељству. На изостанак већег позитивног доприноса сектора услуга у одређеној мери се одразило и хладно време с почетка године, које је отежавало нормално одвијање привредних активности, посебно у областима саобраћаја и трговине.

Према нашој процени, у 2017. се очекује раст БДП-а од око 3%. Процењујемо да су кретања у Т1 у највећој мери последица деловања привремених фактора изазваних неповољним временским условима, чији би негативни ефекти у наставку године требало да буду надокнађени. Повољнији изгледи раста за зону евра, повећање инвестиција и унапређење пословног и инвестиционог амбијента требало би да наставе да позитивно делују на индустрију и грађевинарство, а даљи опоравак финалне потрошње на активност у услужним секторима. С друге стране, очекујемо негативан допринос пољопривреде, с обзиром на то да је прошлогодишња производња била изнад десетогодишњег просека, који очекујемо да ће се остварити у текућој години.

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

|                | 2016.      |            |            |            | 2017.      |
|----------------|------------|------------|------------|------------|------------|
|                | T1         | T2         | T3         | T4         | T1*        |
| <b>БДП</b>     |            |            |            |            |            |
| (у %, дсз.)    | <b>1,8</b> | <b>0,0</b> | <b>0,7</b> | <b>0,1</b> | <b>0,2</b> |
| Пољопривреда   | 0,5        | -0,2       | 0,5        | -0,2       | -0,3       |
| Индустрија     | 0,7        | 0,2        | -0,2       | 0,1        | 0,0        |
| Грађевинарство | 0,1        | 0,0        | 0,0        | -0,1       | 0,0        |
| Услуге         | 0,6        | 0,1        | 0,3        | 0,3        | 0,4        |
| Нето порези    | 0,1        | 0,1        | 0,0        | 0,1        | 0,1        |

Извор: РЗС и прерачун НБС.

\* Процена НБС.

## Осврт 2: Ефекти хладног времена на економску и спољнотрговинску активност

Поред једнократног утицаја на инфлацију,<sup>1</sup> талас хладног времена који је почетком године погодио Србију негативно се одразио и на друге макроекономске токове, пре свега на економску активност и спољну трговину. Ниске температуре и снег у већем делу јануара отежавали су унутрашњи транспорт сировина и готових производа и, поред саобраћаја, негативно утицали на активност у индустрији, пољопривреди (пре свега код поврћа), грађевинарству и трговини. Поред тога, и због обуставе пловидбе Дунавом услед ледостаја од 8. јануара до 10. фебруара, увоз и извоз сировина и готових производа били су отежани, што се неповољно одразило и на спољнотрговинска кретања у прва два месеца.

На негативне ефекте хладног времена на индустријску производњу указује кретање њеног физичког обима, који је у јануару смањен за 2,4% дсз. (Табела О.2.1). Пад физичког обима производње забележен је у рударству (5,7% дсз.), које је од осталих сектора индустрије осетљивије на временске (не)прилике, као и у снабдевању електричном енергијом, гасом и паром (4,0% дсз.), на шта је, поред смањене експлоатације

угља, неповољно деловала и лоша хидролошка ситуација. Погођене су биле и поједине гране прерађивачке индустрије које су зависне од увоза сировина, попут производње нафтних деривата и хемијских производа, које су исказале пад од 5,6% дсз. и 4,2% дсз., респективно. Због хладног времена и отежаног транспорта, и обим промета у трговини на мало је у јануару био нижи за 1,2% дсз. Поред индустрије и трговине, за које су доступни месечни показатељи, који указују на негативна кретања, хладно време у Т1 утицало је и на друге секторе привреде, попут грађевинарства и саобраћаја, и у великој мери је определило успоравање м.г. раста БДП-а са 2,5% у Т4 2016. на 1,0% у Т1 2017.

Последице хладног времена видљиве су и у спољнотрговинским токовима, с обзиром на поменуто обуставу пловидбе Дунавом, којим се увозе знатне количине сировина за прерађивачку индустрију (сирови нафта, руда гвожђа, камени угљ) и извози највећи део житарица. Тако је у јануару робни извоз изражен у еврима смањен за 8,0% дсз., уз велики пад извоза кукуруза, који је, количински посматрано, у јануару био за 75% нижи у

односу на просек из Т4 2016, односно за око 25% него у јануару 2016, када је због лоше пољопривредне сезоне у 2015. Србија извозила мање кукуруза. Нижи извоз је забележен и у великом броју извозно оријентисаних грана

Табела О.2.1. Кретање показатеља индустрије и спољне и унутрашње трговине (реалне дсз. месечне стопе раста)

|                                                        | 2016.   |          |          | 2017.  |         |      |
|--------------------------------------------------------|---------|----------|----------|--------|---------|------|
|                                                        | Октобар | Новембар | Децембар | Јануар | Фебруар | Март |
| Физички обим индустријске производње                   | -0,9    | 0,7      | 1,4      | -2,4   | 2,4     | -1,8 |
| <i>Рударство</i>                                       | -1,4    | -2,6     | -2,3     | -5,7   | 6,3     | -8,9 |
| <i>Прерађивачка индустрија</i>                         | 1,0     | 1,3      | 2,1      | -0,3   | 3,1     | 1,0  |
| <i>Снабдевање електричном енергијом, гасом и паром</i> | -1,8    | -5,5     | -1,1     | -4,0   | -3,2    | -8,8 |
| Залихе индустријских производа                         | 0,0     | -1,1     | 0,2      | 3,8    | 0,9     | 0,4  |
| Промет у трговини на мало                              | -1,6    | 1,4      | 2,4      | -1,2   | -0,2    | 2,1  |
| Робни извоз изражен у еврима*                          | -0,6    | 4,2      | 8,2      | -8,0   | 7,3     | 2,9  |
| Робни увоз изражен у еврима*                           | 4,7     | -1,4     | 7,4      | -3,8   | 7,9     | 1,7  |

Извор: РЗС и прерачун НБС.

\* Номинално.

Табела О.2.2. М.г. динамика БДП-а и показатеља економске активности и спољне трговине (релане м.г. стопе раста)

|                                                        | 2016. |      |     |      | 2017.          |
|--------------------------------------------------------|-------|------|-----|------|----------------|
|                                                        | T1    | T2   | T3  | T4   | Јануар-фебруар |
| БДП                                                    | 3,9   | 2,0  | 2,8 | 2,5  | 1,0*           |
| Физички обим индустријске производње                   | 9,7   | 2,2  | 3,6 | 3,5  | 0,7            |
| <i>Рударство</i>                                       | 14,3  | -1,1 | 3,3 | 0,4  | -2,9           |
| <i>Прерађивачка индустрија</i>                         | 6,4   | 5,7  | 4,3 | 5,8  | 5,5            |
| <i>Снабдевање електричном енергијом, гасом и паром</i> | 17,9  | -9,9 | 1,3 | -3,1 | -9,9           |
| Промет у трговини на мало                              | 10,2  | 7,2  | 6,8 | 6,9  | 2,6            |
| Робни извоз изражен у еврима**                         | 13,6  | 9,9  | 8,6 | 16,5 | 5,0            |
| Робни увоз изражен у еврима**                          | 1,5   | 9,3  | 4,3 | 7,0  | 11,6           |

Извор: РЗС и прерачун НБС.

\* Прелиминарна процена РЗС-а за Т1 2017.

\*\* Номинално.

<sup>1</sup> Видети Осврт 1, стр. 14.

прерађивачке индустрије (храна, дуван, основни метали, грађевински материјал), што се одразило на раст њихових залиха. Поред смањеног извоза, у јануару је смањен и увоз робе (3,8% дсз.), првенствено по основу нижег увоза интермедијарних производа (4,0% дсз.), док су хладно време и повећана тражња за енергентима подстакли раст њиховог увоза (4,3% дсз.).

Иако привремен по свом карактеру, утицај хладног времена имао је последице на кретање макроекономских токова у прва два месеца 2017, што се види према динамици кретања м.г. стопа раста у индустрији и спољној и унутрашњој трговини (Табела О.2.2). Тако је физички обим производње укупне индустрије, након раста од 3,5% м.г. у Т4 2016, у јануару и фебруару практично стагнирао у поређењу са истим периодом претходне године (раст од 0,7%), док је промет у трговини на мало у истом периоду успорио раст са 6,9% м.г. на 2,6% м.г. Негативна кретања регистрована су и у спољној трговини, уз успоравање раста извоза и убрзање раста увоза, које је делом било узроковано и растом увозних цена. То се одразило и на повећање дефицита текућег рачуна у прва два месеца 2017. за око 100 млн евра у односу на исти период претходне године. При томе, највећи део тог погоршања односио се на повећање дефицита на рачуну робе (око 170 млн евра), пре свега услед смањеног извоза пољопривредних производа (око 70 млн евра) и повећаног увоза енергената (око 100 млн евра). Када је у питању већи увоз енергената, он је делом последица већих потреба прерађивачке индустрије за увозом сирове нафте и каменог угља, који су, уз то, увезени и по вишим ценама, што се не може директно приписати ефекту хладног времена. С друге стране, део већег увоза енергената директно је повезан са ефектима хладног времена и последица је мањег извоза струје (око 10 млн евра) због лошије хидролошке ситуације и њеног већег увоза (око 20 млн евра) услед повећања потрошње за потребе грејања. Већи дефицит на рачуну робе делимично је неутрализован наставком позитивних кретања на рачуну услуга, чији је суфицит у прва два месеца 2017. био виши за око 50 млн евра м.г., као и нешто вишим приливом дознака (око 20 млн евра м.г.).

Посматрано с расходне стране, процењујемо да је хладно време успорило раст БДП-а у Т1 преко негативног доприноса нето извоза по основу смањеног извоза и повећања увоза, споријег раста инвестиција (што ће се одразити на успоравање раста грађевинарства), као и споријег раста финалне потрошње. С друге стране, процењујемо да је највећи позитиван допринос расту БДП-а потекао од повећања залиха услед успоравања извоза прерађивачке индустрије и пољопривреде.

С обзиром на то да је ефекат хладног времена на економску и спољнотрговинску активност привременог карактера, негативна кретања на која указују подаци за Т1 у наставку године требало би да буду надокнађена. На то упућује и опоравак физичког обима индустријске производње већ у фебруару (раст од 2,4% дсз.). При томе, раст је остварен у прерађивачкој индустрији (3,1% дсз.) и рударству (6,3% дсз.), док је лоша хидролошка ситуација и у фебруару негативно деловала на производњу у сектору снабдевања електричном енергијом, гасом и паром, чији је физички обим био нижи за 3,2% дсз. Слично томе, у фебруару је порастао робни извоз за 7,3% дсз., уз опоравак извоза пољопривредних производа<sup>2</sup> и готово свих извозно оријентисаних грана прерађивачке индустрије. Позитивни фебруарски резултати у прерађивачкој индустрији и робном извозу настављени су и у марту. Раст физичког обима прерађивачке индустрије у марту је износио 1,0% дсз. и забележен је у 80% прерађивачке индустрије. Настављен је и раст робног извоза израженог у еврима (2,9% дсз.), при чему је повећање извоза забележено у 18 од 23 гране прерађивачке индустрије, као и код извоза пољопривредних производа. Поред тога, у марту је порастао промет у трговини на мало (2,1% дсз.), што указује на опоравак финалне потрошње.

<sup>2</sup> Количински посматрано, извоз кукуруза је већ у фебруару дуплиран у односу на јануар, а у марту је достигао рекордан овосезонски месечни ниво из новембра 2016. од око 360.000 тона.

## 6. Кретања на тржишту рада

*Раст економске активности праћен је опоравком тржишта рада, које је и у Т1 карактерисао раст зарада и запослености. Уз то, раст продуктивности у прерађивачкој индустрији у Т1 је утицао на смањење јединичних трошкова рада и побољшање трошковне конкурентности.*

### Зараде и продуктивност рада

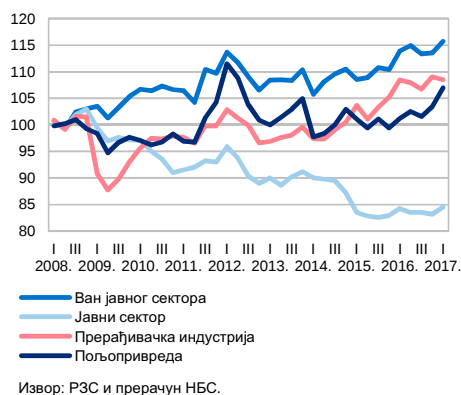
Наставак привредног раста и повећање минималне зараде од почетка године позитивно су допринели расту реалне нето зараде у Т1, која је, као и у претходном периоду, била вођена већом зарадом у приватном сектору (1,9% дсз.). Поред тога, за разлику од претходног тромесечја, у Т1 је повећана и реална нето зарада у јавном сектору (1,6% дсз.), чему је допринело повећање зарада у појединим деловима јавног сектора од јануара. Јаз између просечне зараде у јавном и приватном сектору у марту је износио 4,1%.

Посматрано по секторима привреде, у већини услужних сектора, пољопривреди, грађевинарству, као и у рударству и енергетици, у Т1 је повећана просечна зарада. С друге стране, у секторима који су у претходном тромесечју водили раст просечне зараде (прерађивачка индустрија, информисање и комуникације, финансијске делатности) забележено је њено благо смањење. Највећи број сектора је у Т1 остварио раст просечне зараде и на мг. нивоу, који је у целој привреди износио 1,1%.

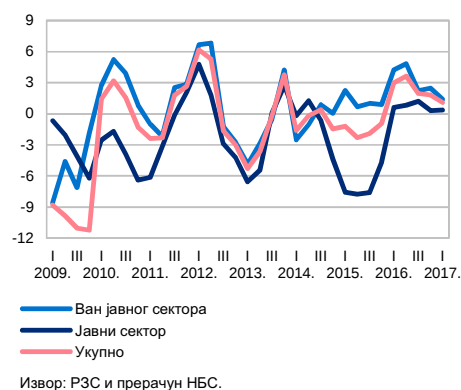
Наставак раста просечне зараде, уз наставак раста формалне запослености, допринео је и повећању реалне масе нето зарада у Т1 (1,4% дсз.), уз њен израженији раст у приватном (1,9% дсз.) него у јавном сектору (0,5% дсз.). Просечна номинална нето зарада исплаћена у Републици Србији у Т1 је износила 45.435 динара, што је за 4,2% више на мг. нивоу.

Јединични трошкови рада у прерађивачкој индустрији су захваљујући расту продуктивности у Т1 смањени 4,4% дсз., што је у одређеној мери побољшало екстерну трошковну конкурентност домаће привреде. С друге стране, јединични трошкови рада укупне индустрије благо су повећани (0,3% дсз.), што је у највећој мери последица ниже активности у секторима рударства и енергетике.

