



Народна банка Србије

20мај 19

ИЗВЕШТАЈ О ИНФЛАЦИЈИ

2019
мај

ИЗВЕШТАЈ О ИНФЛАЦИЈИ

НАРОДНА БАНКА СРБИЈЕ

Београд, Краља Петра 12

Тел. 011/3027-100

Београд, Немањина 17

Тел. 011/333-8000

www.nbs.rs

Тираж: 120 примерака

ISSN 1820-9408

Уводна напомена

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

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

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

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

Мајски *Извештај о инфлацији* размотрен је и усвојен на седници Извршног одбора 9. маја 2019. године.

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

Извршни одбор Народне банке Србије:

Јоргованка Табаковић, гувернер

Жељко Јовић, вицегувернер

Ана Ивковић, вицегувернер

Драгана Станић, вицегувернер

**СКРАЋЕНИЦЕ КОРИШЋЕНЕ
У ОВОМ ИЗВЕШТАЈУ**

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

Не наводе се друге општепознате скраћенице.

Садржај

I. Резиме	1
II. Монетарна политика у периоду од претходног Извештаја о инфлацији	7
III. Кретање инфлације	11
IV. Детерминанте инфлације	15
1. Кретања на финансијском тржишту	15
<i>Осврт 1: Додатне девизне своп аукције Народне банке Србије</i>	18
2. Новац и кредити	23
<i>Осврт 2: Синхронизација економског и кредитног циклуса Србије и зоне евра</i>	28
3. Тржиште непокретности	31
4. Агрегатна тражња	31
<i>Осврт 3: Анализа динамике биланса штедње и инвестиција Србије</i>	35
5. Економска активност	37
<i>Осврт 4: Анализа кретања на тржишту пољопривредних и прехрамбених производа у Србији</i>	39
6. Кретања на тржишту рада	42
7. Међународно окружење	44
V. Пројекција инфлације	55
Списак графикана и табела	75
Седнице Извршног одбора Народне банке Србије и промене референтне каматне стопе	78
Саопштења са седница Извршног одбора Народне банке Србије	79

I. Резиме

У периоду од претходног извештаја, пројекције глобалног раста за ову и наредну годину поново су благо ревидиране наниже. Када је реч о зони евра, нашем најзначајнијем спољнотрговинском партнеру, изгледи привредног раста су погоршани, пре свега за ову годину, на шта су утицали слабија екстерна тражња, која је последица глобалне неизвесности, и специфични фактори на страни понуде у појединим њеним чланицама. Ипак, оцењује се да ће у средњем року преовладати позитиван утицај јачања макроекономских фундамената, а пре свега још увек експанзивне монетарне политике Европске централне банке. Према проценама релевантних међународних институција, привредни раст у земљама региона средње и југоисточне Европе, с којима такође остварујемо значајну трговинску размену, иако благо коригован наниже због споријег очекиваног раста зоне евра, остаће и даље релативно висок захваљујући доприносу домаће тражње. Изостанак знатнијих инфлаторних притисака и успоравање глобалног привредног раста одражава се на спорију нормализацију монетарних политика водећих централних банака од претходно очекиване, што је, уз назнаке о постизању договора између Сједињених Америчких Држава и Кине у погледу трговине, одредило глобалне финансијске услове, који су повољнији од почетка године.

Инфлација у Србији се од почетка године, у складу с најавама изнетим у претходним извештајима о инфлацији, привремено приближила централној вредности циља и у марту је износила 2,8% међугодишње. На такво кретање инфлације утицао је наставак високог раста цена поврћа, што је последица слабог рода не само у Србији већ и у другим деловима Европе. Томе у прилог говори и чињеница да је преко половине доприноса међугодишњој инфлацији у марту потицало само од ове групе производа. Изузев тога, трошковни притисци и притисци на страни тражње и даље су ниски, на шта указује и базна инфлација, која се од почетка године кретала у распону 1,2–1,3% међугодишње, као и око циља усидрена инфлациона очекивања финансијског сектора и привреде и за годину, и за две године унапред. Усидреност њихових инфлационих очекивања указује на кредибилитет монетарне политике и већу отпорност на потенцијалне негативне ефекте дешавања у међународном окружењу.

Кретања у међународном окружењу у периоду од претходног извештаја обележили су нешто неповољнији изгледи за глобални привредни раст, пре свега у кратком року, ниски инфлаторни притисци, као и спорија очекивана нормализација монетарних политика водећих централних банака.

Међугодишња инфлација се креће у границама циља, с тим да је њено привремено приближавање централној вредности циља у марту определила, пре свега, ниска база код цена поврћа, које је од почетка године поскупело више него што је то сезонски уобичајено. С друге стране, и у условима снажног привредног раста и позитивних трендова на тржишту рада, базна инфлација се и даље налази испод доње границе дозвољеног одступања од циља.

Економска активност, осамнаесто узастопно тромесечје, бележи позитивну стопу раста.

Успоравање раста екстерне тражње, пре свега из зоне евра, и уведене таксе на производе који се испоручују на Косово и Метохију одражавају се на нижу производњу у прерађивачкој индустрији. Уз базни ефекат код пољопривреде с обзиром на одличну прошлогодишњу сезону, то за последицу има нижу међугодишњу стопу раста бруто домаћег производа у првом тромесечју, која је, према процени Републичког завода за статистику, износила 2,3%. Посматрано с расходне стране, раст бруто домаћег производа воде инвестиције захваљујући наставку реализације инфраструктурних пројеката, унапређењу пословног амбијента и повољним изворима финансирања, као и потрошња домаћинства услед раста зарада и запослености у приватном сектору, раста пензија и плата у јавном сектору и нижих трошкова задуживања. Највећи допринос расту с производне стране потиче од услужних сектора услед наставка повољних кретања на тржишту рада, а затим и од грађевинарства, на шта указује раст производње грађевинског материјала, вредности изведених грађевинских радова, као и капиталних расхода државе. На тромесечном нивоу, десезонирани раст бруто домаћег производа у првом тромесечју 2019. износио је 0,9%, подстакнут растом свих кључних сектора, изузев пољопривреде, што значи да осамнаесто узастопно тромесечје економска активност расте.

И поред двоцифреног међугодишњег раста кредитне активности, учешће домаћих кредита у бруто домаћем производу остало је готово непромењено у односу на крај 2018. и у марту је износило 43,3%, што указује на то да кредитна активност не представља ризик ни по ценовну, ни по финансијску стабилност.

Услови финансирања приватног сектора и државе остали су повољни, при чему су се каматне стопе на динарском сегменту кредитног тржишта почетком године спустиле на нове минимуме. Уз ефекте раста економске активности, као и виших зарада и запослености, то је допринело стабилном међугодишњем расту кредитне активности, који је у марту износио 10,1% по искључењу ефекта девизног курса. Позитиван допринос том расту дали су и привреда и становништво, а задржана је и повољна структура кредита, пре свега код привреде, где је учешће инвестиционих кредита готово изједначено с кредитима за обртна средства. Према оцени банака изнетој у априлској Анкети о кредитној активности банака, расту кредитне активности доприносе и фактори на страни понуде и на страни тражње — повољни кредитни услови и раст тражње за кредитима. Поред настављених активности на решавању питања проблематичних кредита, раст кредитне активности доприноси даљем паду учешћа проблематичних кредита у укупним кредитима, на 5,5% у марту, што је за близу 17 процентних поена ниже учешће од доношења Стратегије за решавање питања проблематичних кредита.

Повољна фискална кретања настављена су и почетком 2019, о чему сведочи фискални суфицит остварен у првом тромесечју од 0,9% бруто домаћег производа, и то у условима знатно виших капиталних издатака државе и повећаних издатака за плате и пензије. Позитивним фискалним кретањима доприносе раст економске активности и позитивни трендови на тржишту рада. На крају марта, јавни дуг централне државе износио је 23,4 милијарде евра, а његов удео у пројектованом бруто домаћем производу 50,9% (наспрам 53,8% крајем 2018). Наставак кретања учешћа јавног дуга у одрживим оквирима и његову силазну путању очекујемо и у наредном периоду.

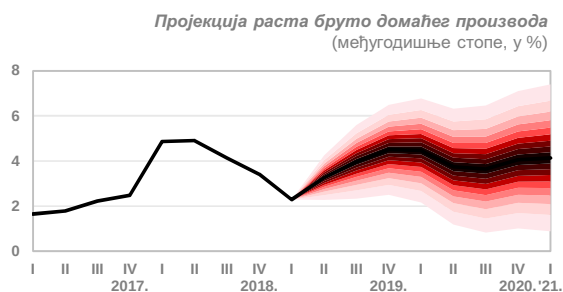
Платнобилансна кретања од почетка године била су под утицајем наставка раста инвестиција и успоравања екстерне тражње. Захваљујући расту производних и извозних капацитета, што је резултат инвестиција из претходног периода, као и знатним залихама пољопривредних производа из претходне пољопривредне сезоне, извоз је у првом тромесечју наставио да бележи релативно високу стопу од 7,9% међугодишње. Ипак, робни увоз, због раста увоза репроматеријала и опреме за потребе индустрије, растао је брже (9,9% међугодишње), што је за последицу имало раст трговинског дефицита за 16,3% у односу на исти период 2018. Ако се има у виду висок раст инвестиција, такво кретање увоза је очекивано. С обзиром на то да ће увезена опрема повећати извозне капацитете српске привреде, то ће допринети смањењу текућег дефицита у средњем року. Негативан утицај на текући рачун потекао је и од уведених такси од 100% на производе који се испоручују на Косово и Метохију. И поред тога, дефицит текућег рачуна био је у великој мери покривен нето приливом страних директних инвестиција, који је у првом тромесечју износио близу 800 милиона евра. Прилив страних директних инвестиција остао је пројектно распрострањен и претежно усмерен у разменљиве секторе. Уз опадајућу путању учешћа спољног дуга у бруто домаћем производу, висок прилив страних директних инвестиција доприноси одрживости екстерне позиције земље.

Имајући у виду кретање економских показатеља од почетка године и очекивања за наредни период, прогнозу раста бруто домаћег производа за 2019. задржали смо на 3,5%, уз незнатно измењену структуру. Као и у претходној пројекцији, очекујемо да ће раст бруто домаћег производа бити у потпуности вођен домаћом тражњом, чији је позитиван допринос повећан као резултат

Раст економске активности и позитивни трендови на тржишту рада доприносе наставку повољних фискалних кретања, док знатан раст капиталних издатака државе и раст плата у јавном сектору и пензија представљају изворе финансирања инвестиција и потрошње, али не у мери у којој би то изазвало веће инфлаторне притиске.

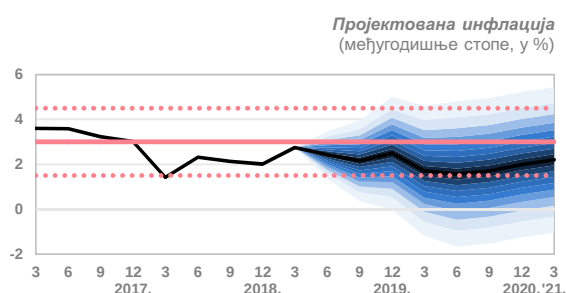
Дефицит текућег рачуна платног биланса од почетка године био је под утицајем раста инвестиција у Србији и успоравања раста екстерне тражње, али је у великој мери био покривен нето приливом страних директних инвестиција.

Прогнозу раста бруто домаћег производа за 2019. задржали смо непромењену (3,5%), а у средњем року очекујемо да ће се он убрзати на око 4% и да ће бити вођен инвестицијама, извозом, као и растом потрошње домаћинства на одрживим основама.



повољнијих кретања финалне потрошње и инвестиција од почетка године. С друге стране, као последица неповољнијих кретања у међународном окружењу, допринос нето извоза нешто је негативнији од претходне пројекције. Посматрано с производне стране, очекујемо наставак раста у услужним секторима, индустрији и грађевинарству, док ће пољопривреда највероватније имати негативан допринос због деловања базног ефекта. У средњем року, очекујемо да се раст бруто домаћег производа убрза на око 4%, претежно вођен инвестицијама, извозом, као и растом потрошње домаћинстава на одрживим основама. Ризике пројекције економске активности у средњем року оцењујемо као симетричне, при чему у кратком року, тј. током 2019, ризике који потичу из међународног окружења оцењујемо као асиметричне наниже, а ризике који потичу из домаћег окружења као асиметричне навише.

Међугодишња инфлација ће наставити да се креће у границама циља до краја периода пројекције – највероватније у доњем делу циљаног распона.



И према мајској централној пројекцији, очекујемо да ће међугодишња инфлација наставити да се креће у границама циља до краја периода пројекције. Притом, очекујемо да ће након достизања централне вредности циља у априлу, међугодишња инфлација имати силазну тенденцију и да ће се током прве половине наредне године наћи близу доње границе циља, а потом започети постепени повратак ка централној вредности циља. Такав профил пројектоване инфлације резултат је утицаја неколико фактора који на инфлацију делују у супротном смеру. Главни дезинфлаторни утицај у наредном периоду потећи ће од високе базе код цена поврћа, који ће у овој и у првој половини наредне године надјачати утицај раста агрегатне тражње, постепеног ишчезавања дезинфлаторних притисака по основу апријације динара у претходном периоду и раста регулисаних цена. У односу на претходну пројекцију, нова пројекција је благо виша за ову годину због вишег раста цена поврћа од почетка ове године од очекиваног, а затим је нижа до краја периода пројекције услед базног ефекта код ове групе производа, као и споријег затварања негативног производног јаза од претходно очекиваног због неповољнијих изгледа раста зоне евра. Неизвесност у погледу остварења пројекције инфлације односи се, пре свега, на кретања на међународном робном и финансијском тржишту, а у одређеној мери и на раст регулисаних цена, при чему ризике остварења пројекције инфлације, заједно посматрано, оцењујемо као симетричне.

Имајући у виду очекивано кретање инфлације и њених фактора из домаћег и међународног окружења у наредном периоду, Извршни одбор Народне банке Србије задржао је референтну каматну стопу на нивоу од 3,0%. Приликом одлучивања, оцењено је да домаћи макроекономски услови повољно делују на економску активност и инфлацију, док дешавања у међународном окружењу захтевају опрезност у вођењу монетарне политике. Иако успоравање глобалног привредног раста и инфлације утиче на спорију нормализацију монетарних политика водећих централних банака, Система федералних резерви и Европске централне банке, и даље је неизвесно у којој мери ће се нормализација разликовати од очекивања тржишта, што би могло утицати на нестабилност глобалних токова капитала. Такође, цена нафте од почетка године расте и њено кретање неизвесно је и у наредном периоду због деловања различитих фактора на страни понуде и тражње. Поред тога, иако су попустиле трговинске тензије између водећих светских економија, протекционизам у међународној трговини и даље је присутан, као и геополитичке тензије, што кретања на међународном робном и финансијском тржишту и даље чини неизвесним. Ипак, Извршни одбор истиче да је отпорност наше привреде на евентуалне негативне утицаје из међународног окружења повећана захваљујући повољнијим макроекономским показатељима и изгледима за наредни период.

Одлуке о монетарној политици и у наредном периоду зависиће од процене утицаја домаћих фактора и фактора из међународног окружења на кретање инфлације у Србији. С обзиром на то кључни ризици пројекције долазе из међународног окружења, Народна банка Србије ће наставити да пажљиво прати и анализира кретања на међународном робном и финансијском тржишту и да оцењује њихов утицај на економска кретања у Србији. Као и до сада, монетарна политика ће бити предвидива и доследна у остваривању ниске и стабилне инфлације у средњем року, што ће, уз очување финансијске стабилности, доприносити одрживом привредном расту и јачању отпорности на неизвесности из међународног окружења.

Референтна каматна стопа налази се на непромењеном нивоу од 3,0% од априла 2018, што је њен најнижи ниво у режиму циљања инфлације.

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

II. Монетарна политика у периоду од претходног Извештаја о инфлацији

У периоду од претходног Извештаја о инфлацији, Извршни одбор Народне банке Србије задржао је референтну каматну стопу на најнижем нивоу у режиму циљања инфлације (3%), имајући у виду очекивано кретање инфлације и њених фактора из домаћег и међународног окружења у наредном периоду.

Инфлаторни притисци остали су ниски и у условима снажног привредног раста, подстакнутог координираним мерама монетарне и фискалне политике, као и позитивних трендова на тржишту рада, које карактерише даљи раст зарада и запослености и пад стопе незапослености. Према оцени Извршног одбора, инфлација ће се кретати у границама циља и у наредне две године, за колико се пројектује инфлација.

Опрезност у вођењу монетарне политике и даље су захтевала дешавања у међународном окружењу. Успоравање раста светске привреде повећало је неизвесност на глобалном нивоу, посебно у погледу темпа даље нормализације монетарних политика ФЕД-а и ЕЦБ-а, што би могло да се одрази на токове капитала према земљама у успону. Такође, цена нафте од почетка године расте и представља фактор инфлације који и даље захтева опрезност. Поред тога, извори неизвесности у међународном окружењу и даље су протекционизам и геополитички ризици. Ипак, Извршни одбор је истицао да је отпорност наше привреде на евентуалне негативне утицаје из међународног окружења повећана захваљујући повољнијим макроекономским показатељима и изгледима за наредни период.

У периоду од фебруарског Извештаја о инфлацији, Извршни одбор Народне банке Србије није мењао висину референтне каматне стопе. Она је и даље на најнижем нивоу у режиму циљања инфлације и износи 3,0%.

Основу за доношење одлука Извршног одбора у периоду од фебруара до априла представљала је фебруарска пројекција инфлације, која је била нешто нижа од новембарске пројекције и предвиђала је да ће м.г. инфлација наставити да се креће у границама циља до краја периода пројекције, и то највероватније у доњем делу циљаног распона. Кретања макроекономских показатеља и информације након фебруарске пројекције нису битније промениле таква очекивања.

Као и у новембарској пројекцији, очекивало се да ће главни фактор инфлације током целог периода пројекције бити раст агрегатне тражње. Поред тога, дезинфлаторни притисци по основу апријације динара у претходном периоду требало би постепено да слабе, а регулисане цене да расту нешто брже него

претходних година. С друге стране, главни дезинфлаторни утицај у наредном периоду требало би да има висока база код цена воћа и поврћа и нафтних деривата.

Када је у питању економска активност, фебруарском пројекцијом задржана је прогноза раста БДП-а за 2019. на непромењеном нивоу (3,5%). Према овој пројекцији, очекивало се да ће раст БДП-а бити у потпуности вођен домаћом тражњом, док се, за разлику од претходне пројекције, када се очекивао неутрални допринос нето извоза, фебруарском пројекцијом очекивао његов благ негативан допринос, због неповољнијих кретања у међународном окружењу, пре свега споријег раста у зони евра од претходно очекиваног. У средњем року и даље се очекивало убрзање раста БДП-а на око 4%, које ће бити вођено инвестицијама, извозом, као и растом потрошње домаћинства на одрживим основама.

Приликом доношења одлука о монетарној политици у периоду од претходног извештаја, Извршни одбор је имао у виду да домаћи макроекономски услови

повољно делују на економску активност и инфлацију, док дешавања у међународном окружењу захтевају опрезност у вођењу монетарне политике.

Према оцени Извршног одбора, инфлаторни притисци су остали ниски и у условима снажног привредног раста. На то је, пре свега, указивала базна инфлација, која се кретала у распону 1,2–1,3% м.г., док се укупна инфлација, у складу с најавама Извршног одбора, под утицајем ниске базе код цена непрерађене хране, привремено приближила централној вредности циља и у марту је износила 2,8% м.г. На ниске инфлаторне притиске указивала су и инфлациона очекивања финансијског сектора и привреде, која су усидрена око циља од 3,0% и за годину, и за две године унапред.

Извршни одбор је оценио да ће приближавању инфлације централној вредности циља у средњем року допринети, пре свега, постепени раст домаће тражње. Наиме, снажан раст економске активности, наставак позитивних трендова на тржишту рада, које карактерише раст зарада и запослености и пад стопе незапослености, утицаће на даљи раст домаће тражње. Расту домаће тражње доприноси и претходно ублажавање монетарне политике Народне банке Србије у виду нижих каматних стопа на нове динарске кредите, као и нижих трошкова отплате постојећих кредита, што је позитивно утицало на расположив доходак становништва. Такође, каматне стопе на кредите у еврознаку и даље су ниске, подржане још увек веома експанзивном политиком ЕЦБ-а, као и већом конкуренцијом међу банкама и нижом премијом ризика Србије.

Општој макроекономској стабилности и развојним перспективама земље допринела су и позитивна фискална кретања. Буџет на консолидованом нивоу је у суфициту од почетка године, а учешће јавног дуга у БДП-у је даље смањено. Према Фискалној стратегији за 2019, карактер фискалне политике у наредном периоду вероватно ће бити благо експанзиван, без већих притисака на раст инфлације. Раст капиталних издатака државе доприносиће расту инвестиција, а раст пензија и плата у јавном сектору одрживом расту потрошње. За ову годину планиран је дефицит од 0,5% БДП-а, што је средњорочно циљани ниво дефицита, који ће обезбедити наставак силазне путање јавног дуга и у наредним годинама. То би требало да настави позитивно да се одражава на премију ризика земље и кредитни рејтинг. Наставак високог прилива СДИ утиче на раст производних и извозних капацитета, што ће допринети смањењу екстерне неравнотеже у средњем року, а тиме и даљој релативној стабилности на девизном тржишту.

Извршни одбор је констатовао да је јачање динара у претходном периоду деловало дезинфлаторно путем нижих увозних цена изражених у динарима, при чему ће се ови ефекти постепено исцрпљивати. Ипак, с обзиром на то да се у зони евра, нашем најважнијем трговинском партнеру, пројектује спорији раст цена од претходно очекиваног (услед очекиваног успоравања агрегатне тражње и привредног раста), Извршни одбор је истакао да би раст увозних цена изражених у динарима и даље требало да остане релативно низак.

Поред домаће тражње, Извршни одбор је очекивао и даљи опоравак екстерне тражње, али је истицао могућност да успоравање трговине и привредног раста на глобалном нивоу буде веће од првобитно процењеног. Раст светске привреде је успорен од Т3 прошле године, и то више него што се очекивало, због растуће неизвесности која је последица трговинских тензија између САД и Кине, рецесије у појединим земљама у успону (Аргентини и Турској), као и показатеља о споријем расту Кине од очекиваног. Томе треба додати и чињеницу да ће значајни фискални стимуланс у САД, иако и даље делује на раст америчке привреде, у наредном периоду постепено слабити.

Када је реч о факторима из међународног окружења, Извршни одбор је посебно разматрао изгледе за раст зоне евра, која се, поред осталог, суочава и са изазовима Брежита. У овој години се предвиђа успоравање њеног привредног раста, а ризици се и даље оцењују асиметричним наниже. Раст је знатно спорији у кратком року због успоравања глобалног привредног раста и фактора који су специфични за поједине секторе и земље зоне евра, док се у дугом року очекује његово постепено убрзање, услед повољних услова финансирања и даљег побољшања на тржишту рада, смањења незапослености и раста зарада.

С друге стране, иако успорен, привредни раст је и даље динамичан у већини земаља средње и југоисточне Европе, које су такође наши важни трговински партнери. За то је заслужна домаћа тражња, која је наставила да води привредни раст, док је негативан допринос нето извоза нешто већи због успоравања екстерне тражње.

У контексту повећане неизвесности у погледу изгледа за глобални привредни раст, водеће централне банке недавно су промениле реторику о будућој монетарној политици. ФЕД је најавио стрпљивост по питању промена монетарне политике, у складу с кретањем економских показатеља. У овој години ФЕД не

очекује повећање распона референтне каматне стопе, а финансијске услове оцењује мање стимулативним него у претходном периоду. ЕЦБ такође не очекује промене својих кључних каматних стопа најмање до краја 2019, а у марту је најавила и нови, трећи програм дугорочног финансирања (*TLTRO III*), који ће спроводити од септембра 2019. до марта 2021. године, како би кредитни услови банака и даље остали повољни. Иако ће темпо нормализације монетарних политика водећих централних банака бити спорији од претходно очекиваног, Извршни одбор Народне банке Србије је истицао да је неизвесно у којој мери ће се он разликовати од очекивања тржишта, што би могло утицати на токове капитала према земљама у успону.

Одлуке Извршног одбора о монетарној политици захтевале су опрезност и због цене нафте на светском тржишту. Након што је крајем прошле године смањена, светска цена нафте је од почетка ове године повећана за око 30%, упркос успоравању глобалног привредног раста. Разлози су, пре свега, даље смањење производње у земљама *OPEC*-а, најаву Саудијске Арабије да ће ограничити производњу како би смањила залихе, као и нестабилна ситуација у Венецуели. Кретање цене нафте на светском тржишту у наредном периоду и даље је неизвесно због бројних фактора – и на страни понуде и на страни тражње.

Иако су у претходном периоду трговинске тензије између водећих светских економија попустиле, протекционизам у међународној трговини и даље је присутан, као и геополитичке тензије, што повећава неизвесност на међународном робном и финансијском тржишту.

Полазећи од мајске пројекције инфлације, Извршни одбор је на састанку у мају задржао референтну каматну стопу на непромењеном нивоу. Оцењујући да кључни ризици у вођењу монетарне политике долазе из међународног окружења, Извршни одбор је истакао да ће и даље пажљиво пратити и анализирати кретања на међународном финансијском тржишту и на тржишту примарних производа, посебно сирове нафте и примарних пољопривредних производа. Извршни одбор је оценио да је отпорност наше привреде на евентуалне негативне утицаје из међународног окружења повећана захваљујући повољнијим макроекономским показатељима и изгледима за наредни период. Као и до сада, монетарна политика биће предвидива и доследна у остваривању ниске и стабилне инфлације у средњем року. То ће, уз очување финансијске стабилности, доприносити одрживом привредном расту и јачању отпорности на екстерне неизвесности.

III. Кретање инфлације

У складу с нашим претходним најавама, инфлација се од почетка године постепено приближила централној вредности циља Народне банке Србије и у марту је износила 2,8% м.г. На такво кретање инфлације, пре свега, деловао је наставак снажног м.г. раста цена поврћа, условљен slabим родом не само у Србији већ и у већем делу Европе, што је утицало на то да тромесечни раст потрошачких цена буде благо виши од наше централне пројекције из фебруарског Извештаја о инфлацији. Изузев тога, инфлаторни притисци су у основи и даље ниски. На то указује ниска и стабилна базна инфлација, која је крајем Т1 износила 1,3% м.г., као и инфлациона очекивања финансијског сектора и привреде, која су благо испод централне вредности циља од 3,0%.

На нивоу тромесечја, раст цена од 1,5% вођен је поскупљењем малог броја производа и услуга, првенствено свежег поврћа и воћа, као и повећањем цена цигарета у фебруару. У супротном смеру је деловало снижење цена одеће и обуће и туристичких пакет-аранжмана, које је уобичајено за овај период године.

Кретање инфлације у Т1

М.г. инфлација се и од почетка 2019. налази у границама циља од $3,0 \pm 1,5\%$ и у марту је износила 2,8%. Она се током Т1 постепено приближила централној вредности циља, највећим делом као последица ефеката ниске базе из истог периода 2018. код цена поврћа, које је поскупело више него што је то сезонски уобичајено за овај период године. Поред тога, у односу на крај прошле године, благо је повећан допринос групе индустријских производа без хране и енергије, услед постепеног исцрпљивања ефеката апрецијације динара из претходног периода. С друге стране, цене нафтних деривата и услуга благо су смањиле свој допринос м.г. инфлацији. Чињеница да је више од половине доприноса м.г. инфлацији у марту потицало само од цена свежег поврћа (које у потрошачкој корпи учествује са 3,5%) указује на то да су инфлаторни притисци и даље ниски. То потврђује и ниска базна инфлација, која се од почетка године кретала у распону 1,2–1,3% м.г., што је у складу са очекивањима изнетим у фебруарском Извештају о инфлацији.

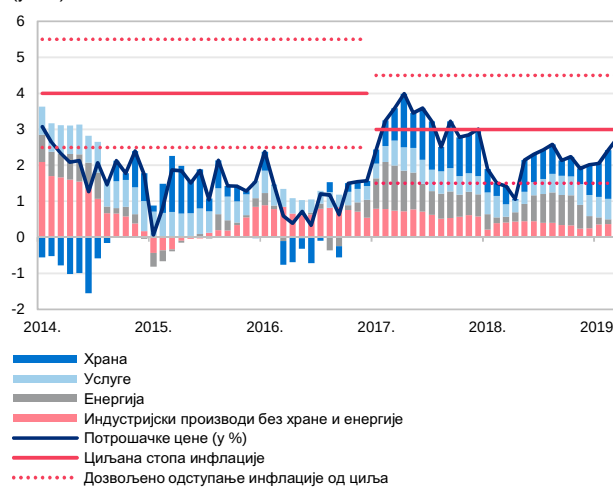
На нивоу тромесечја, потрошачке цене су оствариле раст од 1,5%, који је, као и у другим земљама у окружењу, био вођен, пре свега, поскупљењем **хране и безалкохолних пића** (4,5%, уз допринос инфлацији од 1,4 п.п.). То поскупљење се првенствено односи на повећање цена **непрерађене хране** (12,1%) услед поскупљења свежег поврћа (30,3%, уз допринос инфлацији од 1,1 п.п.), као и повећања цена свежег воћа (13,9%, уз допринос инфлацији од 0,2 п.п.). Позитиван допринос потрошачким ценама у Т1 потекао је и од раста цена

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

	2018. Дец.	2019. Март	Разлика
Потрошачке цене (ИПЦ)	2,0	2,8	0,8
Непрерађена храна	0,7	1,4	0,7
Воће и поврће	0,6	1,4	0,8
Свеже месо	0,1	-0,1	-0,2
Прерађена храна	0,2	0,2	0,0
Индустријски производи без хране и енергије	0,2	0,4	0,2
Енергија	0,3	0,3	0,0
Нафтни деривати	0,3	0,2	-0,1
Услуге	0,6	0,5	-0,1

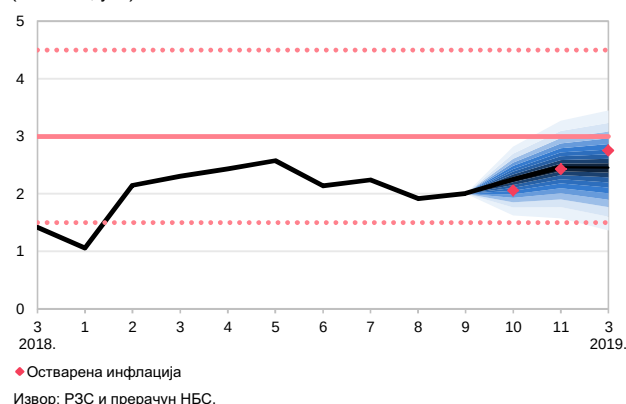
Извор: РЗС и прерачун НБС.

Графикон III.0.1. Допринос м.г. стопи раста потрошачких цена (у п.п.)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

Графикон III.0.2. Краткорочна пројекција инфлације из фебруара 2019. и остварена инфлација (мг. стопе, у %)

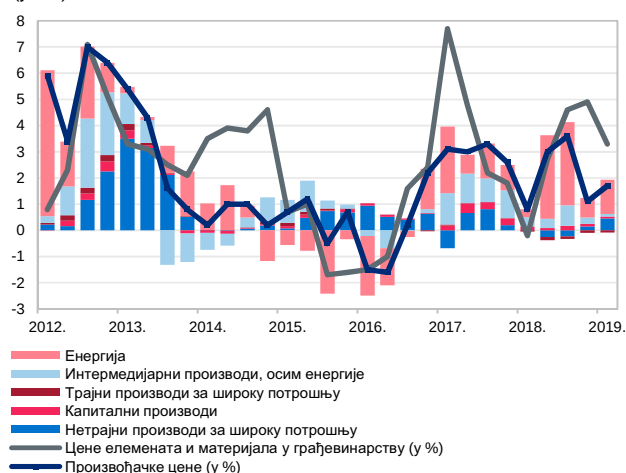


Табела III.0.2. Раст и доприноси компонената расту потрошачких цена у Т1 2019.

	Стопе раста (у %)	Доприноси (у п.п.)
Потрошачке цене (ИПЦ)	1,55	1,55
Непрерађена храна	12,09	1,26
Прерађена храна	0,63	0,13
Индустријски производи без хране и енергије	0,40	0,12
Енергија	0,17	0,03
Услуге	0,07	0,02
ИПЦ без енергије, хране, алкохола и цигарета	-0,13	-0,06
Регулисане цене	1,04	0,19

Извор: РЗС и прерачун НБС.

Графикон III.0.3. Допринос мг. стопи раста произвођачких цена* (у п.п.)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

* Произвођачке цене индустријских производа за домаће тржиште.

прерађене хране (0,6%, уз допринос инфлацији од 0,1 п.п.), док су у супротном смеру деловале ниже цене свежег меса (-3,7%, уз допринос инфлацији од -0,1 п.п.). Веће поскупљење свежег поврћа од очекиваног утицало је и на то да инфлација у Т1 буде благо виша од централне пројекције из фебруарског Извештаја о инфлацији.

Цене индустријских производа без хране и енергије у Т1 порасле су за 0,4% (уз допринос инфлацији од 0,1 п.п.), на шта је у највећој мери утицала корекција цена цигарета у фебруару (3,8%, уз допринос инфлацији од 0,2 п.п.). У истом смеру је деловао и раст цена намештаја и средстава за опремање домаћинства, као и више цене медицинских и фармацеутских производа. Насупрот томе, негативан допринос тромесечној инфлацији (-0,2 п.п.) потекао је од сезонског појефтинјења одеће и обуће од 3,3%.

Цене енергије су током Т1 биле скоро непромењене (раст од 0,2%), јер је сезонско поскупљење чврстих горива (1,7%) готово у потпуности неутралисано нижим ценама **нафтних деривата** (-0,3%) услед пада светске цене нафте крајем претходне године.

И цене услуга су готово стагнирале у Т1. У оквиру ове категорије, порасле су цене транспортних услуга (1,0%) и услуга ТВ претплате (1,4%), уз укупан допринос инфлацији од 0,1 п.п., док је у супротном смеру, у истој мери, деловало сезонско појефтинјење туристичких пакет-аранжмана (-10,3%).

Раст **регулисаних цена** од 1,0% у Т1 (уз допринос инфлацији од 0,2 п.п.) скоро у потпуности је био одређен поскупљењем цигарета у фебруару, по основу редовног годишњег усклађивања акциза. На мг. нивоу, регулисане цене у Т1 благо су успориле раст, на 2,3% (са 2,4% на крају 2018.).

Произвођачке и увозне цене

Трошковни притисци на инфлацију остали су ниски од почетка године. **Цене произвођача индустријских производа за домаће тржиште** у Т1 оствариле су раст од 0,6%, који је на мг. нивоу и даље остао релативно низак и износио 1,7%. Као и крајем 2018, највећи допринос мг. расту произвођачких цена потекао је од **цена у производњи енергије** (око 1,3 п.п.), највише услед повећања светске цене нафте од почетка ове године. На мг. нивоу, порасле су и **цене нетрајних производа за широку потрошњу**, првенствено услед већих цена у производњи хране почетком године, као и **цене капиталних производа**. **Цене**

интермедијарних производа успорице су мг. раст под утицајем пада цена у производњи хемикалија и основних метала, док су цене **трајних производа за широку потрошњу** наставиле да се смањују, пре свега због нижих цена у производњи електричне опреме. **Цене елемената и материјала за уграђивање у грађевинарству**, које користимо као апроксимацију трошковних притисака у овој делатности, у Т1 су порасле за 0,8%, при чему су на мг. нивоу успорице раст на 3,3% у марту (са 4,9% у децембру).

Након пада у Т4, показатељ којим пратимо динамику цена робе и услуга које се увозе у Србију указује на то да су **увозне цене изражене у динарима**¹ у Т1 порасле за око 1,0%. Томе су допринеле више цене хране на светском тржишту, које су на нивоу просека тромесечја порасле за 2,4%. На раст увозних цена изражених у динарима утицало је и слабљење динара према долару, које је било условљено слабљењем евра према долару. С друге стране, упркос повећању од почетка године, светска цена нафте, изражена у доларима, била је у просеку за 6,8% нижа у Т1 него у Т4. У Т1 су смањене и потрошачке цене у зони евра (−0,7%), које служе као апроксимација цена увоза услуга, као и извозне цене Немачке (−0,1%), које служе као апроксимација цена увезене опреме и репроматеријала. Мг. посматрано, увозне цене изражене у динарима незнатно су успорице раст, на 0,9% у Т1 (са 1,0% у Т4).

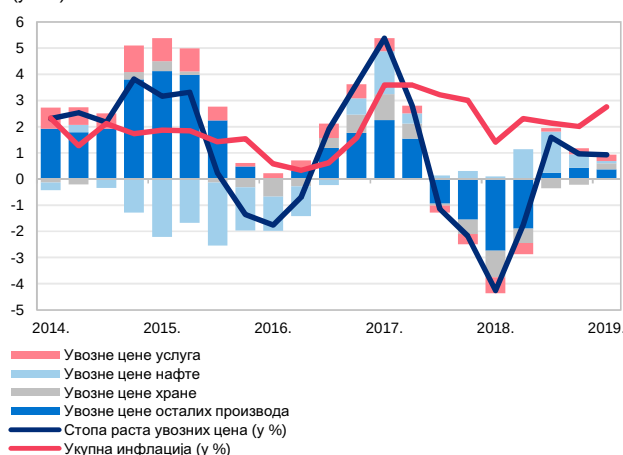
Инфлациона очекивања

Усидреност **инфлационих очекивања финансијског сектора и привреде за годину и за две године унапред у границама циља Народне банке Србије ($3 \pm 1,5\%$)** указује на увереност тржишних учесника у то да ће ценовна стабилност бити очувана и у средњем року, што позитивно доприноси ефикасности монетарне политике.

Инфлациона очекивања финансијског сектора за годину дана унапред крећу се од почетка године испод централне вредности циља, што се највероватније дугује ниској текућој инфлацији. Према резултатима анкете агенције Ипсос, краткорочна инфлациона очекивања финансијског сектора током Т1 била су на нивоу од 2,7%, а затим су у априлу повећана на 2,8%. Слично, према

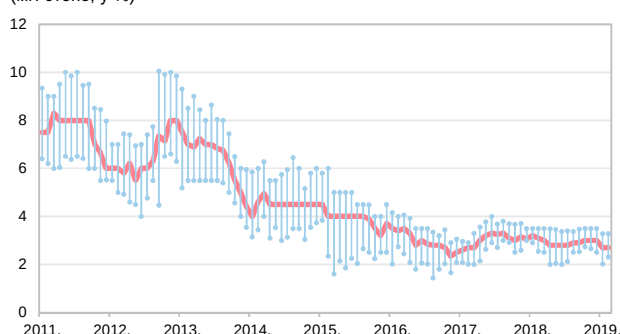
¹ Као показатељ увозних цена коришћен је пондерисани просек индекса цене нафте типа брент и цена хране на светском тржишту (ФАО индекс), потрошачких цена у зони евра и извозних цена Немачке, која се убраја међу најзначајније спољнотрговинске партнере Србије.

Графикон III.0.4. Допринос појединих компонената мг. стопи раста увозних цена у динарима (у п.п.)



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

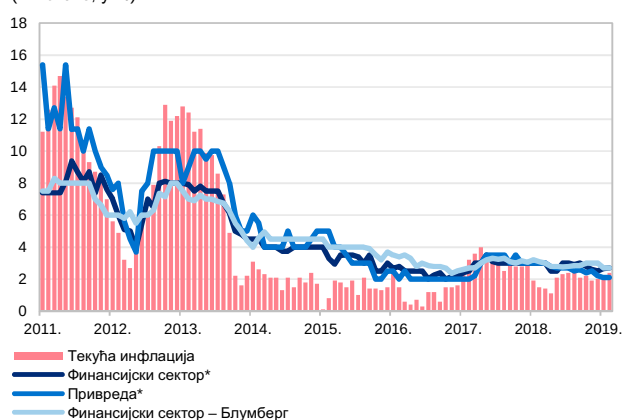
Графикон III.0.5. Инфлациона очекивања финансијског сектора за годину дана унапред (мг. стопе, у %)



Извор: Блумберг.

* У распону од 10. до 90. перцентила.

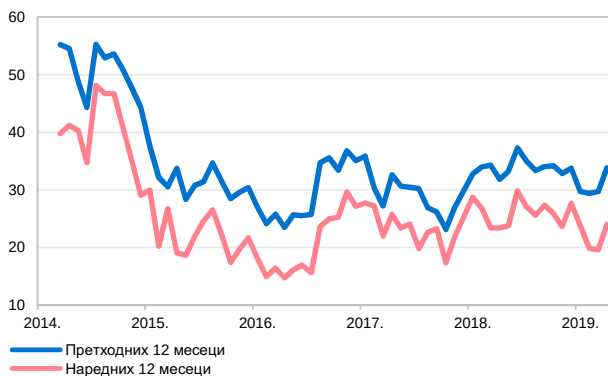
Графикон III.0.6. Текућа инфлација и инфлациона очекивања 12 месеци унапред (мг. стопе, у %)



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

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

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



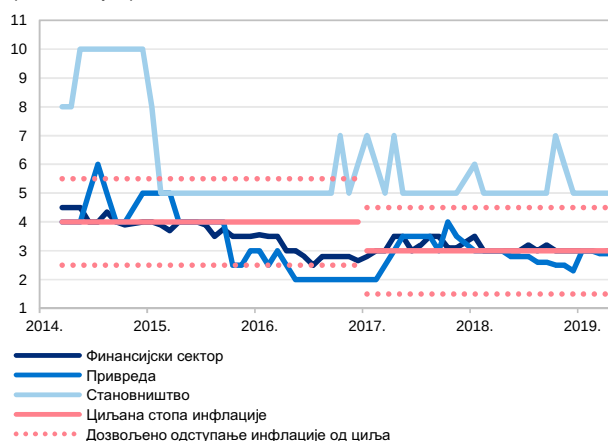
Извор: Ипсос/Нинамедија и НБС.

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

результатима анкете агенције Блумберг, финансијски сектор очекује да ће се инфлација наредне године кретати у распону 2,5–3,0%. Посматрано у дужем временском периоду, финансијски сектор већ пет и по година (тј. од октобра 2013) очекује стабилност цена и кретање инфлације у оквиру граница циља Народне банке Србије. На усидреност инфлационих очекивања упућује и знатно смањена дисперзија појединачних очекивања представника финансијског сектора.

Инфлациона очекивања привреде за годину дана унапред кретала су се током Т1 на нивоу од 2,1% до 2,5%, што се делом може довести у везу и са очекиваном стабилношћу цена инпута у производњи – две трећине анкетираних представника привреде очекује да се цене инпута неће мењати у наредној години дана. У априлу су очекивања привреде за годину унапред незначително повећана, на 2,6%.

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



Извор: Ипсос/Нинамедија и НБС.

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

Инфлациона очекивања становништва за годину дана унапред уобичајено су виша од очекивања осталих сектора. Она су након 6,0% у јануару, у фебруару и марту снижена на 5,0%, а затим су се у априлу вратила на 6,0%. Према резултатима квалитативне анкете о инфлационим очекивањима становништва², вредност индекса очекиване инфлације и даље је нижа од вредности индекса перципиране инфлације, као и у односу на крај 2018. То показује да становништво очекује да ће инфлација у наредној години дана бити нижа него у претходних 12 месеци.

Инфлациона очекивања финансијског сектора за две године унапред усидрена су у границама циља Народне банке Србије откада се прате (март 2014) и последњих седам месеци налазе се на централној вредности циља од 3,0%. Средњорочна очекивања привредника у јануару и фебруару била су на нивоу од 3,0%, док су у марту благо снижена на 2,9% и на том нивоу су задржана и у априлу. **Инфлациона очекивања становништва за две године унапред** стабилна су на нивоу од 5,0%.

Постигнута усидреност инфлационих очекивања један је од предуслова одрживог привредног раста, а у прилог томе говоре и позитивна очекивања финансијског сектора и привреде у погледу побољшања пословних услова у наредној години дана. Поред тога, финансијски сектор очекује раст кредитне активности, а предузећа раст инвестиција у основна средства и већу доступност кредита.

² Детаљније о квалитативним очекивањима становништва видети у Извештају о инфлацији – фебруар 2016, Осврт 2, стр. 30.

IV. Детерминанте инфлације

1. Кретања на финансијском тржишту

Побољшање динарске ликвидности банкарског сектора резултирало је смањењем просечне репо стопе и нижим каматним стопама на међубанкарском тржишту новца током Т1. На динарском сегменту тржишта током Т1 снижене су и каматне стопе на кредите привреди и становништву на нове најниже нивое.

Каматне стопе

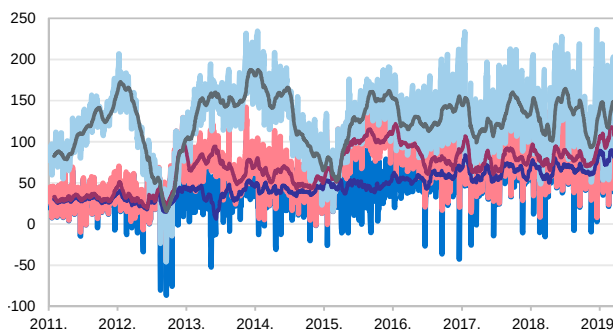
Смањење каматних стопа на међубанкарском тржишту новца резултат је побољшања динарске ликвидности банкарског сектора, чему су у знатној мери допринеле додатне девизне своп аукције које је Народна банка Србије организовала. Овим аукцијама је обезбеђен наставак несметаног функционисања међубанкарског тржишта новца. Притом, треба имати у виду да је просечан дневни промет у односу на Т4 2018. повећан за 0,1 млрд динара, на 3,8 млрд динара.

Просечна репо стопа је у Т1 смањена за 0,5 п.п., на 1,9% крајем марта, а каматна стопа *BEONIA* за 0,4 п.п., на 2,0%, колико је износила крајем марта. Смањене су и каматне стопе *BELIBOR* свих рочности, али у нешто мањој мери (до 0,1 п.п.) и крајем марта кретале су се у распону од 2,3% за најкраћу рочност до 3,1% за рочност од шест месеци.

Током априла је настављен пад просечне репо стопе, која је крајем месеца износила 1,83%, док су каматне стопе на међубанкарском тржишту новца углавном остале непромењене у односу на март.

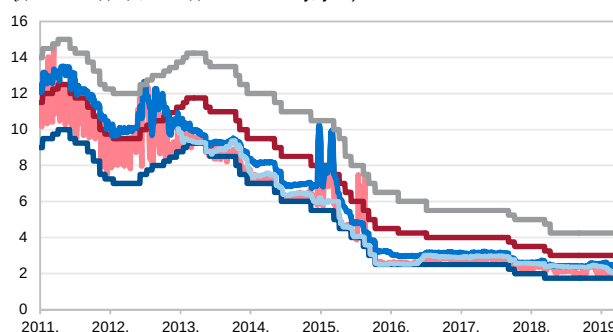
Након Т4 2018, када није било аукција државних ХоВ, држава је током Т1 емитовала нове бенчмарк динарске обвезнице за рочност од три и седам година, укупне номиналне вредности од 100 млрд динара и 150 млрд динара, респективно. Већа активност државе на примарном тржишту током Т1 може се образложити потребом да се обезбеде

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



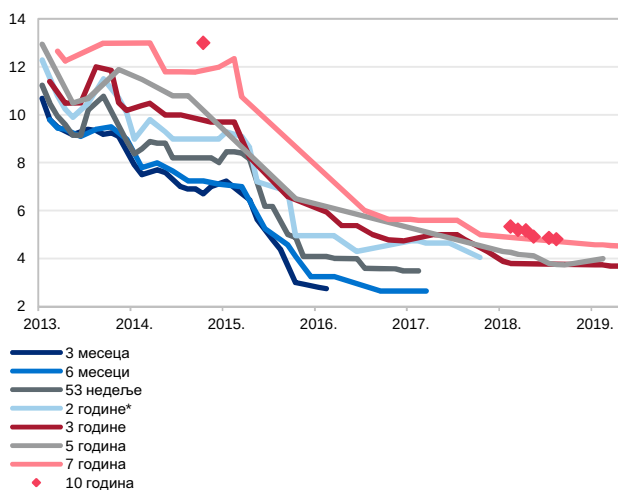
— Слободна средства на жиро рачунима и благајна
— Слободна средства, депозитне олакшице и благајна
— Слободна средства, депоз. олакшице, репо сток и благајна
Извор: НБС.

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



— Каматна стопа BEONIA
— Референтна каматна стопа
— Једнонедељни BELIBOR
— Каматна стопа на депозитне олакшице
— Каматна стопа на кредитне олакшице
— Прос. пондер. каматна стопа за репо продате ХоВ
Извор: Томсон Ројтерс и НБС.

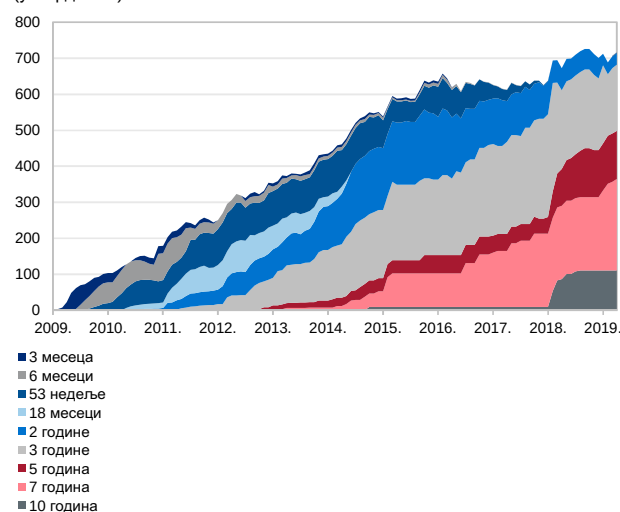
Графикон IV.1.3. Каматне стопе на примарном тржишту државних ХоВ (на годишњем нивоу, у %)



Извор: Министарство финансија.

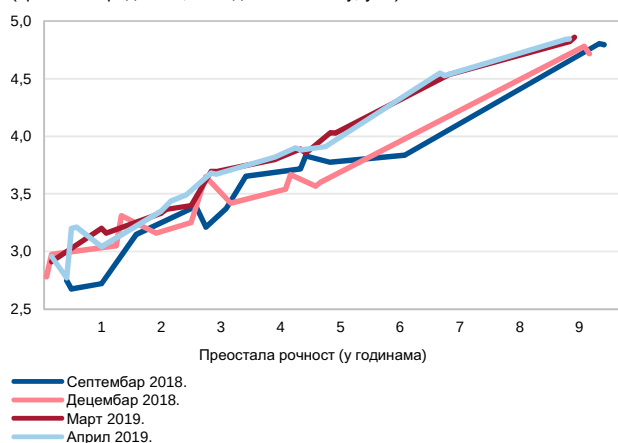
* Искључене купонске ХоВ чија је каматна стопа везана за референтну каматну стопу НБС.

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



Извор: Министарство финансија.

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



Извор: Централни регистар, депо и клиринг ХоВ.

средства за исплату доспелих ХоВ. До краја марта организовано је седам аукција бенчмарк динарских обвезница, на којима су продате ХоВ у номиналном износу од 114,2 млрд динара. Остварене стопе приноса биле су готово непромењене и крајем марта су бележиле вредности од 3,7% за рочност од три године, односно од 4,5% за рочност од седам година. Поред тога, у фебруару је организована и једна аукција на којој су понуђене петогодишње динарске обвезнице у номиналном износу од 20 млрд динара. Продате су ХоВ у номиналном износу од 10,6 млрд динара, док је остварена извршна стопа износила 4,0%. Током јануара и фебруара доспеле су ХоВ у номиналном износу од 120,8 млрд динара, укључујући и прву емисију трогодишњих бенчмарк обвезница из 2016. године, па је стање продатих динарских ХоВ у Т1 повећано за 4,0 млрд динара, на 705,3 млрд динара крајем марта.

У априлу су организоване две аукције бенчмарк обвезница за рочност од три и седам година, на којима су извршне стопе биле готово непромењене у односу на Т1.

Од почетка године организоване су и **аукције ХоВ изражених у еврима**, које су претходно последњи пут биле организоване у јуну 2018. Током Т1 држава је продала ХоВ у еврима рочности две и дуже од две године, при чему су се извршне стопе кретале у распону од 1% за рочност од две године до 3,6% за рочност од 15 година. Продате су ХоВ у номиналном износу од 340,1 млн евра, а како су током Т1 доспеле продате ХоВ у еврима у номиналном износу од 319,1 млн евра, стање продатих ХоВ изражених у еврима повећано је за 21 млн евра, на 2.890 млн евра на крају марта.

На **секундарном тржишту** је порастао промет – са 70,9 млрд динара у Т4 2018. на 97,8 млрд динара у Т1 2019, чему је допринела и већа активност државе на примарном тржишту. Стопе приноса до доспећа остале су готово непромењене за краће рочности, док су за дуже рочности биле благо више него у децембру. У марту су се у просеку кретале у распону од 2,9% за преосталу рочност од два месеца до 3,2% за рочност од годину дана, односно до 4,9% за преосталу рочност од девет година (107 месеци).

На **динарском сегменту кредитног тржишта**, смањене су каматне стопе и на кредите привреди и на кредите становништву током Т1. Просечна пондерисана каматна стопа на нове динарске кредите привреди у јануару се спустила на нов најнижи ниво (4%), уз ниже каматне стопе за све намене, а пре

свега за кредите за обртна средства. До марта, каматне стопе на динарске кредите привреди кориговане су на ниво од 5,2%, што је у односу на крај 2018. ниже за 0,5 п.п.

Код новоодобрених кредита становништву, каматне стопе су смањене за 0,3 п.п. у односу на децембар и у марту су износиле 10,0%, што је њихов најнижи ниво у режиму циљања инфлације. Посматрано по категоријама новоодобрених динарских кредита становништву, смањене су каматне стопе на готовинске и потрошачке кредите, док су повећане каматне стопе на остале некатегорисане кредите.

Каматне стопе на евроиндексиране кредите привреди незнатно су повећане од почетка године и у марту су износиле 2,8%. Овај раст је последица повећања каматних стопа на кредите за обртна средства са 2,4% у децембру на 2,7% у марту. С друге стране, каматне стопе на инвестиционе кредите остале су непромењене (3,1%).

Просечна каматна стопа евроиндексираних кредита становништву у марту је износила 4,2%, при чему су каматне стопе на стамбене кредите, који имају највеће учешће у оквиру ове категорије кредита, на непромењеном нивоу од маја 2018. и у марту су износиле 2,8%, што је истовремено њихов минимум.

Каматне стопе на динарске депозите привреде и становништва незнатно су кориговане навише у односу на 2018. годину – просечна пондерисана каматна стопа на штедњу становништва у марту износи 2,9%, а на депозите привреде 2,8%. Слично је и с **каматним стопама на штедњу грађана у еврима**, које су повећане на 1,1% у марту, за разлику од каматних стопа на орочене депозите привреде, које су снижене на 0,3%.

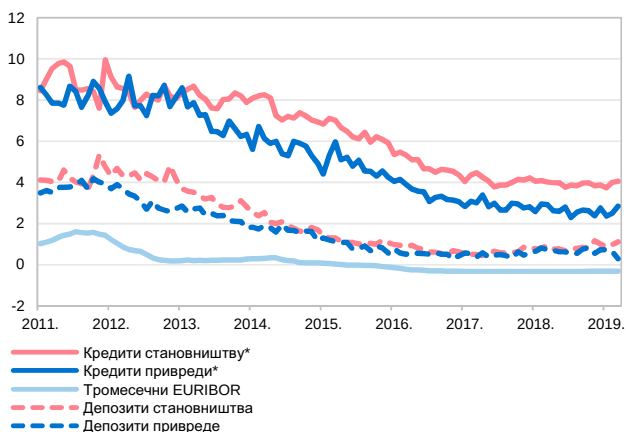
Графикон IV.1.6. Кретање каматних стопа на нове динарске кредите и депозите
(просечне пондерисане вредности, на годишњем нивоу, у %)



Извор: НБС.

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

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



Извор: Европска банкарска федерација и НБС.

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

Осврт 1: Додатне девизне своп аукције Народне банке Србије

У условима привременог смањења вишка ликвидности у банкарском сектору с почетка текуће године, Народна банка Србије је, ради обезбеђења наставка несметаног функционисања новчаног тржишта, од почетка године организовала пет додатних своп аукција куповине девиза, односно обезбеђења потребне динарске ликвидности банкама. Тиме је Народна банка Србије још једном потврдила да својим активним деловањем неће дозволити било какве поремећаје на домаћем финансијском тржишту.

Девизне своп аукције представљају један од регуларних инструмената које Народна банка Србије има на располагању за регулисање динарске и девизне ликвидности банкарског сектора и њихова примена је адекватна у амбијенту привременог смањења вишка динарске ликвидности. Захваљујући њиховом правовременом спровођењу, банкама је обезбеђена неопходна динарска ликвидност, док је истовремено спречена потенцијална сегментација новчаног тржишта, односно концентрација вишка ликвидности код мањег броја банака, која би могла да изазове знатнији раст каматних стопа на међубанкарском новчаном тржишту.

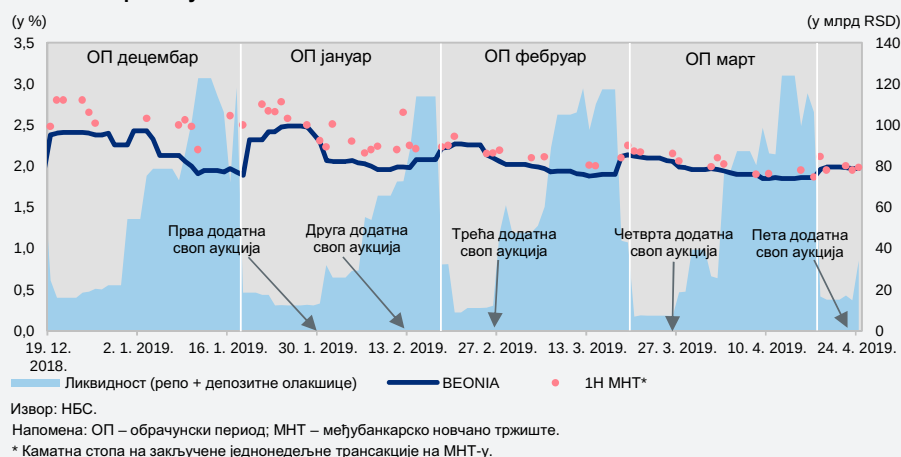
У протеклих неколико година, стање у јавним финансијама знатно је побољшано захваљујући мерама фискалне консолидације, чије је спровођење олакшано адекватном монетарном политиком Народне банке Србије, тј. обезбеђењем и одржањем ценовне стабилности и релативне стабилности девизног курса. Све наведено отворило је могућност да се динарским средствима финансирају обавезе државе, што је допринело побољшању валутне структуре јавног дуга. На тај начин, у појединим периодима смањен је и вишак динарске ликвидности у банкарском сектору.

Позитивна фискална кретања настављена су и у 2019. години, а због изостанка знатнијег доспећа динарских ХоВ у јануару и првој половини фебруара, додатно је смањен вишак динарске ликвидности банака. Оцењујући да је то смањење привремено и да би стога евентуални знатнији раст каматних стопа на новчаном тржишту био неоправдан, Народна банка Србије је 28. јануара организовала прву додатну девизну своп аукцију, на којој је банкама, на рок од две недеље, обезбеђена ликвидност у износу од 22,5 млрд динара у замену за 190 млн евра. На тај начин банкама је омогућено да прибаве потребна динарска средства без изазивања притисака на новчаном тржишту. Након своп аукције, а нарочито од дана њеног салдирања (30. јануара), постепено су смањиване каматне стопе на међубанкарском новчаном тржишту (*BEONIA* је смањена за око 50 б.п. – с нивоа близу 2,50% на око 2,00%, а у наредном периоду је достигла и минимум од 1,85%). Већ првом додатном своп аукцијом постигнут је циљ – побољшана је ликвидност банкарског сектора и настављено је несметано функционисање међубанкарског новчаног тржишта по нижим стопама.

Ради постепеног прилагођавања банака условима побољшане ликвидности на новчаном тржишту, а узимајући у обзир доспеће претходне додатне своп аукције, Народна банка Србије је у фебруару организовала још две додатне своп аукције куповине девиза на исти рок (две недеље), али с нижим реализацијама. Тиме је поступно смањена ликвидност коју Народна банка Србије обезбеђује овим трансакцијама. Банкама је тако на аукцији 11. фебруара обезбеђена ликвидност у износу од 13,1 млрд динара (у замену за 110,5 млн евра), а 25. фебруара ликвидност у износу од 8,3 млрд динара (у замену за 70 млн евра). Крајем фебруара знатно је повећана ликвидност по основу активности државе, у највећој мери као резултат већег доспећа од продаје динарских државних обвезница. Тиме је период привременог смањења вишка ликвидности окончан, а да није дошло до потенцијалног неоправданог раста краткорочних каматних стопа на међубанкарском новчаном тржишту. Поред тога, смањене су и осцилације у кретању наведених стопа.

С обзиром на успешно остварење циљева претходних додатних своп аукција, Народна банка Србије је у условима благог смањења вишка динарске ликвидности, карактеристичног за почетак периода издвајања обавезне резерве банака, 25. марта и 22. априла организовала четврту и пету додатну своп аукцију, на којима је банкама, такође на рок од две недеље, обезбедила динарску ликвидност у износу од по 5 млрд динара у замену за 42,0 млн евра и 42,5 млн евра, респективно. Позиција динарске ликвидности банкарског сектора била је знатно повољнија него приликом организовања претходне три додатне своп аукције, тако да је нижи износ четврте и пете своп аукције био довољан за „фино подешавање” ликвидности, чиме је омогућено равномерније кретање каматних стопа на међубанкарском новчаном тржишту него на почетку године (Графикон О.1.1).

Графикон О.1.1. Утицај девизних своп аукција на ликвидност и стопе на међубанкарском новчаном тржишту

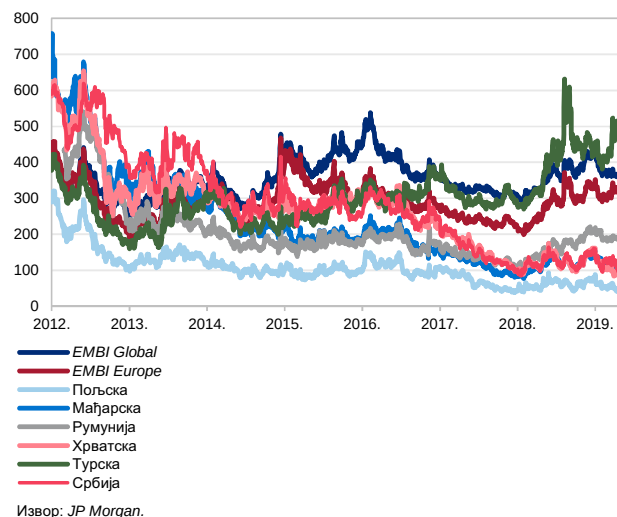


Константно праћење, анализу кретања и активности Народне банке Србије на новчаном тржишту у виду организовања додатних девизних своп аукција позитивно су оценили учесници и аналитичари на финансијском тржишту. На тај начин, Народна банка Србије не само да је одржала стабилност на новчаном тржишту и спречила прекомеран раст краткорочних каматних стопа већ је још једном показала флексибилност и брзу реакцију у спровођењу монетарне политике, односно могућност да у кратком времену регулише монетарне услове и без промене референтне каматне стопе.

Народна банка Србије ће и даље пажљиво пратити и анализирати кретања на свим сегментима домаћег финансијског тржишта и по потреби реаговати свим расположивим инструментима како би обезбедила његово несметано функционисање. Притом ће, као и до сада, детаљно процењивати потребан интензитет и динамику примењених инструмената. Напомињемо да у амбијенту и даље присутног структурног вишка динарске ликвидности у банкарском сектору, реверзне репо аукције остају главни инструмент за регулисање ликвидности банака, а референтна каматна стопа која се на њима примењује главни сигнал става монетарне политике и кретања краткорочних каматних стопа на тржишту.

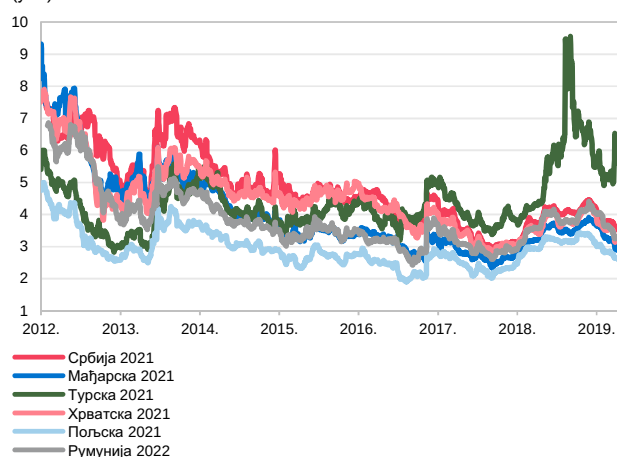
Графикон IV.1.8. Показатељ премије ризика – EMBI по земљама

(дневни подаци, у б.п.)



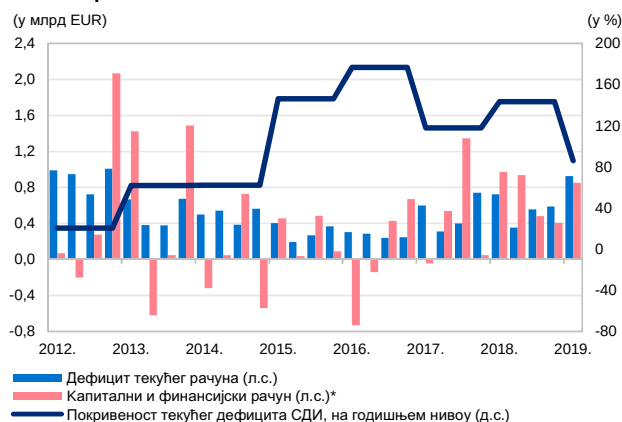
Извор: JP Morgan.

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



Извор: Блумберг.

Графикон IV.1.10. Дефицит текућег биланса и нето прилив капитала



Извор: НБС.

Напомена: прелиминарни подаци за Т1 2019.
* Искључујући промене девизних резерви НБС.

Премија ризика

Од почетка 2019. премије ризика земаља у успону се смањују, чиме је добрим делом неутрализован њихов раст из Т4 2018. Композитна мера премије ризика земаља у успону, *EMBI Global Composite*, у Т1 смањена је за 62 б.п., на 373 б.п. Томе су у највећој мери допринела измењена очекивања у погледу темпа нормализације монетарне политике ФЕД-а, која су се позитивно одразила на спремност инвеститора да улажу у земље у успону. Нижој премији ризика земаља у успону допринео је и напредак у преговорима САД и Кине о међусобној трговини. Премија ризика европских земаља у успону, *EMBI Europe*, незнатно је смањена (за 2 б.п.), на 337 б.п., као последица раста премије ризика Турске (за 66 б.п.), пре свега услед уласка турске привреде у рецесију крајем прошле године. Пад премије ризика осталих земаља региона током Т1 кретао се од 17 б.п. за Румунију до 69 б.п., колико је износио за Хрватску, што се може довести у везу с повећањем кредитног рејтинга на инвестициони ниво од стране агенције *Standard and Poor's*.

Премија ризика Србије била је нижа него крајем претходне године (за 28 б.п.) и крајем Т1 износила је 131 б.п., што је и даље знатно испод *EMBI Global Composite* и *EMBI Europe*. Пад премије ризика Србије бележи се упркос томе што је крајем јануара из обрачуна *EMBI* премије ризика за Србију изашла еврообвезница која доспева 2020. године, а чији је принос био нижи од приноса на еврообвезницу која доспева 2021. Почетком фебруара премија ризика Србије се спустила на 95 б.п., да би током марта услед деловања глобалних фактора, као и у другим земљама региона, расла, али је у априлу поново смањена и на крају месеца је износила 103 б.п. Нижој премији ризика Србије наставили су да доприносе и домаћи фактори, пре свега знатно смањена унутрашња и спољна неравнотежа, која је смањила потребу за задуживањем, као и повољни изгледи за привредни раст у наредном периоду.

Повећану отпорност Србије на евентуалне потресе из међународног окружења потврдила је и рејтинг агенција *Standard and Poor's*, која је у децембру поправила изгледе за повећање кредитног рејтинга Србије за дугорочно задуживање у домаћој и страној валути са „стабилних” на „позитивне” и потврдила кредитни рејтинг Србије на нивоу *BB*. Такође, агенција *Fitch* је у мају потврдила стабилне изгледе за даље повећање кредитног рејтинга Србије, што такође шаље позитиван сигнал инвеститорима за улагања у Србију.

Прилив капитала из иностранства

На финансијском рачуну платног биланса и у Т1 2019. забележен је нето прилив капитала. Као и раније, највећи део прилива чиниле су СДИ. Прилив је остварен и по основу финансијских кредита, због раста иностраних задужења предузећа и државе, док је по основу портфолио инвестиција забележен незнатан одлив.

Иако постоје оцене да се глобални токови СДИ успоравају, нето прилив СДИ у Србију и у Т1 био је релативно висок (796,7 млн евра) и за 10,1% виши од прилива оствареног у истом периоду претходне године. Улагања је карактерисао висок степен секторске распрострањености, а највећи износи били су уложени у саобраћај (24%), прерађивачку индустрију (22%), трговину (18%) и грађевинарство (10%). Тиме се наставља тренд високих улагања у разменљиве секторе, што ће директно допринети даљем поправљању екстерне позиције. Највећи део прилива у Т1, око две трећине, односио се на улагања из европских земаља, док су улагања из азијских земаља чинила око 10% СДИ.