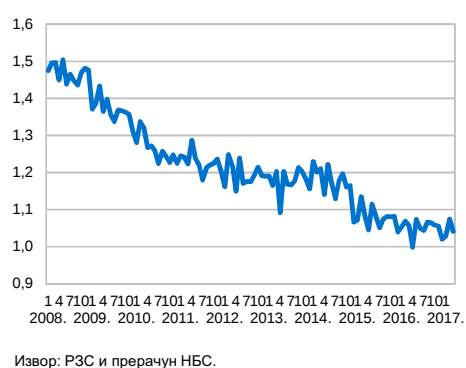
Графикон IV.6.1. Кретање реалне нето зараде (дсз. подаци, П1 2008 = 100)



Графикон IV.6.2. Кретање реалне нето зараде (мг. раст, у %)



Графикон IV.6.3. Однос просечне номиналне нето зараде у јавном сектору и ван јавног сектора



Графикон IV.6.4. Кретање продуктивности, бруто реалних зарада и јединичних трошкова рада у индустрији (дсз. подаци, П1 2008 = 100)

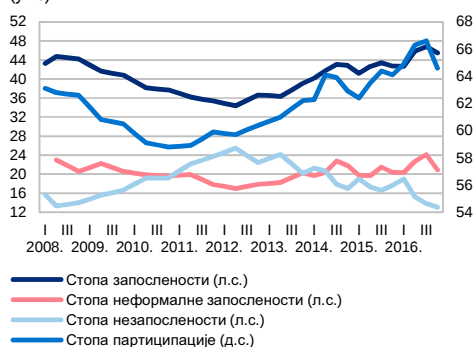


Табела IV.6.1. Кретања формалне запослености и незапослености (тримесечне стопе раста, стање крајем периода)

|                                           | 2016. |      |      | 2017. |
|-------------------------------------------|-------|------|------|-------|
|                                           | T2    | T3   | T4   | T1    |
| Укупан број формално запослених           | 1,6   | 0,6  | 0,1  | 0,5   |
| Запослени код правних лица                | 1,4   | 0,7  | -0,1 | 0,5   |
| Приватни предузетници и запослени код њих | 3,5   | 1,2  | 0,8  | 1,1   |
| Индивидуални пољопривредници              | -1,1  | -1,5 | 0,2  | -1,1  |
| Незапослена лица                          | -5,7  | -3,1 | 2,4  | -1,9  |
| Први пут траже запослење                  | -4,7  | -2,8 | 0,9  | -2,6  |
| Била у радном односу                      | -6,1  | -3,2 | 3,1  | -1,5  |

Извор: РЗС и Национална служба за запошљавање.

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



## Запосленост

Раст формалне запослености, који је бележен током целе претходне године, настављен је и на почетку 2017. Према нашој процени, томе су допринели наставак раста економске активности, као и појачане акције на сузбијању сиве економије. Према подацима Републичког завода за статистику добијеним из базе Централног регистра обавезног социјалног осигурања, број формално запослених је у Т1 повећан 0,5%, уз наставак повећања броја запослених код правних лица и броја приватних предузетника и запослених код њих и смањење броја индивидуалних пољопривредника. Посматрано у односу на исти период претходне године, укупан број формално запослених је у Т1 био већи за 2,9%.

Већа формална запосленост у највећој мери је резултат повећаног запошљавања у приватном сектору, пре свега у прерађивачкој индустрији, грађевинарству, информисању и комуникацијама и стручним, научним, иновационим и техничким делатностима. С друге стране, мањи број формално запослених у Т1 је регистрован у енергетици, финансијском сектору и код административних и помоћних услужних делатности.

Захваљујући спровођењу активне политике тржишта рада (обуке, преквалификације, сајмови запошљавања) и повећаним потребама за запошљавањем, у претходном периоду је смањен број незапослених лица. Према подацима Националне службе за запошљавање, тај број је у Т1 смањен за 13.051 лице, на 687.896 лица у марту, а у односу на исти период претходне године за 61.042 лица. Незапосленост је у Т1 смањена међу свим групама занимања, при чему се пад првенствено бележи код занимања повезаних с прерађивачком индустријом и трговином.

Према подацима из Анкете о радној снази, у Т4 је забележен даљи пад стопе незапослености на најнижи ниво (13,0%) од када су доступни упоредиви подаци, уз наставак смањења стопе дугорочне незапослености (8,3%) и незапослености међу младима (31,2%). Стопа запослености је у Т4 смањена за 1,3 п.п., на 45,5%, при чему је то у највећој мери последица пада неформалне запослености (за 3,2 п.п., на 20,9%) по основу смањене сезонске тражње за радницима у пољопривреди и грађевинарству.

## 7. Међународно окружење

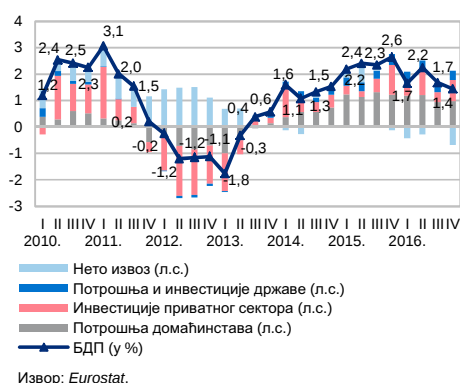
Убрзање глобалне економске активности у П2 2016. настављено је и на почетку 2017. захваљујући наставку позитивних економских кретања у развијеним земљама и појединим земљама у успону. Раст БДП-а у зони евра у Т1, вођен и даље домаћом тражњом, задржао је темпо из претходног тромесечја, уз широку секторску и географску распрострањеност. Домаћа тражња је наставила да подупиरे раст БДП-а и у региону централне и источне Европе, а његово убрзање на почетку године делом је резултат и веће екстерне тражње. На излазак Русије из рецесије у Т4 2016. највећи утицај су имали опоравак светске цене нафте и ублажавање монетарне политике, док је бржи привредни раст Кине него што се очекивало на почетку 2017. резултат раста инвестиција у инфраструктуру.

Расту глобалне инфлације у највећој мери су доприносили повећани трошковни притисци, пре свега због виших цена примарних производа на светском тржишту. Ипак, још увек ниска тражња у већини земаља, укључујући зону евра и земље нашег региона, ограничава знатнији раст цена, што потврђује кретање базне инфлације испод дугорочног просека, због чега централне банке ових земаља и даље воде експанзивну монетарну политику. С друге стране, ФЕД је након децембра поново повећао референтну каматну стопу у марту, а динамика њеног повећања у наредном периоду, у комбинацији с будућим потезима ЕЦБ-а, у великој мери ће одредити кретања на међународном финансијском тржишту.

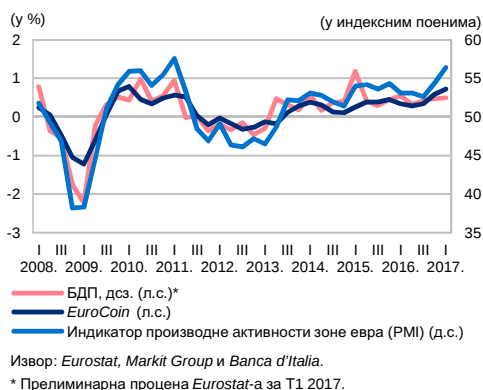
### Економска активност

Домаћа тражња је и у Т4 2016. остала главни покретач раста БДП-а у зони евра (0,5% дсз.), који је благо убрзао темпо из претходног тромесечја (0,4% дсз.). Побољшање ситуације на тржишту рада, које се манифестује кроз смањење незапослености и повећање запослености, као и стабилно поверење потрошача, подстицали су потрошњу домаћинстава, док су повољни услови финансирања и већа профитабилност компанија пружали подршку расту инвестиција. С друге стране, нето извоз је дао негативан допринос расту БДП-а због бржег раста увоза у односу на извоз.

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



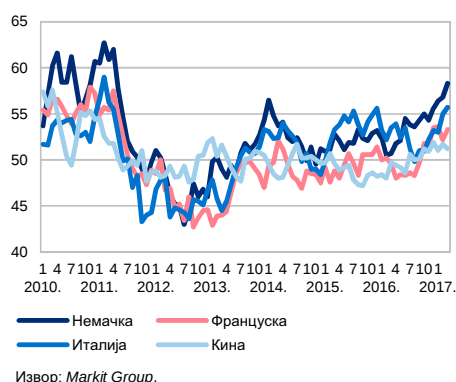
Графикон IV.7.2. Кретање БДП-а и показатеља економске активности зоне евра (тримесечне стопе)



Раст БДП-а у Т1 задржао је темпо из претходног тромесечја, што потврђује прелиминарна процена Евростата (0,5% дсз.). На раст БДП-а указивали су водећи показатељи економске активности (*PMI Composite* и *Economic Sentiment Indicator*), који су у Т1 чак били и виши у поређењу с Т4, као и у поређењу с вишегодишњим просецима. Такође, њихово кретање указивало је и на већу секторску и географску распрострањеност раста БДП-а, с обзиром на то да је побољшање забележено и у производним и у услужним секторима, као и у већини земаља.

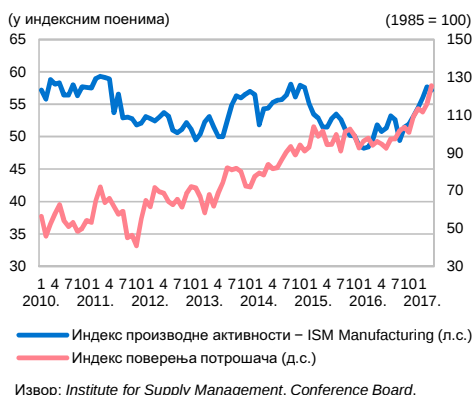
Највеће земље зоне евра су и у Т4 2016. наставиле привредни раст, при чему је он убрзан у Немачкој и Француској, а благо успорен у Италији. Према кретању водећих показатеља, у Т1 се очекује убрзање раста у све три привреде, при чему се у Немачкој и Италији очекује већи допринос производних сектора, а у Француској сектора услуга.

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



Повољна кретања економске активности очекују се и у наставку године и требало би да буду подржана растом запослености, повољним монетарним условима и постепеним опоравком глобалне трговине, док би спорији темпо у спровођењу структурних реформи, прилагођавање структуре биланса у појединим секторима и неизвесност око Брежита могли у одређеној мери да успоре раст. Према процени ЕЦБ-а из марта, очекивани раст БДП-а у 2017. износи 1,8% и ревидиран је навише за 0,1 п.п. у односу на процену из децембра 2016. Раст БДП-а од 1,7% очекује се према последњим проценама *Consensus Forecast*-а и ММФ-а, што је за 0,3 п.п. и 0,1 п.п. више од њихових претходних процена. Сличан раст, према ЕЦБ-у, очекује се и у 2018. (1,7%), док су процене ММФ-а и *Consensus Forecast*-а нешто ниже (1,6% и 1,5%, респективно).

Графикон IV.7.4. Водећи економски показатељи у САД



Економска активност у САД је у Т4 2016. успорила раст (0,5% дсз.) у односу на Т3 (0,9% дсз.), али је он и даље био виши него током П1. Поред приватне потрошње, која је наставила да води раст, у Т4 је забележен и опоравак инвестиција због прилагођавања инвестиционе активности у енергетском сектору и веће профитабилности компанија. С друге стране, пад извоза и раст увоза деловали су на негативан допринос нето извоза кретању БДП-а.

Наставак позитивних трендова на тржишту рада у САД, тј. ниска незапосленост (4,5% у марту), уз раст цена акција и некретнина, позитивно је утицао на

поверење потрошача, које је, мерено *Consumer Confidence Index*-ом, у марту достигло највиши ниво од краја 2000. године. Поред потрошње, позитивна кретања су настављена и у сектору производње, на шта указује кретање показатеља производне активности (*ISM Manufacturing*), који је у Т1 у просеку био за 7% виши него у претходном тромесечју. Према прелиминарној процени америчког Бироа за економске анализе, раст БДП-а је у Т1 износио 0,2% дсз.

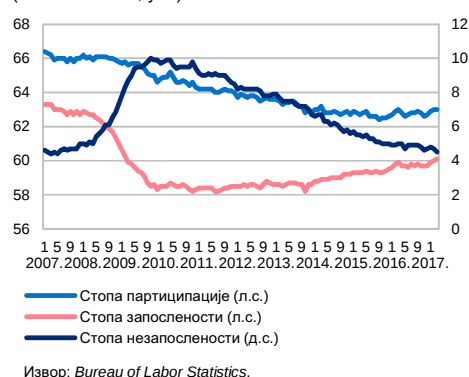
Очекивани фискални стимуланси требало би додатно да подстакну приватну потрошњу и инвестиције, тако да се процењује да ће ове компоненте бити главни покретачи раста БДП-а и у наредном периоду. Према априлској процени ММФ-а, раст би у 2017. требало да износи 2,3%, уз убрзање на 2,5% у 2018, док се према априлском *Consensus Forecast*-у очекују нешто ниже стопе раста (2,2% и 2,4%, респективно).

**Раст БДП-а у већини земаља региона централне и источне Европе** био је у Т4 2016. убрзан у односу на претходно тромесечје. Поред наставка позитивног доприноса приватне потрошње, која је остала главни покретач раста, у већини земаља је забележен и позитиван допринос нето извоза, што се може повезати с растом економске активности у зони евра. Кретање месечних показатеља у већини земаља указује на додатно убрзање раста БДП-а у Т1, чему доприноси даље поправљање ситуације на тржишту рада, експанзивна монетарна, а у појединим земљама и фискална политика, као и очекивани опоравак инвестиција након пада у 2016. Процена раста БДП-а за 2017. је у најновијем извештају ММФ-а за већину земаља ревидирана навише, при чему се за регион као целину очекује раст од 3,0%, који би у 2018. требало додатно да убрза на 3,3%.

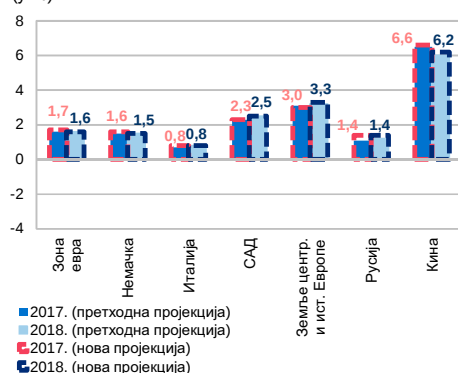
Раст цене нафте, поправљање пословног сентимента и ублажавање финансијских услова позитивно су се одразили на инвестиције, што је, уз наставак раста извоза, омогућило опоравак **БДП-а Русије** у Т4 2016. (0,3% мг.). Наставак раста БДП-а очекује се и у 2017. и 2018. (1,4% према процени ММФ-а у обе године), чему би, поред наведених фактора, требало да допринесе и очекивани опоравак приватне потрошње.

**БДП Кине** је у Т1 остварио највиши раст у последњих шест тромесечја (6,9% мг.), вођен у највећој мери инвестицијама у инфраструктуру с расходне и прерађивачком индустријом с производне стране. У Т1 је забележен висок раст увоза, који је,

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



Графикон IV.7.6. Ревизија прогноза реалног раста БДП-а за 2017. и 2018. ММФ-а (у %)



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

|            | Consensus Forecast |       | ММФ         |       |
|------------|--------------------|-------|-------------|-------|
|            | Април 2017.        |       | Април 2017. |       |
|            | 2017.              | 2018. | 2017.       | 2018. |
| Пољска     | 3,3                | 3,2   | 3,4         | 3,2   |
| Чешка      | 2,5                | 2,6   | 2,8         | 2,2   |
| Мађарска   | 3,2                | 3,1   | 2,9         | 3,0   |
| Албанија   | 3,7                | 3,9   | 3,7         | 4,1   |
| Бугарска   | 3,1                | 3,0   | 2,9         | 2,7   |
| БиХ        | 3,0                | 3,3   | 3,0         | 3,5   |
| Македонија | 3,1                | 3,4   | 3,2         | 3,4   |
| Румунија   | 3,8                | 3,2   | 4,2         | 3,4   |
| Словенија  | 2,7                | 2,5   | 2,5         | 2,0   |
| Хрватска   | 3,0                | 2,7   | 2,9         | 2,6   |

Истор: Consensus Forecast и ММФ.

подстакнут већом домаћом тражњом и вишим ценама сировина, надмашио раст извоза, на који су се позитивно одrazили депрецијација националне валуте и виша глобална тражња. Таква кретања била су у складу с постепеном транзицијом привреде и већим ослањањем на домаћу тражњу као главни извор привредног раста и мањим на нето извоз. Захваљујући добрим економским резултатима на почетку године, ММФ је донео одлуку да за 0,4 п.п. ревидира навише процену раста БДП-а Кине у 2017, на 6,6%, док се у 2018. очекује успоравање раста на 6,2% због наставка прилагођавања новом моделу раста.