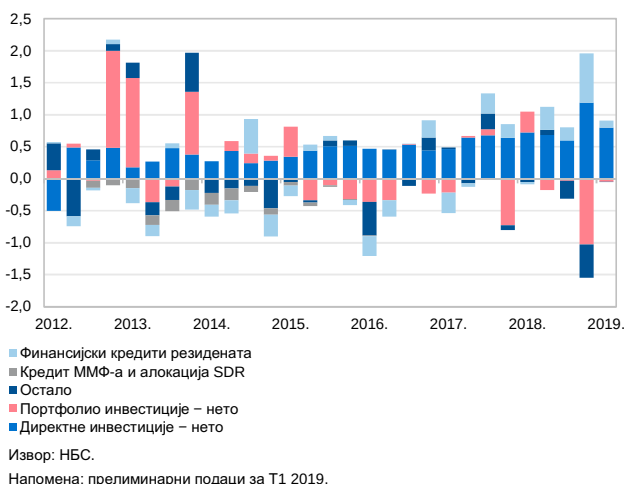
По основу **портфолио инвестиција** у Т1 забележен је нето одлив од 48,6 млн евра, пошто је укупан износ ХоВ које су доспеле или су продате на секундарном тржишту био виши од износа ХоВ које су нерезиденти купили на примарном тржишту. Истовремено, резиденти су повећали улагања у иностране ХоВ на међународном тржишту, тако да је и по том основу регистрован одлив.

Обавезе резидената по основу **финансијских кредита** повећане су у Т1 за 112,0 млн евра, нето. Томе је готово подједнако допринео раст задужења предузећа (195,9 млн евра) и државе (191,8 млн евра). С друге стране, банке су се према иностраним кредиторима нето раздужиле за 271,6 млн евра, и то претежно по основу краткорочних кредита, док су обавезе Народне банке Србије смањене за 4,1 млн евра.

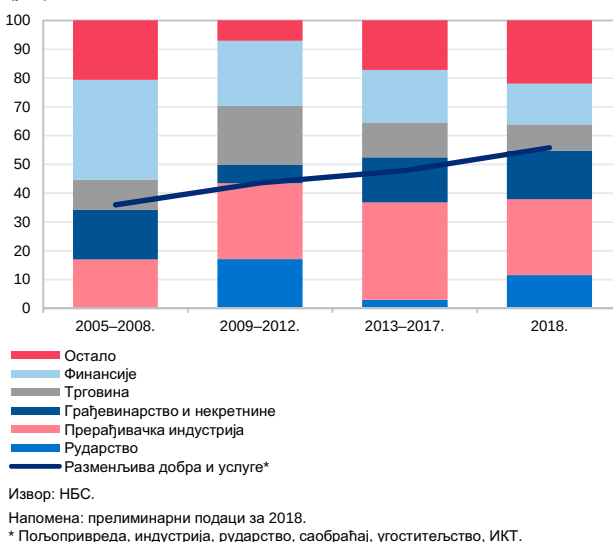
Кретања на девизном тржишту и курс динара

Након умерених депрецијацијских притисака у јануару, условљених пре свега сезонски појачаном тражњом увозника енергената за девизама, кретања на девизном тржишту од фебруара карактеришу поновни апрецијацијски притисци, који су преовладавали и током претходне две године.

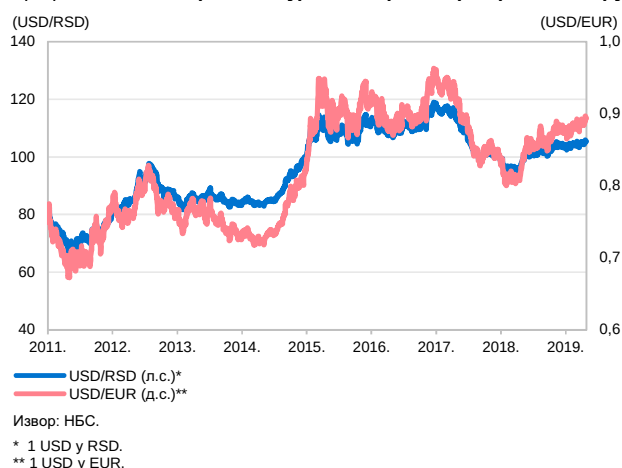
Графикон IV.1.11. Структура финансијског биланса (у млрд EUR)



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



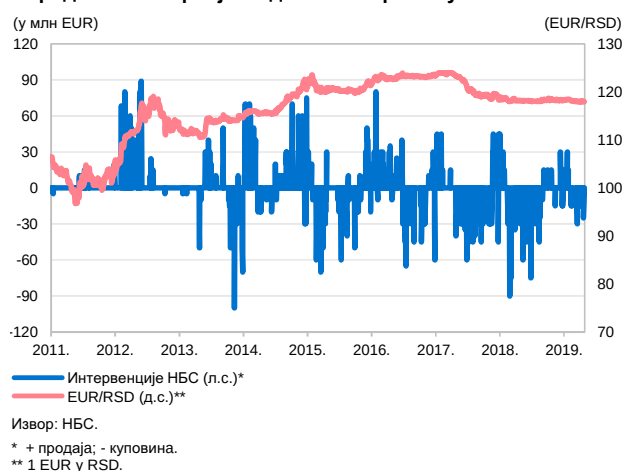
Графикон IV.1.13. Кретање курса динара и евра према долару



Посматрано крајем периода, динар је у Т1 номинално ојачао према евра за 0,2%, док је, због даљег јачања долара према евра, динар према долару ослабио за 1,5%.

На апрецијацијске притиске одразили су се, пре свега, раст извоза и СДИ, захваљујући чему је од фебруара знатно смањена нето продаја девиза предузећима. Такође, на апрецијацијске притиске утицали су и повећање нето индексиране имовине банака³, нарочито у марту, нето откуп ефективног страног новца, који је био довољан да готово у целости покрије тражњу за девизама од стране резидената и нерезидената, као и нето продужење девизне позиције банака по основу коришћења платних картица нерезидената.

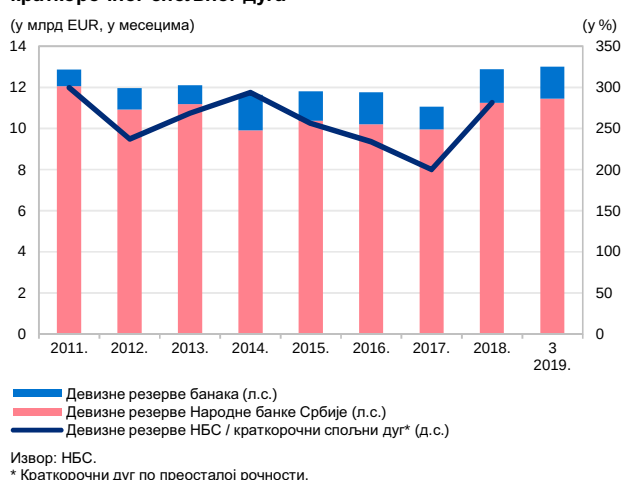
Графикон IV.1.14. Кретање курса динара и интервенције Народне банке Србије на девизном тржишту



Како би ублажила прекомерне краткорочне осцилације курса динара према евра, Народна банка Србије је у Т1 интервенисала на МДТ-у нето куповином 35,0 млн евра. Притом, у јануару је интервенисала продајом 130,0 млн евра, а у фебруару и марту куповином девиза у укупном износу од 165,0 млн евра.

Апрецијацијски притисци настављени су у априлу, при чему је Народна банка Србије интервенисала куповином 75,0 млн евра, док је посматрано крајем периода, вредност динара била непромењена у односу на март.

Графикон IV.1.15. Девизне резерве и покривеност краткорочног спољног дуга



Промет на МДТ-у⁴ у току Т1 у просеку је дневно износио 23,4 млн евра, при чему је највећи износ промета забележен у јануару (24,7 млн евра просечно дневно). У односу на Т4 2018, просечан дневни промет нижи је за 4,4 млн евра, што је праћено и незнатним смањењем осцилација курса динара према евра.

Обим промета на девизним своп аукцијама које организује Народна банка Србије повећан је током Т1. На редовним двонедељним аукцијама које организује, Народна банка Србије је од банака своп купила и банкама своп продала по 218,5 млн евра, што је за 136,5 млн евра више него у Т4 2018, док је на тромесечним аукцијама купила и продала по 14,0 млн евра, што је за 41,0 млн евра мање него у претходном тромесечју. Поред тога, Народна банка Србије је

³ У настојању да уравнотеже своју отворену дугу девизну позицију и тако смање изложеност девизном ризику, банке продају девизе, што за резултат има јачање динара.

⁴ Без Народне банке Србије.

током Т1 организовала и четири додатне девизне своп аукције куповине девиза, као и пету у априлу. На тај начин је омогућено банкама да у амбијенту смањених вишкова динарске ликвидности, прибаве ликвидност у динарима на рок од две недеље, чиме је спречена потенцијална сегментација и неоправдан раст краткорочних каматних стопа на међубанкарском тржишту новца.⁵ Банке су и међусобно трговале на девизном своп тржишту, у укупном износу од 20,5 млн евра током Т1.

Посматрано крајем периода, од валута земаља у региону са сличним режимом девизног курса, поред динара, према евр у је једино ојачала мађарска форинта (0,2%). Вредност пољског злата била је непромењена, док су остале валуте ослабиле – чешка круна за 0,3%, румунски леј за 2,1%, а турска лира за 3,3%.

2. Новац и кредити

Кредитна активност, која по искључењу ефекта девизног курса бележи м.г. раст од 10,1% у марту, наставља да позитивно доприноси расту монетарних агрегата, док у супротном смеру делује повећање депозита државе у банкарском систему захваљујући оствареном фискалном суфициту и у Т1 текуће године.

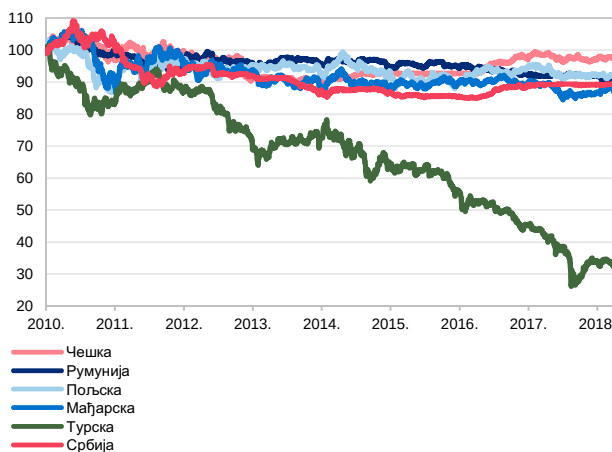
Монетарни агрегати

Посматрано од почетка године, монетарни агрегати М1, М2 и М3 смањени су за 7,1%, 4,2% и 0,7%, респективно, првенствено услед сезонски уобичајеног повлачења средстава на трансакционим рачунима привреде (за 47,8 млрд динара), а затим и смањења готовог новца у оптицају. Стања на трансакционим рачунима осталих сектора крајем марта готово су непромењена у односу на крај прошле године.

Орочени динарски депозити немонетарних сектора током Т1 порасли су за 12,9 млрд динара, с тим да је повећање забележено код свих сектора, осим код привреде. Захваљујући очуваној ценовној стабилности и релативној стабилности девизног курса, динамичан раст динарске штедње становништва, која је у 2018. години повећана за 22,2%, настављен је и почетком текуће године. Становништво је током Т1 повећало

Графикон IV.1.16. Кретање курсова одређених националних валута према евр у*

(дневни подаци, 31. 12. 2010 = 100)



Извор: НБС и веб-сајтови централних банака.

* Раст представља апрецијацију.

Табела IV.2.1. Монетарни агрегати

(номиналне м.г. стопе, у %)

	2018.			2019.	Учешће у М3 март 2019. (у %)
	Јун	Септ.	Дец.	Март	
М3	7,9	8,2	14,5	14,8	100,0
Девизни депозити	4,6	5,2	13,2	13,9	62,3
М2	13,7	13,5	16,7	16,2	37,7
Динарски орочени и штедни депозити	14,4	8,7	11,4	15,9	9,2
М1	13,5	15,1	18,3	16,4	28,4
Депозити по виђењу I отов новац у оптицају	14,9	14,6	20,6	16,1	21,6
	9,5	16,5	11,4	17,3	6,9

Извор: НБС.

Графикон IV.2.1. Домаћи кредити немонетарном сектору и М3

(номиналне м.г. стопе, у %)

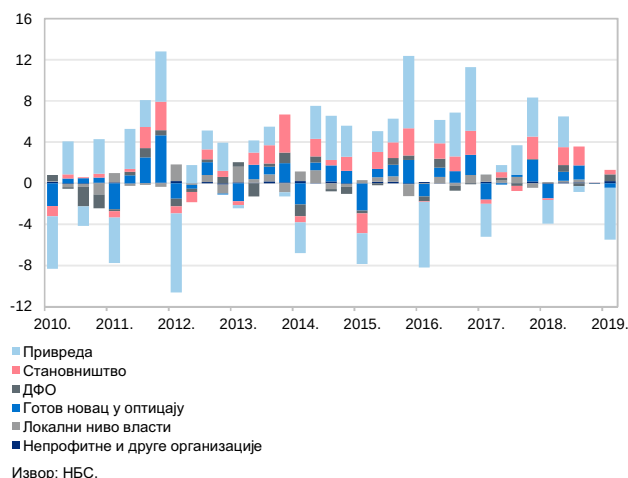


Извор: НБС.

* Искључен ефекат отписа и продаје NPL од почетка 2016.

⁵ Видети Осврт 1, стр. 18.

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



динарску штедњу за 4,2 млрд динара, чиме је она крајем марта достигла нови максимум од 64,6 млрд динара. Атрактивност динарске штедње потврђује и најновија Анализа исплативости динарске и девизне штедње у периоду август 2012 – децембар 2018, која указује на већу исплативост штедње у домаћој валути и у дугом, и у кратком року.⁶

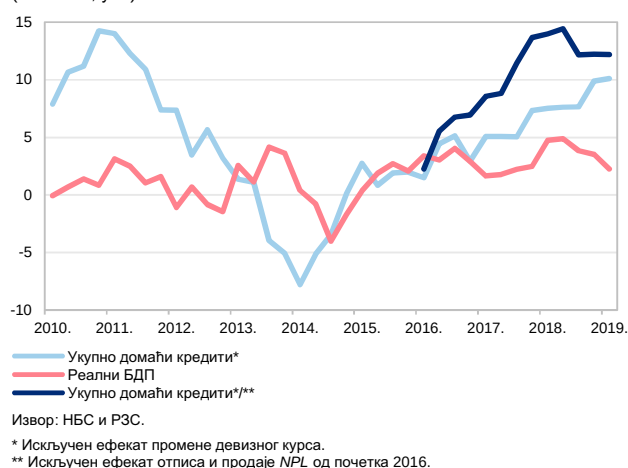
Девизни депозити у Т1 су повећани за 243,0 млн евра, вођени растом девизне штедње становништва (за 256,3 млн евра), која је у марту достигла нови максимум од 9,9 млрд евра.⁷ Поред тога, раст је забележен и на рачунима привреде (38,3 млн евра), захваљујући приливу девиза по основу СДИ, извоза и задуживања предузећа у иностранству. Највише су повећани депозити предузећа из делатности саобраћаја, грађевинарства и трговине.

Мг. посматрано, динарске компоненте новчане масе, М1 и М2, бележе успоравање у односу на крај 2018, што се пре свега дугује успоравању раста трансакционих депозита, док је новчана маса М3 благо убрзала раст, што је највише резултат раста прилива СДИ. Расту новчане масе наставља позитивно да доприноси и кредитна активност.

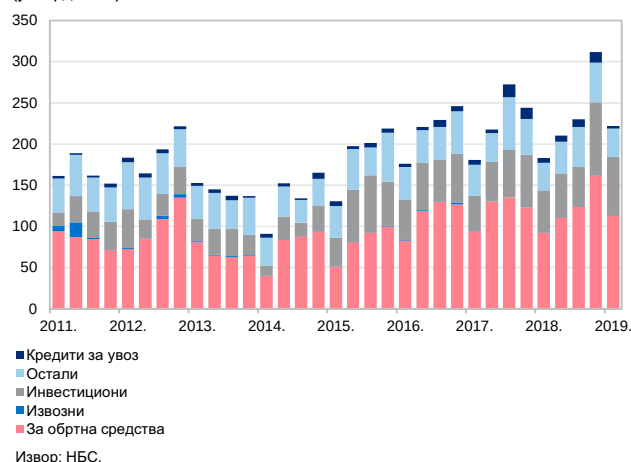
Кредити

Укупни домаћи кредити у марту, по искључењу ефекта промене девизног курса⁸, забележили су раст од 10,1%, при чему су кредити привреди већи за 7,8% мг, а кредити становништву за 12,3% мг. Банке су и у 2019. години наставиле са активностима по питању решавања *NPL*, и у Т1 отписале 3,9 млрд динара, а лицима ван банкарског сектора директно из биланса продале 1,4 млрд динара проблематичних потраживања. Ако се искључи ефекат отписа и продаје *NPL*⁹, мг. раст домаћих кредита у марту 2019. износио је 12,2%, уз раст кредита становништву од 12,9% мг. и раст кредита привреди од 11,3% мг.

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



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



⁶ Опширније у Анализи, објављеној на сајту Народне банке Србије 1. фебруара 2019. (http://nbs.rs/internet/latinica/15/mediji/vesti/20190201_analiza.pdf).

⁷ Новчана маса М3 обухвата само средства резидената. Ако се укључе и средства нерезидената, динарска штедња је на крају марта износила 65,2 млрд динара, а девизна 10,2 млрд евра.

⁸ Обрачунато по курсу динара према евра, швајцарском франку и долару на дан 30. септембра 2014. (тзв. програмски курс), ако се узме у обзир валутна структура потраживања по основу кредита.

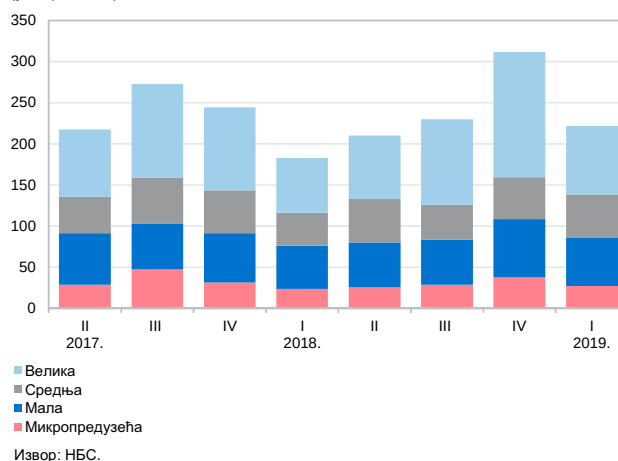
⁹ Искључен је ефекат отписа и продаје *NPL* од почетка 2016. године. Закључно с марту 2019, банке су отписале 186,3 млрд динара *NPL* (од чега 138,5 млрд динара од привреде, а 42,9 млрд динара од становништва), а продале 90,2 млрд динара *NPL*, који су се у том тренутку налазили у њиховим билансима.

Као и претходних година, кредити привреди почетком године имају нижу реализацију, што се одразило на то да у Т1 2019, по искључењу ефекта промене девизног курса, буду виши за 1,0 млрд динара. **Посматрано по делатностима**, кредити привреди у Т1 2019. порасли су првенствено код предузећа из области грађевинарства и трговине. **Посматрано по наменама**, кредити за ликвидност и обртна средства и даље чине највећи део кредита привреди (41,8%), а за њима следе инвестициони кредити, са учешћем од 41,0%.

Обим новоодобрених кредита привреди у Т1 (221,9 млрд динара), по искључењу рефинансираних кредита код исте банке, већи је за 12,8% м.г. Раст је забележен код свих категорија кредита привреди, изузев код кредита за увоз. Кредити за финансирање обртних средстава били су најзаступљенија категорија кредита привреди и током Т1 (50,8% нових кредита привреди, у односу на 52,2% у 2018), при чему је сегменту тржишта које чине микропредузећа, мала и средња предузећа одобрено преко 60% ових кредита. Износ инвестиционих кредита у Т1 2019. (71,7 млрд динара), по искључењу рефинансираних кредита код исте банке, већи је за 34,2% него у истом периоду претходне године, што показује да се позитивна кретања у погледу инвестиционе активности предузећа настављају и у 2019. години. Њихов удео у укупним новоодобреним кредитима привреди у Т1 износио је 32,3%, а највише су их користила велика предузећа.

Резултати априлске анкете Народне банке Србије о **кредитној активности банака**¹⁰ показују да су стандарди по којима су одобравани кредити привреди током Т1, треће тромесечје заредом, остали непромењени. Банке су оцилиле да је конкуренција јака и да је упућивала на ублажавање стандарда, до којих ће и доћи, према њиховој оцили, у наредном тромесечју. Томе ће допринети и позитивна очекивања банака у погледу опште економске активности. Услови кредитирања привреде били су повољнији по основу дужих рокова отплате, а код динарских кредита и по основу смањених каматних маржи¹¹. Резултати анкете указују на раст тражње привреде за девизним и девизно индексираним кредитима за финансирање обртних средстава и капиталних инвестиција, који је био вођен тражњом малих и средњих предузећа. Банке очекују да услови

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



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

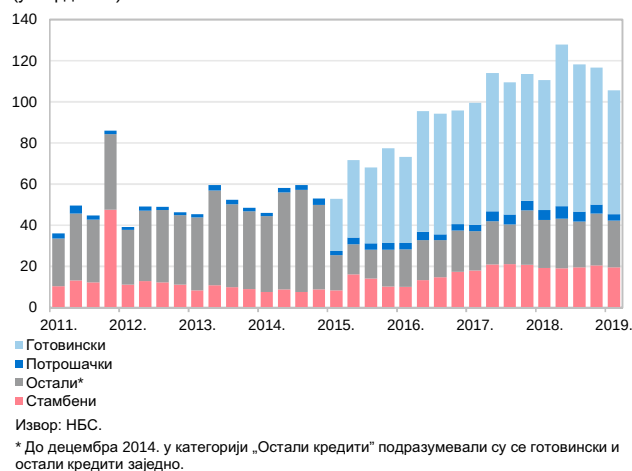


* Позитивне вредности указују на поштривање, а негативне на ублажавање кредитних стандарда у односу на претходно тромесечје.
 ** Позитивне вредности указују на допринос датог фактора поштривању, а негативне ублажавању кредитних стандарда.

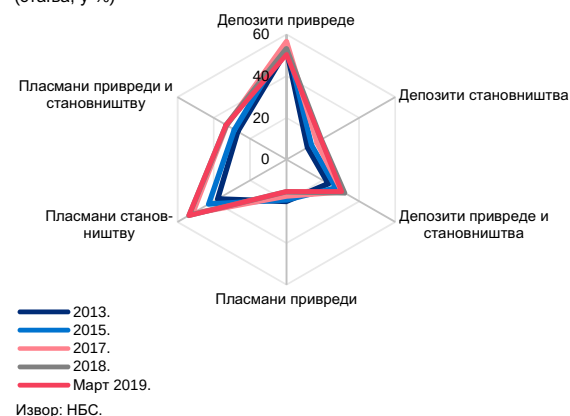
¹⁰ Поменути анкету Народна банка Србије спроводи од почетка 2014. године.

¹¹ За разлику од девизних и девизно индексираних кредита, где су банке благо повећале каматне марже.

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



Графикон IV.2.8. Динаризация депозита и пласмана, привреда и становништво
(стања, у %)



Графикон IV.2.9. Утицај појединих фактора на промену кредитних стандарда у одобравању кредита и кредитних линија становништву
(у нето процентима)



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

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

кредитирања привреде остану готово исти као у Т1¹². Истовремено, очекују и даљи раст тражње привреде за кредитима, који ће бити мотивисан сличним потребама као у претходним периодима.

Кредити становништву су у Т1 2019, без ефекта промене курса, повећани за 19,7 млрд динара. Највећи део кредита односио се на готовинске и стамбене кредити, који су у Т1 повећани за 10,1 млрд динара и 6,4 млрд динара, респективно. Удео готовинских кредита у укупним кредитима становништву у марту је износио 40,7%, док је учешће стамбених кредита износило 37,8%.

Обим новоодобрених кредита становништву у Т1 2019. (105,5 млрд динара) био је за 4,5% мањи него у Т1 2018, али по искључењу рефинансираних кредита код исте банке – виши за 0,6%. Становништво је и у Т1 највише користило готовинске кредити и кредити за рефинансирање, који су чинили скоро 57% новоодобрених кредита становништву, при чему је преко 99% тих кредита у динарима. Обим новоодобрених стамбених кредита (19,5 млрд динара) већи је за 1,6% него у истом периоду прошле године, што указује на то да се позитивне тенденције на тржишту стамбених кредита настављају трећу годину заредом. Истовремено, износ нових готовинских кредита у Т1 (60,1 млрд динара) мањи је за 4,8% него у истом периоду прошле године. То указује да мере Народне банке Србије из децембра 2018, које су усмерене на ненаменско необезбеђено кредитирање становништва по неоправдано дугим роковима отплате, дају резултате.

Резултати априлске анкете о кредитној активности показују да су, према оцени банака, кредитни стандарди становништву током Т1 били благо поштравени, што је у складу са очекивањима банака изнетим у јануарској анкети. Током Т1 ценовни услови кредита су ублажени, док се поштравање стандарда једино одразило на смањену рочност кредита. Потребе за куповином непокретности и трајних потрошачких добара, као и рефинансирањем постојећих обавеза, биле су главни покретачи благог раста тражње становништва за кредитима у Т1. Резултати анкете показују да банке очекују да се у Т2, под дејством конкуренције у сектору, кредитни стандарди становништву ублаже, уз даље смањење

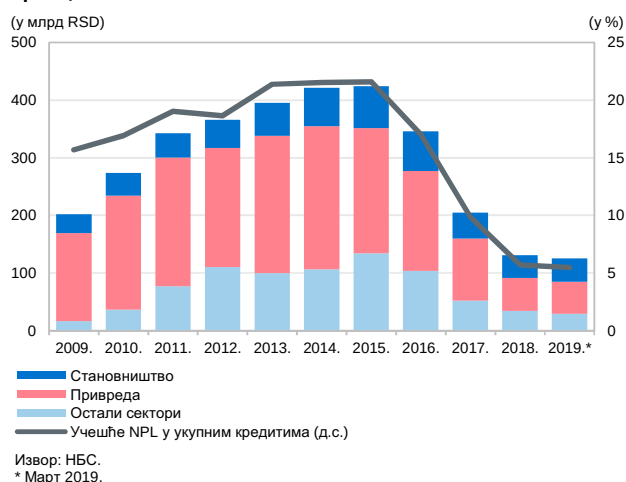
¹² Изузев очекиваног смањења захтева у погледу колатерала код девизних и девизно индексираних кредита, које ће бити делимично компензовано благим повећањем каматних маржи.

цене кредита, док ће банке даље скраћивати максималну рочност, првенствено код динарских кредита. Банке очекују знатнији раст тражње становништва током Т2, који ће бити усмерен према динарским готовинским, потрошачким кредитима, кредитима за рефинансирање, као и према девизно индексираним стамбеним кредитима.

Учешће динарских пласмана у укупним пласманима привреди и становништву крајем марта износило је 33,3% (раст од 0,3 п.п. у односу на крај 2018). Притом, динаризација пласмана становништву у марту достигла је максималних 53,7%, док је динаризација пласмана привреди остала близу нивоа с краја 2018. (15,3% у марту).

Стратегија за решавање питања *NPL* наставља да даје одличне резултате, чему позитивно доприносе позитивна кретања у кредитној активности и стабилан и одрживи раст привредне активности. За мање од четири године откако је Стратегија усвојена, **износ *NPL*** смањен је за преко 70%, а **учешће *NPL*** у укупним кредитима снижено је за 16,9 п.п. Посматрано од почетка 2019. године, учешће *NPL* у укупним кредитима смањено је за 0,2 п.п., на 5,5% у марту, од чега је учешће *NPL* у сектору привреде смањено за 0,1 п.п., на 5,0%¹³, а код становништва је задржано на 4,4%.¹⁴ Покривеност *NPL* и даље је на високом нивоу – исправка вредности укупних кредита у марту износила је 80,7% *NPL*, док је исправка вредности *NPL* била на нивоу од 61,3% *NPL*. Такође, након увођења стандарда Базел III¹⁵, показатељ адекватности капитала додатно је повећан и крајем Т1 2019. износио је 23,7%, што указује на високу капитализованост домаћег банкарског сектора.

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



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



¹³ Обухвата привредна друштва и јавна предузећа. Ако посматрамо само привредна друштва, учешће *NPL* у укупним кредитима у марту износило је 5,0% и за 0,2 п.п. ниже је него у децембру 2018.

¹⁴ Ако се укључе предузетници и приватна домаћинства, учешће је такође на истом нивоу као крајем прошле године – 4,4%.

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

Осврт 2: Синхронизација економског и кредитног циклуса Србије и зоне евра

Због јаких економских и финансијских веза Србије са зоном евра, чему у прилог говоре и подаци о трговинској размени, према којима се око 40% укупног промета обавља са земљама зоне евра (првенствено Немачком и Италијом), као и да преко 60% СДИ у Србију долази из ових земаља, реално је очекивати да макроекономска дешавања у зони евра, као и мере монетарне политике ЕЦБ-а, у битној мери утичу на економску и кредитну активност у Србији.

Ради обухватнијег сагледавања повезаности економских дешавања у Србији и зони евра¹, анализирана је усклађеност економског и кредитног циклуса ових економија, тј. циклочног кретања економске и кредитне активности у Србији и зони евра. Приликом ове анализе коришћене су следеће серије података:

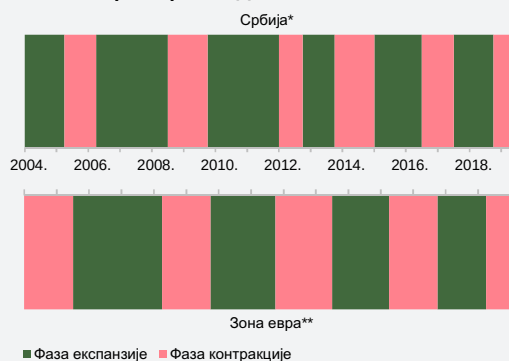
– Као мера економске активности: десезонирани реални БДП и непољопривредна додата вредност (НДВ) на тромесечном нивоу;

– Као мера кредитне активности: десезонирана тромесечна серија стања кредита банака одобрених домаћем немонетарном сектору, дефлационирана индексом потрошачких цена.

Анализа је рађена за период од 2004. до Т1 2019. године, односно од када постоје упоредиви подаци о кредитима банака немонетарном сектору. Употребом Кристијано–Фиццералдовог филтера идентификован је дугорочни тренд економске и кредитне активности, а затим је циклична компонента поменутих серија података одређена као одступање од тог тренда. Применом тзв. Бри–Бошан процедуре (*BBQ* алгоритам), коју су Хардинг и Паган² прилагодили за серије података дате на тромесечном нивоу, идентификоване су преломне тачке циклуса и оцењене карактеристике његових фаза (трајање, амплитуда и кумулативни добитак/губитак у фази експанзије/контракције). Приликом тумачења добијених резултата потребно је имати у виду да они приказују само цикличну компоненту економске и кредитне активности, при чему се експанзија и контракција дефинишу као одступања навише и наниже у односу на дугорочни тренд. Другим речима, када се циклична компонента нпр. економске активности налази у фази контракције, то не значи нужно и улазак привреде у рецесију, већ пре успоравање економске активности, тј. њен спорији раст у односу на тренд. Циклуси су иначе нормална појава, а могуће их је идентификовати само ако се анализира довољно дуг период. Идентификација циклуса, као и информације о њиховом просечном трајању и амплитудама, олакшава предвиђање за наредни период.

Резултати анализе показују да се кретање цикличне компоненте економске активности Србије и зоне евра знатно подударају, мерене реалним БДП-ом (Графикон О.2.1). Вредност индекса који мери степен слагања циклуса у Србији и зони евра (енгл. *concordance index*) од 0,52 показује да су економски циклуси Србије и зоне евра у посматраном периоду више од половине тромесечја били у истој фази. Фазе контракције и експанзије у Србији у просеку су трајале краће, али с благо израженијим амплитудама, што је и очекивано за мале и отворене економије. Када је економска активност у Србији била у фази контракције у посматраном периоду, она

Графикон О.2.1. Фазе економског циклуса Србије и зоне евра мерено БДП-ом



Извор: прерачун НБС.

* Закључно са Т1 2019.

** Закључно са Т4 2018.

Табела О.2.1. Карактеристике фаза економског циклуса Србије и зоне евра мерено БДП-ом

	Просечно трајање (у тромесеч.)		Амплитуда (у %)		Просечна кумулативна промена (у %)	
	Контракција	Експанзија	Контракција	Експанзија	Контракција	Експанзија
Србија	3,7	6,3	-2,3	2,9	-6,5	9,6
Зона евра	5,4	8,0	-1,7	2,5	-6,5	13,1

Извор: прерачун НБС.

¹ Коришћени су подаци за 12 земаља које су иницијално приступиле зони евра.

² Harding D. and A. R. Pagan (2002), Dissecting the Cycle: A methodological Investigation, *Journal of Monetary Economics*, vol. 49(2), pp. 365–381.

је у просеку трајала око годину дана, док је у фази експанзије у просеку била више од шест тромесечја.

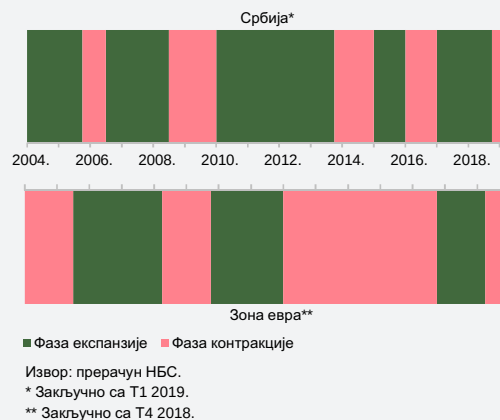
Посматрано по периодима, фаза контракције у Србији у периоду након светске финансијске кризе почела је с једним тромесечјем закашњења у односу на зону евра. Такође, успоравање зоне евра које је почело у последњем тромесечју 2011. године пренело се након једног тромесечја и на успоравање економске активности у Србији.

Међутим, поменути фаза успоравања у Европи је трајала готово две године, пре свега као последица кризе јавног дуга у појединим земљама, док је Србија прешла у фазу експанзије већ након три тромесечја. Фазе убрзања економске активности у Србији су од 2013. биле прекидане једнократним ефектима који су били првенствено последица временских непогода (поплаве у 2014. години и суше у 2017, које су негативно утицале на пољопривредну производњу). Постигнута и очувана макроекономска стабилност, која се највише огледа у ниској и стабилној инфлацији, усидреним инфлационим очекивањима и релативној стабилности девизног курса, заједно с правовременим и одмереним одлукама монетарне и фискалне политике, допринела је да економски циклус Србије од Т3 2017. уђе у фазу експанзије и да Србија у 2018. години оствари најбржи раст економске активности у последњих десет година.