## Кретање инфлације

Инфлација у светској економији расте последњих месеци, у највећој мери по основу раста цена примарних производа. У **зони евра**, нашем најзначајнијем трговинском партнеру, инфлација је постепено расла због раста цена енергената и хране. У фебруару је достигла 2,0% м.г., што је њен највиши ниво у последње четири године, али је у марту смањена на 1,5%, док се базна инфлација и даље налазила испод свог дугорочног просека због још увек умереног раста зарада и ниских притисака на страни тражње. Појединачно најзначајнији трговински партнери Србије, Немачка и Италија, последњих месеци такође бележе раст цена, при чему Немачка нешто виши, а Италија нижи од просека у зони евра. Прелиминарни подаци за април говоре о расту укупне и базне инфлације на 1,9% и 1,2% м.г., али је оцена већине аналитичара да је до раста цена на м.г. нивоу у највећој мери дошло због временског неподударања Ускрса ове (средина априла) и прошле године (крај марта).

До краја 2017. очекује се успоравање мн. инфлације у зони евра, а затим у наредне две године њен постепен раст, првенствено због експанзивне монетарне политике и очекиваног економског опоравка. Ипак, она ће се вероватно кретати испод средњорочног циља за инфлацију. Према ЕЦБ-овој пројекцији из марта, инфлација у зони евра за 2017. коригована је навише и износи 1,7%, наспрам 1,3%, колико се очекивало крајем 2016. На сличном нивоу су и инфлациона очекивања, која, према анкети стручних прогнозера,<sup>23</sup> коју је ЕЦБ објавила крајем априла,

**Графикон IV.7.7. Кретање хармонизованог индекса потрошачких цена по земљама (мг. стопе, у %)**



Извор: Eurostat, Bureau of Labor Statistics и статистички заводи појединих земаља.  
\* ИПЦ.

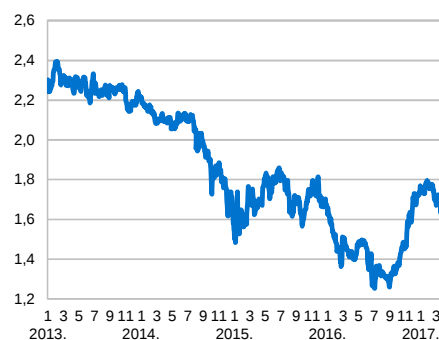
<sup>23</sup> *ECB Survey of Professional Forecasters (SPF)*.

износе 1,6% за 2017, 1,5% за 2018. и 1,7% за 2019. годину. У односу на претходна очекивања објављена у јануару, априлска очекивања су већа за 0,2 п.п. за 2017. и 0,1 п.п. за 2019. годину, док су за 2018. остала непромењена. Дугорочна инфлациона очекивања (за 2021. годину) и даље износе 1,8%. Ова инфлациона очекивања, која су добијена на основу анкете, поново су виша од дугорочних тржишних очекивања, која су, након раста у јануару на 1,8%, почела да падају и до краја априла су се спустила на 1,6%.<sup>24</sup>

Инфлација у већини земаља **централне и источне Европе** такође је повећана и током Т1 се у свим посматраним земљама кретала у позитивној зони. И у Бугарској је, после готово четири године, м.г. инфлација била позитивна и током Т1 кретала се у распону 0,4–1,0%. Потрошачке цене су благо повећане у Румунији и Македонији, а нешто више у Мађарској и Црној Гори, при чему њихов раст није прелазео 3%. Главни покретачи раста потрошачких цена у земљама овог региона биле су цене енергената на светском тржишту и цене хране (поскупело је пре свега поврће почетком године због хладног времена). С друге стране, базна инфлација је у већини земаља и даље ниска због, иако растућих, још увек релативно ниских притисака на страни тражње. Од земаља које су имале релативно високу инфлацију у претходном периоду, Русија је успела да је спусти на 4,25% у марту, док је у Турској она и даље релативно висока и у марту је износила 11,3%, у највећој мери услед депрецијације турске лире у претходном периоду.

У САД је м.г. инфлација расла све до 2,7% у фебруару. Тада је и мера ФЕД-а за инфлацију, раст цена личне потрошње,<sup>25</sup> благо прешла циљ за инфлацију од 2% и износила је 2,1%. Поред виших цена примарних производа, узрок раста инфлације представља и растућа тражња подстакнута економским опоравком, о чему сведочи раст базне инфлације (на 2,2% у фебруару). Успоравање м.г. инфлације у марту, први пут после седам узастопних месеци убрзања, тржиште је очекивало, али у мањој мери (2,6%) у односу на остварено (2,4%). Месечна инфлација је опала за 0,3% дсз., први пут у последњих 13 месеци. Међутим, сматра се да су ниже цене гаса и мобилне телефоније привремено обориле инфлацију у марту и да први пут у последњих неколико година постоје одрживи инфлаторни притисци.

Графикон IV.7.8. Дугорочна тржишна инфлациона очекивања у зони евра (у %)

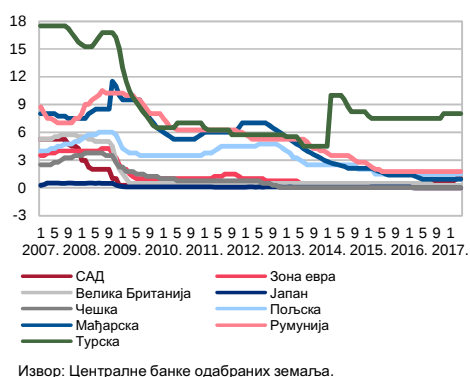


Извор: Thomson Reuters.

<sup>24</sup> The five-year, five-year breakeven forward.

<sup>25</sup> The personal consumption expenditures price index (PCE).

Графикон IV.7.9. Кретање референтних стопа по земљама (на годишњем нивоу, у %)



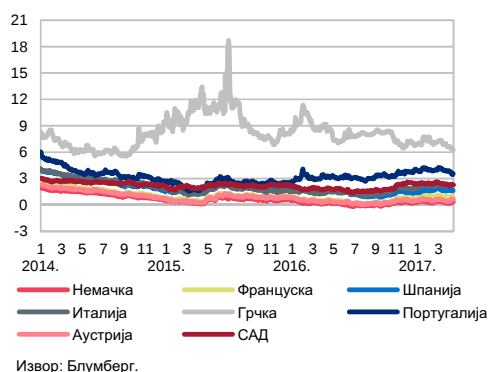
## Монетарна политика

Већина централних банака развијених земаља држи каматне стопе на историјски ниским нивоима, а неке од њих и даље примењују неконвенционалне мере монетарне политике. Поред ЕЦБ-а, централне банке Велике Британије, Шведске и Јапана спроводе програме куповине активе, док централна банка Швајцарске интервенише на девизном тржишту како би спречила прекомерну апрецијацију своје валуте. С друге стране, ФЕД је наставио с нормализацијом монетарне политике, а очекивања у погледу брзине којом ће се она одвијати у наредном периоду, у комбинацији са очекиваним потезима ЕЦБ-а, одређују кретања на међународном финансијском тржишту.

Не мењајући висину референтне каматне стопе (0%) и задржавајући стопу на депозитне олакшице испод нуле, **ЕЦБ** је наставила да програмом квантитативног попуштања пружа кредитну подршку привреди. Од априла 2017. смањен је месечни откуп активе са 80,0 млрд евра на 60,0 млрд евра, а програм би требало да се спроводи до краја ове године. ЕЦБ је на састанку крајем априла истакла да и даље очекује да ће њене кључне каматне стопе бити на садашњем или нижем нивоу у дужем периоду и након завршетка програма квантитативног попуштања. Уколико економски изгледи буду неповољни, ЕЦБ је спремна да настави програм квантитативног попуштања.

С друге стране, ФЕД је у марту поново повећао циљани распон за референтну каматну стопу за 25 б.п., на 0,75–1,0%. Истакао је да је одлука о наставку повећања референтне стопе донета с обзиром на континуирани напредак америчке привреде ка циљевима централне банке, пуној запослености и стабилности цена. У наредном периоду ФЕД очекује да ће се, уз постепено повећање референтне стопе, наставити умерен раст економске активности и даља побољшања на тржишту рада, као и стабилизација инфлације на око 2%. Његова средња пројекција кретања референтне стопе остала је у марту практично непромењена у односу на децембар и износила је 1,4% за крај 2017, 2,1% за крај 2018. и 3,0% за крај 2019. године. ФЕД и даље спроводи политику реинвестирања ХоВ купљених у програму квантитативног попуштања, али се на тржишту све више поставља питање о томе када ће почети да смањује своју активу. На састанку почетком маја ФЕД није мењао референтну стопу, али је његова оцена да је успоравање привредног раста у Т1 привремено утицало на раст очекивања тржишта, на близу 94% према фјучерсима, да ће до повећања доћи у јуну.

Графикон IV.7.10. Принос на десетогодишње обвезнице по земљама (дневни подаци, у %)



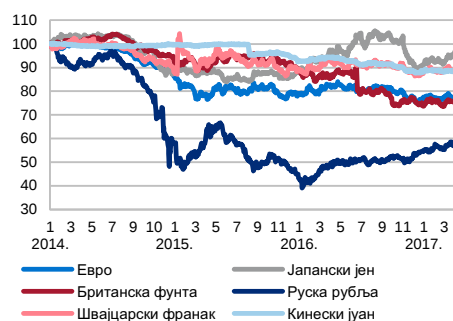
Централне банке већине земаља **централне и источне Европе** нису мењале своје каматне стопе, које су на историјски ниским нивоима, нити су најављивале да ће у наредном периоду почети да их повећавају. Ипак, због раста инфлације од почетка године благо је повећано очекивање да ће централне банке ових земаља почети да повећавају референтне стопе у 2018. години. Централна банка Турске није мењала висину референтне каматне стопе, али је у посматраном периоду поштрила монетарну политику повећањем каматних стопа на средства којима банкама обезбеђује ликвидност. Централна банка Чешке је од априла престала с коришћењем интервенција на девизном тржишту како би спречила апresiasiју своје валуте преко циљаног нивоа. С друге стране, захваљујући успоравању инфлације, монетарну политику је ублажила централна банка Русије, смањујући референтну каматну стопу у марту за 25 б.п., а у априлу за додатних 50 б.п., на 9,25%.

Централна банка **Кине** је спроводила експанзивну монетарну политику не само путем рекордно ниских каматних стопа већ и гарантујући средњорочне кредите финансијским институцијама. Ипак, у јануару 2017. повећала је каматну стопу на ове кредите, први пут откад их је увела 2014. године. То је уједно био и први пут да је повећала неку своју каматну стопу од јула 2011. године. Почетком фебруара је благо повећала и краткорочне каматне стопе, као и стопе на реверзне репо трансакције (репо продаје ХоВ), с обзиром на одлив капитала и ризике по финансијски систем услед задужености привреде. Последњих месеци, због одлива капитала из Кине, поред поштравања контроле капитала, централна банка интервенише на девизном тржишту, што се одразило на смањење девизних резерви. Аналитичари не очекују да ће централна банка Кине у наредном периоду знатније повећати каматне стопе, имајући у виду могуће негативне ефекте на привредни раст.

## Финансијска и робна тржишта

Од почетка године перцепција ризика на међународном финансијском тржишту је побољшана због бољих изгледа за глобални привредни раст, што се одразило на раст берзанских индекса, инфлационих очекивања и приноса на дугорочне државне ХоВ већине развијених земаља. Ипак, промене правца кретања на тржиштима у посматраном периоду била су честа под утицајем не само предузетих мера већ и више под утицајем очекивања у погледу монетарних политика водећих централних банака, ФЕД-а и ЕЦБ-а,

Графикон IV.7.11. Кретање курсева одређених националних валута према долару\* (дневни подаци, 31. 12. 2013 = 100)



Извор: ММФ.

\* Раст представља апresiasiју.

као и неизвесности у погледу реформи нове америчке администрације и избора у неколико земаља зоне евра.

Поред очекивања да ће ФЕД наставити с повећањем референтне стопе, све више се поставља питање о томе када ће почети да смањује свој биланс, тј. оконча реинвестирање и постепено смањује своју активу како ХоВ из програма квантитативног попуштања буду доспевале. То је деловало на јачање долара и раст приноса на америчке државне ХоВ у фебруару. Међутим, иако је ФЕД повећао референтну каматну стопу у марту, он није променио пројекцију референтне каматне стопе у односу на децембар. Због тога, као и неизвесности у погледу најављених економских реформи, тржишта су очекивала да ће монетарна политика бити експанзивнија него што се пре састанка процењивало, што се одразило на слабљење долара и пад приноса на државне ХоВ након мартовског састанка.

Услед више фебруарске инфлације и корекције пројекција привредног раста и инфлације навише појавила су се очекивања и да би ЕЦБ могла смањити обим месечне куповине активе или окончати програм квантитативног попуштања и пре краја ове године, што је деловало на јачање евра и раст приноса на државне ХоВ земаља зоне евра. Супротно томе деловало је веће успоравање инфлације у марту од очекиваног и изгледи да ће њен опоравак ипак бити спор, што је, уз неизвесност око избора, повећало вероватноћу да ЕЦБ до краја ове године неће мењати монетарну политику.

Променљива очекивања у погледу монетарних политика водећих централних банака водила су флукуацијама у кретању **приноса на државне ХоВ развијених земаља и односима између валута**. Тако су приноси на немачке десетогодишње државне ХоВ, које су референтне за зону евра, расли у јануару и марту на готово 0,5%, а евро је јачао у односу на долар. Супротно томе, ови приноси су падали у фебруару и априлу на испод 0,2%, а евро је слабио у односу на долар. Приноси на америчке десетогодишње ХоВ варирали су око 2,4% од почетка године, да би се у марту повећали на 2,6%, а потом до краја априла пали на 2,3%. Као резултат тога, разлика између америчких и немачких државних хартија је у целом посматраном периоду била изнад 200 б.п., што је највећа разлика тих приноса од увођења евра. Уз флукуације у распону 1,04–1,09 долара за један евро, на крају Т1 евро је био за 1,4% јачи него на крају

претходног тромесечја. Иако је најпре слабио почетком априла, евро је до краја тог месеца ојачао у односу на долар за додатна 2,2%.

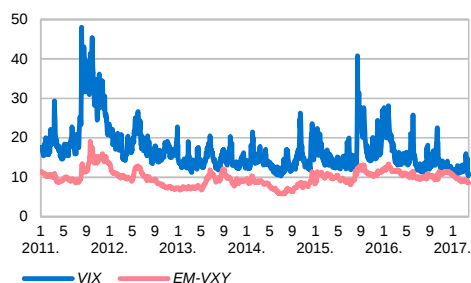
Упркос променљивим очекивањима, имплицитна мера **волатилности финансијских тржишта (VIX)** флукуирала је између 10,6% (у јануару) и 16,0% (у априлу). Она јесте повећана, али је, историјски посматрано, још увек на релативно ниском нивоу. Поред тога, смањен је *EM-VXY*, као мера волатилности валута земаља у успону, са око 11% у јануару на 8–9% у марту и априлу. Иако имплицитне мере волатилности нису знатније повећане, инвеститори су повећали тражњу за златом као сигурним уточиштем. Након пада у Т4, цена злата је у Т1 повећана за 8,6%, а затим додатно у априлу за 3,2%.

**Цена нафте на светском тржишту** је од почетка године флукуирала у распону од 50 до 56 долара по барелу. У поређењу са истим периодом претходне године, кад је била изузетно ниска (пре свега у јануару 2016), просечна светска цена нафте типа брент била је у Т1 већа за 57,5% (у јануару 2017. чак 78,2% мг.). Раст цене нафте у највећој мери је последица споразума између земаља *OPEC*-а о ограничавању производње од јануара ове године на ниво из октобра 2016. Споразуму су се придружили Русија и још десет земаља које су независни произвођачи, што је допринело тржишним очекивањима да је споразум одржив. Подаци показују да је производња ове групе земаља смањена, али не у потпуности како је предвиђено споразумом. Поред тога, притисак у правцу њеног знатнијег раста ублажило је и повећање прилагодљиве производње нафте из нафтних шкриљаца у САД (када цена нафте пређе 50 долара за барел), као и очекивано повећање производње у земљама које не учествују у споразуму. У истом правцу делује и настављен спор опоравак тражње за нафтом у земљама у успону, укључујући Кину. Нафтни фјучерси указују на то да ће цена нафте у децембру 2017. износити 50 долар за барел и да ће се близу тог нивоа кретати и на крају 2018. године.

Поред цене нафте, од почетка године су расле и **цене основних метала**, што је био један од главних инфлаторних фактора на светском нивоу. Иако су у марту забележиле пад, оне су се на крају Т1, мерено ММФ-овим индексом цена метала, налазиле за око 30% изнад нивоа од пре годину дана.

Због лошијих изгледа производње главних пољопривредних култура, у јануару су порасле

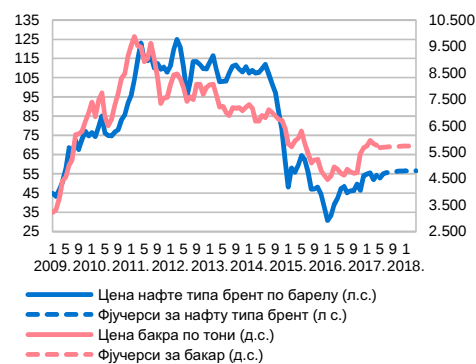
Графикон IV.7.12. **Имплицитна волатилност међународног финансијског тржишта\*** (у %)



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



Извор: Блумберг.

Графикон IV.7.14. **ММФ-ов индекс цена примарних производа** (2005 = 100)

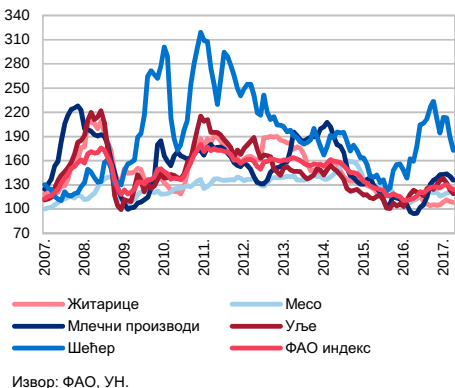


Извор: ММФ.

\* Бакар, алуминијум, руда гвожђа, лим, никл, цинк, олово и уранијум.

\*\* Сирова нафта, природни гас и угаљ.

Графикон IV.7.15. Индекс светских цена хране  
(реално, 2002 – 2004 = 100)



**светске цене хране**, али је с поправљањем тих изгледа у марту забележен њихов пад. На нивоу тромесечја, мерено ФАО индексом, светске цене хране су благо повећане (за 0,4%, и номинално и реално), вођене већом тражњом пре свега у земљама у успону. Порасле су цене меса и житарица (за по 3,9%), док су смањене цене уља (8,4%), шећера (2,3%) и млечних производа (1,5%). Током априла светске цене су реално пале за 1,8%, али су још увек биле више за 9,9% у односу на април 2016. године. Пале су цене свих врста хране осим цене меса, која је током априла реално повећана за 1,7%, а у последњој години дана за 11,3%.

### Осврт 3: Значај међународног окружења за привредни раст Србије и других земаља у успону

Међународно окружење је изузетно важно за привредни раст земаља у успону, па и Србије, јер су се ове економије интегрисале у систем глобалне трговине и међународно тржиште капитала. Међународно окружење може, на различите начине, давати већи или мањи импулс привредном расту земаља у успону. У зависности од начина на који утичу, фактори из међународног окружења могу се, условно речено, груписати у: 1) услове екстерне тражње, 2) екстерне финансијске услове и 3) односе размене. Последњих година је додатно повећана сложеност и дивергентност утицаја фактора из међународног окружења, што је праћење утицаја из међународног окружења учинило и чини посебно изазовним за ове земље. Тако, на пример, спор глобални опоравак и слаба екстерна тражња нису деловали подстицајно на привредни раст, за разлику од експанзивних монетарних политика водећих централних банака, глобално ниских каматних стопа и високих прилива капитала.

Утицај екстерних услова на привредни раст земаља у успону и земаља у развоју анализирао је и ММФ<sup>1</sup> како би сагледао важност све три групе екстерних фактора, као и то да ли се она мења током времена. Обухватајући преко 120 земаља у успону и земаља у развоју, међу њима и Србију, у периоду 1970–2014, дошао је до закључка да је важност екстерних услова за средњорочни раст ових земаља повећана током времена, посебно екстерних финансијских услова. Допринос екстерних финансијских услова привредном расту, мерен бруто приливима капитала, посебно се повећао од 2005. године, док је допринос екстерне тражње био релативно стабилан, с тим да је улога тражње из земаља у успону била растућа. Те земље су данас, како истиче ММФ, не само важни центри производње већ и важни центри потрошње добара и услуга. На њих отпада више од три четвртине глобалног раста економске активности, што је готово дупло више него пре 20 година. Допринос треће групе екстерних фактора, односа размене, према анализи ММФ-а је мали, али треба имати у виду да је он знатно већи за земље извознице примарних производа него за просек земаља у успону, јер је позитиван утицај виших цена примарних производа на земље које их извозе неутралисан негативним утицајем на земље које их увозе.

У наредном периоду се очекује да ће екстерни услови и даље бити комплексни и у великој мери неизвесни. Када су у питању **услови екстерне тражње**, чини се да, након спорог глобалног опоравка протеклих година и ниске инфлације, економије већине земаља коначно показују знаке бржег раста. ММФ процењује да је светска економија почела да узима замаха средином 2016. године и предвиђа да ће ове године она расти по стопи од 3,5% (након 3,1% у 2016), а затим у 2018. по стопи од 3,6%. Очекивана позитивна макроекономска кретања на глобалном нивоу и оптимистична финансијска тржишта постепено јачају поверење потрошача, па се очекује да ће они мање штедети, односно више трошити. У зони евра, нашем најзначајнијем трговинском партнеру, очекује се да раст буде шире дисперзован, како секторски тако и по земљама. Бржи раст зоне евра требало би позитивно да се одрази и на земље региона, које су такође наши важни спољнотрговински партнери, а тиме и на привредни раст Србије. Позитивно је то што би раст зоне евра требало да води домаћа тражња и да он тиме буде мање осетљив на ризике из међународног окружења. Како истичу аналитичари, изгледи бржег глобалног привредног раста прате и већи ризици, а међу главнима су евентуалне протекционистичке мере у појединим развијеним земљама, као и геополитички ризици. Дубљи проблеми односе се на хронично спор раст продуктивности и старење популације, пре свега у развијеним земљама.

Када су у питању **екстерни услови финансирања**, дивергентност монетарних политика централних банака још ће неко време бити актуелна. У складу с најавама централних банака, повећана дивергентност очекује нас барем до краја 2017. године. ЕЦБ, централне банке Велике Британије и Јапана настављају с вођењем експанзивне монетарне политике, док ФЕД брже него у претходном периоду нормализује монетарну политику. Дивергентност монетарних политика најбоље описује разлика између приноса на десетогодишње државне ХоВ САД и Немачке, која је започета 2013, а од краја 2016. је појачана. Све већа дивергентност монетарних политика повећава неизвесност јер отежава предвиђање глобалне ликвидности и токова капитала, посебно према земљама у успону, па и Србији.

<sup>1</sup> World Economic Outlook, April 2017 (Chapter 2: Roads Less Traveled: Growth in Emerging Market and Developing Economies in a Complicated External Environment).

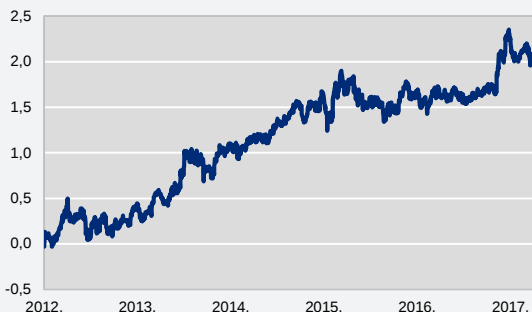
Брзина којом ће ФЕД, након мартовског повећања, даље повећавати референтну каматну стопу једна је од важних тема економских дискусија. Већина аналитичара оцењује да ће процес бити постепен, али да ће ФЕД, после две године најспорије нормализације монетарне политике у модерној историји централних банака, сада бржим темпом подизати референтну стопу због снажнијег привредног раста, ниске незапослености и раста инфлације. Према фјучерсима с краја априла, бржи темпо нормализације очекује се у овој, а спорији у наредној години него што се то очекивало пре три месеца.

С нормализацијом монетарне политике ФЕД-а, глобални услови финансирања за земље у успону, па и Србију, могли би бити нешто неповољнији него у претходном периоду. Међутим, експанзивна монетарна политика централних банака остатка света, пре свега ЕЦБ-а, требало би да ублажи негативне ефекте нормализације монетарне политике ФЕД-а, што даје простор земљама у успону за прилагођавања која су им потребна да би оствариле виши и одрживи раст у наредном периоду. Монетарна политика ЕЦБ-а је важнија за Србију с обзиром на знатно јачу финансијску повезаност. Зато је повољно то што се у зони евра и даље очекују изузетно ниске каматне стопе: у мартовској пројекцији ЕЦБ-а претпостављено је да ће тромесечни *EURIBOR* и у овој и у наредној години бити негативан (−0,3% и −0,2%, респективно), а да ће у 2019. години бити на нули.

Трећи аспект међународног окружења, **односи размене**, посебно је важан за земље у успону које су извознице примарних производа. Како се цене примарних производа постепено буду опорављале, односи размене биће све повољнији за земље извознице, а тиме и њихов утицај на привредни раст. Међутим, мало је вероватно да цене примарних производа достигну високе нивое из претходних периода глобалне експанзије. Тако се на основу последњих расположивих фјучерса очекује да ће светска цена нафте крајем ове године износити око 50 долара по барелу и да ће се око тог нивоа кретати и у 2018. години, што не само да није знатан раст у односу на тренутну, релативно ниску цену нафте, већ је за шест долара нижа очекивана цена него пре три месеца. С обзиром на то да је Србија нето увозник сирове нафте, релативно ниска цена на светском тржишту требало би повољно да се одрази на привредни раст. С друге стране, за Србију као извозницу посебно су важне цене примарних пољопривредних производа, које би, према фјучерсима, у овој години требало да порасту за око 14%, што је нешто више од очекивања од пре три месеца (9%), док би у 2018. тај раст требало да износи око 5%.

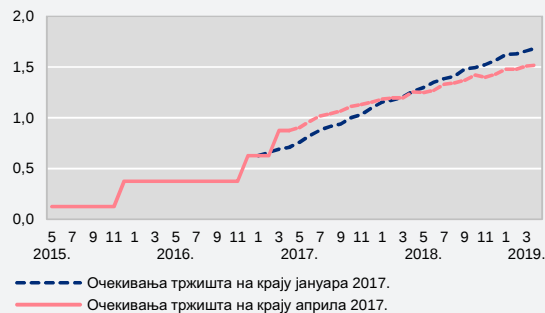
Све три групе екстерних услова – екстерна тражња, екстерни финансијски услови и услови размене – различито ће се одразити на појединачне земље у успону, јер њихов импулс привредном расту у великој мери зависи од **домаћих фактора**. Домаћи фактори су посебно важни ако се има у виду да екстерни услови могу на средњи рок бити мање стимулативни за привредни раст ових земаља него у претходном периоду. Зато су економске политике и структурне реформе од пресудне важности, а с тим у вези и чињеница да је **Србија постигла макроекономску стабилност и остварила значајна структурна побољшања**. Успешном фискалном консолидацијом и структурним реформама смањен је фискални дефицит, као и учешће јавног дуга у БДП-у, први пут од 2008, и то годину дана раније од претходних очекивања. Услед бржег раста извоза од увоза, смањен је дефицит текућег рачуна, а наставак такве тенденције очекујемо и у наредном периоду. Смањењем унутрашње и спољне неравнотеже Србија је повећала своју отпорност на екстерне потресе и, истовремено, своју способност да искористи позитивне екстерне импулсе.

Графикон О.3.1. Разлика између приноса на десетогодишње државне ХоВ САД и Немачке (у п.п.)



Извор: Блумберг.

Графикон О.3.2. Остварена и очекивана референтна каматна стопа ФЕД-а\* (на годишњем нивоу, у %)



Извор: Блумберг и ФЕД.

\* Очекивања тржишта базирана на фјучерсима.

## V. Пројекција инфлације

Према нашој централној пројекцији, *мг. инфлација ће бити релативно стабилна и до краја периода пројекције (у наредне две године дана) наставиће да се креће у границама циља  $3,0 \pm 1,5\%$ . Инфлаторнији утицај у наредном периоду имаће постепен раст агрегатне тражње у Србији, односно инфлације у међународном окружењу, док ће је висока база код цена нафтних деривата успоравати. 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, као и на агрометеоролошке услове.*

Према нашој централној пројекцији, *БДП ће у 2017. убрзати раст на око 3%, а у 2018. на 3,5%. Раст у 2017. остаће вођен инвестицијама и нето извозом, али ће се повећати и допринос потрошње домаћинства. У 2018. би раст БДП-а требало да буде подржан превасходно домаћом тражњом, тј. инвестицијама и потрошњом.*

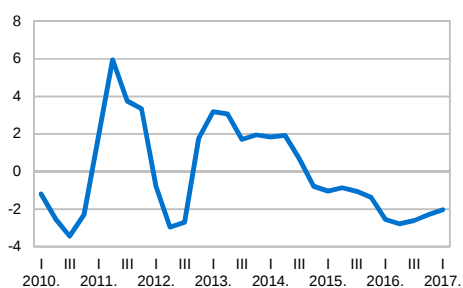
Циљ средњорочне пројекције инфлације је да прикаже пројектовано кретање инфлације (ИПЦ) у наредном периоду, основне факторе који ће одређивати то кретање, као и ризике њеног остварења. Пројекција инфлације приказује се у виду распона и централне пројекције. Претпоставка пројекције је да монетарна политика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

### Почетни услови

У складу са очекивањима изнетим у претходним извештајима о инфлацији, *мг. инфлација се од почетка године налази у границама циља, али је у Т1, као и у другим земљама, била нешто виша од очекиване. На раст мг. инфлације утицали су пре свега једнократни фактори, опоравак светске цене нафте у П2 2016. (што је било очекивано) и раст цена воћа и поврћа, који је због хладног времена почетком године био виши од сезонски уобичајеног.*

Вредност динара према евр у током Т1 је била релативно стабилна – на крају тромесечја динар је био за 0,4% слабији у односу на евро (а 0,9% јачи у односу на долар због јачања евра у односу на америчку валуту). Депрецијацијски притисци на динар забележени су у јануару, али су током фебруара и марта ослабили, да би у априлу динар ојачао према евр у. На кретања на девизном тржишту у овом периоду у великој мери је утицала неизвесност на међународном финансијском тржишту, највише као последица одлуке ФЕД-а да настави с

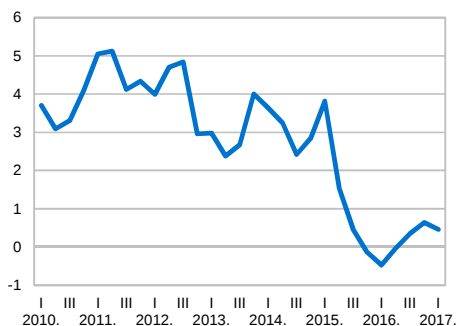
Графикон V.0.1. Индекс монетарних услова\*  
(у %)



Извор: НБС.