Усклађеност цикличне динамике економске активности Србије и зоне евра још је израженија ако се као мера економске активности користи НДВ. На тај начин се из анализе елиминише утицај пољопривреде на кретање укупне економске активности, с обзиром на то да је она највише подложна сезонским факторима и зависна од временских прилика. Резултати анализе указују на већи степен синхронизованости економских циклуса Србије и зоне евра – та веза је статистички значајна³, а вредност индекса степена слагања за посматрани период износи 0,62. Притом, у случају коришћења НДВ-а као мере економске активности, добија се да фаза контракције (око четири тромесечја у просеку) у Србији траје краће, а фаза експанзије (око осам тромесечја у просеку) готово исто као у зони евра.

Резултати анализе цикличног кретања економске активности (мерене и БДП-ом и НДВ-ом) у зони евра указују и на то да се она налази у фази успоравања од друге половине 2018. године, што је потврдио и нижи дес. раст у Т3 и Т4 у односу на прву половину године. Резултати анализе такође упућују на то да се нижа екстерна тражња из зоне евра одразила и на успоравање економске активности у Србији, почев од Т3 2018. Ако се има у виду да фаза успоравања

Графикон О.2.2. Фазе економског циклуса Србије и зоне евра мерено НДВ-ом

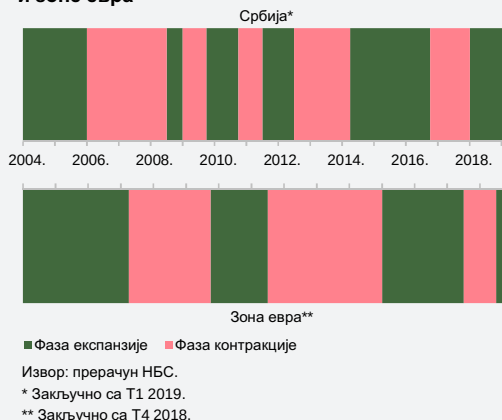


Табела О.2.2. Карактеристике фаза економског циклуса Србије и зоне евра мерено НДВ-ом

	Просечно трајање (у тромесеч.)		Амплитуда (у %)		Просечна кумулативна промена (у %)	
	Контракција	Експанзија	Контракција	Експанзија	Контракција	Експанзија
Србија	4,0	8,0	-2,5	3,1	-8,8	15,8
Зона евра	8,3	8,7	-2,2	3,4	-13,1	19,2

Извор: прерачун НБС.

Графикон О.2.3. Фазе кредитног циклуса Србије и зоне евра



Табела О.2.3. Карактеристике фаза финансијског циклуса Србије и зоне евра

	Просечно трајање (у тромесеч.)		Амплитуда (у %)		Просечна кумулативна промена (у %)	
	Контракција	Експанзија	Контракција	Експанзија	Контракција	Експанзија
Србија	5,6	5,3	-6,4	6,8	-28,9	25,07
Зона евра	9,3	7,8	-2,5	2,5	-16,3	14,8

Извор: прерачун НБС.

³ Уз оцењени коефицијент везе од 0,47 на нивоу поверења од 95%.

економске активности у Србији траје у просеку четири тромесечја, од трећег тромесечја ове године може се очекивати поновно убрзање економске активности.

С обзиром на то да кредитна активност представља значајан канал преко којег централна банка може да делује на економску активност, анализирана је и усклађеност кредитног и економског циклуса Србије. У анализираних 60 тромесечја, економски и финансијски циклус у Србији су у више од половине посматраних периода били у истој фази, на шта упућује вредност индекса степена слагања од 0,52. Притом, када се кредитни циклус налази у фази успоравања, она траје дуже од економског циклуса (за око 1,4 тромесечја), а краће у фази експанзије (за око 1,2 тромесечја).

У поређењу с кредитним циклусом зоне евра, резултати показују да у периоду од 2004. до 2018. године кредитну активност у Србији карактерише већи број циклуса, при чему је просечно трајање обеју фаза циклуса краће, али са израженијим амплитудама. Такође, из анализе се може закључити да су у Србији програми субвенционисаних кредита давали позитивне резултате, пошто је кредитна активност убрзо након њих прелазила у фазу експанзије. Кредитну активност је од маја 2013. додатно подстицала и Народна банка Србије ублажавањем монетарне политике, што је резултирало падом каматних стопа на динарске кредите (за преко 10 п.п.). Поред тога, ниске каматне стопе у зони евра, заједно с ниском премијом ризика земље, додатно су доприносиле расту кредитне активности у Србији, која се од почетка прошле године налази у фази експанзије. Вредност индекса степена слагања од 0,63 показује да су кредитни циклуси Србије и зоне евра, од 60 посматраних тромесечја, готово целих 38 били у истој фази. У том смислу, будући да је ЕЦБ најавила спорију нормализацију монетарне политике, требало би да се продужење периода ниских каматних стопа у зони евра, које се може очекивати, настави да се позитивно одражава на кредитну активност у Србији.

3. Тржиште непокретности

Раст цена некретнина настављен је и у Т1, а показатељи понуде и тражње указују на то да се даљи опоравак тржишта некретнина може очекивати и у наредном периоду.

Мерена индексом *DOMex*¹⁶, просечна цена некретнина у Србији повећана је током Т1 за 2,6%. Цене некретнина су порасле у региону Војводине (5,4%) и у региону Шумадије и западне Србије (4,1%), док су у београдском региону и у региону јужне и источне Србије незнатно пале, 0,1% и 0,7%, респективно.

Просечна цена некретнина у Србији у Т1 износила је 934,0 евра по квадратном метру. И даље су најскупље некретнине у београдском региону, чија је просечна цена достигла 1.217,9 евра. Однос те цене и просечне цене некретнина у остатку Србије износио је 1,77.

Током Т1 број прометованих непокретности¹⁷ смањен је за 7,2% дсз., пре свега због смањеног промета у региону Војводине (14,8% дсз.). На мг. нивоу, тај пад је мањи и износи 3,9%.

У наредном периоду можемо очекивати повољна кретања на тржишту некретнина, имајући у виду показатеље понуде и тражње. Наиме, број издатих грађевинских дозвола у станоградњи у јануару и фебруару је порастао 8,7% мг. Раст активности у овој области праћен је и растом кредитирања предузећа из области грађевинарства. Поред тога, позитивне тенденције на тржишту стамбених кредита настављају се трећу годину заредом. Према Анкети о кредитној активности, банке очекују знатнији раст тражње становништва за стамбеним кредитима. Такође, настављена су повољна кретања на тржишту рада, која се огледају у расту зарада и запослености.

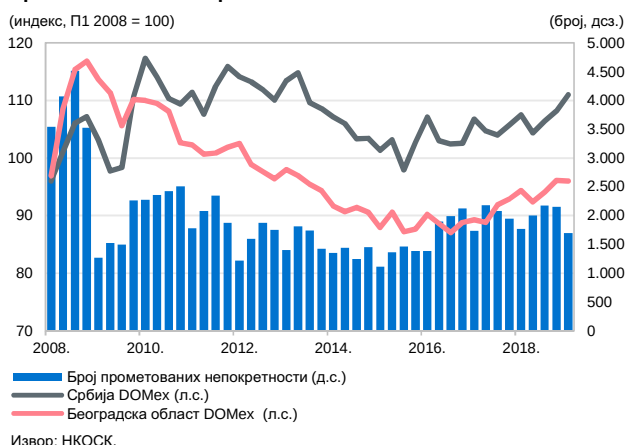
4. Агрегатна тражња

Позитивна кретања на тржишту рада, као и повољни услови задуживања, подстакли су даљи раст фиксних инвестиција и потрошње домаћинства, што је определило раст БДП-а у Т1 од 2,3% мг. На тромесечном нивоу, раст БДП-а у Т1 убрзан је на 0,9% дсз.

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

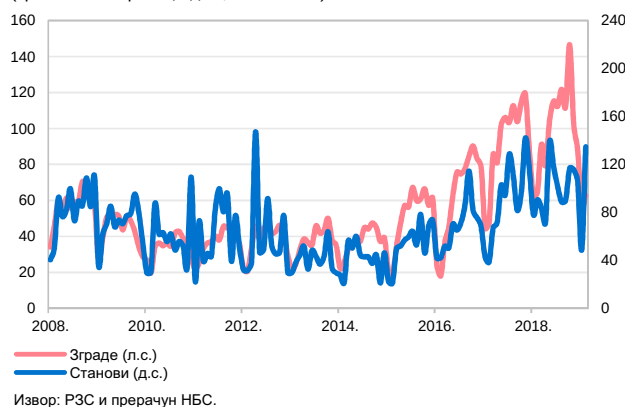
¹⁷ И број прометованих непокретности и цена стана по квадратном метру такође се односе само на некретнине чија је куповина финансирана осигураним кредитима.

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

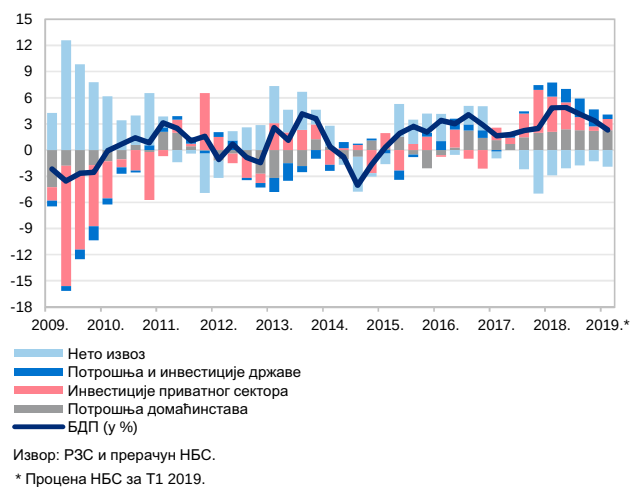


Графикон IV.3.2. Индекси броја издатих дозвола за новоградњу

(тримесечни просеци дсз., 2018 = 100)



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



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

	2018.			2019.
	T2	T3	T4	T1
Потрошња домаћинства	3,1	3,4	3,3	3,5*
Показатељи				
Промет у трговини на мало	3,3	4,8	4,8	8,6
Промет у угоститељству	10,7	11,0	9,1	8,3**
Број домаћих туриста	8,7	8,6	5,8	3,5
Број ноћења домаћих туриста	13,6	10,2	6,7	1,3
Увоз потрошне робе (ВЕС класификација), номинално	6,0	10,6	16,4	10,2
Извори				
Маса укупних зарада, номинално	8,9	9,9	11,3	14,2***
Нето прилив дознака, номинално	15,6	35,5	6,4	2,6
Новоодобрени потрошачки и готовински кредити, номинално	17,5	10,8	7,0	-6,8

Извор: РЗС и прерачун НБС.
* Процена НБС.
** Јануар (процена РЗС).
*** Јануар–фебруар.

Графикон IV.4.2. Кретање инвестиција у основне фондове
(м.г. раст, у п.п.)



Домаћа тражња

Према нашој процени, у Т1 је настављен стабилан раст **потрошње домаћинства** од 3,5% м.г., уз допринос расту БДП-а од 2,3 п.п. Раст потрошње је, као и током 2018, био подржан повећањем расположивог дохотка по основу виших зарада и запослености, као и повољнијим условима новог задуживања становништва и нижим трошковима отплате постојећих кредита. То потврђује и кретање главних показатеља потрошње становништва. Промет на мало је у Т1 реално повећан за 8,6% м.г., а виши је и број домаћих туриста за 3,5% м.г. У односу на претходно тромесечје, потрошња домаћинства је у Т1 повећана за 1,0% дсз. и допринела је расту БДП-а са 0,7 п.п.

Маса зарада, која представља основни извор потрошње домаћинства, повећана је у јануару и фебруару за 11,9% м.г. реално услед раста запослености и зарада. Реални раст бележи и маса пензија (7,9% м.г.), као и прилив дознака, који је за 2,6% већи него у истом периоду претходне године.

Процењујемо да је и **потрошња државе** повећана у Т1 за 3,5% м.г., што је допринело расту БДП-а са 0,6 п.п. Раст потрошње државе дугује се повећању зарада у јавном сектору, односно реалном расту расхода за запослене у јавном сектору од 4,3% м.г., као и повећању издатака за куповину робе и услуга. На тромесечном нивоу, благо је убрзан раст потрошње државе на 0,8% дсз., уз допринос расту БДП-а од 0,1 п.п.

Раст **инвестиција у фиксне фондове** настављен је у Т1 (10,0% м.г.), што је позитивно допринело кретању БДП-а са 1,8 п.п., и то првенствено услед раста приватних инвестиција (допринос 1,1 п.п.), чему је погодовало даље унапређење пословног амбијента. Према нашој процени, државне инвестиције су током Т1 оствариле раст од око 20% м.г., при чему се интензивирање активности на завршетку инфраструктурних пројеката које финансира држава посебно одразило на грађевинарство, где је, уз раст производње грађевинског материјала од 10,6% м.г. и раст вредности изведених радова од 13,6% м.г., регистрована и већа запосленост током Т1. Поред тога, током Т1 повећан је и обим производње капиталних производа за 4,8% м.г., при чему је раст обима производње машина и опреме повећан за 16,1% м.г., а за толико је повећан и увоз опреме. Посматрано

на тромесечном нивоу, приватне инвестиције су у Т1 повећане за 8,0% дсз., уз допринос расту БДП-а од 1,3 п.п. И државне инвестиције су током Т1 наставиле да расту (4,7% дсз.), тако да су укупне фиксне инвестиције допринеле расту БДП-а са 1,5 п.п.

Знатан део инвестиција финансиран је из сопствених извора, о чему сведочи повећана профитабилност предузећа и позитиван финансијски резултат привреде у 2018. од близу 500 млрд динара. Такође, побољшање пословног окружења и стално унапређење инвестиционог амбијента допринели су и даљем расту прилива СДИ, које су у Т1 износиле 796,7 млн евра и биле су више за 10,1% него у истом периоду претходне године. На финансирање инвестиција позитивно су деловали повољни услови задуживања, што се огледа и у расту нових инвестиционих кредита.

Процењујемо да су залихе додатно смањене током Т1, што се негативно одразило на тромесечни раст БДП-а у Т1 са 0,6 п.п. Пре свега, смањене су залихе пољопривредних производа, с обзиром на знатан раст њиховог извоза током Т1.

Нето екстерна тражња

Упркос успоравању привредног раста на светском нивоу, извоз робе и услуга наставио је релативно висок реални раст у Т1 (9,1% мг.), вођен даљим растом извоза услуга, прерађивачке индустрије и пољопривреде. С друге стране, текући инвестициони циклус, а делом и виши увоз енергената и опоравак приватне потрошње главни су фактори нешто већег реалног раста увоза робе и услуга (10,8% мг.) од извоза. Последишно, допринос нето извоза кретању БДП-а наставио је да буде негативан (1,9 п.п.) и у Т1.

Вођен извозом прерађивачке индустрије, уз растући позитиван допринос пољопривреде, извоз робе изражен у еврима је и у Т1, према платнобилансним подацима, забележио релативно висок раст (7,9% мг.). Притом, успоравање тражње у зони евра у великој мери компензовано је растом извоза на тржишта земаља ЕУ ван зоне евра (регион средње и источне Европе). Према подацима спољнотрговинске размене, извоз прерађивачке индустрије повећан је за 4,4% мг., а раст је забележен у 14 од 23 области. Том расту највише је допринео извоз електричне опреме, који је повећан за 20,3% мг., као и машина и опреме (28,3% мг.). Као и раније, висок допринос потекао је и од

Табела IV.4.2. Показатељи кретања инвестиција

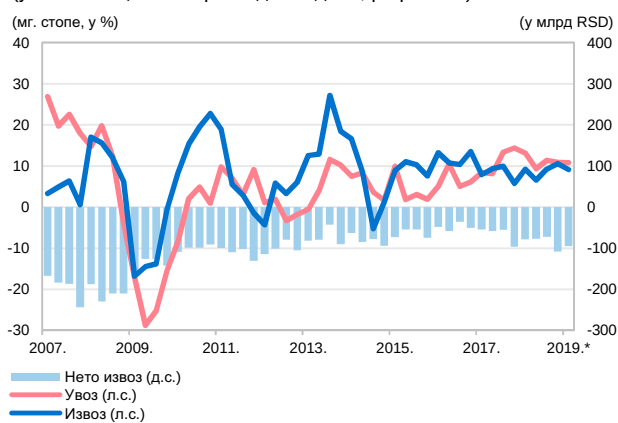
	2018.				2019.
	I	II	III	IV	I
Реалне мг. стопе раста (у %)					
Фиксне инвестиције (нац. рачуни)*	16,4	11,5	8,3	3,2	10,0
Грађевинарство (нац. рачуни)*	26,7	20,4	9,9	2,7	10,0
Инвестиције државе*	47,0	28,9	51,9	41,9	20,0
Број издатих грађевинских дозвола	14,4	6,9	6,3	-1,8	-0,7**
Производња грађевинског материјала	7,3	7,0	11,0	5,5	10,6
Вредност изведених радова	29,5	22,9	10,5	3,1	13,6
Увоз опреме, номинално	28,1	13,0	15,8	8,5	16,1
Производња домаћих машина и опреме	5,4	14,1	3,4	8,7	16,1
Залихе готових производа у индустрији	10,4	9,4	13,6	9,9	3,9

Извор: РЗС и прерачун НБС.

* Процена НБС за Т1 2019.

** Јануар-фебруар.

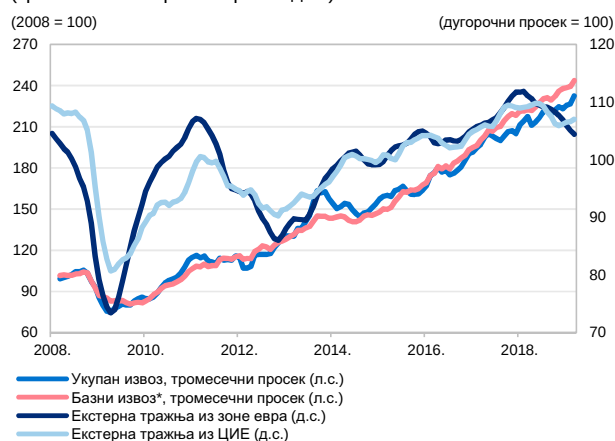
Графикон IV.4.3. Извоз и увоз робе и услуга (у сталним ценама претходне године, реф. 2010)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

* Процена НБС за Т1 2019.

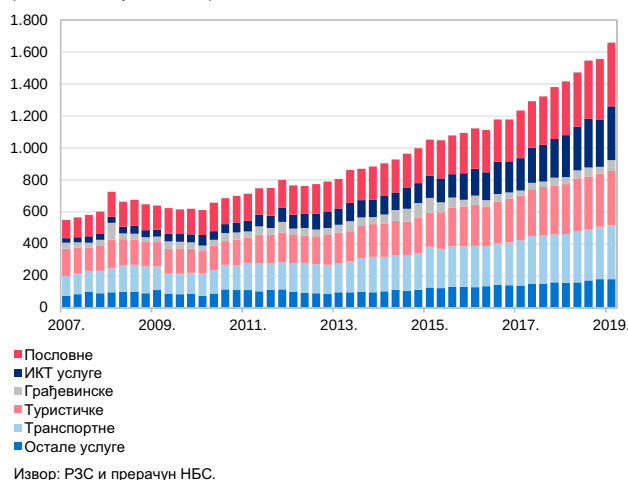
Графикон IV.4.4. Кретање показатеља екстерне тражње за извозом Србије (тримесечни покретни просек дсз.)



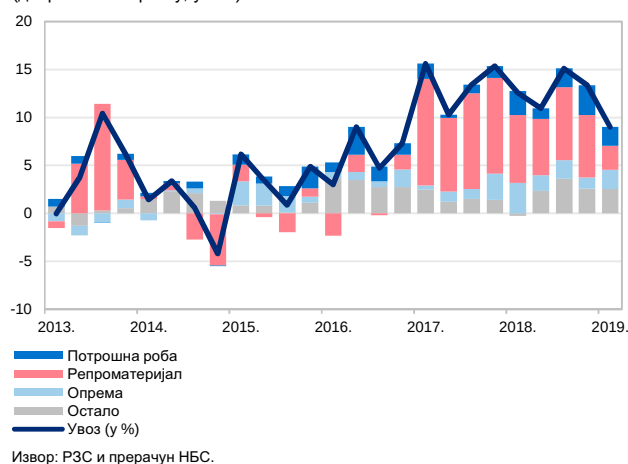
Извор: Европска комисија, РЗС и НБС.

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

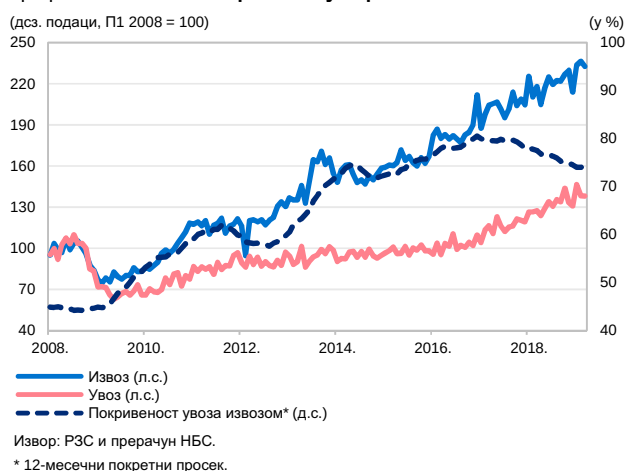
Графикон IV.4.5. **Извоз услуга**
(дсз. подаци, у млн EUR)



Графикон IV.4.6. **Кретање главних компонената увоза**
(доприноси м.г. расту, у п.п.)



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



извоза прехранбених производа и производа од гуме и пластике. С друге стране, привремени прекиди производње у компанији „Фијат аутомобили Србија” одразили су се на пад извоза моторних возила (8,8% м.г.), који је у великој мери надокнађен растом извоза других произвођача у аутомобилској индустрији. Под утицајем прилагођавања примени квота ЕУ на увоз челика, извоз основних метала био је нижи за 8,4% м.г.

Знатан позитиван допринос дао је и извоз пољопривредних производа, који је у Т1 повећан за 51,4% м.г. На то је утицао, пре свега, већи извоз житарица, који у Т1 достигао 198,9 млн евра, што је за 30,7 млн евра више него у Т4 2018. С обзиром на то да је захваљујући изузетној пољопривредној сезони у 2018. створена добра извозна база, а да је због ниског водостаја Дунава део извоза одложен за ову годину, наставак релативно високог извоза житарица може се очекивати и у Т2.

Извоз услуга убрзао је раст на 17,5% м.г. у Т1, подстакнут у највећој мери растом извоза информационо-комуникацијских (29,0% м.г.) и пословних услуга (18,7% м.г.). Поред тога, релативно висок допринос потекао је и од извоза транспортних и туристичких услуга.

Према платнобилансним подацима, робни увоз изражен у еврима повећан је у Т1 за 9,9% м.г., на шта је највише утицао раст увоза репроматеријала (за 126,5 млн евра). Притом, нешто више од половине тог раста дугује се већем увозу енергената (за 61,4 млн евра) због повећаних потреба у прерађивачкој индустрији. У складу с текућим инвестиционим циклусом, увоз опреме повећан је за 101,6 млн евра, док виши увоз потрошне робе (за 100,5 млн евра) указује на опоравак потрошње домаћинства. Слична кретања потврђује и структура увоза посматрано по намени ЕУ, према којој је највећи допринос увозу потекао од интермедијарних производа, затим од енергената и нетрајних потрошних добара, а у мањој мери и од капиталних добара.

Покривеност робног увоза извозом у марту 2019. износила је 74,1%, а по укључењу услуга 83,5%, што је приближно као крајем 2018. Извоз робе је у марту био за 132,8% виши од свог преткризног нивоа¹⁸, док је робни увоз надмашио свој преткризни ниво за 38,2%.

¹⁸ Ниво из П1 2008.

Осврт 3: Анализа динамике биланса штедње и инвестиција Србије

Један од свакако најзначајнијих аспеката макроекономске анализе, а тиме и формулисања будуће економске политике једне земље, јесте биланс штедње и инвестиција. У практичном смислу то значи да се применом система националних рачуна анализира у којој мери домаћи извори капитала (брuto национална штедња, тј. разлика између БДП-а и потрошње) обезбеђују средства за инвестиције, као и каква је улога приватног и јавног сектора у томе. Земље које карактерише негативан салдо биланса штедње и инвестиција заправо су земље које имају дефицит текућег рачуна платног биланса, док оне земље које више штеде него што инвестирају у домаћу привреду остварују суфицит по текућим трансакцијама.

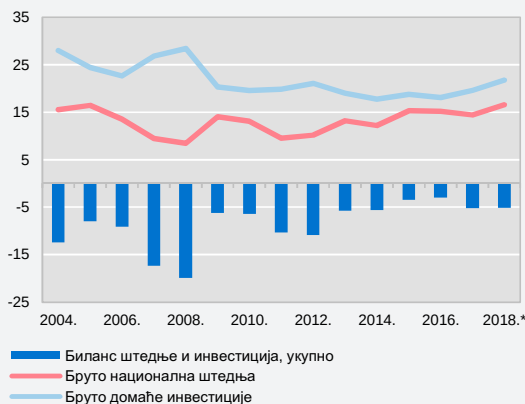
Заједничка карактеристика већине земаља у успону, укључујући и Србију, јесте да домаћи извори средстава нису довољни за финансирање инвестиција, већ да се та средства делом обезбеђују из иностранства. Када је реч о Србији, само постојање негативног јаз штедње и инвестиција (тј. дефицита текућег рачуна) у периоду пре кризе није представљало проблем, већ то што раст бруто инвестиција није био праћен растом бруто националне штедње, јер су се доходи у све већој мери користили за потрошњу, што је подстицало увоз. Негативан јаз штедње и инвестиција кулминирао је у 2008. години, достигавши 20% БДП-а, а светска економска криза само је убрзала спознају да привредни раст вођен потрошњом и финансиран приливима капитала из иностранства није одржив.

Након избијања кризе, јаз штедње и инвестиција је смањен до нивоа од око 6,4% БДП-а, као последица нижих инвестиција (чије је учешће смањено са 28,4% БДП-а у 2008. на 19,6% БДП-а у 2010), али и раста штедње (са 8,5% БДП-а у 2008. на 13,1% БДП-а у 2010). Током 2011. и 2012. негативни јаз штедње и инвестиција поново се проширује на преко 10%, у мањој мери као резултат раста инвестиција приватног сектора, пре свега у аутомобилској и нафтној индустрији, а у већој мери као последица смањења штедње у условима повећане експанзивности фискалне политике. Међутим, када су поменуте инвестиције у аутомобилској и нафтној индустрији почеле да производе позитивне ефекте на нето извоз у 2013, бруто национална штедња приватног сектора расте, тако да се негативан јаз штедње и инвестиција смањује испод 6% у периоду 2013–2014. Јаз се смањује и у наредне две године, при чему и штедња и инвестиције у овом периоду знатно расту. На раст бруто националне штедње, који је у овом периоду био већи од раста инвестиција, пре свега је утицало успешно спровођење програма фискалне консолидације, захваљујући чему је елиминисан фискални дефицит, преокренута растућа путања јавног дуга и он сведен у одрживе оквире. Мере фискалне консолидације преусмериле су део средстава из потрошње у инвестиције, а с обзиром на то да су остварења била изнад очекивања, отворен је додатни простор за раст јавних инвестиција. Када је реч о приватним инвестицијама, њиховом расту допринело је поправљање инвестиционог амбијента, што је резултат обезбеђења ценовне и укупне макроекономске стабилности, спровођења структурних реформи и фискалне консолидације, као и пада премије ризика земље, повољнијег кредитног рејтинга и нижих трошкова задуживања. Ову тврдњу илуструје податак да су током текућег инвестиционог циклуса, који је започет 2015, укупне бруто инвестиције у фиксне фондове забележиле снажан раст – у 2018. у односу на 2014. оне су реално порасле за око 30%. Учешће бруто инвестиција у БДП-у у односу на 2014. повећано је за 4 п.п. и у 2018. износило је 21,8% БДП-а. Раст бруто инвестиција интензиван је током 2017. и 2018. године, што се одразило и на привремено повећање јаз штедње и инвестиција у овом периоду на 5,2% БДП-а.

Све претходно наведено постаје још очигледније ако се одвојено посматрају биланс штедње и инвестиције приватног и јавног сектора.

Када је реч о јавном сектору, може се приметити да држава до 2009. није доприносила сужењу негативног јаз штедње и инвестиција у мери у којој би се то могло очекивати, с обзиром на то да државне инвестиције нису биле високе (3,4% у просеку у периоду 2004–2008) и да је остваривала значајне приливе по основу приватизације. Како

Графикон О.3.1. Биланс штедње и инвестиција (у % БДП-а)



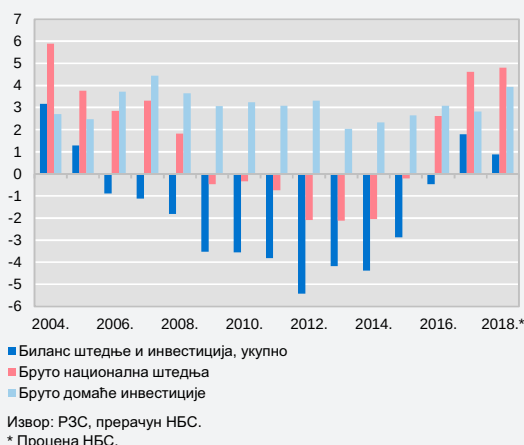
Извор: РЗС, прерачун НБС.
* Процена НБС.

су након избијања светске економске кризе приходи државе знатно смањени, а текући расходи даље повећани, првенствено услед раста дискреционих расхода и издатака за пензије и плате у јавном сектору, штедња државе се знатно смањује и улази у негативну зону, чиме је продубљен и укупни јаз штедње и инвестиција. Тек са отпочињањем програма фискалне консолидације и његовим успешним спровођењем, текући приходи премашују текуће расходе и повећава се учешће бруто штедње државе у БДП-у, тако да оно у 2018. износи 4,8%. Као резултат интензивне реализације инфраструктурних пројеката, учешће инвестиција државе се повећава на 3,9% БДП-а у 2018, што је за близу 2 п.п. више од минимума из 2013. Важно је истаћи да, и поред тога што је спровођење фискалне консолидације омогућило да се повећају плате у јавном сектору и пензије, држава у последње две године није утицала на раст дефицита текућег рачуна, чак напротив, она је и даље деловала у правцу његовог смањења обезбеђењем средстава за инвестиције из домаћих извора.

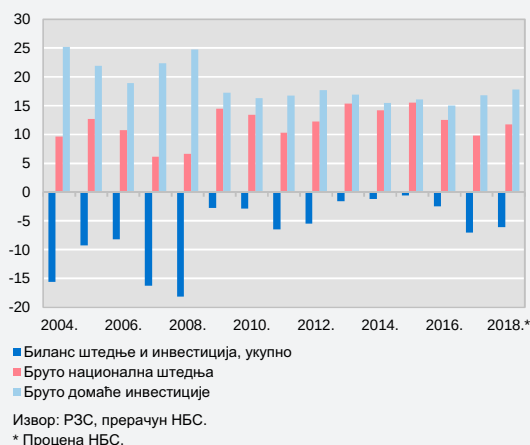
Када је реч о приватном сектору, учешће инвестиција у БДП-у у периоду пре кризе имало је променљиву динамику, али је било знатно веће од штедње, која се у овом периоду и смањивала на рачун раста потрошње, што је за последицу имало знатно продубљивање негативног јаз штедње и инвестиција приватног сектора. Додатни проблем је било и то што су инвестиције углавном биле усмерене у неразмјенљиве секторе, што је даље подстицало потрошњу и погоршавало текући дефицит платног биланса. С наступањем кризе и немогућношћу обезбеђења адекватних извора финансирања из иностранства, инвестиције су се знатно смањиле. Истовремено, као последица кризе и знатног погоршања услова на тржишту рада, склоност ка потрошњи је смањена, па је учешће штедње у БДП-у повећано. Опоравак тржишта рада од 2015, тј. раст запослености и зарада у приватном сектору, утиче на постепени раст потрошње приватног сектора, с тим да је она и даље у одрживим оквирима, будући да је расла нешто спорије од БДП-а. Као резултат новог инвестиционог циклуса, приватне инвестиције су достигле ниво од 17,8% у 2018, што је било праћено растом увоза опреме и репроматеријала и утицало на то да се дефицит текућег рачуна у 2017. и 2018. привремено нађе на нивоу од 5,2% БДП-а.

С обзиром на то да домаћи извори још увек нису довољни да у потпуности обезбеде неопходна средства за инвестиције и завршетак процеса реалне конвергенције Србије ка ЕУ, постојање текућег дефицита платног биланса односно негативног биланса штедње и инвестиција извесно је и у средњем року. Међутим, важно је нагласити да су инвестиције сада првенствено усмерене ка извозно оријентисаним секторима, чији се позитивни ефекти на извоз очекују у наредном периоду, што ће постепено смањивати екстерну неравнотежу, а тиме и негативни јаз између штедње и инвестиција. Смањењу јаз између штедње и инвестиција допринеће и раст потрошње спорији од раста БДП-а, што се очекује и у наредном периоду. Оно што је такође важно јесте да очекујемо да ће јаз између штедње и инвестиција и у наредном периоду, као и у претходне четири године, бити више него у пуној мери покривен нето приливима по основу СДИ. Поред тога што су СДИ најстабилнији и најпожељнији извор финансирања из иностранства, оне утичу на раст и ширење производних и извозних капацитета и запослености, пренос знања и технологија, што доводи до раста конкурентности и животног стандарда грађана.

Графикон О.3.2. Биланс штедње и инвестиција државе
(у % БДП-а)



Графикон О.3.3. Биланс штедње и инвестиција приватног сектора
(у % БДП-а)



5. Економска активност

Према процени Републичког завода за статистику, раст БДП-а у Т1 износио је 2,3%. Успоравање у односу на 2018. годину дугује се базном ефекту код пољопривреде, успоравању раста зоне евра, уведеним квотама на извоз челика у ЕУ и таксама на производе који се испоручују на Косово и Метохију. Позитиван допринос потекао је од грађевинарства и услужних сектора, што указује на то да ће привредни раст у овој години бити вођен домаћом тражињом.

Током Т1 настављен је раст БДП-а и, према нашој процени, он је износио 0,9% дсз. Највећи допринос расту потиче од опоравка индустријске производње, која је током већег дела 2018. била под утицајем успоравања раста зоне евра. Према нашој процени, индустријска производња је у Т1 остварила раст од 2,5% дсз., уз допринос расту БДП-а од 0,5 п.п. Поред тога, слично као и у 2018, позитиван допринос потиче и од услужних сектора (0,4 п.п., заједно посматрано) услед наставка повољних кретања на тржишту рада, тј. раста зарада и запослености, као и од грађевинарства (0,1 п.п.) захваљујући наставку реализације инфраструктурних пројеката. С друге стране, под претпоставком да ће овогодишња пољопривредна сезона бити изнадпросечна, а имајући у виду одличну прошлогодишњу сезону, процењујемо да је допринос пољопривреде БДП-у у Т1 био негативан и износио 0,4 п.п.