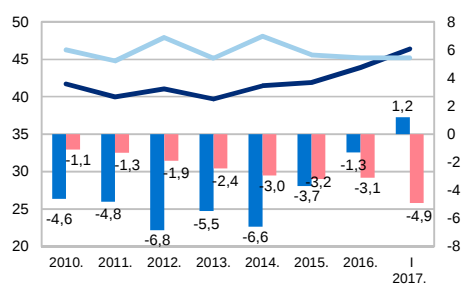
\* Индекс монетарних услова представља комбиновани показатељ јаза реалне каматне стопе и јаза реалног девизног курса. Вредност >0 указује на рестриктивне монетарне услове, а вредност <0 на експанзивне.

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



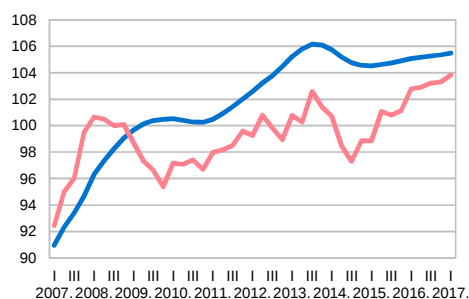
Извор: НБС.

Графикон V.0.3. Фискална кретања (у % БДП-а)



Извор: Министарство финансија.

Графикон V.0.4. Производни јаз (ТЗ 2008 = 100)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

нормализацијом монетарне политике, што се одразило и на понашање страних инвеститора на домаћем тржишту, као и већа тражња за девизама домаћих предузећа увозника енергената. Притисци на динар ублажавани су приливом по основу извоза, СДИ и откупа ефективног страног новца од физичких лица по основу мењачких послова, као и растом валутно индексиране активе банака од фебруара. Додатно, премија ризика земље, мерена *EMBI*, смањена је током Т1 за 63 б.п., а затим током априла за додатни 21 б.п., на 165 б.п.

Индекс монетарних услова указује на благо смањење експанзивности монетарне политике у Т1. Томе су допринеле обе његове компоненте — смањење негативног јаза реалне каматне стопе<sup>26</sup> и депрецијацијског јаз реалног девизног курса. Реална каматна стопа је смањена услед раста инфлационих очекивања. Међутим, пад премије ризика земље утицао је на смањење тренда реалне каматне стопе (њеног неутралног нивоа), чиме је разлика између њега и реалне каматне стопе смањена. Сужавањем депрецијацијског јаз реалног девизног курса уследило је због бржег раста наших цена у односу на цене зоне евра.

Консолидовани буџетски суфицит у Т1, вођен већим од очекиваног растом фискалних прихода, износио је 11,8 млрд динара (1,2% БДП-а), док је квантитативним критеријумом аранжмана с ММФ-ом за Т1 био дозвољен дефицит опште државе од 32 млрд динара. Притом, ако се изузму расходи за камате, на нивоу опште државе остварен је суфицит од 6,1% БДП-а. Знатни фискални напори резултирали су смањењем јавног дуга централне државе, који је на крају марта износио 24,5 млрд евра (24,8 млрд евра на крају 2016), а његов удео у пројектованом БДП-у 69,2% (наспрам 72,9% крајем 2016).

БДП је у Т1 порастао 0,2% дсз. захваљујући прерађивачкој индустрији вођеној инвестицијама из претходног периода, убрзању раста у зони евра, као и настављеном опоравку домаће тражње, који је позитивно деловао и на раст у већини услужних сектора. С друге стране, сектори грађевинарства, пољопривреде и енергетике у Т1 су исказали пад, који је највећим делом био последица негативних ефеката

<sup>26</sup> Реална каматна стопа је добијена као разлика између једнонедељног *BELIBOR*-а и инфлационих очекивања финансијског сектора за наредну годину дана према анкети агенције Блумберг.

хладног времена из јануара. Споријем расту на мг. нивоу од 1,0% допринела је и висока база из Т1 2016.

Повећање НДВ-а<sup>27</sup> у Т1 утицало је на даље смањење негативног производног јаз<sup>28</sup> на око -1,6%, што указује на то да су дезинфлаторни притисци по основу агрегатне тражње нешто мањи него у претходном тромесечју.

Раст БДП-а у зони евра у Т1, вођен домаћом тражњом, задржао је темпо из Т4, уз широку секторску и географску распрострањеност. Побољшања на тржишту рада, као и стабилно поверење потрошача, подстицали су потрошњу домаћинства, док су повољни услови финансирања и већа профитабилност компанија пружали подршку расту инвестиција. Ипак, још увек релативно ниска тражња ограничава знатнији раст цена, што потврђује кретање базне инфлације испод дугорочног просека, због чега ЕЦБ и даље води експанзивну монетарну политику. С друге стране, ФЕД је након децембра поново повећао референтну каматну стопу у марту, а динамика њеног повећања у наредном периоду у великој мери ће одредити кретања на међународном финансијском тржишту.

## Претпоставке пројекције инфлације

### Екстерне претпоставке

У текућој пројекцији инфлације, као и у претходној, претпоставка о расту БДП-а зоне евра у 2017. ревидирана је навише, за 0,3 п.п., на 1,7%. Претпоставка о расту у 2018. није мењана (1,5%).<sup>29</sup> Нови подаци указују на то да се опоравак у зони евра шири како по секторима тако и по државама зоне евра и да су ризици наниже смањени. Стопе незапослености су смањене више него што се очекивало, а раст поверења је настављен, што упућује на то да би раст у П1 ове године требало да буде снажан. Он ће првенствено бити подстакнут домаћом тражњом, коју подупиру експанзивна монетарна политика и континуирано побољшање услова на тржишту рада. Опоравак инвестиција и даље ће подстицати веома повољни услови финансирања и побољшана профитабилност компанија. Позитиван допринос даће и нето извоз због очекиваног опоравка

Табела V.0.1. Претпоставке пројекције

|                                                                         | 2017. |       | 2018. |      |
|-------------------------------------------------------------------------|-------|-------|-------|------|
|                                                                         | Феб.  | Мај   | Феб.  | Мај  |
| <b>Екстерне претпоставке</b>                                            |       |       |       |      |
| Инфлација у зони евра (годишњи просек)                                  | 1,5%  | 1,6%  | 1,4%  | 1,4% |
| Референтна каматна стопа ЕЦБ-а (на крају године)                        | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  | 0,0% |
| Раст БДП-а у зони евра                                                  | 1,4%  | 1,7%  | 1,5%  | 1,5% |
| Цене примарних пољопривредних производа на светском тржишту (Т4 на Т4)* | 9,0%  | 14,2% | 3,2%  | 5,5% |
| Цена нафте типа брент по барелу (крај године, у USD)                    | 56    | 50    | 56    | 51   |
| <b>Интерне претпоставке</b>                                             |       |       |       |      |
| Регулисане цене (дец. на дец.)                                          | 4,0%  | 3,8%  | 4,0%  | 4,0% |
| <b>Трендови</b>                                                         |       |       |       |      |
| Апрецијацијски тренд реалног курса (просек)                             | 0,6%  | 0,6%  | 0,7%  | 0,7% |
| Тренд реалне камате (просек)                                            | 1,4%  | 1,0%  | 1,2%  | 0,8% |

\* Композитни индекс цена соје, пшенице и кукуруза.  
Извор: НБС.

<sup>27</sup> НДВ представља БДП умањен за вредност пољопривредне производње и нето пореза.

<sup>28</sup> Производни јаз рачунат је на основу НДВ-а, а као апроксимација производног потенцијала привреде коришћен је тренд НДВ-а оцењен Калмановим филтером.

<sup>29</sup> Претпоставке о расту БДП-а зоне евра у 2017. и 2018. години у складу су са очекивањима изнетим у априлском *Consensus Forecast*-у.

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



Извор: Consensus Forecast и процена НБС.

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



Извор: BSE, CBOT и НБС.

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



Извор: Блумберг и НБС.

глобалне трговине и слабљења евра у претходном периоду.

Претпоставка о расту инфлације у зони евра у овој години ревидирана је навише у односу на фебруарску пројекцију за 0,1 п.п., на 1,6%, а за 2018. је задржана на 1,4%. До ревизије за ову годину дошло је због раста цене нафте на светском тржишту у претходном периоду. Ипак, и даље се очекује да ће се инфлација кретати испод средњорочног циља за инфлацију у обе године и да ЕЦБ до краја периода пројекције неће мењати висину референтне каматне стопе.

Добра пољопривредна сезона на глобалном нивоу утицала је на пад цена примарних пољопривредних производа (кукуруза, пшенице и соје)<sup>30</sup> у П2 2016. на ниво који је за око 25% нижи од њиховог десетогодишњег просека. Због тога је и раст њихових цена у Т1 од око 6% у највећој мери резултат постепеног приближавања равнотежном нивоу. Према кретању цена њихових фјучерса, у 2017. се очекује раст цена примарних пољопривредних производа од око 14%, што је изнад очекивања из претходне пројекције (9%), док би у 2018. тај раст требало да успори на око 5%.

Када је у питању светска цена нафте, на основу последњих расположивих фјучерса претпоставили смо да ће она на крају 2017. износити 50 долара по барелу и да ће се око тог нивоа задржати и у 2018. години.<sup>31</sup> Претпостављене су ниже цене нафте у односу на претходну пројекцију због очекивања да ће притисак у правцу њеног раста бити ублажен и са стране понуде и са стране тражње. На страни понуде требало би да делују повећање производње нафте у САД, очекивано повећање производње у земљама које не учествују у споразуму о ограничавању производње, као и могућност непридржавања тог споразума. Такође, раст цена ограничаваће и спор опоравак тражње за нафтом у земљама у успону, укључујући и Кину.

### Интерне претпоставке

Имајући у виду очекивано кретање цена примарних пољопривредних производа на светском тржишту и њихову повезаност с ценама на домаћем тржишту,

<sup>30</sup> Мерене као композитни индекс који садржи доларске цене кукуруза, пшенице и соје с референтних светских берзи.

<sup>31</sup> Цена нафте типа брент.

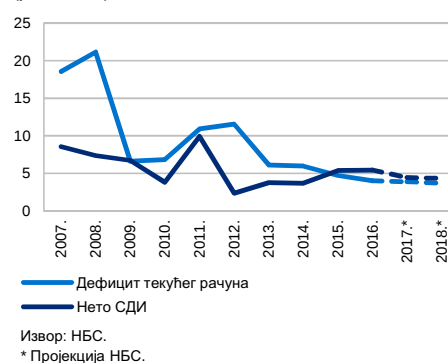
очекујемо да ће и домаће цене примарних пољопривредних производа ове и следеће године порасти.

Претпоставка о расту регулисаних цена у 2017. од око 4% остала је непромењена у односу на фебруарску пројекцију, уз допринос инфлацији од 0,75 п.п. Повећање регулисаних цена ове године у највећој мери требало би да буде резултат оствареног поскупљења цигарета у јануару (4,5%, допринос инфлацији 0,2 п.п.) и претпостављеног поскупљења цигарета по основу раста акцизе у јулу, као и корекције цене природног гаса због раста светске цене нафте и корекције цене електричне енергије. Код цене електричне енергије претпостављено је да ће она бити повећана у сличној мери као прошле године. Претпоставка пројекције је да ће се стопе раста регулисаних цена и у 2018. години задржати на нивоу од 4,0%.

Побољшана макроекономска перспектива земље и смањење интерне и екстерне неравнотеже као резултат фискалне консолидације и спровођења структурних реформи допринели су нижој премији ризика и повољнијој оцени кредитног рејтинга земље. С обзиром на очекивано задржавање позитивних макроекономских трендова у наредном периоду, кретање премије ризика земље требало би да остане релативно стабилно (свакако по основу домаћих фактора, док међународни могу имати волатилнији утицај, који је тренутно тешко оценити). 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 наставити да се крећу око централне вредности циља за инфлацију, тј. да ће остати усидрена. Такође, претпостављен је и апрецијацијски тренд реалног девизног курса уобичајен за земље у транзицији и условљен отклањањем ценовних диспаритета пре свега у области регулисаних цена, као и Баласа–Семјуелсоновим ефектом.<sup>32</sup>

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



<sup>32</sup> Код транзиционих привреда, конвергенција дохотка према дохотку развијених привреда праћена је релативно бржим растом цена (конвергенција цена).

## Пројекција

### Пројекција инфлације

Према нашој централној пројекцији, мг. инфлација ће до краја периода пројекције наставити да се креће у границама циља  $3,0 \pm 1,5\%$ .

### Краткорочна пројекција инфлације

Према централној краткорочној пројекцији инфлације, мг. инфлација ће током Т2 бити стабилна и кретаће се нешто изнад мартовског нивоа. Посматрано на тромесечном нивоу, раст ИПЦ-а биће знатно спорији него у Т1, с обзиром на то да је поскупљење воћа и поврћа и чврстих горива с почетка године било изнад сезонски уобичајеног због хладног времена. Кретање инфлације биће одређено поскупљењем свежег меса, којем доприноси и раст његове цене на светском тржишту, растом цена воћа и сезонским поскупљењем туристичких пакет-аранжмана. С друге стране, код цена поврћа очекујемо пад, имајући у виду њихов снажан раст током Т1. Негативан допринос у Т2 даће и енергија, јер ће очекивани раст цена нафтних деривата бити неутралисан сезонским појефтињењем чврстих горива.

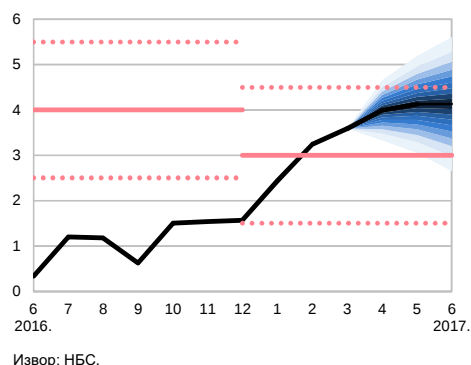
Мг. базна инфлација (тј. промена ИПЦ-а по искључењу цена хране, енергије, алкохола и цигарета), услед ефекта ниске базе, бележиће током Т2 благ раст. Посматрано на тромесечном нивоу, њен раст биће вођен сезонским поскупљењем туристичких пакет-аранжмана.

### Средњорочна пројекција инфлације

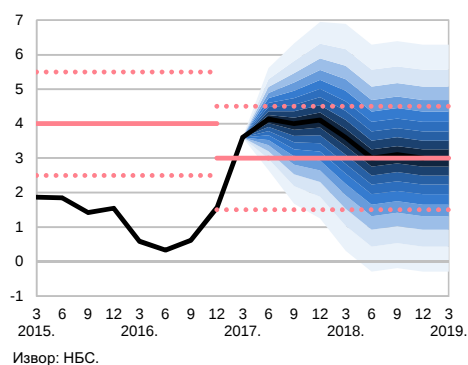
Очекујемо да ће мг. инфлација наставити да се креће у оквиру граница циља ( $3,0 \pm 1,5\%$ ) до краја периода пројекције, при чему ће у првим месецима 2018. године забележити пад услед изласка текућих једнократних поскупљења из обрачуна мг. инфлације. У смеру више инфлације деловаће постепени раст агрегатне тражње у Србији и инфлације у међународном окружењу (пре свега зони евра), док ће је висока база код цена нафтних деривата успоравати.