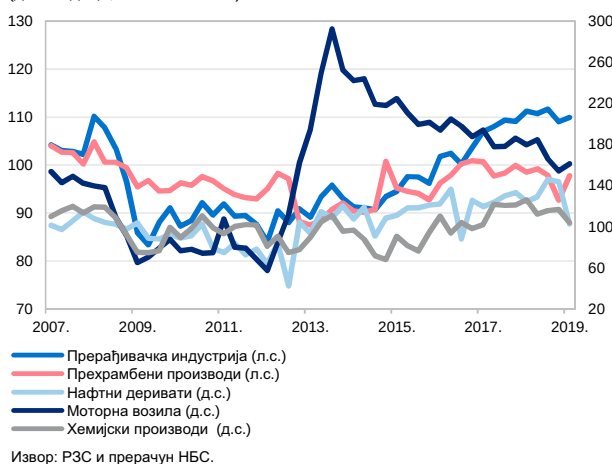
Осамнаесто узастопно тромесечје економска активност расте – у односу на преткризни период¹⁹, у Т1 економска активност је, мерено БДП-ом, била виша за 14,0%, а мерено НДВ-ом – за 17,3%.

Ако се посматра физички обим производње, може се уочити да је опоравак **индустријске производње** потекао пре свега од енергетике и прерађивачке индустрије. Према нашој процени, укупан физички обим индустријске производње повећан је за 2,1% дсз., при чему је допринос сектора за снабдевање електричном енергијом, гасом и паром оствареном расту индустријске производње износио 1,8 п.п. Овај раст у производњи електричне енергије од 10,8% дсз. може се приписати, пре свега, већој искоришћености електроенергетских капацитета након спроведених

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



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



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



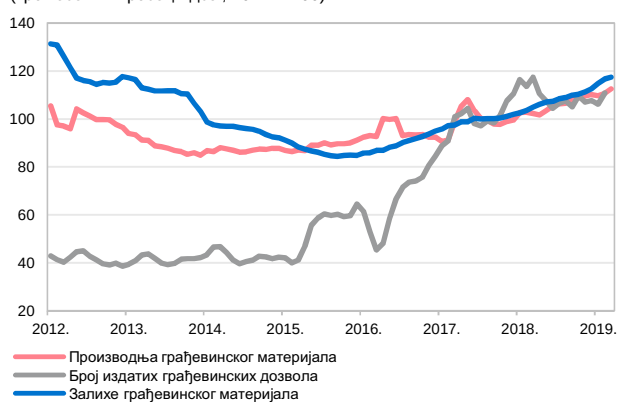
¹⁹ Ниво из П1 2008.

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

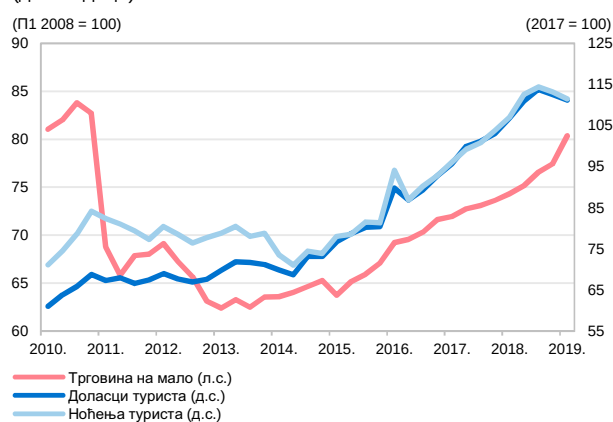
	2018.				2019.
	T1	T2	T3	T4*	T1*
БДП (у %, м.г.)	4,9	4,9	4,1	3,4	2,3
Пољопривреда	0,7	0,8	1,2	1,0	-0,2
Индустрија	1,3	0,5	-0,2	-0,6	-0,4
Грађевинарство	0,7	0,8	0,4	0,1	0,3
Услуге	1,7	2,1	2,0	2,2	2,1
Нето порези	0,5	0,6	0,5	0,5	0,4

Извор: РЗС и прерачун НБС.

* Процена НБС.

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

Извор: РЗС и прерачун НБС.

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

Извор: РЗС и прерачун НБС.

капиталних ремонта у претходном периоду. Физички обим производње прерађивачке индустрије повећан је за 0,8% дсз. и забележен је у већини грана прерађивачке индустрије (у 15 грана од 24 гране). Највећи допринос расту обима производње прерађивачке индустрије потекао је од раста прехранбене индустрије, која је током Т1 повећана за 5,4% дсз. С друге стране, највећи негативан допринос (-1,5 п.п.) потекао је од смањене производње и прераде нафте, с обзиром на ремонт у панчевачкој рафинерији у марту.

Физички обим производње у рударству током Т1 смањен је за 1,8% дсз., првенствено услед мањег обима експлоатације руда метала (-19,9% дсз.), а у знатно мањој мери и услед мањег обима експлоатације сирове нафте (-1,3% дсз.). С друге стране, обим експлоатације угља повећан је за 2,8% дсз.

Почетком године забележене су позитивне тенденције у сектору **грађевинарства**, који је, према нашој процени, у Т1 повећан за 3,4% дсз. На то указују показатељи активности у грађевинарству – производња грађевинског материјала је повећана за 2,1% дсз., број грађевинских дозвола је у јануару и фебруару наставио раст (10,5% дсз. и 1,3% дсз., респективно), а повећан је и број запослених у грађевинарству.

У Т1 настављен је раст активности у **услужним секторима** (0,7% дсз.). Највећи допринос том расту потекао је од трговине, при чему је промет у трговини на мало у Т1 порастао за 3,8% дсз.

Посматрано на м.г. нивоу, према процени Републичког завода за статистику, раст БДП-а у Т1 износио је 2,3%. Успоравање у односу на 2018. годину дугује се базном ефекту код пољопривреде и неповољним утицајима екстерних фактора – успоравању раста зоне евра и припреми за примену квота на извоз челика у ЕУ. Такође, негативан утицај потицао је и од такси на производе који се испоручују на Косово и Метохију. То је за последицу имало пад индустријске производње од 1,9% м.г., док је, с друге стране, раст активности у услужним секторима износио 4,0% м.г., а у грађевинарству 10,0% м.г.

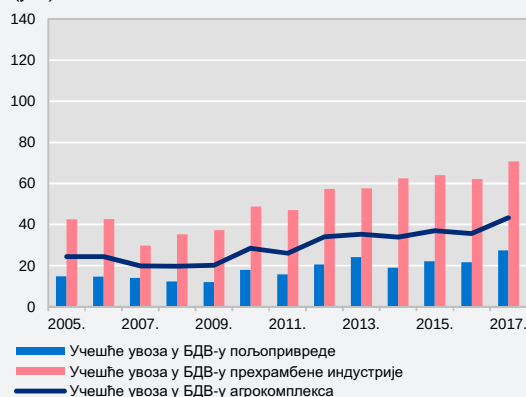
Имајући у виду натпросечне резултате у претходној сезони, процењујемо да ће пољопривреда негативно допринети расту БДП-а у 2019. са 0,3 п.п.

Осврт 4: Анализа кретања на тржишту пољопривредних и прехранбених производа у Србији

Постизање и одржавање ниске и предвидиве инфлације у протеклих шест година, као и макроекономске стабилности у целини, допринели су повећању економске активности на одрживим основама и све већој укључености наше економије у светске економске токове. Промењене макроекономске околности позитивно су се одразиле и на модел раста у области агрокомплекса, тј. у делатностима пољопривредне производње и прехранбене индустрије, што је и очекивано с обзиром на то да ове делатности захтевају дугорочна улагања, а пољопривреду притом одликује и низак коефицијент обрта. Повратно, развој агрокомплекса је, уз либерализацију трговинских токова, допринео стабилизацији тржишта хране, а тиме и смањењу волатилности цена хране и укупне инфлације. Иако су на понуду пољопривредних и прехранбених производа неретко наглашено утицали неекономски фактори, попут променљивих агрометеоролошких услова везаних за ефекте климатских промена, домаћи агрокомплекс је на основу компаративних предности повећавао своју производњу и посебно пласман на светском тржишту.

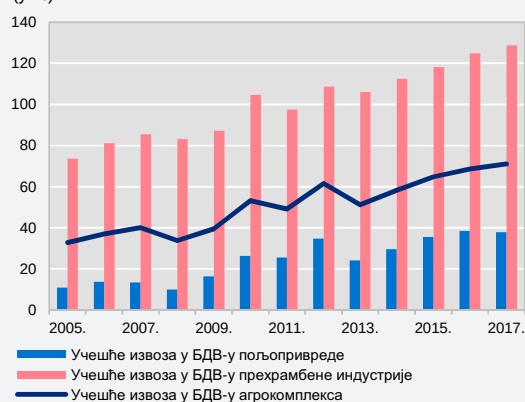
Србија већ двадесет година бележи позитиван салдо у спољној трговини пољопривредно-прехранбеним производима, с јасном тенденцијом његовог проширења по основу увећања извозне базе. С тим у вези, учешће извоза пољопривредно-прехранбених производа у БДВ-у агрокомплекса показује стабилну тенденцију раста – са 32,7%, колико је износило 2005. године, то учешће је у 2017. години повећано на 71% (Графикон О.4.1). То значи да у области агрокомплекса све успешније реализујемо производне вишкове на светском тржишту, чиме се истовремено стабилизује домаће тржиште пољопривредних и прехранбених производа и обезбеђују неопходна средства за увоз оних производа чија тражња не може у целини бити задовољена из домаће понуде. Са становишта унапређења понуде производа виших фаза прераде, важно је истаћи да је извоз прехранбене индустрије од 2012. премашао БДВ прехранбене индустрије, а у последњих двадесет година однос извоза и БДВ-а прехранбене индустрије увећан је преко пет пута – са око 24% у 1996. години на 128,8% у 2017. години. Разноврсност понуде и уредност у снабдевању домаћег тржишта пољопривредно-прехранбеним производима делом се обезбеђује и већим увозом ових производа – његово учешће у БДВ-у агрокомплекса повећано је са 24,4% у 2005. години на 43,2% у 2017. години (Графикон О.4.2). Истовремено, БДВ агрокомплекса у овом периоду повећан је са 2,3 млрд евра у 2005. на 3,7 млрд евра у 2017. години (Графикон О.4.3).

Графикон О.4.2. Динамика учешћа увоза у БДВ-у по делатностима агрокомплекса (у %)



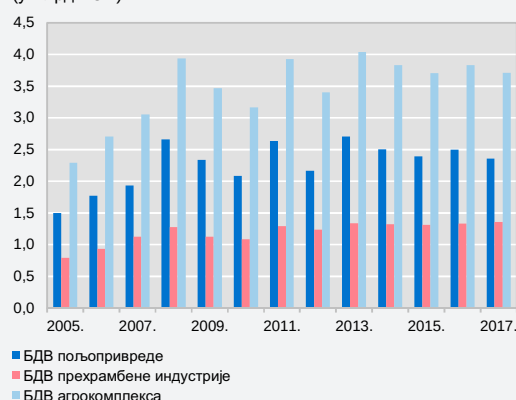
Извор: РЗС и прерачун НБС.

Графикон О.4.1. Динамика учешћа извоза у БДВ-у по делатностима агрокомплекса (у %)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

Графикон О.4.3. Динамика БДВ-а по делатностима агрокомплекса (у млрд EUR)



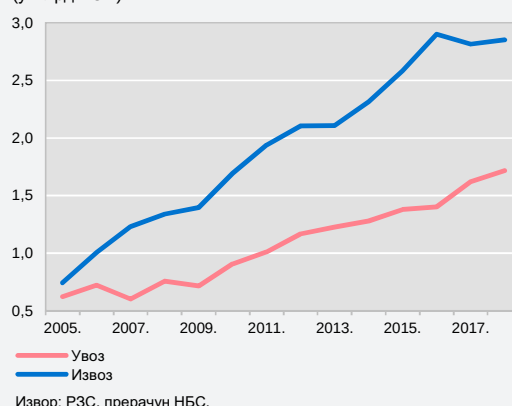
Извор: РЗС и прерачун НБС.

Остварени напредак у агрокомплексу Србије потврђују и доступни подаци о спољнотрговинској размени одређених група пољопривредно-прехрамбених производа за период 2004–2018. У посматраном периоду, извоз пољопривредно-прехрамбених производа, изражен у еврима, растао је по годишњој стопи од 11,1% у просеку, чиме је надмашио просечан раст увоза од 8,1%.¹ У односу на 2004, када су увоз и извоз били на готово истом нивоу (650 млн евра), извоз ових производа је у 2018. порастао на 2,9 млрд евра, а увоз на 1,7 млрд евра (Графикон О.4.4). **Позитиван робни салдо од преко 1,1 млрд евра (2,7% БДП-а) који је остварен у 2018. години у највећој мери је резултат растућег суфицита у размени житарица и производа на бази житарица (43,4% робног салда), затим воћа и поврћа (32,9%), пића (9,1%), чврстих биљних масти и уља (8,4%), као и производа дуванске индустрије и индустрије шећера (збирно 7,6%) (Графикон О.4.5). Услед већег увоза, у супротном смеру деловао је негативан салдо у размени кафе и рибе (збирно –0,2 млрд евра), који је, међутим, у потпуности надомештен интензивнијим извозом осталих производних група.**

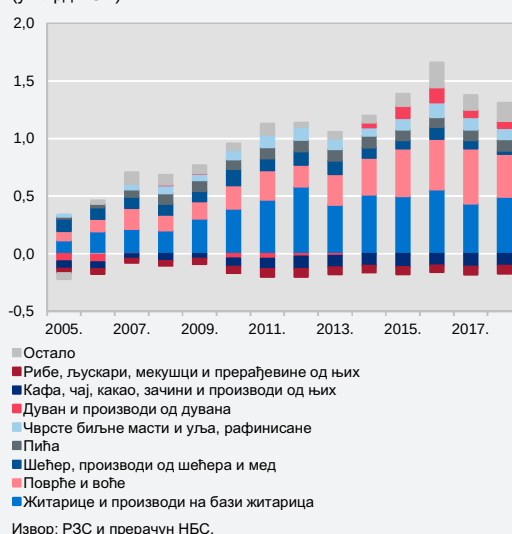
Тенденција раста извоза приметна је код свих категорија производа у оквиру агрокомплекса, са изузетком шећера и производа од шећера. Највише просечне годишње стопе раста остварио је извоз дуванских производа (35,4%), живих животиња (23,1%), уљаног семена и плодова (26,0%), рибе (19,0%), сточне хране (18,5%) и млечних производа (16,2%). Истовремено, позитивне стопе раста забележио је и увоз пољопривредно-прехрамбених производа, и то у највећој мери увоз коже и крзна (27,3%), као и меса и месних прерађевина (21,0%). И поред тога, у протеклих четрнаест година, **закључно са 2018, стопа раста извоза код 14 посматраних производних група (од укупно 18) у просеку је премашила динамику увоза тих производа. То значи да је робни салдо у делатностима агрокомплекса побољшан и повећањем производне распрострањености, посебно у области прехранбене индустрије.** На тај начин ефективније се користе компаративне предности које Србија има у овој области и даље подстиче развој производних капацитета и унапређење извозних перформанси.

На изразито брзу динамику извоза пољопривредно-прехрамбених производа указују и поређења у међународним оквирима. **Закључно са 2017, а у односу на 2004. годину, извоз ових производа из Србије, исказан у доларима, повећан је четири пута, а у свету и ЕУ28 мање од 2,5 пута (Графикон О.4.6).** Захваљујући томе, Србија је у овом периоду повећала и своје учешће у светском извозу пољопривредно-прехрамбених производа са 0,16% на 0,27%. Раст спољнотрговинског суфицита који

Графикон О.4.4. Извоз и увоз пољопривредних и прехрамбених производа у агрокомплексу (у млрд EUR)



Графикон О.4.5. Салдо робне размене по групама пољопривредних и прехрамбених производа у агрокомплексу (у млрд EUR)



¹ Спољнотрговинска размена пољопривредно-прехрамбених производа анализирана је на основу података одсека Стандардне међународне трговинске класификације (СМТК).

Србија остварује у размени пољопривредних и прехранбених производа са светом заснован је на знатном повећању извозне понуде и вишеструко је значајан:

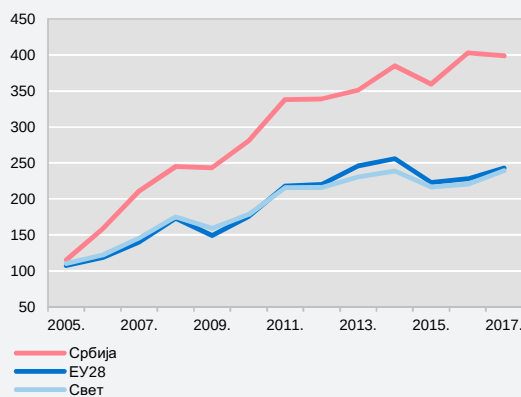
- Прво, пласман производних вишкова на светском тржишту доприноси стабилизацији домаћег тржишта пољопривредних и прехранбених производа, као и услова пословања у домену производње и прераде хране.

- Друго, увоз пољопривредних и прехранбених производа расте знатно спорије од извоза, али допуњује домаћу понуду, која постаје разноврснија и прилагођенија захтевима потрошача, при чему су релативно нижи раст и смањена волатилност цена пољопривредних и прехранбених производа од 2013, уз истовремени раст расположивог дохотка, утицали на то да се процентуално мањи део дохотка издваја за храну.

- Треће, раст суфицита у размени ових производа, заједно с претходно наведеним ефектима, доприноси повољнијој спољнотрговинској позицији земље и јачању укупне макроекономске стабилности.

С обзиром на претходно наведено, а пре свега на компаративне предности и потенцијале пољопривредне производње и производње хране, као и из године у годину растући пласман агрокомплекса на друга тржишта, може се закључити да постоји простор да агрокомплекс и у наредном периоду знатно допринесе привредном расту Србије.

Графикон О.4.6. **Извоз пољопривредних и прехранбених производа у агрокомплексу** (у текућим ценама у USD, 2004 = 100)



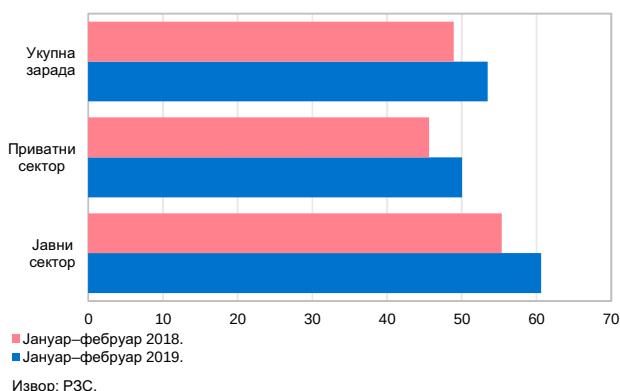
Извор: РЗС и UNCTAD.

6. Кретања на тржишту рада

Позитивна кретања на тржишту рада, која се бележе од средине 2014. године, настављена су и у Т1 2019. по основу даљег раста просечних зарада, повећања формалне запослености и смањења незапослености. Повољна кретања су забележена у готово свим привредним делатностима, што упућује на то да је опоравак тржишта рада, као и привредни раст, секторски распрострањен.

Зараде и продуктивност рада

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

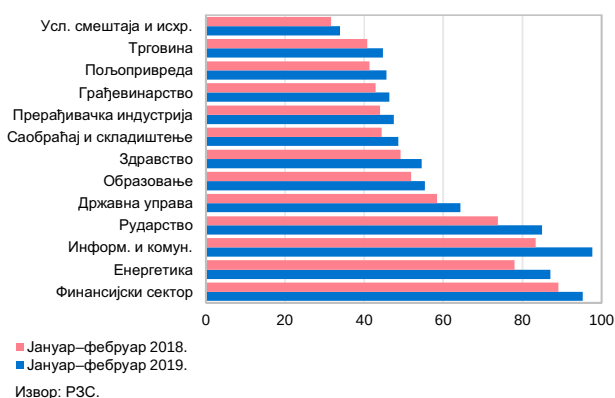


Укупна номинална нето зарада у јануару и фебруару 2019. порасла је за 9,3% мг, чему је допринео даљи раст БДП-а. Мг. раст номиналне нето зараде остварен је и у приватном сектору (9,7%) и у јавном сектору²⁰ (9,5%), на основу одлуке Владе о повећању зарада у овом сектору (7–12%) почев од јануара, као и о корекцији умањења основице за обрачун зараде на 5% код корисника јавних средстава.²¹ Просечна номинална нето зарада обрачуната за јануар и фебруар износила је 53.474 динара, односно 452 евра.

Као и током највећег дела 2018, и у јануару и фебруару ове године **забележен је мг. раст номиналне нето зараде у свим привредним делатностима**. Највиши ниво и процентуални раст зарада у овом периоду регистрован је у услугама информисања и комуникација, рударству и енергетици, као и у финансијском сектору. Раст се бележи и у делатностима државне управе, здравствене и социјалне заштите и образовања, доминантно услед раста зарада у јавном сектору. У истом периоду, зараде су повећане и у делатностима пољопривреде, трговине, саобраћаја, грађевинарства и прерађивачке индустрије, што знатно доприноси расту потрошачке тражње.

Наставак повољних кретања на тржишту рада у протекле четири године, која се огледају у расту зарада и запослености, одражава се и на повећање укупне номиналне нето масе зарада, која је у јануару и фебруару у просеку била за 14,2% виша него у истом периоду претходне године. Томе је допринела виша номинална нето маса зарада и у приватном и у јавном сектору.

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



²⁰ За потребе обрачуна просечних зарада, Републички завод за статистику у јавни сектор сврстава: јавна државна предузећа, јавна локална предузећа, администрацију на свим нивоима, државне установе које обављају делатност здравствене и социјалне заштите, образовања и културе.

²¹ У складу са Законом о изменама и допуни Закона о привременом уређивању основица за обрачун и исплату плата, односно зарада и других сталних примања код корисника јавних средстава.

У протеклој години повећана је продуктивност укупне економије, док је од почетка 2019, према прелиминарној процени, она благо смањена.

Запосленост

Претходни резултати на пољу смањења незапослености и раста запослености одразили су се на благо спорију динамику м. стопе раста укупне формалне запослености у Т1, која је у просеку износила 2,7%. То је резултат даљег пораста броја запослених код правних лица, као и повећања броја предузетника и запослених код њих, док је у супротном смеру деловало смањење броја индивидуалних пољопривредника.²²

Посматрано по делатностима, расту броја запослених у Т1 и даље у највећој мери доприносе прерађивачка индустрија, грађевинарство и трговина, као и остале делатности услужног сектора, у коме се бележи и највећи раст зарада у посматраном периоду. Мањи број формално запослених у Т1 регистрован је у пољопривреди и енергетици, као и у делатностима државне управе и здравствене и социјалне заштите, због наставка спровођења поступка рационализације у оквиру јавног сектора.²³

Током Т1 настављен је пад регистроване незапослености на м. нивоу, што је у складу с повећањем броја формално запослених. Смањењу броја незапослених доприноси и унапређење инвестиционог и пословног амбијента у земљи, као и предузимање активних мера и програма запошљавања на тржишту рада.²⁴ Према евиденцији Националне службе за запошљавање, на крају Т1 било је 568.514 незапослених, што је за 49.808 лица мање него у истом периоду прошле године. Притом, број незапослених у протекле четири године, закључно с марту 2019, смањен је за готово четвртину (за око 173.000 лица). Поред тога, незапосленост је на м. нивоу смањена у свим групама занимања, а највише међу оним повезаним с прерађивачком индустријом, трговином, угоститељством и туризмом, као и с пољопривредом. Такође, као резултат већег запошљавања, у Т1 је смањен број незапослених и у областима саобраћаја и грађевинарства.

²² Према подацима Републичког завода за статистику, добијеним из базе Централног регистра обавезног социјалног осигурања.

²³ У складу са Законом о начину одређивања максималног броја запослених у јавном сектору.

²⁴ Активне мере и програми запошљавања укључују: услуге посредовања у запошљавању, каријерно вођење и саветовање, подршку samozapošljavanja, додатно образовање и обуке, посебне програме за младе у процесу транзиције из система образовања на тржиште рада и др.

Табела IV.6.1. Кретања формалне запослености и незапослености

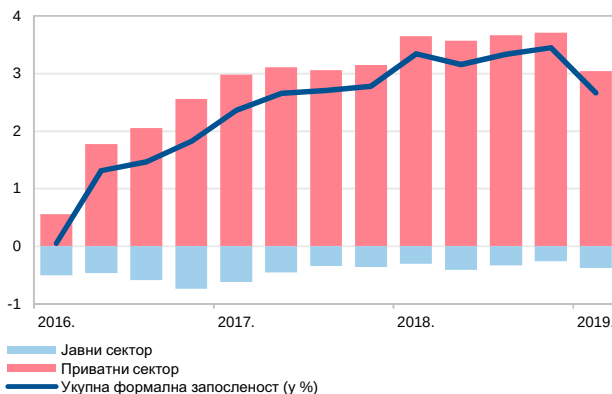
(м. стопе раста, просек периода)

	2018.			2019.
	T2	T3	T4	T1
Укупан број формално запослених	3,2	3,3	3,4	2,7
Запослени код правних лица	3,1	3,2	3,4	2,6
Приватни предузетници и запослени код њих	6,2	6,7	6,4	5,3
Индивидуални пољопривредници	-7,7	-8,2	-8,3	-8,3
Незапослени	-10,1	-10,5	-10,8	-9,1
Први пут траже запослење	-10,8	-10,9	-11,5	-1,6
Били у радном односу	-9,7	-10,3	-10,5	-12,7

Извор: РЗС и Национална служба за запошљавање.

Графикон IV.6.3. Структура м. раста укупне формалне запослености

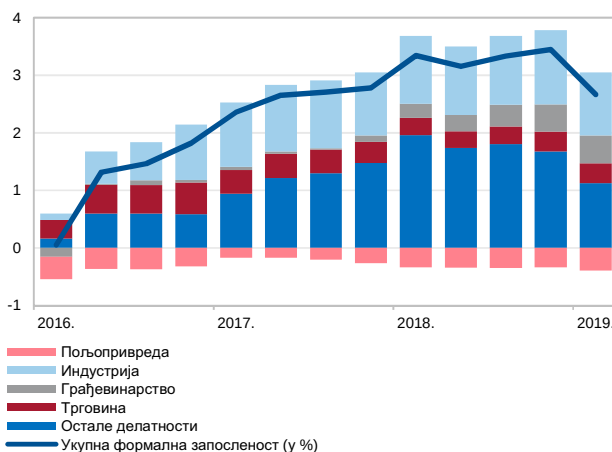
(у п.п., просек периода)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

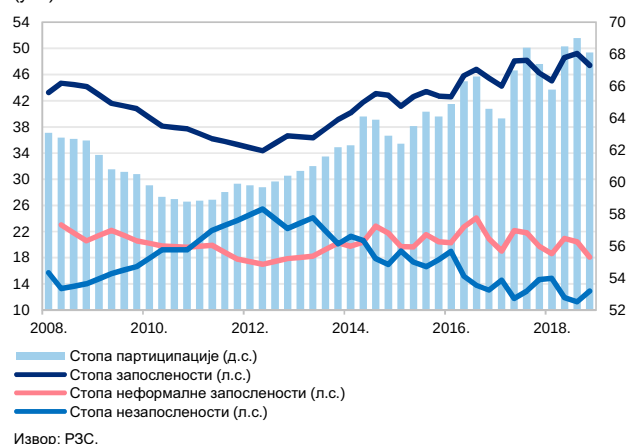
Графикон IV.6.4. Допринос м. расту укупне формалне запослености по делатностима

(у п.п., просек периода)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

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



Резултати **Анкете о радној снази**, која омогућава оцену динамике и на неформалном делу тржишта рада, указују на повољна кретања током 2018. То се односи, пре свега, на раст стопе партиципације становништва радног узраста (15–64 године), која је на нивоу просека 2018. достигла 67,9%, што је за 1,2 п.п. више него у 2017, као и на повећање стопе укупне запослености за 0,9 п.п., на 47,6% у просеку. У односу на претходну годину, у 2018. је смањена и просечна стопа незапослености – за 0,8 п.п., на 12,7%, као и стопа дугорочне незапослености – за 0,6 п.п., на 7,6% у просеку. То су **најниже стопе незапослености откад постоје упоредиви подаци**. Уз то, незапосленост је у просеку наставила да се смањује и међу младом популацијом (15–24 године) – за 2,2 п.п., на 29,7% у 2018. Смањена је и тзв. стопа *NEET*, на 16,5% у 2018. (са 17,2% у 2017). Овом стопом мери се удео младих који нити раде нити су у процесу образовања у укупној популацији младих лица.²⁵

7. Међународно окружење

Успоравање раста зоне евра, услед слабљења екстерне тражње и активности у појединим земљама (првенствено Немачкој и Италији), одразило се на слабије изгледе раста у кратком року, док ће у средњем року превладати позитиван утицај макроекономских фундамената. У претходном периоду земље средње и југоисточне Европе оствариле су солидан раст, вођен домаћом тражњом, што се прогнозира и за ову годину. Иако је крајем 2018. привреда САД успорила, услед нижег доприноса личне потрошње и инвестиција у основна средства, у 2019. се очекује наставак раста БДП-а, пре свега по основу изузетно повољних трендова на тржишту рада.

Успоравање глобалног привредног раста и изостанак знатнијих инфлаторних притисака одражава се на спорију нормализацију монетарних политика водећих централних банака од претходно очекиване. Тако измењен карактер монетарних политика водећих централних банака, уз назнаке о постизању договора између САД и Кине у погледу трговинских односа, определио је и повољније глобалне финансијске услове од почетка 2019.

²⁵ У прилог томе говори и извештај *Трендови на тржишту рада на Западном Балкану 2019*, који су припремили Светска банка и Бечки институт за међународне економске студије.

Економска активност

Након што је у 2017. и почетком 2018. снажно расла, **светска привреда** је у П2 2018. успорила раст, пре свега услед деловања низа фактора у водећим светским привредама (успоровање раста Кине и зоне евра, трговинске тензије и др.). Према проценама ММФ-а из априла, раст светске привреде ће бити спорији и у П1 2019, док се израженији раст очекује у П2, чему ће допринети спорија нормализација монетарних политика водећих централних банака, снажнији фискални и монетарни подстицаји кинеској привреди, побољшани изгледи за решавање трговинских односа између САД и Кине, ишчезавање привремених застоја у зони евра, као и постепена стабилизација услова у појединим земљама у успону (Турска и Аргентина). Будући да евентуална ескалација трговинских тензија, као и с њом повезана неизвесност у вођењу економских политика, може додатно успорити глобални раст, ризици пројекције и даље остају асиметрични наниже.

БДП зоне евра у Т4 је порастао за 0,2% дсз. (након 0,1% дсз. у Т3), што је био најнижи раст од Т2 2014. Мг. посматрано, раст је успорен са 1,6% у Т3 на 1,2% у Т4. Лошији резултати зоне евра током П2 2018. последица су смањења екстерне тражње, услед успоровања светске привреде, као и фактора специфичних за поједине земље и секторе. Раст је пре свега успорио у Немачкој, где је услед мањег извоза аутомобилске индустрије БДП у Т4 остао на нивоу из Т3, и у Италији²⁶, у којој је два тромесечја заредом смањена економска активност за по 0,1% дсз.

Динамика водећих показатеља економске активности – *PMI Composite*, који је у Т1 у просеку износио 51,5 поена²⁷ и индекс економских услова (*Economic Sentiment Indicator*) од 106 поена²⁸, што је најнижи ниво у протекле четири године – указивала је на то да раст зоне евра неће убрзати у Т1. Међутим, према прелиминарној процени Eurostat-а, раст је убрзао на 0,4% дсз. Такође, према расположивим подацима, Италија је изашла из техничке рецесије и њен раст у Т1 износио је 0,2% дсз. На тржишту рада настављена су повољна кретања, тако да је стопа незапослености у зони евра почетком године пала на најнижи ниво још од октобра 2008 – 7,7% у марту.

²⁶ Италија и Немачка су најважнији спољнотрговински партнери Србије унутар зоне евра.

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

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

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



Извор: Eurostat.

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

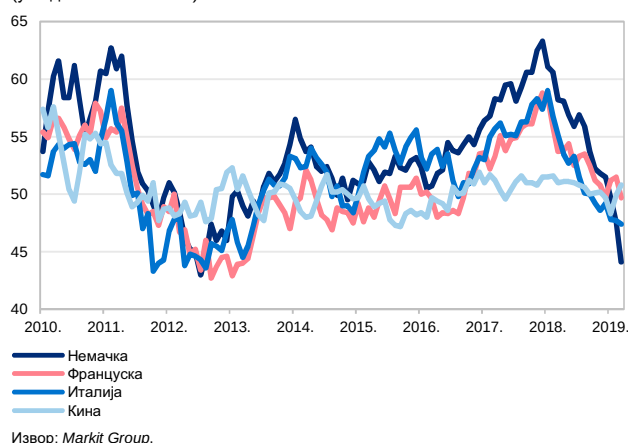


Извор: Eurostat, Markit Group, Banca d'Italia и Европска комисија.

* Прелиминарна процена Eurostat-а за Т1 2019.

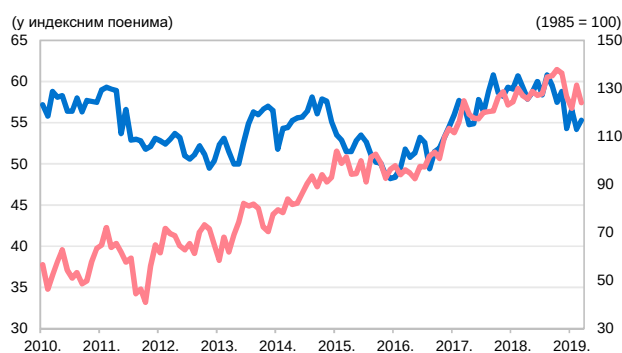
** ESI је стандардизован у односу на PMI.

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



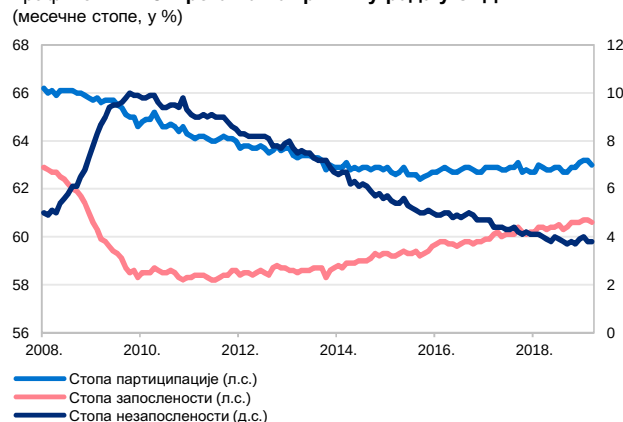
Извор: Markit Group.

Графикон IV.7.4. Водећи економски показатељи у САД



Извор: Institute for Supply Management, Conference Board.

Графикон IV.7.5. Кретања на тржишту рада у САД



Извор: Bureau of Labor Statistics.

Мартовска **пројекција ЕЦБ-а** указује на то да ће у кратком року комбинација глобалних фактора (као што су протекционизам и Брегзит) и фактора специфичних за поједине земље зоне евра утицати на успоравање економске активности. Ипак, оцењено је да ће се негативни ефекти тих фактора исцрпљивати у средњем року, као и да ће макроекономски фундаменти и даље подржавати раст зоне евра. Међу њима су издвојени експанзивни карактер монетарне политике, раст зарада, опоравак екстерне тражње и у одређеној мери фискална попуштања. На основу тога, ЕЦБ је изнела оцену да ће раст зоне евра који се прогнозира на 1,1% у 2019. бити убрзан на 1,6% у 2020. и 1,5% у 2021. години.

Привреда САД је у Т4 успорила раст на 0,5% дсз., тј. на 2,2% на годишњем нивоу. Премда су пружице нижи допринос од претходног тромесечја (збирно 2,3 п.п.), лична потрошња и инвестиције у основна средства и даље су највише подржавале раст БДП-а. Насупрот томе, негативан допринос расту потекао је од државне потрошње и нето извоза (по -0,1 п.п.). Према прелиминарној оцени Бироа за економске анализе, раст БДП-а је у Т1 убрзан на 0,8% дсз., односно на 3,2% на годишњем нивоу. **ФЕД** је у марту изнео процену да ће америчка привреда наставити са солидним растом у остатку године, при чему је средњорочна пројекција благо ревидирана наниже у односу на децембар. У поређењу с претходним пројекцијама, ММФ је у априлу ревидирао прогнозе раста САД – наниже у 2019. (за 0,2 п.п., на 2,3%), односно навише у 2020. (за 0,1 п.п., на 1,9%).

Даљем привредном расту САД у највећој мери доприносиће повољна кретања на тржишту рада, будући да је стопа партиципације у Т1 у просеку износила 63,1%, а стопа запослености 60,7%, чиме је премашен ниво с краја прошле године. Поред тога, стопа незапослености је у марту пала близу најнижег нивоа (3,8%) у протеклих готово пола века. ФЕД оцењује да ће стопа незапослености током ове године наставити да пада испод природне стопе незапослености.

Према априлском *Consensus Forecast-u*, **регион средње Европе** је у 2018, као и годину дана раније, остварио раст од 4,5%. И током 2019. очекује се раст региона на здравим основама, вођен приватном потрошњом, подржаном позитивним кретањима на тржишту рада. Уз то се очекује и даљи раст фиксних инвестиција, иако би он могао успорити услед мањих прилива из фондова

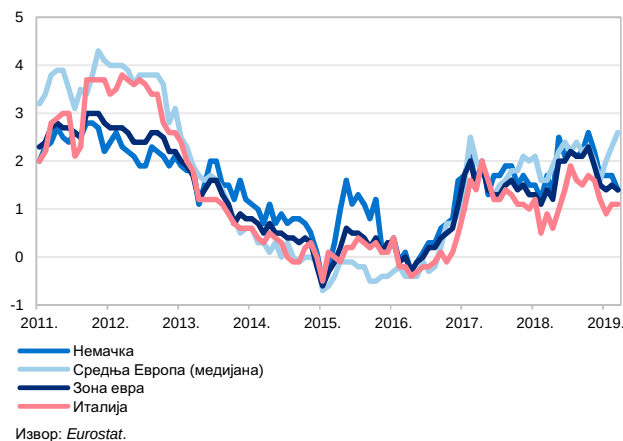
ЕУ. И поред тога што се прогнозира успоравање глобалне економске активности, Пољска, Чешка и Мађарска, као водеће економије региона, наставиће да бележе раст БДП-а базиран на снажној домаћој тражњи. У односу на јануарске прогнозе, *Consensus Forecast* није мењао процену раста овог региона у 2019. од 3,5%, док је за 2020. процена благо ревидирана навише, за 0,1 п.п., на 3,1%.

Стабилни макроекономски фундаменти и даље обезбеђују раст **региона југоисточне Европе**. У односу на јануар, *Consensus Forecast* је у априлу благо кориговао наниже процене раста региона у 2019. (за 0,1 п.п.) и 2020. (за 0,2 п.п.), на 3,1% и 2,8%, респективно. Међутим, стручни прогнозери очекују да Србија остане једна од најбрже растућих земаља региона и у 2019, чему ће доприносити снажна домаћа тражња, приливи СДИ и позитивна кретања на тржишту рада.

Привреда Русије је у 2018. остварила највиши раст у последњих шест година (2,3%), пре свега као резултат раста прерађивачке индустрије и рударства, као и започетих пројеката у грађевинарству. У супротном смеру је деловала слабија прошлогодишња пољопривредна сезона. Очекује се да умерени раст домаће тражње, вођен финалном потрошњом, као и благи опоравак екстерне тражње, настави да подстиче привредни раст и у П1 2019. Након тога, прогнозира се убрзање раста по основу јавних инвестиција и позитивних ефеката реализације националних пројеката. ММФ у априлу није мењао јануарске процене раста руског БДП-а – 1,6% и 1,7% у 2019. и 2020. години, респективно.

БДП Кине успорио је раст у П2 2018. услед трговинских напетости са САД и пооштравања финансијске регулативе, како би се ограничило финансијско посредовање „у сенци”, што је смањило улагања у инфраструктурне пројекте. Централна банка Кине је затим повећала ликвидност банкарског сектора ублажавањем регулаторних захтева, а влада је наставила да пружа фискалне подстицаје и у 2019, како би умањила негативне ефекте царина уведених од стране САД. Према прелиминарној процени, кинеска привреда је у Т1 остварила раст од 6,4% на годишњем нивоу, колико је износио и у Т4. ММФ прогнозира успоравање економске активности у Кини у овој и наредној години (на 6,3% и 6,1%, респективно), првенствено ако не попусте трговинске тензије.

Графикон IV.7.6. Кретање хармонизованог индекса потрошачких цена по земљама (мг. стопе, у %)



Графикон IV.7.7. Кретање индекса потрошачких цена за изабране земље (мг. стопе, у %)



Кретање инфлације

Просечна мг. инфлација у **зони евра** успорила је са 1,9% у Т4 2018. на 1,4% у Т1 2019, пре свега услед нижег доприноса цена енергената, док је базна инфлација, као и у 2018, износила 1%. Према оцени ЕЦБ-а, трошковни притисци расту у условима високе искоришћености капацитета и смањења незапослености, али се то још увек није пренело на базну инфлацију, због тога што предузећа апсорбују раст трошкова смањењем профитних маргина како би остала конкурентна. Додатни фактор ниске базне инфлације, пре свега цена индустријских производа без енергије, посебно трајних добара, јесте успоравање увозне инфлације у претходне две године услед номиналне ефективне апрецијације евра. У средњем року, ЕЦБ очекује постепен раст базне инфлације, подстакнут експанзивним мерама монетарне политике и даљим, иако споријим, привредним растом, што би требало да омогући предузећима да поново остваре пређашње профитне маргине. Према прелиминарној процени Eurostat-а, укупна инфлација у зони евра је у априлу порасла на 1,7%, а базна на 1,2%.

Када је реч о главним спољнотрговинским партнерима Србије, просечна мг. инфлација, мерена хармонизованим индексом потрошачких цена, у **Немачкој** је снижена са 2,2% у Т4 на 1,6% у Т1, што је најнижи ниво у претходној години дана, а у **Италији** са 1,5% на 1,0% у истом периоду, тј. на најнижу вредност у претходна три тромесечја. С друге стране, просечна мг. инфлација у већини земаља **средње Европе** порасла је или стагнирала у Т1. Просечна мг. инфлација, мерена хармонизованим индексом потрошачких цена, највише је порасла у Чешкој (за 0,6 п.п.), на 2,3% у Т1, пре свега услед раста зарада.

Међу земљама региона **југоисточне Европе**, просечна мг. инфлација у Т1 је била најнижа у Хрватској и Црној Гори (0,5%), а највиша у Румунији (3,7%). Просечна мг. инфлација у **Русији** је порасла са 3,9% у Т4 на 5,2% у Т1 (што је њен највиши ниво од почетка 2017) услед раста цена хране, слабљења рубље из П2 2018. и повећања стопе ПДВ-а од 1. јануара 2019. Инфлација у **Турској** је успорена са 22,4% у Т4 2018. на 19,9% мг. у просеку у Т1 2019, као резултат поштравања монетарне политике у претходном периоду.

Мерено индексом издатака за личну потрошњу, укупна инфлација у **САД** је са 1,9% мг. у просеку у Т4 снижена на 1,4% мг. у Т1 2019, вођена пре свега падом

цене енергената. По искључењу цена хране и енергије, инфлација је благо снижена, са 1,9% м.г. у просеку у Т4 на 1,7% м.г. у Т1 2019.

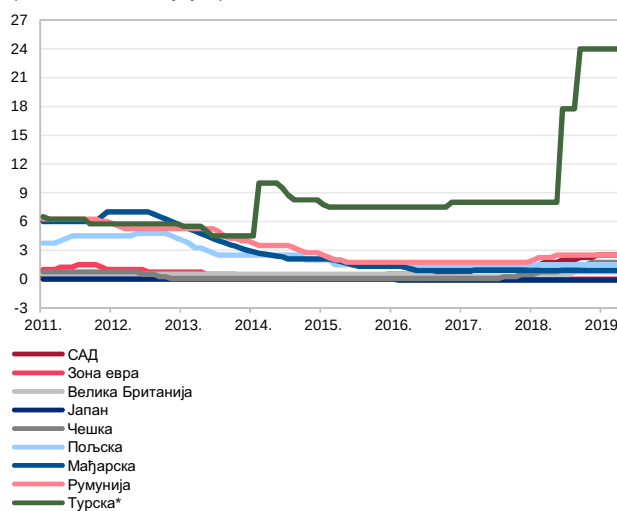
Монетарна политика

Током Т1 2019, водеће централне банке заузеле су нешто опрезнији став када је реч о нормализацији монетарне политике у условима слабијих изгледа привредног раста и инфлације. **ЕЦБ** је изменила смернице у погледу задржавања каматних стопа на рекордно ниским нивоима, па се сада, уместо до краја лета, очекује да оне остану непромењене најмање до краја 2019, а у сваком случају, колико год је потребно да се обезбеди одрживо кретање инфлације ка циљу од испод, али близу 2% у средњем року. Такође, ЕЦБ ће наставити да реинвестира главницу доспелих хартија у оквиру програма куповине активе, који је окончан у децембру, и након подизања референтне стопе, а у сваком случају, колико год је неопходно да се очувају повољни услови ликвидности и задовољавајући степен монетарног прилагођавања. Поред тога, ЕЦБ је у марту најавила да ће од септембра ове године до марта 2021. спроводити нову рунду тромесечних циљаних дугорочних операција рефинансирања банака (*TLTRO III*), сваку с роком доспећа од две године. Циљ тих операција је да се очувају повољни услови задуживања и олакша пренос ефеката мера монетарне политике.

Током Т1 измењена је и реторика **ФЕД**-а у погледу будуће монетарне политике, при чему је истакнуто да ће ФЕД бити стрпљив и флексибилан при њеном спровођењу. Циљани распон референтне стопе је, након повећања у децембру, у Т1 задржан на 2,25–2,50%. Притом, за разлику од децембра, када су се очекивала два повећања, већина чланова *FOMC*-а сада не очекује његово повећање до краја 2019. Опрезнија монетарна политика огледа се и у флексибилнијем приступу у погледу смањивања биланса стања ФЕД-а. Према новом плану нормализације биланса стања, објављеном у марту, смањивање реинвестирања доспеле главнице ће са досадашњих 50 млрд долара месечно бити успорено на 35 млрд долара месечно почевши од маја, да би након септембра 2019. било окончано, а реинвестирање настављено пре свега у корист државних хартија.

Слабији изгледи привредног раста и инфлације у зони евра и измењене смернице о монетарној политици водећих централних банака условили су и опрезнију монетарну политику већине централних банака региона.

Графикон IV.7.8. Кретање референтних стопа по земљама (на годишњем нивоу, у %)

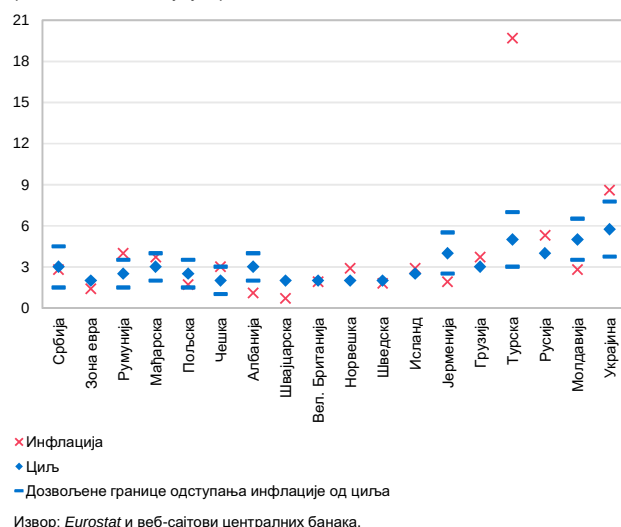


Извор: централне банке одабраних земаља.

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

Централна банка **Чешке** је оценила да је раст инфлације, која се кретала у горњем делу циљаног коридора, привременог карактера, па је током Т1 задржала референтну каматну стопу на 1,75%. Повратак инфлације на циљ од 2% очекује се у П2, при чему су ризици пројекције уравнотежени. Као и у П2 2018, централна банка **Румуније** је током Т1 задржала референтну стопу на 2,5%, упркос паду вредности румунског леја на историјски минимум и неочекиваном расту инфлације изнад циљаног распона. Референтну каматну стопу задржала је и централна банка **Пољске** (на нивоу од 1,5%, колико износи од марта 2015). Већина чланова извршног одбора сматра да ће она остати стабилна и у наредном периоду, али су поједини чланови изнели став да би најављена фискална експанзија могла да захтева њено повећање чак и у овој години.

Графикон IV.7.9. **Инфлација и циљ по земљама у марту 2019.**
(на годишњем нивоу, у %)



Централна банка **Турске** такође није мењала референтну каматну стопу у Т1 и она се од краја Т3 2018. налази на нивоу од 24%. Мере монетарне политике су допринеле успоравању инфлације, али је она и даље знатно изнад инфлационог циља од $5 \pm 2,0\%$. Током марта, привремено су суспендоване једнонедељне репо операције, што је банке преусмерило на коришћење кредитних олакшица по стопи од 25,5%, чиме је референтна стопа тада ефективно повећана за 150 б.п. Међутим, већ почетком априла централна банка поново је започела спровођење главног инструмента, па је овај ефекат неутралисан.

Након што је у децембру повећала референтну стопу на 7,75%, централна банка **Русије** је није мењала у Т1, што је у складу са очекивањима аналитичара. Оцењује се да је повећање стопе из децембра највероватније довољно да се инфлација врати ка циљу од 4% у П1 2020, при чему се не искључује ни могућност снижавања референтне стопе у 2019.

Централна банка **Мађарске** је у марту повећала стопу на преконоћне депозитне олакшице, са $-0,15\%$ на $-0,05\%$, што је први корак ка нормализацији монетарне политике, при чему је задржала референтну стопу на 0,9%. Та одлука је донета ради очувања ценовне стабилности, с обзиром на то да се укупна инфлација креће око циља од 3% од средине 2018, а да је почетком 2019. циљ достигла и базна инфлација. С друге стране, централна банка је најавила нову стимулативну меру – програм куповине корпоративних обвезница у износу од 300 млрд форинти почевши од јула, како би поспешила разноврсност извора финансирања предузећа.

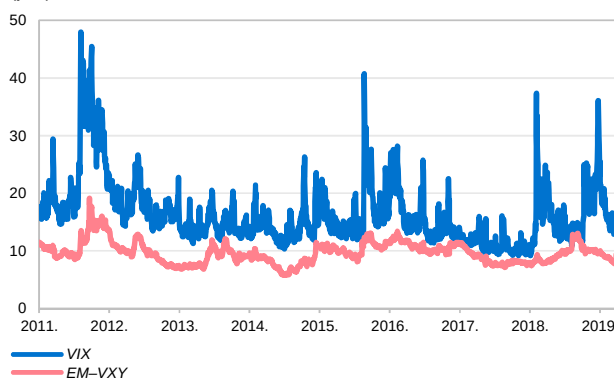
Финансијска и робна тржишта

Током Т1 тржишта акција су се опоравила, а волатилност на финансијским тржиштима знатно је смањена. Имплицитна мера волатилности финансијских тржишта (*VIX*) смањена је у Т1 за 11,7 п.п., на 13,7%, док је волатилност валута земаља у успону, мерено *ЕМ-VXY*, смањена за 0,5 п.п., на 9,2%. Стабилизацији кретања на финансијским тржиштима у знатној мери допринели су изгледи да ће нормализација монетарне политике ФЕД-а бити знатно спорија него што је претходно најављено, што је сигнал тржиштима да ће предузећима и даље бити релативно лако да сервисирају своје обавезе. Такође, назнаке о постизању договора између САД и Кине о трговини утицале су на већу спремност инвеститора да улажу у ризичнију активу. Повољна кретања настављена су и током априла, када је *ЕМ-VXY* смањен за додатна 1,2 п.п., а *VIX* за 0,6 п.п.

Најава званичника ФЕД-а да ће бити стрпљивији и опрезнији у одлукама о променама каматне стопе одразили су се и на приносе на десетогодишње државне обвезнице у САД, који су се у Т1 смањили за 0,3 п.п., на 2,4%, што је најнижи ниво од краја 2017. Забринутост око успоравања глобалног привредног раста допринела је расту улагања у америчке државне ХоВ, које се сматрају сигурном активом, при чему је дошло и до инверзије дела криве приноса, што је додатно подстакло страховања од рецесије. Приноси на десетогодишње немачке државне обвезнице, које се такође сматрају сигурном активом, крајем Т1 су, први пут од октобра 2016, ушли у негативну зону и крајем Т1 износили су -0,07%. Пад приноса последица је успоравања производног сектора у Немачкој, рецесије у Италији у П2 2018. и генерално слабијих изгледа за привредни раст и инфлацију у зони евра, као и политичког ризика услед Брежита и поновних неслагања између Владе Италије и Европске комисије у вези с буџетом. Смањени су и приноси на упоредиве хартије и других развијених европских земаља, који су крајем Т1 варирали од 0,2% у Аустрији до 3,7% у Грчкој. Приноси на државне десетогодишње ХоВ Немачке су у априлу благо порасли (за 0,1 п.п.) и тиме поново постали позитивни, а како су приноси на упоредиве ХоВ САД порасли за исти износ, разлика између њих је остала непромењена у односу на крај Т1 (2,5 п.п.).

Након слабљења у 2018, водеће светске валуте које су према долару ојачале у Т1 јесу британска фунта (3,2%), чему је допринела перцепција финансијских учесника да је смањен ризик Брежита без договора, и

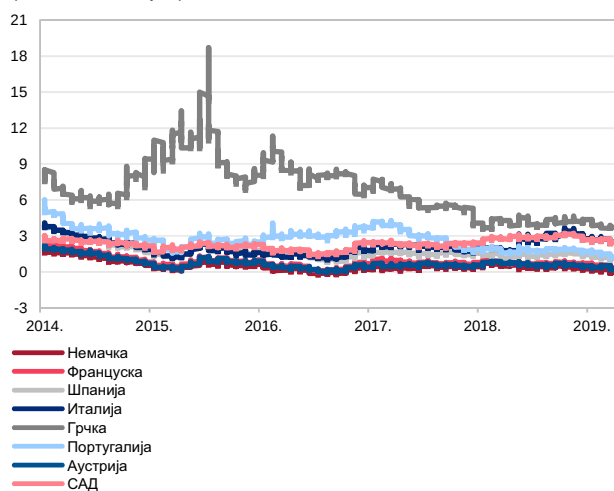
Графикон IV.7.10. Имплицитна волатилност међународног финансијског тржишта* (у %)



Извор: Блумберг.

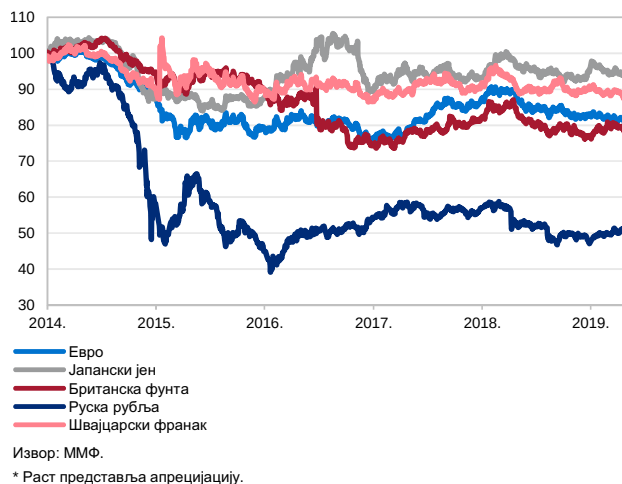
* *VIX* (Chicago Board Options Exchange Market Volatility Index) мера је имплицитне волатилности S&P 500 индекса опција; *EM-VXY* (JPMorgan emerging markets implied volatility index) мера је агрегатне волатилности валута земаља у успону на бази тромесечних форвард опција.

Графикон IV.7.11. Принос на десетогодишње обвезнице по земљама (дневни подаци, у %)

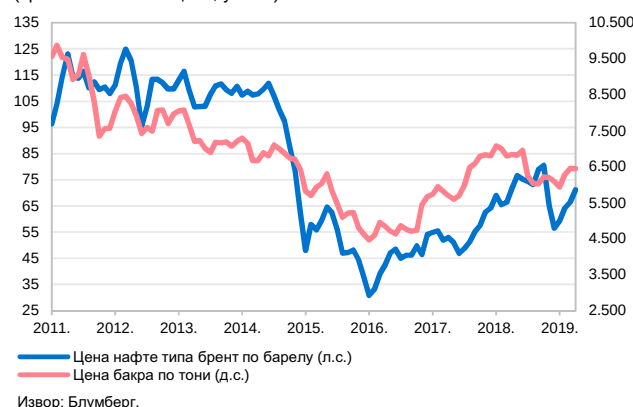


Извор: Блумберг.

Графикон IV.7.12. Кретање курсева одређених националних валута према долару*
(дневни подаци, 31. 12. 2013 = 100)



Графикон IV.7.13. Кретање цена нафте и бакра
(просечне месечне цене, у USD)



Графикон IV.7.14. Индекс цена примарних производа
(2010 = 100)



руска рубља (7,4%), делом као последица подизања референтне стопе из П2 претходне године. С друге стране, према долару су у Т1 ослабили евро (1,9%), швајцарски франак (1,5%) и јапански јен (0,1%). **Слабљење евра према долару** последица је релативно слабијих изгледа привредног раста зоне евра и раста улагања у долар као сигурну валуту.

Иако споријим темпом него у Т4, **цена злата** наставила је да расте и у Т1 2019. (1,3%). Неизвесност услед успоравања светске привреде и пад приноса на другу сигурну активу, који су у одређеним случајевима постали чак и негативни, допринели су већој атрактивности злата и расту његове цене. Иако је у априлу смањена цена злата (1,0%), она је и даље виша него крајем 2018.

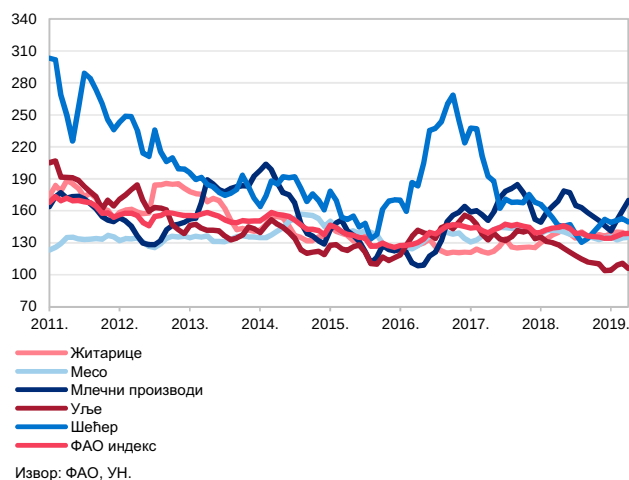
Након што је крајем децембра пала на 53 долара по барелу, **цена нафте на светском тржишту** поново је расла током Т1 2019. и крајем тромесечја достигла 68 долара по барелу, али и даље није прешла четворогодишњи максимум с почетка Т4 (86 долара по барелу). Иако је производња у САД наставила да расте, расту цене нафте у знатној мери допринели су други фактори на страни понуде – смањење производње у Саудијској Арабији и другим чланицама *OPEC*-а, као и пад производње у Венецуели и Ирану услед санкција САД. На страни тражње, расту цене нафте допринели су и већи изгледи за постизање трговинског договора између САД и Кине, што би се позитивно одразило на глобални привредни раст. Током априла цена нафте је порасла на 72 долара по барелу, услед одлуке САД да се укине изузеће од санкција за земље које и даље купују нафту од Ирана, најаве Саудијске Арабије да би смањење производње чланица *OPEC*-а могло да се настави и након јуна, тј. до краја 2019, као и раста политичке нестабилности у Венецуели.

Према индексу цена примарних производа Светске банке, **цене метала и минерала** опоравиле су се током Т1 и биле више за 6,6% него крајем 2018. Иако је привредни раст Кине, која је највећи светски потрошач метала и минерала, успорио, очекивања да ће фискални подстицаји кинеске владе и напредак у трговинским преговорима САД и Кине подржати економску активност определили су раст њихове цене. Снажан раст забележила је цена руде гвожђа (14,1% у Т1) услед пуцања рударске бране у Бразилу, што може условити продужен застој у раду појединих рудника и одлагање нових пројеката. Цена бакра је

порасла за 8,7%, подржана смањеном понудом на светском тржишту.

Мерено ФАО индексом, **светске цене хране** су се, након смањења у Т4 (1,9%), у Т1 опоравиле и крајем тромесечја биле више за 3,4% него на крају 2018. Овај раст био је вођен, пре свега, растом цена млечних производа (20,2%), у ишчекивању сезонског смањења производње. Порасле су и цене уља, за 1,4%, услед сезонског смањења производње палминог уља од стране водећих светских произвођача и снажне тражње, као и ограничених светских залиха сојиног и сунцокретовог уља. Благо су порасле и цене шећера (0,5%) и меса (0,1%), док су смањене цене житарица (–1,8%), услед високих залиха, слабије тражње и добрих изгледа у овогодишњој жетви пшенице, као и услед очекивања добре жетве кукуруза у Аргентини.

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



V. Проекција инфлације

И према мајској централној пројекцији, очекујемо да ће м.г. инфлација наставити да се креће у границама циља до краја периода пројекције, и то највероватније у доњем делу циљаног распона. Притом, након достизања централне вредности циља у априлу, она ће имати силазну тенденцију да би се близу доње границе циља нашла током П1 наредне године, а потом започела постепен повратак ка централној вредности циља.

Такво кретање инфлације у великој мери ће одредити базни ефекат цена поврћа, док ће у супротном смеру деловати раст агрегатне тражње. Поред тога, требало би да дезинфлаторни ефекти раније апрецијације динара постепено слабе, а раст регулисаних цена да буде нешто бржи него претходних година. Неизвесност у погледу остварења пројекције инфлације односи се пре свега на кретања на међународном робном и финансијском тржишту, а у одређеној мери и на раст регулисаних цена, при чему ризике остварења пројекције инфлације, заједно посматрано, оцењујемо као симетричне.

Имајући у виду кретање показатеља од почетка године и очекивања за наредни период, прогнозу раста БДП-а за 2019. задржали смо на 3,5%, уз незнатно измењену структуру. Као и у претходној пројекцији, очекујемо да ће раст БДП-а бити у потпуности вођен домаћом тражњом, чији је позитиван допринос повећан као резултат повољнијих кретања краткорочних показатеља финалне потрошње и инвестиција приватног сектора и државе. С друге стране, као последица неповољнијих кретања у међународном окружењу, негативан допринос нето извоза нешто је већи од претходне пројекције. Посматрано с производне стране, очекујемо наставак раста у услужним секторима, индустрији и грађевинарству, док ће пољопривреда највероватније негативно допринети због деловања базног ефекта. У средњем року, очекујемо да се раст БДП-а убрза на око 4%, претежно вођен инвестицијама, извозом, као и растом потрошње домаћинства на одрживим основама. Ризике пројекције БДП-а у средњем року оцењујемо као симетричне, при чему у кратком року, тј. током 2019, ризике који потичу из међународног окружења оцењујемо као асиметричне наниже, док су ризици који потичу из домаћег окружења асиметрични навише.

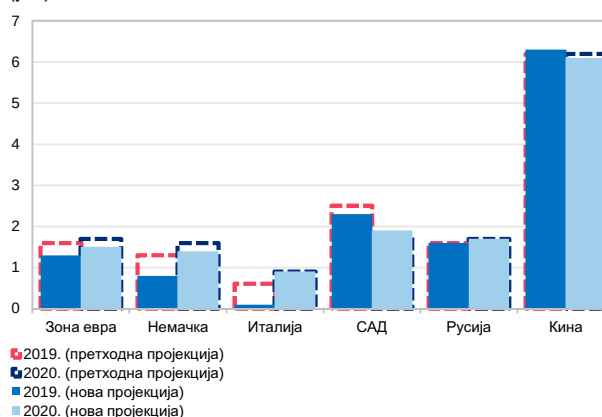
Средњорочна пројекција инфлације приказује пројектовано кретање инфлације (ИПЦ) у наредном периоду, основне факторе који ће одређивати то кретање, као и ризике њеног остварења. Пројекција инфлације приказује се у виду распона и централне пројекције. Претпоставка пројекције је да монетарна политика својим 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.

Претпоставке пројекције

Екстерне претпоставке

Изгледи за **глобални привредни раст** за ову годину поново су смањени, под утицајем више фактора који ограничавају раст од П2 прошле године. Међу њима најзначајнији фактори су трговинске тензије између САД и Кине, рецесија у Аргентини и Турској, успоравање зоне евра и застоји у производњи аутомобилске индустрије Немачке (због увођења нових стандарда о емисији штетних гасова), рестриктивнија кредитна политика у Кини, као и постепена нормализација монетарних политика водећих централних банака. Према априлској

Графикон V.0.1. Ревизија прогноза реалног раста БДП-а за 2019. и 2020. ММФ-а (у %)



Извор: ММФ WEO (април 2019) и ММФ WEO Update (јануар 2019).

Табела V.0.1. Најважније претпоставке пројекције

	2019.		2020.		2021.
	Феб.	Мај	Феб.	Мај	Мај
Екстерне претпоставке					
Извештаја о инфлацији					
Раст БДП-а у зони евра	1,5%	1,1%	1,4%	1,6%	1,5%
Инфлација у зони евра (просек)	1,5%	1,2%	1,5%	1,5%	1,6%
Референтна каматна стопа ЕЦБ-а (просек)*	0,0%	0,0%	0,4%	0,1%	0,4%
Цене примарних пољопривредних производа на светском тржишту (Т4 на Т4)**	1,6%	-5,8%	-0,9%	2,9%	2,5%
Цена нафте типа брент по барелу (децембар, у USD)	61	70	61	66	63
Интерне претпоставке					
Регулисане цене (дец. на дец.)	4,4%	3,8%	4,0%	4,0%	4,0%
Трендови					
Аперијацијски тренд реалног курса (просек)	0,3%	0,3%	0,4%	0,4%	0,5%
Тренд реалне камате (просек)	0,4%	0,4%	0,3%	0,2%	0,1%

* ECB Survey of Professional Forecasters (SPF).

** Композитни индекс цена соје, пшенице и кукуруза.

Извор: НБС, ЕЦБ, Consensus Forecast, Euronext, CBOT и Блумберг.

Графикон V.0.2. Претпоставка о расту БДП-а у зони евра (мг. раст, у %)



Извор: ЕЦБ, Consensus Forecast и прерачун НБС.

пројекцији ММФ-а²⁹, светска привреда ће, с прошлогодишњих 3,6%, у овој години успорити раст на 3,3%, што је за 0,2 п.п. ниже од јануарске пројекције. Притом, ММФ наводи да ће 70% светске привреде успорити раст, због слабог почетка године, док ће кретања у П2 бити повољнија, како утицај поменутих фактора буде слабио. Повољнијим кретањима у П2 допринеће и спорија нормализација монетарних политика водећих централних банака од претходно очекиване. С привредним опоравком у Аргентини и Турској, требало би да глобални привредни раст буде убрзан на 3,6% у 2020. години. У односу на јануар, ММФ очекује да раст успори за 0,2 п.п. (1,8% уместо 2,0%) у развијеним земљама, а за 0,1 п.п. (4,4% уместо 4,5%) у земљама у успону.

Када је у питању **привредни раст зоне евра**, нашег најважнијег трговинског партнера, он је у нашој текућој пројекцији коригован наниже, у складу с мартовском пројекцијом ЕЦБ-а, на 1,1% за ову годину, док се за наредне две године очекује раст од 1,6% и 1,5%. ЕЦБ наводи да ће на економску активност у кратком року и даље негативно утицати комбинација неизвесности у свету (пре свега, могућност ескалације протекционистичких мера и изласка Велике Британије из ЕУ без постигнутог споразума), као и домаћи фактори у појединим земљама зоне евра. С постепеним ишчењавањем утицаја ових фактора, превагнуће утицај фундаменталних фактора који подржавају раст, а пре свега утицај још увек веома експанзивне монетарне политике ЕЦБ-а, раст зарада, опоравак екстерне тражње и прелазак фискалне политике из неутралне у благо експанзивну. Пројектована стопа раста БДП-а зоне евра нешто је нижа у 2021. него у 2020. години, будући да ће финансијски услови постати неповољнији у другој половини хоризонта пројекције, мада ће и даље подржавати раст, као и да ће запосленост расти по нешто нижој стопи у средњем року, углавном због недовољне понуде радне снаге у појединим земљама зоне евра. Одлучујући о монетарној политици у априлу, ЕЦБ је истакла да су ризици за привредни раст зоне евра и даље израженији надоле, због неизвесности у погледу геополитичких фактора и протекционизма, као и рањивости земаља у успону.

Као и ЕЦБ, успоравање зоне евра на 1,1% у овој години предвиђа и Consensus Forecast, што је корекција наниже од 0,4 п.п. у односу на прогнозу од пре три месеца. Consensus Forecast за наредну годину предвиђа спорији раст зоне евра од ЕЦБ-а, 1,3%, што

²⁹ World Economic Outlook, април 2019.