Према нашој процени, домаћа тражња ће у 2017. наставити да се опоравља, а дезинфлаторни притисци

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



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



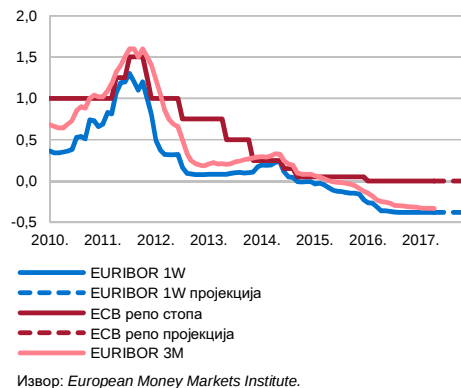
Овај тип графика приказује различите вероватноће остварења пројекције инфлације у наредних осам тромесечја. Централна пројекција је у најтањем делу графика и вероватноћа да ће пасти у овај распон износи 10%. Свака следећа нијанса укључује такође 10% вероватноће, тако да цео распон обухвата 90% вероватноће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

по основу негативног производног јаз да слабе. Тај јаз је отворен од 2008. године као последица преливања светске финансијске кризе на Србију, али већ дуже од две године има тренд затварања, чему, пре свега, доприноси опоравак запослености и зарада у приватном сектору, као и раст екстерне тражње. Смањење овог јаз биће подржано досадашњим ублажавањем монетарне политике Народне банке Србије, као и експанзивном монетарном политиком ЕЦБ-а. Осим преко канала веће екстерне тражње за нашим извозом, мере које предузима ЕЦБ доприносе расту економске активности у Србији и преко канала каматних стопа на евроиндексиране кредите,<sup>33</sup> јер ниске каматне стопе подстичу кредитну, а тиме и економску активност. Ипак, не очекујемо да ће се до краја периода пројекције потпуно затворити негативни производни јаз, тј. да ће се потпуно исцрпсти дезинфлаторни ефекти по основу домаће тражње.

Посматрано по компонентама инфлације, поменуто слабљење дезинфлаторних притисака по основу тражње, уз раст инфлације у зони евра, која је наш најзначајнији трговински партнер, одразиће се на м.г. раст цена непрехрамбених производа и услуга, које ће, према нашој централној пројекцији, крајем 2017. бити за око 1 п.п. више од тренутног нивоа (2,3%). Ипак, са очекиваним смирењем увозне инфлације у наредном периоду, требало би да уследи и пад непрехрамбене инфлације, отприлике на садашњи ниво крајем периода пројекције. После снажног раста почетком ове године услед изразито хладног времена, али и чињенице да су претходно биле на веома ниском нивоу због одличне прошлогодишње пољопривредне сезоне, цене воћа и поврћа се налазе близу неутралног нивоа. Уз претпостављену просечну пољопривредну сезону ове године, оне би у кратком року требало да дају позитиван допринос инфлацији, али ће се тај ефекат изгубити почетком наредне године због више базе.

Цене примарних пољопривредних производа (кукуруза, пшенице и соје), којима апроксимирамо трошкове сировина у производњи хране, од новембра 2016. бележе раст, што је довело до затварања негативног јаз РМТП<sup>34</sup>. На основу тога процењујемо да су трошкови сировина у производњи хране у Т1

Графикон V.0.11. Претпоставка о кретању каматних стопа на тржишту новца у зони евра



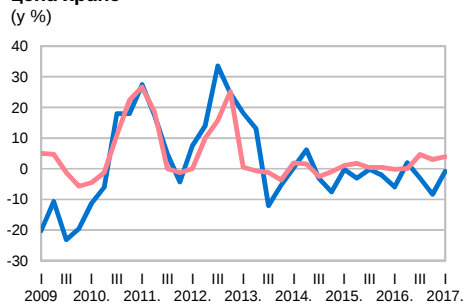
Графикон V.0.12. Пројекција компоненти инфлације (просечна м.г. стопа, у %)



<sup>33</sup> Тржишта очекују да ће 3М EURIBOR остати негативан до краја 2018.

<sup>34</sup> 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.

Графикон V.0.13. Утицај РМТП на кретање цена хране



— Јаз РМТП — Цене хране, без воћа и поврћа  
(дсз. раст, ануализовано)

Извор: НБС.

били на приближно неутралном нивоу. То ће, уз базни ефекат по основу поскупљења свежег меса прошлог лета, као и појединих других производа почетком ове године (кафа, јаја) и остварен раст цена хране у ЕУ, утицати на то да се домаћа прехранбена инфлација (без воћа и поврћа), према нашој пројекцији, у остатку 2017. креће око текућег нивоа.

Као последица започетог опоравка цене нафте на светском тржишту прошле године, а у извесној мери и јачања долара према евр, цене домаћих нафтних деривата су у марту 2017. биле за 17% више него пре годину дана,<sup>35</sup> уз допринос инфлацији од 0,9 п.п. Међутим, како ће наведена поскупљења нафтних деривата излазити из обрачуна м.г. инфлације, а под претпоставком релативно стабилних цена нафте, по овом основу ће се и м.г. инфлација успоравати у наредном периоду. Иако би допринос нафтних деривата м.г. инфлацији требало да остане позитиван до краја периода пројекције, он ће бити све мањи и крајем периода пројекције постаће готово неутралан.

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 ове и следеће године, као и на агрометеоролошке услове (успешност домаће пољопривредне сезоне).

У складу с последњим расположивим информацијама с тржишта фјучерса, претпоставили смо да ће светске цене нафте у остатку ове и следеће године бити стабилне. Међутим, како су ове цене по природи врло променљиве и како их у овом тренутку пресудно одређује понуда која је тешко предвидива, могуће је да њихово стварно кретање одступи од претпостављеног. Када је реч о ценама примарних пољопривредних производа на светском тржишту, оне од новембра прошле године расту и очекивања су да ће раст бити настављен у овој и наредној години, чему ће допринети раст тражње у земљама у успону. Међутим, као и у случају нафте, могуће је одступање стварног од пројектованог кретања цена примарних пољопривредних производа у оба смера – и навише и наниже. Ако се има у виду утицај наведених цена на цене на домаћем тржишту, то значи да би и стварна

<sup>35</sup> Цена нафте на светском тржишту је у овом периоду повећана за око 50%.

инфлација могла одступити у оба смера у односу на пројектовану. Ефекат на цене хране на домаћем тржишту, пре свега на воће и поврће, зависиће и од успешности домаће пољопривредне сезоне, за коју смо претпоставили да ће бити просечна.

Ризици у вези с кретањима на светским финансијским тржиштима остају асиметрични навише, пре свега због очекиване даље нормализације монетарне политике ФЕД-а. ФЕД је у марту поново повећао циљани распон за референтну каматну стопу за 25 б.п., на 0,75–1,0%. Иако је средња пројекција кретања референтне стопе до краја 2019. остала у марту непромењена у односу на децембар, све више се поставља питање о томе када ће ФЕД престати да реинвестира у ХоВ које доспевају, а које су купљене у програму квантитативног попуштања. У супротном смеру делује експанзивна монетарна политика ЕЦБ-а. Ипак, од априла је смањила месечне откупе активе са 80,0 млрд евра на 60,0 млрд евра, а због корекције навише пројекција привредног раста и инфлације појавила су се очекивања да би ЕЦБ могла смањити обим месечне куповине активе или окончати програм квантитативног попуштања и пре краја ове године. То би могло да смањи портфолио инвестиције у земље у успону, укључујући и Србију. Као последица тога могли би се јавити депрецијацијски притисци и у крајњој линији одређени притисак навише на домаће цене.

У пројекцији смо користили претпоставку да ће регулисане цене ове и следеће године порасти око 4,0% и да ће тај раст у овој години у највећој мери условити повећање цена цигарета, електричне енергије и природног гаса. У овом тренутку није познато хоће ли у 2017. поскупети електрична енергија и у којој мери. Уколико њено поскупљење изостане, м.г. инфлација би била нижа од пројектоване путање за око 0,2 п.п.

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

Одлуке о монетарној политици ће и у наредном периоду зависити од процене Извршног одбора Народне банке Србије у погледу јачине

(дез)инфлаторног утицаја фактора инфлације. У складу с тим, Народна банка Србије наставиће пажљиво да прати и оцењује кретања и тенденције на домаћем тржишту и у међународном окружењу, и то како на међународном финансијском тржишту тако и на тржишту примарних производа. Као и до сада, користиће све расположиве инструменте како би инфлација остала ниска и стабилна у средњем року, што ће, уз очување финансијске стабилности, допринети привредном расту на одрживим основама.

### Пројекција БДП-а

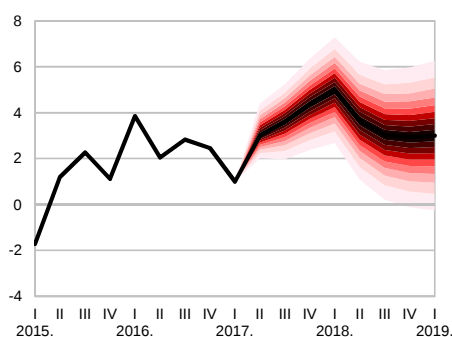
Према нашој процени, кретање БДП-а на почетку 2017. било је под утицајем хладног времена, чији би негативни ефекти у наставку године требало да буду надокнађени. Имајући то у виду, као и да су изгледи за раст зоне евра кориговани навише, очекујемо да ће раст БДП-а у 2017. износити око 3%, што је непромењено у односу на фебруарску пројекцију.

Наставак побољшања пословног амбијента, већа профитабилност домаће привреде у 2016, повољни услови финансирања, прилив СДИ и побољшани изгледи глобалног раста пружају добру основу за даљи раст инвестиција, које би, према нашој процени, требало да и у 2017. буду главни покретачи раста БДП-а. Поред тога, реализоване инвестиције из претходног периода, које су великим делом биле концентрисане у разменљиве секторе, обезбедиле су раст извозног потенцијала домаће привреде. То би, уз већу екстерну тражњу, на коју указују повољнији изгледи раста наших главних спољнотрговинских партнера, требало да резултира позитивним доприносом нето извоза расту БДП-а. Тај допринос би требало да буде нижи него у претходној години због већих потреба привреде за увозом опреме и репроматеријала и већег увоза потрошних добара по основу опоравка потрошње становништва.

Позитиван допринос расту БДП-а у 2017. очекујемо и по основу раста потрошње домаћинства, услед већег расположивог дохотка по основу раста запослености и реалне зараде, пре свега у приватном сектору, повећања пензија и нижих трошкова кредита становништву.

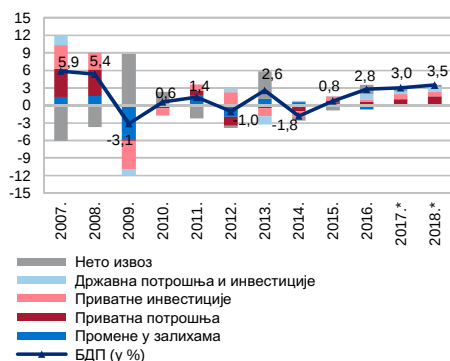
Посматрано с производне стране, раст БДП-а у 2017. требало би да буде вођен прерађивачком индустријом и услугама, а у мањој мери и грађевинарством. На

Графикон V.0.14. Пројекција раста БДП-а  
(мг. стопе, у %)



Извор: НБС.

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

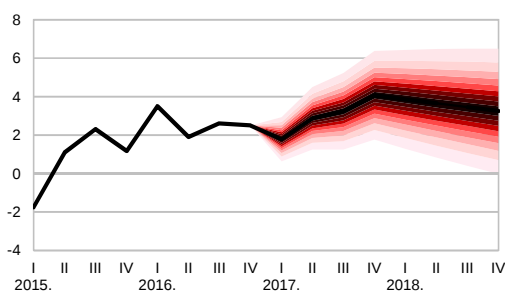


Извор: РЗС и прерачун НБС.

\* Процена НБС.

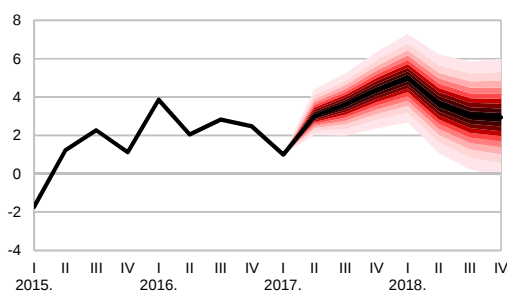
Графикон V.O.16. Поређење текуће с претходном пројекцијом раста БДП-а

**Фебруарска пројекција**  
(мг. стопе, у %)



Извор: НБС.

**Мајска пројекција**  
(мг. стопе, у %)



позитиван допринос прерађивачке индустрије упућује очекивано виша домаћа и екстерна тражња. На страни понуде, прерађивачка индустрија је подржана новим производним капацитетима, који су резултат досад реализованих инвестиција. Већа домаћа тражња подстицајно ће деловати и на раст у већем броју услужних сектора. Након нешто слабијег почетка године, раст би требало да буде забележен и у грађевинарству, на шта упућује раст производње и залиха грађевинског материјала у Т1, раст броја издатих дозвола и предвиђене вредности радова у прва два месеца и унапређена законска регулатива. С друге стране, негативан допринос очекује се од пољопривреде, с обзиром на то да је прошлогодишња сезона била изнад десетогодишњег просека, који очекујемо да ће се остварити ове године.

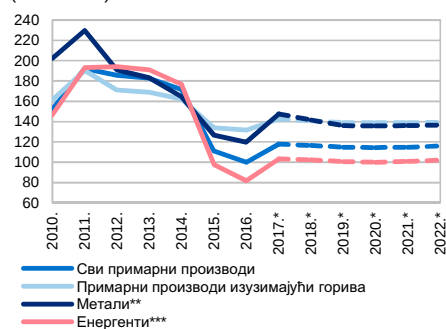
Додатно убрзање раста БДП-а на 3,5% очекујемо у 2018. по основу даљег опоравка потрошње домаћинстава и наставка раста инвестиција и извоза, што би требало да се одрази и на бржи раст прерађивачке индустрије и услужних сектора. Убрзању раста БДП-а требало би да допринесе даље унапређење пословног амбијента и наставак раста у зони евра и код осталих значајних спољнотрговинских партнера.

Предузете реформе на побољшању пословног и инвестиционог окружења резултирале су напредком Србије на међународним листама конкурентности. Имајући то у виду, очекујемо да ће даље унапређење пословног и инвестиционог амбијента, уз наставак структурних реформи, створити услове за бржи раст у наредним годинама на одрживим основама.

Неизвесност у погледу остварења пројекције БДП-а односи се пре свега на брзину раста зоне евра и осталих спољнотрговинских партнера и кретања на међународним финансијским и робним тржиштима. Бржи глобални опоравак од очекиваног, уз наставак подстицајних монетарних услова, могао би да утиче на виши раст у зони евра и већу тражњу за нашим извозом и бржи раст инвестиција, што би допринело и вишем расту нашег БДП-а од пројектованог. С друге стране, спорији темпо у спровођењу структурних реформи и неизвесност око Брежита могли би у одређеној мери да успоре раст зоне евра, што би се преко ниже екстерне тражње и споријег раста инвестиција прелило и на нижи раст нашег БДП-а од пројектованог.

Различит карактер монетарних политика водећих централних банака одражава се на токове капитала на међународном финансијском тржишту и индиректно на трошкове задуживања у земљама у успону. Уколико би ФЕД убрзао нормализацију монетарне политике, а ЕЦБ смањила експанзивност своје монетарне политике у односу на тржишна очекивања, могло би доћи до смањења прилива капитала у земљама у успону и у одређеној мери успоравања привредног раста.

Графикон V.O.17. Пројекције кретања цена примарних производа (2005 = 100)



Извор: ММФ.

\* Пројекција ММФ-а.

\*\* Бакар, алуминијум, руда гвожђа, лим, никл, цинк, олово и уранијум.

\*\*\* Сирова нафта, природни гас и угаљ.