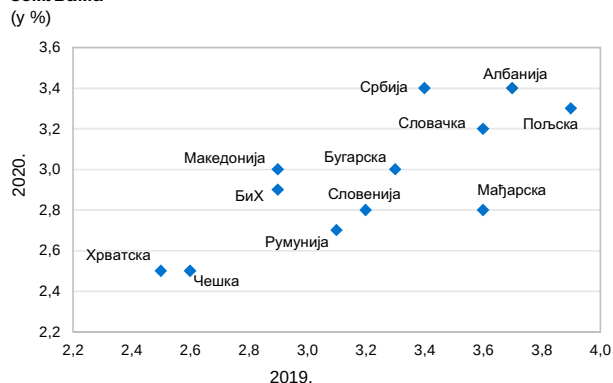
је корекција наниже од 0,1 п.п. Иако је смањено своју пројекцију раста зоне евра у 2019. за 0,3 п.п., ММФ је нешто оптимистичнији и очекује да ће раст износити 1,3%. Раст у 2020. кориговао је наниже за 0,2 п.п., на 1,5%.

Када су у питању **наши најзначајнији трговински партнери у зони евра**, *Consensus Forecast* је, у односу на прогнозу од пре три месеца, знатно смањено очекивани раст Немачке за ову годину, за 0,6 п.п., на 0,8%, а за 2020. за 0,1 п.п., на 1,5%. Као разлози за знатну корекцију наниже наводе се негативни ефекти царина САД на немачку привреду и уска грла у производњи услед регулаторних мера. Знатно је смањена и пројекција привредног раста Италије, на 0,0% у 2019, са 0,5%, колико је износила пре три месеца, док је за 2020. смањена на 0,5%, са 0,7%. *Consensus Forecast* наводи да је слабији очекивани раст Италије пре свега последица забринутости због програма фискалних подстицаја приватним инвестицијама, за који се процењује да ће тешко решити структурне проблеме, а доводи у питање и одрживост јавних финансија.

Што се тиче **перспектива раста земаља нашег региона**, које су такође наши важни трговински партнери, очекивано успоравање раста зоне евра одразило се и на очекивани раст ових земаља, али у мањој мери. И даље се предвиђа да ће раст домаће тражње у овим земљама бити солидан, подстакнут растом зарада и даљим побољшањима на тржишту рада, као и да ће се наставити снажан раст фиксних инвестиција, иако нешто споријим темпом због мањих прилива из фондова ЕУ. Према априлском *Consensus Forecast*-у, раст региона **југоисточне Европе**³⁰ у 2019. благо је ревидиран наниже у односу на јануар, за 0,1 п.п., на 3,1%, пре свега због успоравања екстерне тражње, док је за 2020. смањен за 0,2 п.п., на 2,8%. Процена раста **региона средње Европе**³¹ од 3,5% у овој години није мењана, док је за наредну годину повећана за 0,1 п.п., на 3,1%. Оцена ММФ-а је да ће раст у појединим земљама средње и источне Европе бити и већи од очекиваног, али је због пада економске активности у Турској пројекција ММФ-а за раст ове групе земаља у 2019. свега 0,8%. Опоравак на 2,8% ММФ очекује у 2020. години.

И изгледи за **инфлацију у већини развијених земаља** кориговани су наниже. Инфлаторни притисци су ослабљени, а инфлација се и даље креће испод циља

Графикон V.0.3. Процена привредног раста по земљама



Извор: *Consensus Forecast*, април 2019.

Табела V.0.2. Процена привредног раста по земљама

	Јануар 2019.		Април 2019.	
	2019.	2020.	2019.	2020.
Пољска	3,7	3,2	3,9	3,3
Чешка	2,8	2,6	2,6	2,5
Мађарска	3,4	2,7	3,6	2,8
Албанија	3,8	3,5	3,7	3,4
Бугарска	3,3	3,0	3,3	3,0
БиХ	3,1	3,0	2,9	2,9
Македонија	2,9	2,9	2,9	3,0
Румунија	3,2	2,9	3,1	2,7
Словачка	4,0	3,3	3,6	3,2
Словенија	3,4	2,8	3,2	2,8
Хрватска	2,7	2,5	2,5	2,5

Извор: *Consensus Forecast*.

³⁰ Албанија, Босна и Херцеговина, Бугарска, Хрватска, Македонија, Румунија и Србија.

³¹ Чешка, Мађарска, Пољска, Словачка и Словенија.

Графикон V.0.4. Претпоставка о инфлацији
у зони евра
(мг. раст, у %)



Табела V.0.3. Процена инфлације по земљама
(годишњи просек, у %)

	Јануар 2019.		Април 2019.	
	2019.	2020.	2019.	2020.
Пољска	2,0	2,5	1,8	2,5
Чешка	2,2	2,0	2,4	2,0
Мађарска	3,1	3,1	3,1	3,0
Албанија	2,5	2,6	2,2	2,4
Бугарска	2,8	2,6	2,8	2,6
БиХ	1,6	1,8	1,7	1,7
Македонија	2,0	2,0	1,8	2,1
Румунија	3,2	3,1	3,5	3,0
Словачка	2,5	2,3	2,4	2,3
Словенија	1,8	1,9	1,6	1,8
Хрватска	1,6	1,8	1,2	1,7

Извор: Consensus Forecast.

централних банака, у највећој мери због снижавања цена примарних производа на светском тржишту у Т4 прошле године, а пре свега цене нафте. Ниска је и базна инфлација, упркос расту домаће тражње у последње две године. У нашој пројекцији претпоставили смо да ће се **инфлација у зони евра** кретати у складу с мартовском пројекцијом ЕЦБ-а, према којој ће она наставити да се смањује током ове године и у просеку ће износити 1,2%, али ће након тога постепено расти на 1,5% у 2020. и 1,6% у 2021. години. Пројектоване стопе инфлације кориговане су наниже у поређењу с пројекцијом ЕЦБ-а из децембра, када су износиле 1,6%, 1,7% и 1,8% у ове три године, респективно. Као главне разлоге корекције наниже ЕЦБ наводи нижу остварену инфлацију од очекиване, лошије изгледе за привредни раст и нижу претпостављену светску цену нафте. Требало би да базна инфлација постепено расте током хоризонта пројекције, због даљег, иако споријег, привредног раста зоне евра и побољшања на тржишту рада. Нижу инфлацију у зони евра у наредном периоду очекују и стручни прогнозери. Према априлској анкети ЕЦБ-а, стручни прогнозери³² поново су смањили своја очекивања и, у односу на јануар, очекују за по 0,1 п.п. нижу инфлацију у овој и наредне две године – 1,4%, 1,5% и 1,6%. Поред слабијих изгледа за привредни раст, на то је утицала и нижа инфлација у зони евра почетком ове године. Очекивана инфлација у зони евра смањена је и према *Consensus Forecast*-у на 1,3% и 1,4% у овој и у наредној години, са 1,5%, колико се очекивало у јануару.

Знатнији инфлаторни притисци не очекују се ни у земљама региона. Требало би да инфлација у овим земљама буде опредељена привредним растом и растом зарада, с једне стране, и ниском увозном инфлацијом, с друге стране, при чему постоји ризик за нешто веће инфлаторне притиске ако раст светске цене нафте буде већи од очекиваног. Након смањења у јануару на 2,7%, *Consensus Forecast* је у априлу благо повећао прогнозу инфлације за **регион југоисточне Европе**, на 2,8% у 2019, пре свега због раста цена енергената. Прогнозирану стопу инфлације за 2020. годину смањено је с јануарских 2,7% на 2,6% у априлу. Када је у питању инфлација у **средњој Европи**, *Consensus Forecast* је смањено своје процене у односу на јануар за по 0,1 п.п., на 2,1% и 2,4% у овој и у наредној години.

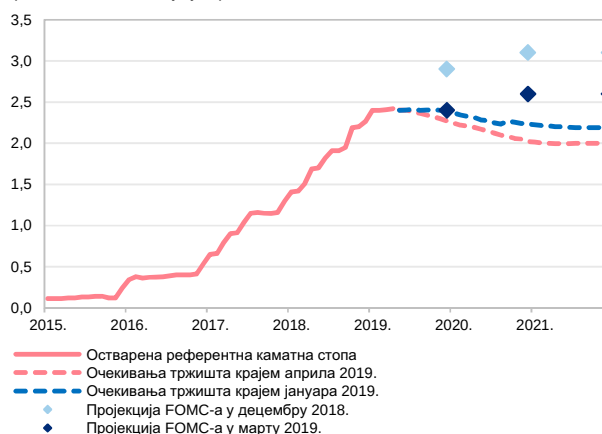
У контексту лошијих изгледа за глобални привредни раст, **водеће централне банке недавно су**

³² ECB Survey of Professional Forecasters (SPF).

промениле реторику о будућој монетарној политици. ФЕД је најавио стрпљивост по питању промена монетарне политике, у складу с кретањем економских показатеља, и у овој години не очекује повећање распона референтне каматне стопе. Када су у питању тржишни учесници, они, према фјучерсима с краја априла, такође не очекују повећање референтне каматне стопе ФЕД-а. Штавише, вероватноћа да ће та стопа бити смањена у децембру 2019. премашила је вероватноћу да се она неће мењати (51,0% наспрам 49,0%). Кина је појачала фискалне и монетарне стимулансе како би ублажила негативне ефекте већих царина на извоз у САД. Поред тога, тензије око трговинских односа САД и Кине ублажене су. Све то би требало позитивно да се одрази на услове на међународном финансијском тржишту и, отуда, на токове капитала према земљама у успону и стабилност на њиховим девизним тржиштима.

Када су у питању финансијски услови у зони евра, која је најзначајнији финансијски партнер Србије, претпоставка наше пројекције је у складу с најавама ЕЦБ-а да ће они бити повољнији него што смо претпоставили у претходној пројекцији. ЕЦБ у априлу није мењала своју монетарну политику, задржавајући референтне каматне стопе на историјском минимуму и свој биланс на релативно високом нивоу, због реинвестирања доспеле главнице купљених хартија. Претходно је у марту најавила да до краја ове године неће мењати своје кључне каматне стопе. Поред тога, ЕЦБ је најавила нови програм дугорочног финансирања (*TLTRO III*), који ће спроводити од септембра 2019. до марта 2021. године, с рочношћу од две године, како би кредитни услови банака остали повољни. Спорију нормализацију монетарне политике ЕЦБ-а него пре три месеца очекују и стручни прогнозери, према којима ће референтна каматна стопа ЕЦБ-а остати на нули у кратком року и у просеку ће у 2020. и 2021. години износити 0,13% и 0,37% (за разлику од 0,35% и 0,74% пре три месеца), што смо претпоставили и у нашој пројекцији. На спорију нормализацију монетарне политике ЕЦБ-а указују и фјучерси с краја априла, према којима би тромесечни *EURIBOR* требало да остане негативан не само до краја 2020. већ и до краја хоризонта пројекције, тј. и током Т1 2021. Претпоставка наше пројекције је и да ће однос евра и долара остати непромењен током хоризонта пројекције, на нивоу просека у последње две недеље пред закључење пројекције (1,12 долара за еврo).

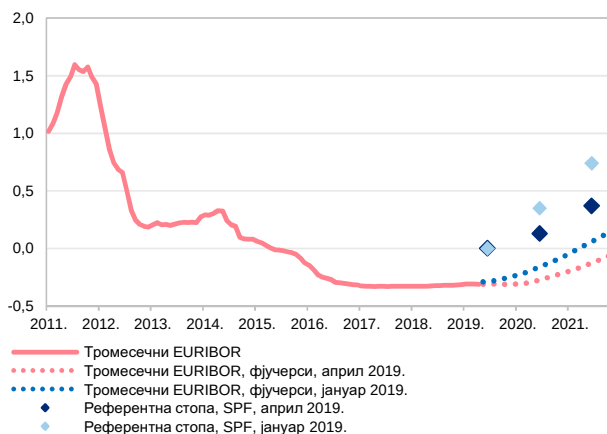
Графикон V.0.5. Очекивана референтна каматна стопа ФЕД-а* (на годишњем нивоу, у %)



Извор: ФЕД и Блумберг.

* Очекивања тржишта базирана на фјучерсима.

Графикон V.0.6. Очекивана референтна каматна стопа ЕЦБ-а* и фјучерси за тромесечни *EURIBOR* (на годишњем нивоу, у %)



Извор: ЕЦБ и Блумберг.

* ECB Survey of Professional Forecasters (SPF).

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



Неизвесност у погледу будућих кретања у међународном окружењу односи се на кретање **светских цена примарних производа**. Пре свега, неизвесно је кретање светске цене **нафте**, која је од почетка године повећана за око 30% (на око 70 долара по барелу), због ограничавања производње водећих светских извозника и геополитичких тензија. Ипак, тржиште не очекује да ће цена нафте на светском тржишту знатније расти у наредном периоду. Процењује се да смањење производње земаља *OPEC*-а неће бити довољно да подстакне знатнији раст цене нафте на светском тржишту, с обзиром на очекивано слабљење тражње за нафтом због споријег глобалног раста, као и на раст производње нафте у САД. У складу с нафтним фјучерсима с почетка маја (узимајући просек у последње две недеље), у новој пројекцији смо претпоставили светску цену нафте од 70 долара по барелу у децембру 2019, а затим 66 и 63 долара по барелу у децембру 2020. и 2021. године, што је нешто више од наше пројекције пре три месеца.

Графикон V.0.8. Претпоставка о кретању светских цена примарних пољопривредних производа (T4 2013 = 100)



Неизвесност постоји и око кретања цена других примарних производа на светском тржишту, пре свега **метала и примарних пољопривредних производа**. Њихова волатилност одражава све већи утицај фактора на страни понуде, насупрот слабијој светској тражњи. Цене основних метала смањене су крајем прошле године, због слабијих изгледа за глобални привредни раст и трговинских тензија, али су након тога повећане, под утицајем очекиваних фискалних стимуланса у Кини и веће спремности за улагања на светском тржишту, као и фактора на страни понуде, пре свега поремећаја у производњи неколико водећих светских произвођача руде гвожђа. У овој години ММФ очекује повећање цена основних метала од 2,4% у односу на просек у 2018, а потом њихово смањење за 2,2% у 2020. Као главне ризике за раст цена метала, ММФ наводи евентуално већу тражњу Кине, као и мању понуду метала због оштријих прописа о заштити животне средине у земљама који су главни произвођачи метала. Ризици за смањење цена метала јесу спорији глобални привредни раст од очекиваног, пре свега Кине, која је највећи светски потрошач метала. Неизвесно је и кретање цена примарних пољопривредних производа, које су посебно важне за Србију. У нашој пројекцији смо претпоставили, према подацима берзи *Euronext Paris* и *Chicago Board of Trade*, њихов пад од око 6% у 2019, а затим раст од око 3% и 2,5% у 2020. и 2021. години, респективно. Ризици пројекције раста цена примарних пољопривредних производа односе се, пре свега, на временске услове, који могу деловати у оба смера.

Интерне претпоставке

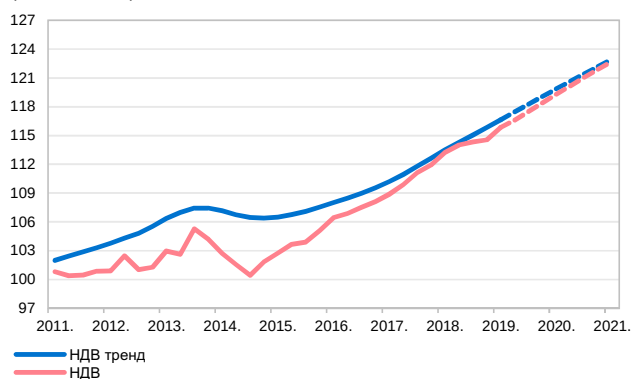
Цене примарних пољопривредних производа на домаћем тржишту³³ најпре су повећане почетком године, али се од марта поново снижавају, тако да су се, према нашој оцени, трошкови сировина у производњи хране спустили на неутрални ниво. Имајући у виду кретање фјучерса на париској и чикашкој берзи, очекујемо да ће и домаће цене пољопривредних производа у 2019. бити нешто ниже него претходне године. И у наредном периоду очекујемо да ће цене на домаћем тржишту следити динамику са светског тржишта, с обзиром на њихову повезаност, тако да би у наредне две године требало да се благо повећају.

Претпоставка пројекције је даљи раст **агрегатне тражње**. Током Т1 остварен је бржи раст НДВ-а од потенцијалног, па је негативан производни јаз смањен. Иако је тенденција смањења негативног производног јаза, која траје од 2014. године, успорена у претходној години дана, очекујемо да ће се она наставити у наредном периоду. Домаћа тражња ће бити подржана даљим растом зарада и запослености у приватном сектору, повећањем плата у јавном сектору и пензија, као и досадашњим ублажавањем монетарне политике Народне банке Србије и још увек релативно ниским каматним стопама у зони евра. Успоравање глобалног раста, а пре свега зоне евра, довешће до тога да допринос екстерне тражње буде мањи него у претходним пројекцијама.

Када су у питању **регулисане цене**, прошле године су изостале очекиване корекције цена електричне енергије и природног гаса, тако да се раст ове групе цена зауставио на 2,4%. Од почетка ове године није било знатнијих промена ових цена, осим поскупљења цигарета услед раста акциза, тако да је раст регулисаних цена у марту износио 2,3% м.г. Претпоставили смо да би до краја ове године цене природног гаса и електричне енергије могле бити кориговане, тако да смо за 2019. претпоставили раст регулисаних цена од 3,8%. За 2020. и 2021. годину претпоставили смо раст регулисаних цена од око 4,0%.

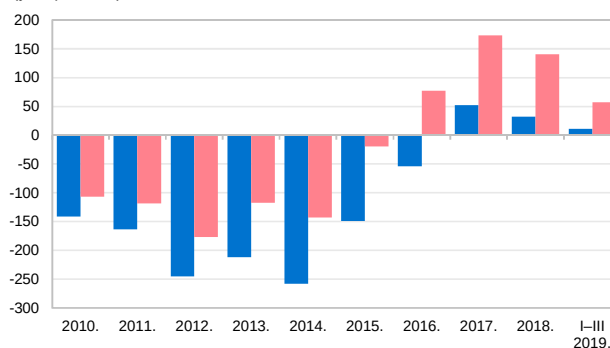
Општој макроекономској стабилности и развојним перспективама земље допринео је и **наставак позитивних фискалних кретања**. Буџет на консолидованом нивоу је у суфициту од почетка године (11,2 млрд динара у Т1 или 0,9% БДП-а), а

Графикон V.0.9. Пројектовано кретање производног јаза (ТЗ 2008 = 100)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

Графикон V.0.10. Фискални и примарни резултат буџета опште државе (у млрд RSD)



■ Буџетски резултат
■ Примарни резултат

Извор: Министарство финансија.

Табела V.0.4. Фискална стратегија 2019–2021. (у % БДП-а)

	2019.	2020.	2021.
Јавни приходи	39,9	39,2	38,7
Порески приходи	35,3	35,1	34,9
Непорески приходи	4,3	3,8	3,6
Јавни расходи	40,4	39,7	39,2
Расходи за запослене	9,2	9,2	9,2
Пензије	10,4	10,4	10,4
Кamate	2,0	1,8	1,6
Капитални расходи	4,0	4,0	4,1
Укупни биланс	-0,5	-0,5	-0,5
Примарни биланс	1,4	1,3	1,1

Извор: Министарство финансија.

³³ Мерено композитним индексом цена пшенице, кукуруза и соје.

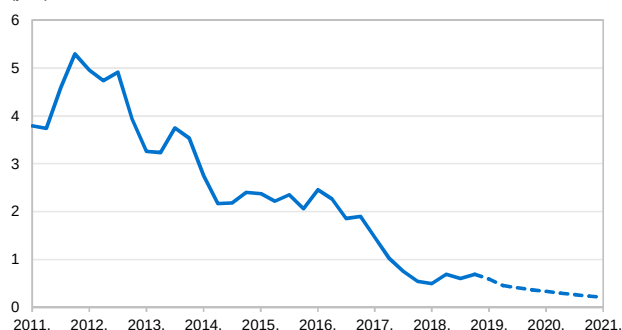
учешће јавног дуга у БДП-у смањено је на 50,9% у марту. Карактер фискалне политике у наредном периоду вероватно ће бити благо експанзиван, без већих притисака на раст инфлације. Раст капиталних издатака државе доприносиће расту инвестиција, а раст пензија и плата у јавном сектору одрживом расту потрошње. За ову годину планиран је дефицит од 0,5% БДП-а, што је средњорочно циљани ниво дефицита, који ће обезбедити наставак силазне путање јавног дуга.

Уравнотежене јавне финансије и успостављена силазна путања јавног дуга, уз одржив привредни раст и ниску инфлацију, представљају основу за даља побољшања макроекономских показатеља. Требало би да се наставак силазне путање јавног дуга у наредном периоду позитивно одрази **на премију ризика земље и кредитни рејтинг**, што ће доприносити даљој **релативној стабилности на девизном тржишту и већој отпорности Србије на ризике из међународног окружења**.

Као и у претходним пројекцијама, очекујемо да ће **инфлациона очекивања** остати усидрена око централне вредности циља до краја периода пројекције. Имајући то у виду, као и нижу премију ризика земље, очекујемо **даљи пад тренда реалне каматне стопе** током хоризонта пројекције.

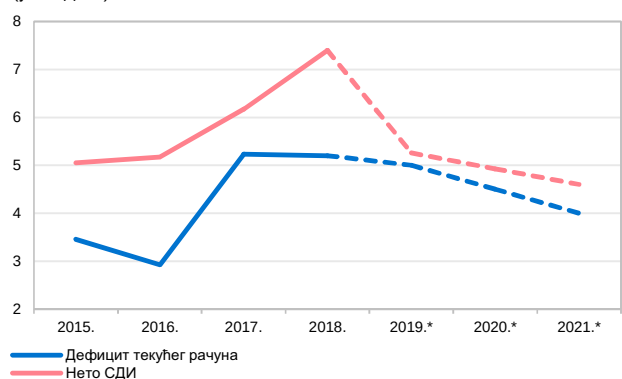
Очекујемо да ће извоз и у 2019. години имати високу стопу раста, вођен инвестицијама из претходног периода и, иако споријим, растом екстерне тражње, а због наставка инвестиционог циклуса очекујемо и раст увоза опреме и репроматеријала. Процењујемо да ће текући дефицит платног биланса у овој години бити смањен на 5,0% БДП-а, са 5,2% БДП-а, колико је износио у 2018. Смањење текућег дефицита очекујемо пре свега по основу поправљања салда услуга и повољнијих кретања на рачуну примарног дохотка, што би требало да компензује ефекте нешто споријег раста зоне евра на салдо робне размене. У средњем року очекујемо даље смањење текућег дефицита, с обзиром на очекивани већи утицај СДИ на раст извоза у наредним годинама. Притом, процењујемо да ће прилив СДИ у наредним годинама бити стабилан, на нивоу од око 5% БДП-а, што ће, као и до сада, бити више него довољно за покриће дефицита текућег рачуна и допринос његовом смањењу у средњем року.

Графикон V.0.11. Тренд реалне каматне стопе (у %)



Извор: СВОТ, Eurostat и прерачун НБС.

Графикон V.0.12. Дефицит текућег рачуна и нето прилив СДИ (у % БДП-а)



Извор: НБС.

* Пројекција НБС.

Пројекција

Пројекција инфлације

И према нашој текућој пројекцији, очекујемо да ће мг. инфлација и у наредне две године бити ниска и стабилна. Она ће, након достизања централне вредности циља у априлу, наставити да се креће у границама циља до краја периода пројекције – највероватније у доњем делу циљаног распона. У односу на претходну пројекцију, нова пројекција је благо виша за ову годину због вишег од очекиваног раста цена поврћа од почетка ове године, а затим је нижа до краја периода пројекције, као последица базног ефекта код цена поврћа, као и нешто споријег од претходно очекиваног затварања производног јаза зоне евра.

Краткорочна пројекција инфлације

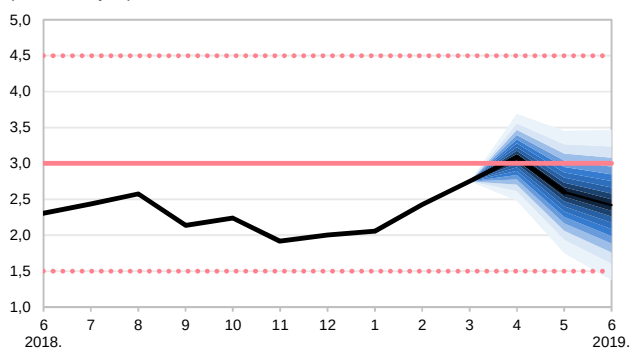
Као што смо навели у претходном Извештају о инфлацији, кретање мг. инфлације у кратком року требало би да буде одређено базним ефектом, пре свега код цена из групе свежег воћа и поврћа. Притом, очекујемо да ће, након привременог приближавања централној вредности циља у априлу, мг. инфлација у остатку Т2 имати силазну путању. На смањење мг. инфлације највише ће деловати пад доприноса цена свежег поврћа (јер је база висока због прошлогодишњих поскупљења у овом периоду године). Такође због базног ефекта, нижи допринос имаће цене нафтних деривата, али ће он бити блажи него што смо очекивали, због раста светске цене нафте од почетка године. Ниски трошкови у производњи хране утицаће и на то да допринос цена прерађене хране остане низак. Када је у питању базна инфлација, очекујемо да ће она и у наредном периоду остати ниска и стабилна и да ће се кретати незнатно изнад текућег нивоа.

Ризици краткорочне пројекције инфлације односе се пре свега на кретање цена непрерађене хране у наредним месецима, као и на кретање светске цене нафте и њено преливање на цене нафтних деривата на домаћем тржишту.

Средњорочна пројекција инфлације

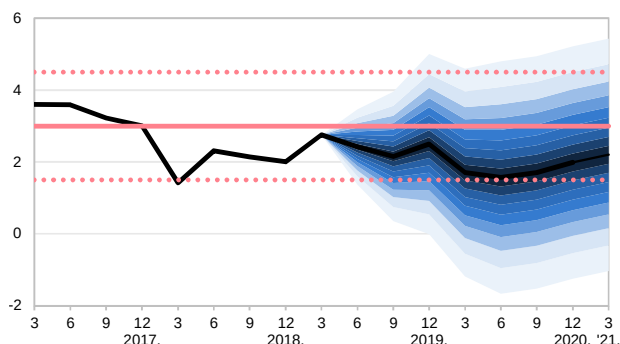
Полазећи од претпоставки пројекције, очекујемо да ће се мг. инфлација и у наредне две године кретати у границама циља, и то највероватније у доњем делу циљаног распона. Притом, њено ће кретање у наредном периоду у великој мери одредити базни ефекат, пре свега код цена из групе воћа и поврћа.

Графикон V.0.13. Краткорочна пројекција инфлације (мг. стопе, у %)



Извор: НБС.

Графикон V.0.14. **Пројекција инфлације**
(мг. стопе, у %)



Извор: НБС.

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

Очекујемо да ће мг. инфлација најпре имати силазну тенденцију ка доњој граници циља и да ће се на њој наћи током П1 наредне године, а да ће потом започети повратак ка циљу.

Овакав профил пројектоване инфлације резултат је утицаја неколико фактора који на инфлацију делују у супротном смеру. Као и у претходној пројекцији, главни дезинфлаторни утицај у наредном периоду доћи ће од високе базе код цена поврћа, који ће у овој и у П1 наредне године надјачати утицај раста агрегатне тражње, постепеног ишчежавања дезинфлаторних притисака по основу апрецијације динара у претходном периоду и раста регулисаних цена.

Цене свежег поврћа од почетка године наставиле су снажно да расту, чиме су се нашле знатно изнад свог неутралног нивоа, што би требало да доведе до њиховог снажног успоравања у наредном периоду. Тиме би њихов допринос инфлацији до Т2 наредне године требало да пређе у негативну зону, а да се затим постепено врати у позитивну зону.

Раст **светске цене нафте** од почетка године одразио се на раст цена нафтних деривата на домаћем тржишту. Ипак, према фјучерсима, тржишни учесници не очекују знатније промене цене нафте на светском тржишту у односу на текући ниво, тако да би требало да се допринос цена нафтних деривата инфлацији умерено смањује до октобра, услед изласка прошлогодишњих поскупљења из мг. обрачуна. Након тога, требало би да се допринос цена нафтних деривата стабилизује на ниском позитивном нивоу.

Очекујемо да ће се наставити раст **агрегатне тражње**, који готово непрекидно траје од краја 2014. године, тј. да ће дезинфлаторни притисци по основу негативног производног јаза слабити. Иако је тенденција смањења негативног производног јаза успорена у претходној години дана, очекујемо да ће се она наставити и у наредном периоду. Такво кретање производног јаза биће подржано позитивним трендовима на тржишту рада, као и растом плата у јавном сектору и пензија, преко позитивног утицаја на расположив доходак становништва. На расположив доходак повољно делује и нижи ниво каматних стопа, а тиме и нижи трошкови отплате кредита, који су постигнути досадашњим ублажавањем монетарне политике Народне банке Србије. Такође, позитиван ефекат имају и даље ниске каматне стопе на евроиндексиране кредите, које би требало да остану ниске дуже него што се очекивало, с обзиром на недавно најављену спорију нормализацију монетарне политике ЕЦБ-а. С друге стране, успоравање раста

привреде зоне евра, а пре свега Немачке и Италије, наших главних спољнотрговинских партнера, као и ограничавање извоза челика у ЕУ, довешће до тога да допринос екстерне тражње расту буде мањи него у претходним пројекцијама.

Јачање динара у претходном периоду деловало је дезинфлаторно путем нижих увозних цена изражених у динарима. У истом смеру деловала је и нижа инфлација у зони евра. По том основу, још неко време очекујемо дезинфлаторне притиске, али ће они постепено слабити. Ипак, с обзиром на то да се очекује релативна стабилност **курса динара према евр**у, а због претпостављеног непромењеног односа евра према долару – и релативна стабилност динара према долару, као и скроман раст цена у зони евра, нашем најважнијем трговинском партнеру, требало би да раст увозних цена изражених у динарима остане релативно низак до краја периода пројекције.

Када су у питању **регулисане цене**, очекујемо да ће њихов раст у овој години износити 3,8%, пре свега по основу корекције цена цигарета, као и могућег раста цена природног гаса и електричне енергије, који је изостао прошле године. Тиме би допринос раста регулисаних цена инфлацији био већи за 0,3 п.п. него прошле године. Слично претходној пројекцији, очекујемо раст регулисаних цена у 2020. од око 4,0% и исто толики раст у 2021. години.

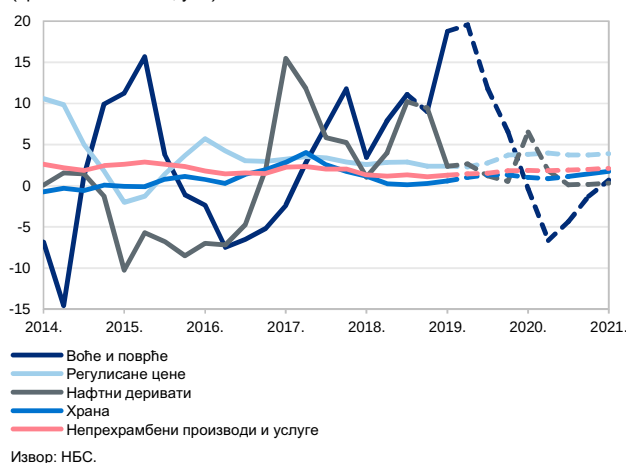
Када су у питању **трошкови сировина у производњи хране**, процењујемо да се они налазе око неутралног нивоа, након што су од марта снижене цене примарних пољопривредних производа на домаћем тржишту. У наредном периоду очекујемо да ће се ови трошкови кретати око неутралног нивоа, у складу с претпостављеним кретањем цена примарних пољопривредних производа на светском тржишту, јер светске цене у највећој мери утичу на кретање домаћих цена примарних пољопривредних производа.

Имајући у виду актуелни пад цена важних сировина у производњи прерађене хране (пшенице, кукуруза, соје), који је вратио трошкове у производњи хране на неутрални ниво, по том основу не очекујемо притиске на раст **прехранбене инфлације**. Сматрамо да ће он бити скроман и првенствено одређен постепеним растом агрегатне тражње. Након задржавања око текућег нивоа до краја ове године, слично очекујемо и код **непрехранбене инфлације** – да њен умерен раст буде одређен растом агрегатне тражње. Притом, очекујемо да ће и прехранбена и непрехранбена инфлација наставити да се крећу испод 3,0% током периода пројекције.

Графикон V.0.15. РМТП и цена хране (у %)



Графикон V.0.16. Пројекција компонената инфлације (просечна мг. стопа, у %)



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

Када је у питању **међународно робно тржиште**, цене примарних производа у наредном периоду могле би бити и ниже и више од претпостављених, и због фактора на страни тражње, и због фактора на страни понуде. Када су у питању фактори на страни тражње, постоје ризици да би успоравање раста светске привреде могло да буде и веће од процењеног, што би смањило тражњу за примарним производима. Иако су трговинске тензије између водећих светских економија донекле ублажене, протекционизам у међународној трговини и даље је присутан, као и геополитичке тензије, што би могло да наруши пословно поверење и негативно се одрази на инвестиције, продуктивност и привредни раст, а тиме и на пад тражње за примарним производима, пре свега нафтом. На пад тражње за примарним производима посебно би се одразило веће успоравање раста Кине од очекиваног, будући да је привреда Кине постала главни покретач раста тражње за примарним производима на светском тржишту. Иако је Кина реаговала на успоравање раста монетарним и фискалним стимулансима, економска активност би ипак могла бити испод очекиване, посебно у случају поновне ескалације трговинских тензија. С друге стране, постоји могућност да ће се постићи договор око трговинских политика водећих светских економија и да неће бити даљих негативних ефеката на глобални раст и тражњу за примарним производима по овом основу.

Када су у питању фактори на страни понуде, они су специфични за сваки примарни производ. Иако тржишни учесници, према фјучерсима, не очекују знатнија померања **светске цене нафте** у односу на текући ниво, она су могућа у оба правца, с обзиром на нестабилну равнотежу глобалне понуде и тражње. Наиме, геополитичке тензије не јењавају, пре свега због санкција САД на извоз нафте из Ирана и Венецуеле, као и због дешавања у Либији. Такође, неизвесно је колико ће трајати текуће ограничавање производње нафте земаља *OPEC*-а, као и у којој мери ће га се земље чланице придржавати. Поред тога, непознаница је како ће на увођење нових стандарда Међународне поморске организације од почетка 2020. године реаговати индустрија прераде и транспорта нафте и какав ће бити ефекат на светску цену нафте, иако се не очекују знатнија померања на тржишту. С

друге стране, производња нафте у САД је динамична и њен раст, као и евентуално већи раст производње земаља *ОПЕС*-а, могао би додатно смањити светску цену нафте. Кретање цене нафте на светском тржишту одразиће се и на цене **примарних пољопривредних производа**, пре свега житарица, не само преко трошкова горива у пољопривредној производњи и цена ђубрива већ и преко утицаја на производњу биогорива. С друге стране, евентуално даље заостравање трговинских тензија могло би да води паду цена примарних пољопривредних производа. Такође, чињеница је да су у претходних неколико година цене примарних пољопривредних производа на светском тржишту расле мало, или су се чак смањивале, иако су фјучерси предвиђали раст. Имајући у виду неизвесност у погледу кретања светских цена нафте и примарних пољопривредних производа, процењујемо да су ризици наше пројекције по основу светских цена примарних производа симетрични.