Поред кретања на финансијском, ризик пројекције односи се и на кретања на робним тржиштима, пре свега на светску цену нафте. Евентуални пад цене нафте позитивно би се одразио на раст БДП-а Србије преко повећања расположивог дохотка становништва и нижих трошкова пословања предузећа, док би у супротном смеру деловао евентуални знатнији раст цене нафте. Поред нафте, за Србију је значајно и кретање цена примарних производа на светском тржишту, пре свега житарица и основних метала, чији је Србија нето извозник. Знатнији раст/пад цена ових производа имао би позитиван/негативан ефекат на кретање БДП-а Србије.

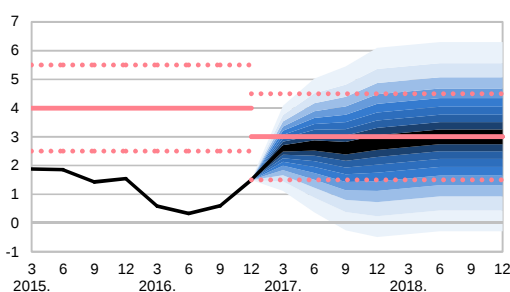
Узевши све наведено у обзир, процењујемо да су ризици остварења текуће пројекције БДП-а симетрични.

## Поређење и остварење пројекција инфлације

Нова средњорочна пројекција инфлације за 2017. годину виша је у односу на пројекцију објављену у фебруарском Извештају о инфлацији, док је за наредну годину готово непромењена. Виша пројекција инфлације ове године последица је пре свега бржег од сезонски очекиваног раста цена воћа и поврћа и чврстог горива почетком ове године услед неповољних временских прилика, тако да ће излазак ових поскупљења из обрачуна м.г. инфлације условити њен пад у првим месецима 2018. године. У поређењу с фебруарском пројекцијом, претпостављен је и виши

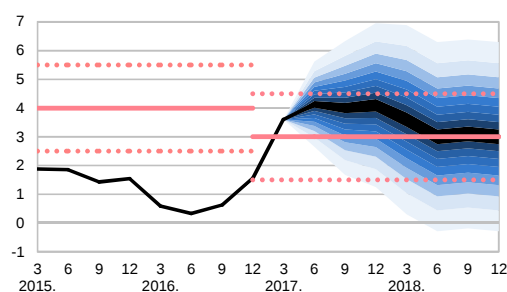
Графикон V.0.18. Поређење текуће с претходном пројекцијом инфлације

**Фебруарска пројекција**  
(м.г. стопе, у %)



Извор: НБС.

**Мајска пројекција**  
(м.г. стопе, у %)

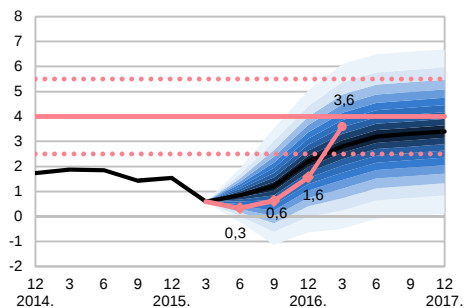


раст цена примарних пољопривредних производа на светском и домаћем тржишту, што ће се у извесној мери одразити и на трошкове прерађене хране, као и нешто виша инфлација у зони евра. Због привременог карактера поскупљења појединих производа и услуга остварених током Т1, која ће изаћи из обрачуна м.г. инфлације, почетком наредне године очекујемо нижу инфлацију од тренутног нивоа, а затим њено стабилно кретање до краја периода пројекције.

Инфлација се у протеклој години дана кретала у границама пројектованог распона из маја 2016, при чему се до краја 2016. кретала испод централне вредности пројекције услед изостанка очекиваног раста цена примарних пољопривредних производа, док је на страни домаћих фактора нижој инфлацији у односу на пројектовану допринео нижи раст регулисаних цена од очекиваног.<sup>36</sup> Од почетка ове

Графикон V.0.19. Остварење пројекције инфлације из маја 2016.

(м.г. стопе, у %)



Извор: НБС.

<sup>36</sup> 2,2% наспрам 3,8%.

године инфлација се налази изнад централне пројекције инфлације из маја 2016, на шта је у највећој мери утицао бржи од очекиваног раст цена нафтних деривата, коме је допринео опоравак цене нафте на светском тржишту, затим веће од очекиваног поскупљење воћа и поврћа почетком године услед изразито хладног времена, као и појединачна неочекивана поскупљења појединих производа и услуга (услуга мобилне телефоније).

## Пројекције других институција

Пројекције кључних макроекономских показатеља за Србију релевантних институција (ММФ-а, Европске комисије, *Consensus Forecast*-а и Блумберга) блиске су нашим пројекцијама.

Тако, у складу с нашом пројекцијом, и друге институције очекују да ће се инфлација ове и наредне године кретати у границама циља. Поменуте институције очекују просечну инфлацију око централне вредности циља како у овој тако и у наредној години. Када је реч о економској активности, и друге институције у просеку очекују раст БДП-а од око 3% ове и око 3,4% следеће године, при чему је Европска комисија додатно повећала прогнозу привредног раста за ову и наредну годину на 3,2% и 3,6%, респективно. Поред тога, посматране институције очекују даље снижење консолидованог буџетског дефицита. Према њиховој процени, тај дефицит ће ове године износити 0,5–1,7% БДП-а, а Европска комисија чак у 2018. пројектује суфицит. Посматране институције процењују да ће се дефицит текућег рачуна платног биланса у 2017. и 2018. години кретати око 4% БДП-а, што је и наше очекивање, са изузетком Европске комисије, која услед бржег очекиваног раста домаће тражње и последично већег увоза опреме и потрошних добара очекује нешто већи дефицит.

Табела V.0.2. Пројекције главних макроекономских показатеља за Србију

|                                        | 2017.     |      | 2018.     |      |
|----------------------------------------|-----------|------|-----------|------|
|                                        | Претходна | Нова | Претходна | Нова |
| <b>Инфлација (годишњи просек, у %)</b> |           |      |           |      |
| ММФ                                    | 2,4       | 2,6  | 3,0       | 3,0  |
| Европска комисија                      | 2,4       | 3,4  | 3,3       | 3,5  |
| <i>Consensus Forecast</i>              | 2,6       | 3,0  | 3,2       | 2,9  |
| Блумберг                               | 2,4       | 3,0  | 3,0       | 3,1  |
| <b>БДП (%)</b>                         |           |      |           |      |
| ММФ                                    | 3,0       | 3,0  | 3,5       | 3,5  |
| Европска комисија                      | 3,0       | 3,2  | 3,3       | 3,6  |
| <i>Consensus Forecast</i>              | 2,8       | 2,9  | 3,1       | 3,2  |
| Блумберг                               | 3,0       | 3,0  | 3,2       | 3,3  |
| <b>Текући дефицит (% БДП-а)</b>        |           |      |           |      |
| ММФ                                    | 3,9       | 4,0  | 3,9       | 4,0  |
| Европска комисија                      | 4,2       | 4,3  | 4,2       | 4,7  |
| <i>Consensus Forecast*</i>             | 3,8       | 4,2  | 3,9       | 4,2  |
| Блумберг                               | 3,9       | 4,0  | 3,8       | 3,9  |
| <b>Фискални резултат (% БДП-а)</b>     |           |      |           |      |
| ММФ                                    | -1,7      | -    | -1,3      | -    |
| Европска комисија                      | -1,2      | -0,5 | -1,0      | 0,3  |
| <i>Consensus Forecast</i>              | -         | -    | -         | -    |
| Блумберг                               | -1,8      | -1,7 | -1,7      | -1,6 |

Извор: ММФ (*Republic of Serbia: Sixth Review under the Stand-By Arrangement, Country Report No. 16/386* и WEO Април 2017), Европска комисија (*Winter 2017 Forecast* и *Spring 2017 Forecast*), *Consensus Forecast* (јануар 2017. и април 2017) и *Bloomberg Quarterly Survey* (јануар 2017. и април 2017).

\* Израчунато на основу пројекције доларског БДП-а НБС из фебруара 2017. и маја 2017.

Табела А  
Индикатори екстерне позиције Србије

|                                                         | 2005.        | 2006.         | 2007.        | 2008.         | 2009.        | 2010.        | 2011.        | 2012.         | 2013.       | 2014.       | 2015.        | 2016.              | I<br>2017.          |
|---------------------------------------------------------|--------------|---------------|--------------|---------------|--------------|--------------|--------------|---------------|-------------|-------------|--------------|--------------------|---------------------|
| <b>ИНДИКАТОРИ ЕКСТЕРНЕ ЛИКВИДНОСТИ (у %)</b>            |              |               |              |               |              |              |              |               |             |             |              |                    |                     |
| 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                | 5,7                 |
| Девизне резерве/краткорочни дуг                         | 177,0        | 265,1         | 250,6        | 162,6         | 220,6        | 191,2        | 299,8        | 237,4         | 268,8       | 295,4       | 263,3        | 224,5              |                     |
| 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         | 29,9               | 28,4                |
| Отплата дуга/БДП                                        | 5,0          | 10,3          | 10,3         | 10,7          | 12,8         | 12,0         | 12,4         | 13,0          | 13,4        | 14,2        | 12,0         | 12,9               | 9,8                 |
| Отплата дуга/извоз робе и услуга                        | 19,8         | 36,2          | 37,5         | 37,5          | 48,8         | 37,5         | 37,3         | 36,0          | 33,0        | 32,7        | 25,7         | 25,4               | 17,6                |
| <b>ИНДИКАТОРИ ЕКСТЕРНЕ СОЛВЕНТНОСТИ (у %)</b>           |              |               |              |               |              |              |              |               |             |             |              |                    |                     |
| 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         | 77,9               |                     |
| Краткорочни дуг/БДП                                     | 13,2         | 13,9          | 13,1         | 14,9          | 15,7         | 17,6         | 12,0         | 14,5          | 12,1        | 10,1        | 11,8         | 13,3               |                     |
| 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        | 153,6              |                     |
| <b>ИНДИКАТОРИ ИЗЛОЖЕНОСТИ ФИНАНСИЈСКОМ РИЗИКУ (у %)</b> |              |               |              |               |              |              |              |               |             |             |              |                    |                     |
| 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               |
| Девизне резерве/примарни новац                          | 169,8        | 179,5         | 173,8        | 140,7         | 190,5        | 196,4        | 207,6        | 197,9         | 199,9       | 196,6       | 193,7        | 196,6              | 209,6               |
| <b>СТЕПЕН ОТВОРЕНОСТИ ЕКОНОМИЈЕ (ИЗВОЗ + УВОЗ)/БДП</b>  |              |               |              |               |              |              |              |               |             |             |              |                    |                     |
|                                                         | 70,8         | 77,4          | 80,1         | 82,6          | 69,0         | 79,8         | 82,7         | 89,8          | 92,6        | 97,7        | 103,1        | 109,1              | 121,3               |
| <b>МЕМОРАНДУМ: (у млн евра)</b>                         |              |               |              |               |              |              |              |               |             |             |              |                    |                     |
| БДП <sup>1)</sup>                                       | 21.103       | 24.435        | 29.452       | 33.705        | 30.655       | 29.766       | 33.424       | 31.683        | 34.263      | 33.319      | 33.491       | 34.115             | 7.831 <sup>2)</sup> |
| Спољни дуг                                              | 12.520       | 14.291        | 17.382       | 20.982        | 22.272       | 23.509       | 24.123       | 25.645        | 25.644      | 25.679      | 26.234       | 26.592             |                     |
| Сервисирање спољног дуга                                | 1.054        | 2.513         | 3.039        | 3.594         | 3.922        | 3.564        | 4.154        | 4.130         | 4.595       | 4.724       | 4.024        | 4.390              | 764,8               |
| 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               |
| Краткорочни дуг <sup>3)</sup>                           | 951          | 968           | 1.044        | 1.832         | 1.852        | 1.758        | 612          | 455           | 196         | 99          | 303          | 690                |                     |
| 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       | -1.370             | -624                |
| <b>КРЕДИТНИ РЕЈТИНГ (промена рејтинга и изгледа)</b>    |              |               |              |               |              |              |              |               |             |             |              |                    |                     |
|                                                         | 2005.        | 2006.         | 2007.        | 2008.         | 2009.        | 2010.        | 2011.        | 2012.         | 2013.       | 2014.       | 2015.        | 2016.              | 2017.               |
|                                                         | Јул/Мај      | Феб.          | Јул          | Март/Дец.     | Дец.         | Нов.         | Март         | Авг.          | Јул         | Јан.        | Дец.         | Јан./Март/Јун/Дец. | Март                |
| <i>S&amp;P</i>                                          | BB-/стабилан | BB-/позитиван | BB-/стабилан | BB-/негативан | BB-/стабилан |              | BB-/стабилан | BB-/негативан |             |             |              | BB-/позитиван      |                     |
| <i>Fitch</i>                                            | BB-/стабилан |               |              | BB-/негативан |              | BB-/стабилан |              | BB-/негативан |             | B+/стабилан | B+/позитиван | BB-/стабилан       |                     |
| <i>Moody's</i>                                          |              |               |              |               |              |              |              |               | B1/стабилан |             |              | B1/позитиван       | Ba3/стабилан        |

Методолошка објашњења:

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

1) Према методологији ESA 2010.

2) Процена НБС.

3) По оригиналној рочности.

Напомене:

1. Подаци су подложни кориговању према званичним изворима.

2. Од 2007. подаци о извозу и увозу робе и услуга су усклађени са смерницама садржаним у Приручнику за израду платног биланса и међународне инвестиционе позиције бр. 6 ММФ-а (BPM6). 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. године.

4. Од септембра 2010. измењена је методологија статистике спољног дуга тако да се у спољни дуг јавног сектора укључују обавезе по основу алокације SDR (484,1 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 (1.030,0 млн евра, од чега се 449,0 млн евра односи на домаће банке, а 581,0 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<br>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    | 1,0        |
| 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        |
| 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      |
| 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 | 17.314 | 4.346      |
| - 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    | 10,8   | 10,1       |
| 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 | 19.895 | 5.154      |
| - 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    | 5,3    | 14,3       |
| Текући рачун платног биланса³) (у млн евра)                     | -1.778 | -2.356 | -5.474 | -7.125 | -2.032 | -2.037 | -3.656 | -3.671 | -2.098 | -1.985 | -1577  | -1.370 | -624       |
| у % БДП-а                                                       | -8,4   | -9,6   | -18,6  | -21,1  | -6,6   | -6,8   | -10,9  | -11,6  | -6,1   | -6,0   | -4,7   | -4,0   | -8,0       |
| Незапосленост по Анкети (у %)                                   | 20,8   | 20,9   | 18,1   | 13,6   | 16,1   | 19,2   | 23,0   | 23,9   | 22,1   | 19,2⁷) | 17,7   | 15,3   |            |
| 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      |
| 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        |
| 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        |
| 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   | 72,9   | 69,2       |
| 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     |
| 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     |
| Курс динара према еврау (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     |
| Курс динара према еврау (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     |
| МЕМОРАНДУМ:<br>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 | 34.115 | 7.831⁶)    |

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 (BPM6). Подаци за 2005. и 2006. приказани су према претходној методологији. Због прекида серије за 2007. стопе раста извоза и увоза робе и услуга нису приказане. Од 1. јануара 2010. РЗС региструје извоз и увоз према општем систему трговине, који представља шири концепт и обухвата сву робу која улази на економску територију земље или је напушта, са изузетком робе која је у транзиту. Упоредиве податке РЗС је објавио за 2007, 2008. и 2009. годину. Претходне године су дате према специјалном систему трговине. Размена с Црном Гором регистрована је према припадајућим трансакцијама од 2003. године.

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

⁵) Према методологији ESA 2010.

⁶) Процена НБС.