Ризици пројекције односе се и на кретања на **међународном финансијском тржишту**, пре свега у погледу карактера монетарних политика ЕЦБ-а и ФЕД-а, а последично и услова на међународном финансијском тржишту и односа између евра и долара. Због успоравања глобалног раста и инфлације, ЕЦБ и ФЕД су сигнализирани да ће нормализација њихових монетарних политика бити спорија него што се очекивало. То значи да ће светски финансијски услови бити повољни дуже него што се очекивало. Међутим, неизвесно је у којој мери ће нормализација бити спорија, што би могло утицати на нестабилност глобалних токова капитала. Даље ширење протекционизма у међународној трговини могло би додатно повећати нестабилност на међународном финансијском тржишту, а тиме и неизвесност у вези с кретањем капитала. У супротном правцу деловало би постизање споразума о трговинским односима између водећих светских економија. Имајући наведено у виду, ценимо да су ризици пројекције по овом основу симетрични.

У пројекцији смо користили претпоставку да ће раст **регулисаних цена** ове године износити 3,8%, након прошлогодишњег релативно скромног раста од 2,4%. За 2020. и 2021. годину претпоставили смо раст регулисаних цена од око 4,0%. Иако смо своје претпоставке о расту регулисаних цена за ову годину кориговали наниже имајући у виду скроман раст регулисаних цена у претходне три године, сматрамо да су ризици пројекције по овом основу благо

асиметрични наниже, јер би корекције цена природног гаса и електричне енергије могле да изостану и ове године.

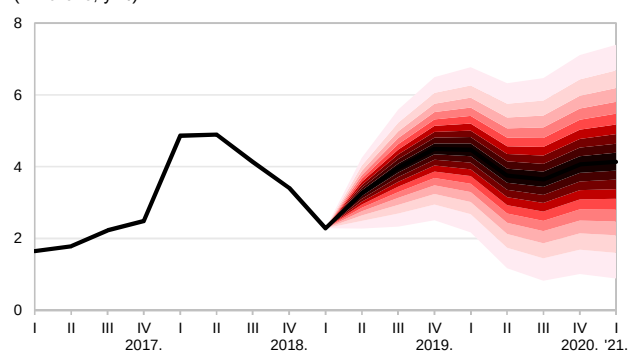
Ако узмемо све наведено у обзир, оцењујемо да су **ризични у погледу остварења пројекције инфлације, заједно посматрано, симетрични до краја периода пројекције.**

Одлуке о монетарној политици и у наредном периоду зависиће од процене утицаја домаћих фактора и фактора из међународног окружења на кретање инфлације у Србији. Имајући у виду да кључни ризици пројекције долазе из међународног окружења, Народна банка Србије ће наставити да пажљиво прати и анализира кретања на међународном робном и финансијском тржишту и да оцењује њихов утицај на домаћа економска кретања. Треба истаћи да је отпорност Србије на променљиве екстерне услове повећана захваљујући постигнутој и очуваној ниској инфлацији и стабилном финансијском систему, постигнутим стопама привредног раста, уравнотеженим јавним финансијама и успостављеној силазној путањи јавног и спољног дуга. Као и до сада, монетарна политика ће бити предвидива и доследна у остваривању ниске и стабилне инфлације у средњем року, што ће, уз очување финансијске стабилности, доприносити одрживом привредном расту и даљем јачању отпорности на екстерне неизвесности.

Пројекција БДП-а

Узимајући у обзир остварени раст у Т1 и очекивано убрзање раста у наредном периоду, пројекцију раста БДП-а за 2019. задржали смо на 3,5%, уз незнатно измењену структуру. Имајући у виду повољније кретање краткорочних показатеља финалне потрошње од претходно очекиваних, захваљујући расту плата у јавном сектору и пензија, као и наставку раста запослености и зарада у приватном сектору, допринос финалне потрошње ревидирали смо навише. Поред тога, очекујемо да фиксне инвестиције и у 2019. наставе позитивно да доприносе расту БДП-а, на шта, између осталог, указује и наставак високог прилива СДИ и већа реализација капиталних инвестиција од почетка године. С друге стране, према новој пројекцији, очекујемо нешто негативнији допринос нето извоза у 2019, на шта је у највећој мери утицало успоравање раста у зони евра. Притом, требало би да извоз задржи релативно снажну динамику реалног раста од око 7%, а сличан раст очекујемо и код увоза, уз задржавање повољне структуре, тј. да буде вођен

Графикон V.0.17. Пројекција раста БДП-а
(мг. стопе, у %)



Извор: НБС.

растом набавке опреме и репроматеријала за потребе инвестиција и производње.

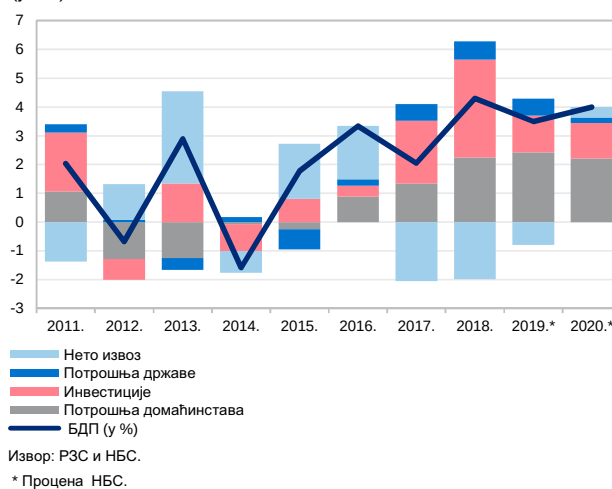
Посматрано с производне стране, највећи позитиван допринос расту БДП-а и у 2019. требало би да пружи већа активност у услужним секторима, захваљујући расту потрошње домаћинстава и постепеном опоравку поверења потрошача. Поред тога, очекујемо и наставак раста у сектору грађевинарства по просечној стопи забележеној у претходних пет година (око 8%), на шта указује предвиђени раст капиталних издатака државе и повољна кретања на тржишту некретнина. Позитиван допринос расту БДП-а очекујемо и по основу наставка раста прерађивачке индустрије, као и опоравка у сектору рударства и енергетике. С друге стране, негативан допринос кретању БДП-а у 2019. очекује се по основу пада пољопривредне производње услед деловања базног ефекта.

Према нашој оцени, требало би да реални раст БДП-а у средњем року убрза на око 4%, тј. да се креће око свог потенцијала. На то ће, пре свега, утицати даљи раст фиксних инвестиција, подстакнут повољним пословним амбијентом и изгледима за раст, наставком процеса придруживања ЕУ и интензивном реализацијом инфраструктурних пројеката. Позитиван допринос расту БДП-а у средњем року очекујемо и од нето извоза, захваљујући пре свега одржању релативно снажне динамике извоза робе и услуга и постепеном успоравању раста њиховог увоза. Повољна кретања на тржишту рада допринеће и наставку раста потрошње домаћинстава, за коју и у наредном периоду очекујемо да расте спорије од раста БДП-а.

Посматрано с производне стране, постепеном убрзању раста БДП-а у средњем року требало би да допринесе снажнији раст у прерађивачкој индустрији по основу активирања инвестиција у нове извозне капацитете и опоравка екстерне тражње. Поред тога, очекујемо да раст домаће тражње и повољна кретања на тржишту рада допринесу и постепеном убрзању раста активности у услужним секторима. Требало би да позитиван допринос расту настави да пружа и сектор грађевинарства, док у пољопривреди очекујемо приносе на нивоу вишегодишњег просека.

Слично као и у претходној пројекцији, ризике који се односе на кретања по основу екстерне тражње, а пре свега на темпо привредног раста у зони евра, оцењујемо као асиметричне наниже у кратком року, тј. у 2019. С друге стране, ризике који потичу из домаћег окружења а односе се претежно на

Графикон V.0.18. Доприноси реалном расту БДП-а (у п.п.)



активирање инвестиција у извозно оријентисаним секторима и кретања у грађевинарству, оцењујемо као асиметричне навише у кратком року. Након тога, тј. у средњем року, све ризике пројекције БДП-а оцењујемо као симетричне.

Раст протекционизма у међународној трговини, геополитички ризици и фактори специфични за поједине земље и секторе утицали су на успоравање економске активности и ревизију наниже изгледа за раст БДП-а у зони евра. С обзиром на то да је зона евра наш најзначајнији спољнотрговински партнер, таква кретања би могла да се одразе и на успоравање извоза Србије и, последично, спорији раст производње у прерађивачкој индустрији. Ипак, ово успоравање се и даље оцењује као привремено и односи се пре свега на 2019, док се након тога очекује убрзање раста.

Када је реч о трговинским токовима између Србије и зоне евра, поред укупно посматрано ниже тражње, делују и специфични фактори. То се пре свега односи на извоз челика из Србије, који је након приватизације домаће железаре постао један од главних извозних производа, а који се највећим делом пласира на тржиште ЕУ. С те стране, увођење специфичних квота за увоз одређених производа од челика од стране ЕУ могао би негативно да се одрази на извоз Србије у кратком року.

Неизвесност око раста БДП-а у одређеној мери односи се и на негативан ефекат уведених такси од 100% на производе из Србије који се испоручују на Косово и Метохију, чији се ефекти одражавају на мању производњу у прерађивачкој индустрији, пре свега у производњи прехранбених производа. Ипак, с обзиром на то да очекујемо да ће ове таксе, као најгрубљи вид кршења постигнутих трговинских споразума, у наредном периоду бити укинуте, њихов негативан ефекат оцењујемо као краткорочан.

На раст БДП-а Србије, као мале и отворене економије, утичу и токови капитала и односи главних валута на међународном финансијском тржишту. Неизвесност у погледу темпа нормализације монетарних политика водећих банака и даље је присутна, мада је сада нешто мања, с обзиром на то да су ФЕД и ЕЦБ најавили спорију нормализацију монетарних политика. То би требало да се одрази и на задржавање постојећег степена ликвидности на међународном финансијском тржишту и ублажи притиске на раст трошкова екстерног финансирања, пре свега у земљама у успону. Истичемо и то да је Србија, захваљујући очуваној макроекономској стабилности, смањеној

унутрашњој и спољној неравнотежи, повећању домаће штедне и мањим потребама за екстерним задуживањем, смањила своју изложеност евентуалним екстерним потресима по овом основу.

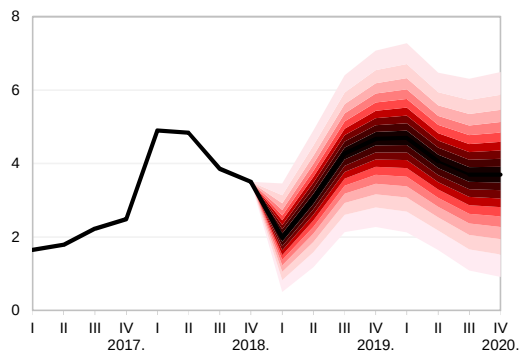
Ризици пројекције раста БДП-а односе се и на кретање цена примарних производа, пре свега нафте, основних метала и житарица. Ове цене на светском тржишту подједнако могу да се крећу у оба смера, тако да ризике по том основу оцењујемо као симетричне. Притом, када је реч о цени нафте, њен евентуални раст на светском тржишту на Србију као нето увозника прелио би се преко нижег расположивог дохотка и виших трошкова пословања, док би у супротном смеру деловао њен евентуални пад. С друге стране, на Србију као нето извозника житарица и основних метала позитивно би деловао евентуални раст цена ових производа на светском тржишту.

Када је реч о домаћим факторима раста БДП-а, оцењујемо да би њихов ефекат у кратком року могао бити асиметричан навише. То се пре свега односи на повољне ефекте бржег раста инвестиција од очекиваних, на шта указује висок и пројектно распрострањен прилив СДИ у 2018. претежно усмерен у разменљиве секторе, као и висок м.г. раст капиталних издатака државе. Потенцијално бржи раст инвестиција очекујемо и по основу почетка новог инвестиционог циклуса у грађевинарству, који укључује пре свега интензивно улагање у пројекте на изградњи саобраћајне инфраструктуре, а у одређеној мери и наставак реализације бројних пројеката на тржишту некретнина.

Ризик пројекције раста БДП-а потиче и од успешности пољопривредне производње, за коју смо претпоставили да ће у овој години бити изнад вишегодишњег просека а испод прошлогодишње

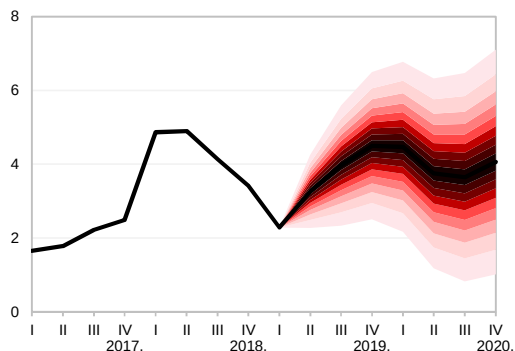
Графикон V.0.19. Поређење текуће с претходном пројекцијом раста БДП-а

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



Извор: НБС.

Мајска пројекција
(м.г. стопе, у %)



рекордне сезоне, а у средњем року на нивоу вишегодишњег просека. С обзиром на то да је пољопривреда у великој мери подложна утицају временских услова, могуће је да дође до одступања у оба смера, због чега и ризике по овом основу оцењујемо као симетричне.

Поређење и остварење пројекција инфлације

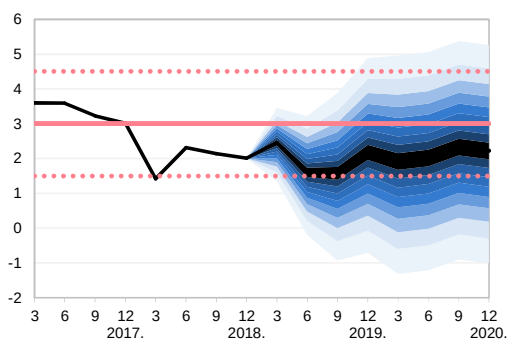
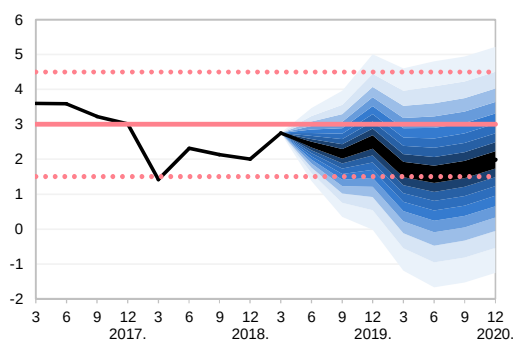
Нова средњорочна пројекција инфлације благо је виша за ову годину, а затим до краја периода пројекције нижа од пројекције коју смо објавили у фебруарском Извештају о инфлацији. Главни разлог нешто више пројектоване инфлације у овој години је остварен раст цена поврћа и нафтних деривата од почетка 2019. који је био виши од очекиваног. То за последицу има више пројектоване мг. стопе инфлације у наредној години дана. Због базног ефекта, као и услед споријег затварања негативног производног јаза од претходно очекиваног, пројектована мг. инфлација у остатку 2020. и почетком 2021, тј. до краја периода пројекције, нижа је од фебруарске пројекције.

Цене поврћа су од почетка године забележиле знатно већи раст од очекиваног. Међутим, како ове цене имају тенденцију да се враћају на свој неутрални ниво, пројектовано је да њихов допринос инфлацији пређе у негативну зону до Т2 наредне године и да буде израженији него у фебруарској пројекцији. Од почетка године повећана је и цена нафте на светском тржишту, на изненађење већине аналитичара, па се, према фјучерсима, претпоставља да ће бити на вишем нивоу него у фебруарској пројекцији. То ће утицати на више цене нафтних деривата, а тиме и на нешто вишу инфлацију од фебруарске пројекције у наредној години дана. Након тога, виша база код цена поврћа деловаће дезинфлаторно до краја периода пројекције.

Дезинфлаторно дејство имаће и негативан производни јаз, који се у новој пројекцији затвара спорије него у фебруарској пројекцији. На то је пре свега утицало нешто спорије затварање производног јаза зоне евра.

У правцу ниже пројектоване инфлације делује и спорије ишчезавање ефекта јачања динара из претходног периода. Заједно са споријим затварањем негативног производног јаза, то је главни разлог што смо раст цена непрехрамбених производа пројектовали на нешто нижем нивоу од фебруарске пројекције. Поред тога, нижем расту цена непрехрамбених производа и услуга допринеће и

Графикон V.0.20. Поређење текуће с претходном пројекцијом инфлације

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

Извор: НБС.

нижа очекивана инфлација у зони евра, која је наш најзначајнији трговински партнер.

Истовремено, цене хране су знатно ниже све до краја периода пројекције, јер је пад цена примарних пољопривредних производа од марта резултирао нижим трошковима у производњи хране.

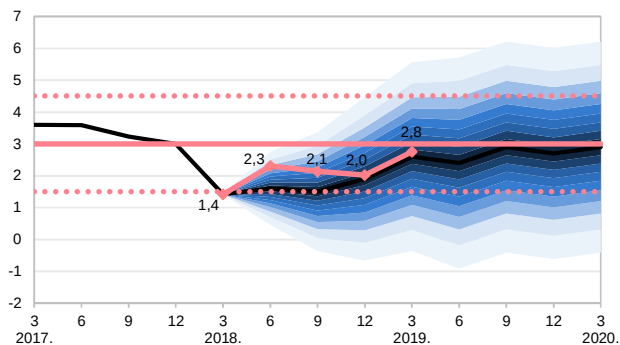
Инфлација се у протеклој години дана кретала у границама распона пројекције из маја 2018. године. Притом, инфлација је осцилирала око централне вредности пројекције – најпре изнад, а потом испод, да би се на крају Т1 2019. године нашла близу централне пројекције из маја 2018.

Посматрано по компонентама, нижи раст на крају Т1 2019. од очекиваног у мају 2018. забележен је код цена прехранбених производа, регулисаних цена, као и непрехрамбених производа и услуга. Томе су допринели нижи трошкови у производњи хране (услед нижих цена примарних пољопривредних производа у Србији), спорије ишчезавање апрецијацијских притисака из претходног периода и изостанак очекиваног поскупљења природног гаса и електричне енергије.

С друге стране, виши раст од очекиваног имале су цене поврћа и нафтних деривата. Цене поврћа су знатно порасле у последњој години дана и тиме допринеле да инфлација буде виша од пројектоване централне вредности (од остварене укупне инфлације у марту од 2,8%, допринос цена поврћа је чак 1,63 п.п.). Поред тога, већи утицај на инфлацију од пројекције из маја 2018. имало је и слабљење евра према долару и последично слабљење динара према долару, пре свега кроз цене примарних производа изражене у динарима.

Графикон V.0.21. Остварење пројекције инфлације из маја 2018.

(мг. стопе, у %)



Извор: НБС.

Списак графикана и табела

Графикони

III.0.1.	Допринос мг. стопи раста потрошачких цена	11
III.0.2.	Краткорочна пројекција инфлације из фебруара 2019. и остварена инфлација	12
III.0.3.	Допринос мг. стопи раста произвођачких цена	12
III.0.4.	Допринос појединих компонената мг. стопи раста увозних цена у динарима	13
III.0.5.	Инфлациона очекивања финансијског сектора за годину дана унапред	13
III.0.6.	Текућа инфлација и инфлациона очекивања 12 месеци унапред	13
III.0.7.	Перципирана и очекивана инфлација становништва	14
III.0.8.	Очекивана инфлација за две године унапред	14
IV.1.1.	Динарска ликвидност	15
IV.1.2.	Кретање каматних стопа	15
IV.1.3.	Каматне стопе на примарном тржишту државних ХоВ	16
IV.1.4.	Стање продатих динарских државних ХоВ	16
IV.1.5.	Крива приноса на секундарном тржишту државних ХоВ	16
IV.1.6.	Кретање каматних стопа на нове динарске кредите и депозите	17
IV.1.7.	Кретање каматних стопа на нове евро и евроиндексиране кредите и депозите	17
IV.1.8.	Показатељ премије ризика – <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	20
IV.1.11.	Структура финансијског биланса	21
IV.1.12.	Структура СДИ по секторима	21
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	22
IV.1.15.	Девизне резерве и покривеност краткорочног спољног дуга	22
IV.1.16.	Кретање курсева одређених националних валута према евра	23
IV.2.1.	Домаћи кредити немонетарном сектору и МЗ	23
IV.2.2.	Доприноси тромесечном расту М2, секторска структура	24
IV.2.3.	Кредитна активност и БДП	24
IV.2.4.	Структура новоодобрених кредита привреди, по наменама	24
IV.2.5.	Структура новоодобрених кредита привреди, по величини предузећа	25
IV.2.6.	Утицај појединих фактора на промену кредитних стандарда у одобравању кредита и кредитних линија предузећима	25
IV.2.7.	Структура новоодобрених кредита становништву	26
IV.2.8.	Динаризација депозита и пласмана, привреда и становништво	26
IV.2.9.	Утицај појединих фактора на промену кредитних стандарда у одобравању кредита и кредитних линија становништву	26
IV.2.10.	Учешће <i>NPL</i> у укупним кредитима, бруто принцип	27
IV.2.11.	Одабрани показатељи за банкарски сектор	27
IV.3.1.	Индекси цена непокретности <i>DOMex</i> и број прометованих непокретности	31
IV.3.2.	Индекси броја издатих дозвола за новоградњу	31
IV.4.1.	Доприноси мг. стопи раста БДП-а – расходна страна	32
IV.4.2.	Кретање инвестиција у основне фондове	32
IV.4.3.	Извоз и увоз робе и услуга	33
IV.4.4.	Кретање показатеља екстерне тражње за извозом Србије	33
IV.4.5.	Извоз услуга	34
IV.4.6.	Кретање главних компонената увоза	34
IV.4.7.	Робна размена у еврима	34
IV.5.1.	Кретање показатеља економске активности	37
IV.5.2.	Физички обим производње по гранама прерађивачке индустрије	37
IV.5.3.	Физички обим производње у енергетици и рударству	37

IV.5.4.	Показатељи грађевинске активности	38
IV.5.5.	Показатељи активности сектора услуга	38
IV.6.1.	Просечна номинална нето зарада	42
IV.6.2.	Номиналне нето зараде по делатностима	42
IV.6.3.	Структура мг. раста укупне формалне запослености	43
IV.6.4.	Допринос мг. расту укупне формалне запослености по делатностима	43
IV.6.5.	Показатељи тржишта рада према Анкети о радној снази	44
IV.7.1.	Доприноси дсз. стопи раста БДП-а зоне евра	45
IV.7.2.	Кретање БДП-а и показатеља економске активности зоне евра	45
IV.7.3.	Водећи показатељи сектора производње по земљама – <i>PMI Manufacturing</i>	45
IV.7.4.	Водећи економски показатељи у САД	46
IV.7.5.	Кретања на тржишту рада у САД	46
IV.7.6.	Кретање хармонизованог индекса потрошачких цена по земљама	48
IV.7.7.	Кретање индекса потрошачких цена за изабране земље	48
IV.7.8.	Кретање референтних стопа по земљама	49
IV.7.9.	Инфлација и циљ по земљама у марту 2019.	50
IV.7.10.	Имплицитна волатилност међународног финансијског тржишта	51
IV.7.11.	Принос на десетогодишње обвезнице по земљама	51
IV.7.12.	Кретање курса одређених националних валута према долару	52
IV.7.13.	Кретање цена нафте и бакра	52
IV.7.14.	Индекс цена примарних производа	52
IV.7.15.	Индекс светских цена хране	53
V.0.1.	Ревизија прогноза реалног раста БДП-а за 2019. и 2020. ММФ-а	55
V.0.2.	Претпоставка о расту БДП-а у зони евра	56
V.0.3.	Процена привредног раста по земљама	57
V.0.4.	Претпоставка о инфлацији у зони евра	58
V.0.5.	Очекивана референтна каматна стопа ФЕД-а	59
V.0.6.	Очекивана референтна каматна стопа ЕЦБ-а и фјучерси за тромесечни <i>EURIBOR</i>	59
V.0.7.	Претпоставка о кретању светске цене нафте типа брент	60
V.0.8.	Претпоставка о кретању светских цена примарних пољопривредних производа	60
V.0.9.	Пројектовано кретање производног јаза	61
V.0.10.	Фискални и примарни резултат буџета опште државе	61
V.0.11.	Тренд реалне каматне стопе	62
V.0.12.	Дефицит текућег рачуна и нето прилив СДИ	62
V.0.13.	Краткорочна пројекција инфлације	63
V.0.14.	Пројекција инфлације	64
V.0.15.	РМТП и цена хране	65
V.0.16.	Пројекција компонената инфлације	65
V.0.17.	Пројекција раста БДП-а	68
V.0.18.	Доприноси реалном расту БДП-а	69
V.0.19.	Поређење текуће с претходном пројекцијом раста БДП-а	71
V.0.20.	Поређење текуће с претходном пројекцијом инфлације	73
V.0.21.	Остварење пројекције инфлације из маја 2018.	73

Табеле

III.0.1.	Допринос мг. стопи раста потрошачких цена	11
III.0.2.	Раст и доприноси компонената расту потрошачких цена у Т1 2019.	12
IV.2.1.	Монетарни агрегати	23
IV.4.1.	Кретање главних показатеља и извора потрошње домаћинства	32
IV.4.2.	Показатељи кретања инвестиција	33
IV.5.1.	Доприноси мг. расту БДП-а	38
IV.6.1.	Кретања формалне запослености и незапослености	43
V.0.1.	Најважније претпоставке пројекције	56
V.0.2.	Процена привредног раста по земљама	57
V.0.3.	Процена инфлације по земљама	58
V.0.4.	Фискална стратегија 2019–2021.	61

Графикони у освртима

O.1.1.	Утицај девизних своп аукција на ликвидност и стопе на међубанкарском новчаном тржишту	19
O.2.1.	Фазе економског циклуса Србије и зоне евра мерено БДП-ом	28
O.2.2.	Фазе економског циклуса Србије и зоне евра мерено НДВ-ом	29
O.2.3.	Фазе кредитног циклуса Србије и зоне евра	29
O.3.1.	Биланс штедње и инвестиција	35
O.3.2.	Биланс штедње и инвестиција државе	36
O.3.3.	Биланс штедње и инвестиција приватног сектора	36
O.4.1.	Динамика учешћа извоза у БДВ-у по делатностима агрокомплекса	39
O.4.2.	Динамика учешћа увоза у БДВ-у по делатностима агрокомплекса	39
O.4.3.	Динамика БДВ-а по делатностима агрокомплекса	39
O.4.4.	Извоз и увоз пољопривредних и прехранбених производа у агрокомплексу	40
O.4.5.	Салдо робне размене по групама пољопривредних и прехранбених производа у агрокомплексу	40
O.4.6.	Извоз пољопривредних и прехранбених производа у агрокомплексу	41

Табеле у освртима

O.2.1.	Карактеристике фаза економског циклуса Србије и зоне евра мерено БДП-ом	28
O.2.2.	Карактеристике фаза економског циклуса Србије и зоне евра мерено НДВ-ом	29
O.2.3.	Карактеристике фаза финансијског циклуса Србије и зоне евра	29

Седнице Извршног одбора Народне банке Србије и промене референтне каматне стопе

2018. година

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

2019. година

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

Саопштења са седница Извршног одбора Народне банке Србије

Саопштење са седнице Извршног одбора, 7. 3. 2019.

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

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

Инфлација је ниска и стабилна шесту годину заредом и у јануару је износила 2,1% међугодишње. Базна инфлација се такође креће на ниском нивоу и у јануару је износила 1,2% међугодишње. Ниске инфлаторне притиске потврђују и инфлациона очекивања финансијског сектора и привреде за годину дана унапред, која су нешто испод централне вредности циља од 3,0%. Извршни одбор и у наредном периоду очекује стабилно кретање инфлације у границама циља ($3,0 \pm 1,5\%$).

Извршни одбор сматра да је опрезност у вођењу монетарне политике и даље потребна, пре свега због кретања у међународном окружењу. Због успоравања глобалног привредног раста, очекује се спорија нормализација монетарних политика водећих централних банака, Система федералних резерви и Европске централне банке. Међутим, и даље је неизвесно у којој мери ће нормализација бити спорија и различита од очекивања тржишта, што би могло утицати на нестабилност глобалних токова капитала. Након што је крајем прошле године светска цена нафте смањена, од почетка ове године она умерено расте, а њено кретање у наредном периоду и даље је неизвесно због бројних фактора – и на страни понуде и на страни тражње. И поред недавног попуштања трговинских тензија између водећих светских економија, и даље је присутан протекционизам у међународној трговини, као и геополитичке тензије, што кретања на међународном робном и финансијском тржишту и даље чини неизвесним.

Извршни одбор истиче да је отпорност наше привреде на евентуалне негативне утицаје из међународног окружења повећана захваљујући смањеној интерној и екстерној неравнотежи и повољним макроекономским изгледима за наредни период. Јавне финансије су, другу годину заредом, завршиле у суфициту, који је у 2018. износио 0,6% бруто домаћег производа. Упркос повећаном увозу за потребе инвестирања, вишим ценама нафте и мањој екстерној тражњи, учешће дефицита текућег рачуна платног биланса у бруто домаћем производу задржано је на нивоу из 2017. Четврту годину заредом, дефицит текућег рачуна платног биланса био је више него у пуној мери покривен нето приливом страних директних инвестиција, који је у 2018. износио 3,2 милијарде евра. Извршни одбор очекује да ће привредни раст у овој години бити вођен домаћом тражњом, тј. инвестицијама и потрошњом, а да ће стране директне инвестиције, које доприносе расту производних и извозних капацитета, утицати на постепено смањење спољне неравнотеже у средњем року.

Наредна седница Извршног одбора на којој ће бити донета одлука о референтној каматној стопи одржаће се 9. априла.

Саопштење са седнице Извршног одбора, 9. 4. 2019.

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

Доносећи такву одлуку, Извршни одбор је, пре свега, имао у виду очекивано кретање инфлације и њених фактора из домаћег и међународног окружења у наредном периоду.

Инфлација се креће у складу са очекивањима Извршног одбора – ниска је и стабилна шесту годину заредом и у фебруару је износила 2,4% међугодишње. Слично се креће и базна инфлација, која је у фебруару износила 1,3% међугодишње. Извршни одбор и у наредном периоду очекује стабилно кретање инфлације у границама циља ($3,0 \pm 1,5\%$), а таква су и средњорочна очекивања финансијског сектора и привреде.

Извршни одбор сматра да је опрезност у вођењу монетарне политике и даље потребна, пре свега због кретања у међународном окружењу. Успоравање глобалног привредног раста и инфлације утиче на нормализацију монетарних политика водећих централних банака, Система федералних резерви и Европске централне банке, која ће бити спорија од очекиване. Међутим, и даље је неизвесно у којој мери ће се нормализација разликовати од очекивања тржишта, што би могло утицати на нестабилност глобалних токова капитала. Након што је крајем прошле године смањена, светска цена нафте од почетка ове године расте, а њено кретање у наредном периоду и даље је неизвесно због бројних фактора – и на страни понуде и на страни тражње. Иако су у претходном периоду попустиле трговинске тензије између водећих светских економија, протекционизам у међународној трговини и даље је присутан, као и геополитичке тензије, што кретања на међународном робном и финансијском тржишту и даље чини неизвесним.

Извршни одбор истиче да је отпорност наше привреде на евентуалне негативне утицаје из међународног окружења повећана захваљујући смањеној интерној и екстерној неравнотежи и повољним макроекономским изгледима за наредни период. Као и у претходне две године, јавне финансије су и почетком ове године у суфициту, а дефицит текућег рачуна платног биланса дуже од четири године више је него у пуној мери покривен нето приливом страних директних инвестиција. Извршни одбор очекује да ће привредни раст у овој години бити вођен домаћом тражњом, тј. инвестицијама и потрошњом, а да ће стране директне инвестиције, које доприносе расту производних и извозних капацитета, утицати на постепено смањење спољне неравнотеже у средњем року.

Наредна седница Извршног одбора на којој ће бити донета одлука о референтној каматној стопи одржаће се 9. маја.

Саопштење са седнице Извршног одбора, 9. 5. 2019.

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

Доносећи такву одлуку, Извршни одбор је, пре свега, имао у виду очекивано кретање инфлације и њених фактора из домаћег и међународног окружења у наредном периоду.

Инфлација се креће у складу са очекивањима Извршног одбора – ниска је и стабилна шесту годину заредом и у марту је износила 2,8% међугодишње. Привремено приближавање инфлације централној вредности циља у марту, према оцени Извршног одбора, определила је, пре свега, ниска база код цена поврћа и њихов раст изнад сезонски уобичајеног за овај период године. Базна инфлација је била непромењена у односу на претходни месец и у марту је износила 1,3% међугодишње. На ниске инфлаторне притиске указују и инфлациона очекивања финансијског сектора и привреде, која су усидрена око циља од 3,0% и за годину и за две године унапред. Извршни одбор и у наредном периоду очекује стабилно кретање инфлације у границама циља ($3,0 \pm 1,5\%$).

Извршни одбор сматра да је опрезност у вођењу монетарне политике и даље потребна, пре свега због још увек присутне неизвесности у међународном окружењу. Успоравање глобалног привредног раста и инфлације у међународном окружењу утиче на процес нормализације монетарних политика водећих централних банака, Система федералних резерви и Европске централне банке, који ће, према садашњим најавама, бити спорији од очекиваног. Међутим, и даље је неизвесно у којој мери ће се нормализација разликовати од очекивања тржишта, што би могло утицати на нестабилност глобалних токова капитала. Након што је крајем прошле године смањена, светска цена нафте од почетка ове године расте, а њено кретање у наредном периоду и даље је неизвесно због бројних фактора – и на страни понуде, и на страни тражње. Иако су трговинске тензије између водећих светских економија попустиле, протекционизам у међународној трговини и даље је присутан, као и геополитичке тензије, што кретања на међународном робном и финансијском тржишту и даље чини неизвесним.

Извршни одбор истиче да је отпорност наше привреде на евентуалне негативне утицаје из међународног окружења повећана захваљујући смањеној интерној и екстерној неравнотежи и повољним макроекономским изгледима за наредни период. Као и у претходне две године, јавне финансије су и почетком ове године у суфициту, а дефицит текућег рачуна платног биланса у највећој мери покривен је нето приливом страних директних инвестиција. Извршни одбор очекује да ће привредни раст у овој години бити вођен домаћом тражњом, тј. инвестицијама и потрошњом, а да ће стране директне инвестиције, које доприносе расту производних и извозних капацитета, утицати на постепено смањење спољне неравнотеже у средњем року.

На данашњој седници, Извршни одбор је усвојио мајски Извештај о инфлацији, који ће јавно бити представљен 15. 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 6. 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