⁷) 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 графикана и табела

### Графикони

|          |                                                                                                              |    |
|----------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| III.0.1. | Кретање цена                                                                                                 | 10 |
| III.0.2. | Допринос м. стопи раста потрошачких цена                                                                     | 10 |
| III.0.3. | Допринос тромесечној стопи раста потрошачких цена                                                            | 11 |
| III.0.4. | Допринос тромесечној стопи раста произвођачких цена                                                          | 12 |
| III.0.5. | Домаћа инфлација и екстерне цене                                                                             | 12 |
| III.0.6. | Текућа инфлација и инфлациона очекивања 12 месеци унапред                                                    | 12 |
| III.0.7. | Перципирана и очекивана инфлација становништва                                                               | 12 |
| III.0.8. | Очекивана инфлација за две године унапред                                                                    | 13 |
| IV.1.1.  | Динарска ликвидност                                                                                          | 17 |
| IV.1.2.  | Кретање каматних стопа                                                                                       | 18 |
| IV.1.3.  | Крива приноса на међубанкарском тржишту новца                                                                | 18 |
| IV.1.4.  | Примарно тржиште државних ХоВ у динарима – коефицијент реализације и учешће страних инвеститора              | 18 |
| IV.1.5.  | Каматне стопе на примарном тржишту државних ХоВ                                                              | 19 |
| 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                                                            | 20 |
| IV.1.9.  | Приноси на еврообвезнице земаља у региону                                                                    | 20 |
| IV.1.10. | Дефицит текућег биланса и нето прилив капитала                                                               | 21 |
| IV.1.11. | Структура финансијског биланса                                                                               | 21 |
| IV.1.12. | Финансијски кредити резидената – промена нето задужења                                                       | 22 |
| IV.1.13. | Кретање курса динара и евра према долару                                                                     | 22 |
| IV.1.14. | Кретање курса динара и интервенције Народне банке Србије на девизном тржишту                                 | 23 |
| IV.1.15. | Краткорочна волатилност курса динара према евр                                                               | 23 |
| IV.1.16. | Кретање курсева одређених националних валута према евр                                                       | 23 |
| IV.1.17. | Индекс <i>BELEX15</i> и промет на Београдској берзи                                                          | 24 |
| IV.1.18. | Кретање берзанских индекса у региону                                                                         | 24 |
| IV.2.1.  | Монетарни агрегати и потрошачке цене                                                                         | 25 |
| IV.2.2.  | Доприноси м. расту М2, секторска структура                                                                   | 26 |
| IV.2.3.  | Домаћи кредити немонетарном сектору и М3                                                                     | 26 |
| IV.2.4.  | Кредитна активност и БДП                                                                                     | 26 |
| IV.2.5.  | Структура новоодобрених кредита привреди                                                                     | 27 |
| IV.2.6.  | Утицај појединих фактора на промену кредитних стандарда у одобравању кредита и кредитних линија предузећима  | 28 |
| IV.2.7.  | Структура новоодобрених кредита становништву                                                                 | 28 |
| IV.2.8.  | Утицај појединих фактора на промену кредитних стандарда у одобравању кредита и кредитних линија становништву | 29 |
| IV.2.9.  | Учешће динарских пласмана у укупним пласманима банака привреди и становништву                                | 29 |
| IV.2.10. | Учешће <i>NPL</i> у укупним кредитима, бруто принцип                                                         | 29 |
| IV.3.1.  | Индекси цена непокретности <i>DOMex</i> и број прометованих непокретности                                    | 30 |
| IV.3.2.  | Индекси броја издатих дозвола новоградње                                                                     | 30 |
| IV.4.1.  | Доприноси м. стопи раста БДП-а – расходна страна                                                             | 31 |
| IV.4.2.  | Потрошња домаћинстава                                                                                        | 31 |
| IV.4.3.  | Потрошња државе                                                                                              | 32 |
| IV.4.4.  | Извоз и увоз робе и услуга                                                                                   | 33 |
| IV.4.5.  | Кретање показатеља екстерне тражње и базичног извоза Србије                                                  | 33 |
| IV.4.6.  | Извоз услуга                                                                                                 | 34 |
| IV.4.7.  | Кретање главних компоненти увоза                                                                             | 34 |

|          |                                                                                      |    |
|----------|--------------------------------------------------------------------------------------|----|
| IV.4.8.  | Увоз енергената                                                                      | 34 |
| IV.4.9.  | Робна размена у еврима                                                               | 35 |
| IV.5.1.  | Кретање показатеља економске активности                                              | 36 |
| IV.5.2.  | Физички обим производње у енергетици и рударству                                     | 36 |
| IV.5.3.  | Физички обим производње по гранама прерађивачке индустрије                           | 36 |
| IV.5.4.  | Доприноси мг. расту физичког обима индустријске производње                           | 37 |
| IV.5.5.  | Показатељи грађевинске активности                                                    | 37 |
| IV.5.6.  | Показатељи активности сектора услуга                                                 | 37 |
| IV.6.1.  | Кретање реалне нето зараде (дсз. подаци)                                             | 41 |
| IV.6.2.  | Кретање реалне нето зараде (мг. раст, у %)                                           | 41 |
| IV.6.3.  | Однос просечне номиналне нето зараде у јавном сектору и ван јавног сектора           | 41 |
| IV.6.4.  | Кретање продуктивности, бруто реалних зарада и јединичних трошкова рада у индустрији | 42 |
| IV.6.5.  | Показатељи тржишта рада према Анкети о радној снази                                  | 42 |
| IV.7.1.  | Доприноси мг. стопи раста БДП-а зоне евра                                            | 43 |
| IV.7.2.  | Кретање БДП-а и показатеља економске активности зоне евра                            | 44 |
| IV.7.3.  | Водећи показатељи сектора производње по земљама – <i>PMI Manufacturing</i>           | 44 |
| IV.7.4.  | Водећи економски показатељи у САД                                                    | 44 |
| IV.7.5.  | Кретања на тржишту рада у САД                                                        | 45 |
| IV.7.6.  | Ревизија прогноза реалног раста БДП-а за 2017. и 2018. ММФ-а                         | 45 |
| IV.7.7.  | Кретање хармонизованог индекса потрошачких цена по земљама                           | 46 |
| IV.7.8.  | Дугорочна тржишна инфлациона очекивања у зони евра                                   | 47 |
| IV.7.9.  | Кретање референтних стопа по земљама                                                 | 48 |
| IV.7.10. | Принос на десетогодишње обвезнице земаља зоне евра                                   | 48 |
| IV.7.11. | Кретање курсева одређених националних валута према долару                            | 49 |
| IV.7.12. | Имплицитна волатилност међународног финансијског тржишта                             | 51 |
| IV.7.13. | Кретање цена нафте и бакра                                                           | 51 |
| IV.7.14. | ММФ-ов индекс цена примарних производа                                               | 51 |
| IV.7.15. | Индекс светских цена хране                                                           | 52 |
| V.0.1.   | Индекс монетарних услова                                                             | 55 |
| V.0.2.   | Реална каматна стопа                                                                 | 56 |
| V.0.3.   | Фискална кретања                                                                     | 56 |
| V.0.4.   | Производни јаз                                                                       | 56 |
| 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                                 | 58 |
| V.0.8.   | Дефицит текућег рачуна и нето прилив СДИ                                             | 59 |
| V.0.9.   | Краткорочна пројекција инфлације                                                     | 60 |
| V.0.10.  | Пројекција инфлације                                                                 | 60 |
| V.0.11.  | Претпоставка о кретању каматних стопа на тржишту новца у зони евра                   | 61 |
| V.0.12.  | Пројекција компоненти инфлације                                                      | 61 |
| V.0.13.  | Утицај РМТП на кретање цена хране                                                    | 62 |
| V.0.14.  | Пројекција раста БДП-а                                                               | 64 |
| V.0.15.  | Доприноси реалном расту БДП-а                                                        | 64 |
| V.0.16.  | Поређење текуће с претходном пројекцијом раста БДП-а                                 | 65 |
| V.0.17.  | Пројекције кретања цена примарних производа                                          | 65 |
| V.0.18.  | Поређење текуће с претходном пројекцијом инфлације                                   | 67 |
| V.0.19.  | Остварење пројекције инфлације из маја 2016.                                         | 67 |

**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                                   | 11 |
| IV.2.1. Монетарни агрегати                                       | 25 |
| IV.4.1. Кретање главних показатеља и извора потрошње домаћинства | 31 |
| IV.4.2. Показатељи кретања инвестиција                           | 32 |
| IV.5.1. Доприноси тромесечном расту БДП-а                        | 38 |
| IV.6.1. Кретања формалне запослености и незапослености           | 42 |
| IV.7.1. Процена привредног раста по земљама                      | 45 |
| V.0.1. Претпоставке пројекције                                   | 57 |
| V.0.2. Пројекције главних макроекономских показатеља за Србију   | 68 |
| Табела А Индикатори екстерне позиције Србије                     | 69 |
| Табела Б Основни макроекономски индикатори                       | 70 |

**Графикони у освртима**

|                                                                          |    |
|--------------------------------------------------------------------------|----|
| O.1.1. Месечни агрометеоролошки билтен за јануар 2017.                   | 14 |
| O.1.2. Кумулативне стопе раста цена поврћа у јануару и фебруару 2017.    | 15 |
| O.1.3. Кретања нивоа цена поврћа у европским земљама                     | 15 |
| O.3.1. Разлика између приноса на десетогодишње државне ХоВ САД и Немачке | 54 |
| O.3.2. Остварена и очекивана референтна каматна стопа ФЕД-а              | 54 |

**Табеле у освртима**

|                                                                              |    |
|------------------------------------------------------------------------------|----|
| O.1.1. Кумулативан раст потрошачких цена у јануару и фебруару 2017.          | 14 |
| O.2.1. Кретање показатеља индустрије и спољне и унутрашње трговине           | 39 |
| O.2.2. М. динамика БДП-а и показатеља економске активности и спољне трговине | 39 |

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

#### 2016. година

| Датум        | Референтна каматна стопа<br>(на годишњем нивоу, у %) | Промена<br>(у базним поенима) |
|--------------|------------------------------------------------------|-------------------------------|
| 12. јануар   | 4,50                                                 | 0                             |
| 11. фебруар  | 4,25                                                 | -25                           |
| 17. март     | 4,25                                                 | 0                             |
| 7. април     | 4,25                                                 | 0                             |
| 17. мај      | 4,25                                                 | 0                             |
| 9. јун       | 4,25                                                 | 0                             |
| 7. јул       | 4,00                                                 | -25                           |
| 11. август   | 4,00                                                 | 0                             |
| 8. септембар | 4,00                                                 | 0                             |
| 13. октобар  | 4,00                                                 | 0                             |
| 10. новембар | 4,00                                                 | 0                             |
| 8. децембар  | 4,00                                                 | 0                             |

#### 2017. година

| Датум        | Референтна каматна стопа<br>(на годишњем нивоу, у %) | Промена<br>(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       |                                                      |                               |
| 10. јул      |                                                      |                               |
| 10. август   |                                                      |                               |
| 7. септембар |                                                      |                               |
| 9. октобар   |                                                      |                               |
| 9. новембар  |                                                      |                               |
| 7. децембар  |                                                      |                               |

## Саопштења са седница Извршног одбора Народне банке Србије

### Саопштење са седнице Извршног одбора, 14. 3. 2017.

Извршни одбор Народне банке Србије одлучио је на данашњој седници да референтну каматну стопу задржи на нивоу од 4,0 одсто.

Доносећи такву одлуку, Извршни одбор је имао у виду факторе инфлације, ефекте досадашњег ублажавања монетарне политике, као и чињеницу да се инфлација од почетка године налази у границама циља од  $3,0\% \pm 1,5$  процентних поена и да ће у тим границама остати и у наредном периоду.

Међугодишња стопа инфлације је у фебруару износила 3,2%, у највећој мери као последица деловања једнократних фактора. Као и у другим земљама, раст потрошачких цена био је пре свега опредељен опоравком светске цене нафте у другој половини претходне године, али и растом цена воћа и поврћа, који је био већи од сезонски уобичајеног због неповољних временских прилика почетком године. Да су инфлаторни притисци и даље ниски, указује и базна инфлација од 1,7% међугодишње у јануару и фебруару.

Извршни одбор ће и даље пажљиво пратити дешавања у међународном окружењу која налажу опрезност, првенствено кретања на међународном финансијском тржишту и кретања светске цене нафте. Дивергентност монетарних политика водећих централних банака биће вероватно додатно повећана до краја године, а тиме и неизвесност по основу њиховог утицаја на глобалне токове капитала. Ипак, Извршни одбор истиче да је отпорност наше економије на евентуалне негативне утицаје из међународног окружења повећана захваљујући повољнијим макроекономским изгледима, а пре свега смањењу фискалне и спољне неравнотеже.

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

### Саопштење са седнице Извршног одбора, 11. 4. 2017.

Извршни одбор Народне банке Србије одлучио је на данашњој седници да референтну каматну стопу задржи на нивоу од 4,0 одсто.

Доносећи такву одлуку, Извршни одбор је имао у виду факторе инфлације, ефекте досадашњег ублажавања монетарне политике, као и очекивање да ће се инфлација и у наредном периоду кретати у границама циља од  $3,0 \pm 1,5$  процентних поена.

Инфлација је од почетка године у границама циља и у фебруару је износила 3,2 одсто међугодишње. На такво кретање инфлације, као и у другим земљама, утицали су пре свега опоравак светске цене нафте у другој половини 2016. и раст цена воћа и поврћа, који је био виши од сезонски уобичајеног због лошег времена почетком ове године. Да су инфлаторни притисци и даље ниски, указују базна инфлација, која је и у јануару и у фебруару износила 1,7 одсто међугодишње, и у границама циља усидрена инфлациона очекивања.

Извршни одбор ће и у наредном периоду пажљиво пратити дешавања у међународном окружењу, а првенствено кретања на међународном финансијском тржишту и кретање цена примарних производа на светском тржишту. Неизвесност на међународном финансијском тржишту у највећој мери проистиче из 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. Истовремено, Извршни одбор истиче да је отпорност наше економије на евентуалне негативне утицаје из међународног окружења повећана захваљујући повољнијим макроекономским изгледима, а пре свега смањењу фискалне и спољне неравнотеже.

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

**Саопштење са седнице Извршног одбора, 12. 5. 2017.**

Извршни одбор Народне банке Србије одлучио је на данашњој седници да референтну каматну стопу задржи на нивоу од 4,0 одсто.

Доносећи такву одлуку, Извршни одбор је имао у виду факторе инфлације, ефекте досадашњег ублажавања монетарне политике, као и мајску пројекцију инфлације, према којој ће се инфлација и у наредне две године кретати у границама циља од 3,0 одсто  $\pm$  1,5 процентних поена.

Инфлација је од почетка године у границама циља и у априлу је износила 4,0 одсто међугодишње. На такво кретање инфлације, као и у другим земљама, очекивано је утицао опоравак светске цене нафте у другој половини 2016. Више од сезонски уобичајеног било је поскупљење воћа, поврћа и огрева због лошег времена почетком године, као и поскупљење свежег меса у априлу. Са изласком ових једнократних поскупљења из међугодишњег обрачуна инфлације, почетком наредне године очекујемо нижу инфлацију у односу на садашњи ниво, а затим њено кретање на том нивоу до краја периода пројекције. Кретање инфлације од почетка ове године последица је деловања једнократних фактора, на шта указује ниска и релативно стабилна базна инфлација, која је у априлу износила 2,0 одсто међугодишње.

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 у највећој мери проистиче из 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 нафте. Међутим, Извршни одбор истиче да је отпорност наше привреде на евентуалне негативне утицаје из међународног окружења повећана захваљујући повољнијим макроекономским изгледима, а пре свега смањењу фискалне и спољне неравнотеже, што доприноси и нижој премији ризика и повољнијем кредитном рејтингу земље.

На данашњој седници Извршни одбор је усвојио мајски Извештај о инфлацији, који ће јавности бити представљен у петак, 19. маја. Том приликом биће детаљно образложене одлуке монетарне политике и макроекономска кретања која их опредељују.

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



**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